

ЖАННУР АШИГАЛИЗаместитель директора, группа
суверенных и региональных
рейтингов

zhannur.ashigali@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

МАКРОЭКОНОМИКА | КАЗАХСТАН

УМЕРЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ТЕНГЕ ПОЗВОЛЯЕТ СНИЗИТЬ РИСКИ ДЕВАЛЬВАЦИИ И СОХРАНИТЬ РЕЗЕРВЫ

Номинальный курс тенге за время свободного курсообразования потерял лишь треть, но природа волатильности изменилась

С момента перехода тенге к свободному курсообразованию в конце 2015 года коридор колебаний курса национальной валюты Казахстана к доллару США показывает тренд на медленное ослабление тенге. При этом за период с начала 2016 года (соответствует 100) по октябрь 2023-го индекс курса тенге находился в диапазоне от 133 до 136, то есть за восемь лет национальная валюта потеряла в цене лишь треть, несмотря на довольно распространенное мнение о постоянном и значительном потенциале ее обесценения (см. *рис. 1*).

В рамках оценки динамики курса тенге следует учитывать не только ее общую траекторию, но и степень волатильности национальной валюты Казахстана, которая имеет некоторые особенности. Анализ данных за последние несколько десятилетий позволяет сделать ряд заключений.

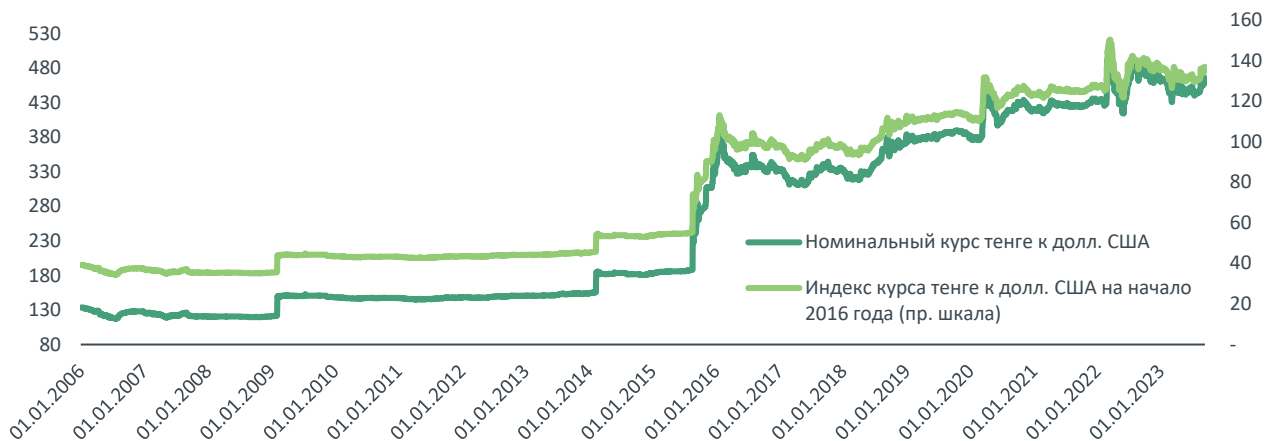
Во-первых, после перехода на режим свободного курсообразования частота эпизодов повышенной волатильности тенге резко возросла. В период до конца 2015 года таких эпизодов было крайне мало, а каждый из них (когда колебания курса достигали 60–100% от максимума за весь период) становился событием. В 2019–2021 годах волатильность была минимальной, но с 2022 года усилилась, а эпизоды ее незначительного роста также участились.

Во-вторых, при режиме свободного курсообразования рост волатильности оказывается несоизмеримо слабее по сравнению с редкими эпизодами ее усиления, которые наблюдались до конца 2015 года. Сравнивая с максимумом, зафиксированным в августе и сентябре 2015 года, эпизоды усиления волатильности последних лет по своей силе составляли лишь до 32%.

В-третьих, до 2015 года — во время действия валютного коридора и активных валютных интервенций регулятора — волатильность тенге почти всегда была околонулевой (за исключением описанных выше эпизодов), в особенности в период с 2008 по 2015 год. За время же свободного курсообразования волатильность никогда не находилась на близком к нулю уровне.

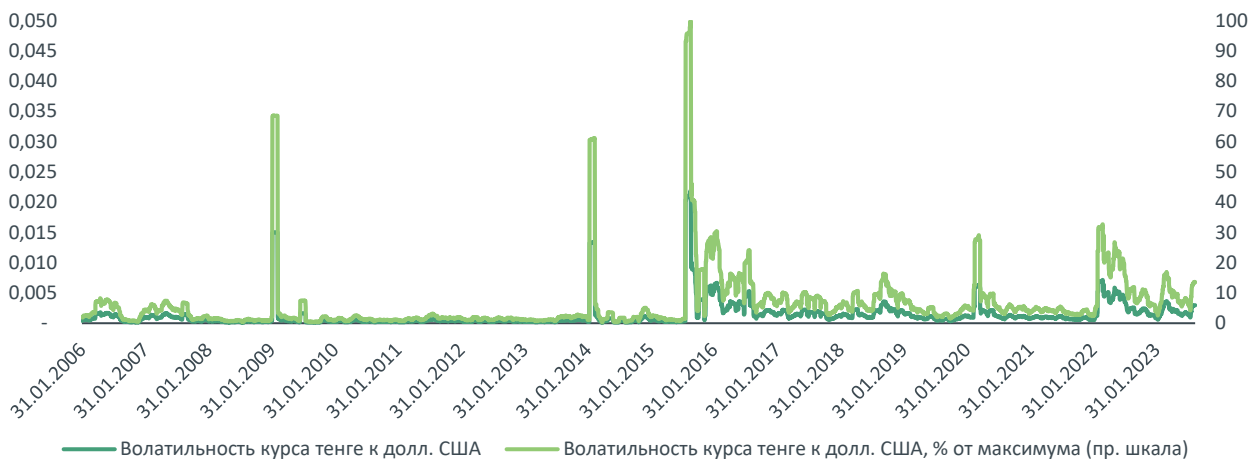
В целом валютный режим, действующий сейчас в стране, привел к изменению специфики волатильности курса тенге. Данный режим абсорбирует риски девальвации, что отражается в постоянной, но невысокой волатильности при наличии тренда на незначительное в относительном выражении ослабление национальной валюты.

Рисунок 1. Номинальный курс тенге и индекс курса тенге с начала 2016 года



Источник: НБРК, расчеты АКРА

Рисунок 2. Расчетная волатильность курса тенге к долл. США ¹



Источник: НБРК, расчеты АКРА

Сдерживание волатильности тенге до 2015 года и подстройка курса в ходе транзитного периода потребовали крупных валютных интервенций

Валютные интервенции регулятора заключались и заключаются как в продаже валюты на рынок, так и в ее изъятии с рынка. В настоящем аналитическом комментарии рассматриваются ежемесячные нетто-значения интервенций, когда Национальный банк Республики Казахстан (НБРК) в отдельные месяцы преимущественно продавал валюту, а в иные — покупал.

По аналогии с динамикой номинального курса тенге в рамках анализируемого периода (с 2006 по 2023 год) можно выделить временные интервалы, для которых характерна разная природа валютных интервенций. До 2013 года включительно интервенции использовались почти каждый месяц и были значительными. При этом объемы покупки валюты почти уравнивались объемами продажи, снижая тем самым потенциальную волатильность курса. С 2014 года природа интервенций изменилась. Так, если с 2006 по 2013 год регулятор продал в нетто-выражении лишь около 570 млн долл. США, то в следующий (транзитный) период — с 2014 по 2015 год — продажи валюты доминировали и составили 35,1 млрд долл. США в нетто-выражении (что превышает золотовалютные резервы НБРК — 31,93 млрд долл. США на сентябрь 2023 года).

¹ Рассчитывается как стандартное отклонение первой разницы логарифмов дневных уровней валютного курса за последний месяц, равный по умолчанию 30 календарным дням.

В течение третьего периода, начавшегося в 2016-м и продолжающегося в этом году, интервенции в нетто-выражении стали редкими — регулятор проводил их лишь в отдельные месяцы 2016 и 2020 годов. Совокупные нетто-продажи с 2016-го по сентябрь 2023 года составили 417 млн долл. США, или 13% от текущей оценки золотовалютных резервов.

Итак, до перехода на режим свободного курсообразования активность интервенций была высокой, что ограничивало волатильность тенге (согласно требованиям действовавшего валютного режима). В ходе транзитного периода с 2014 по 2015 год были затрачены значительные валютные резервы в нетто-выражении для подстройки курса, необходимость которой была связана с продолжительным искусственным сдерживанием как самого курса, так и его волатильности в предыдущий период.

Можно ли говорить о волатильности текущего счета, которая вызывает серьезные колебания валютного курса?

Заметная волатильность статей платежного баланса, как правило, транслируется в нестабильность валютного курса, что отражает тенденции во внешнем секторе экономики страны.

Рассмотрим специфику текущего счета платежного баланса, поскольку сам платежный баланс приводится к балансовой форме за счет резервных переводов и остаточных «ошибок и пропусков».²

Ниже перечислим основные выводы относительно тенденций, характерных для счета текущих операций (СТО) Казахстана в период с 2000-го по первую половину 2023 года.

1. С 2000 года стандартное отклонение покрывает существенную часть средней величины СТО за анализируемый период (от 40 до 77% в зависимости от элемента), что говорит о достаточно высокой волатильности элементов СТО.
2. На торговлю товарами приходилось две трети суммарной волатильности СТО (43 и 24% — на экспорт и импорт соответственно), на выплаты нерезидентам по первичным доходам — 17%, на прочие элементы — от 2 до 6%. Это свидетельствует о высокой концентрации по источникам волатильности.
3. Анализ динамики отклонений суммы элементов СТО от среднего значения за период позволяет выделить следующие временные интервалы наиболее высоких отклонений. С 2011 по 2014 год, когда действовал режим сдерживания волатильности в рамках валютного коридора, а также периоды с 2018 по 2019 год и с 2021 по 2023 год — в условиях свободного курсообразования тенге.

Если до августа 2015 года существовал потенциал усиления волатильности тенге из-за динамики элементов СТО (см. *рис. 3*), что во многом сдерживалось благодаря режиму валютного коридора, то высокая волатильность 2015–2016 годов не была напрямую связана с СТО (см. *рис. 4*). Судя по всему, рост волатильности курса в этот момент произошел в результате накопления девальвационных ожиданий в предыдущие годы, что можно расценивать как разовое событие в рамках транзитного периода.

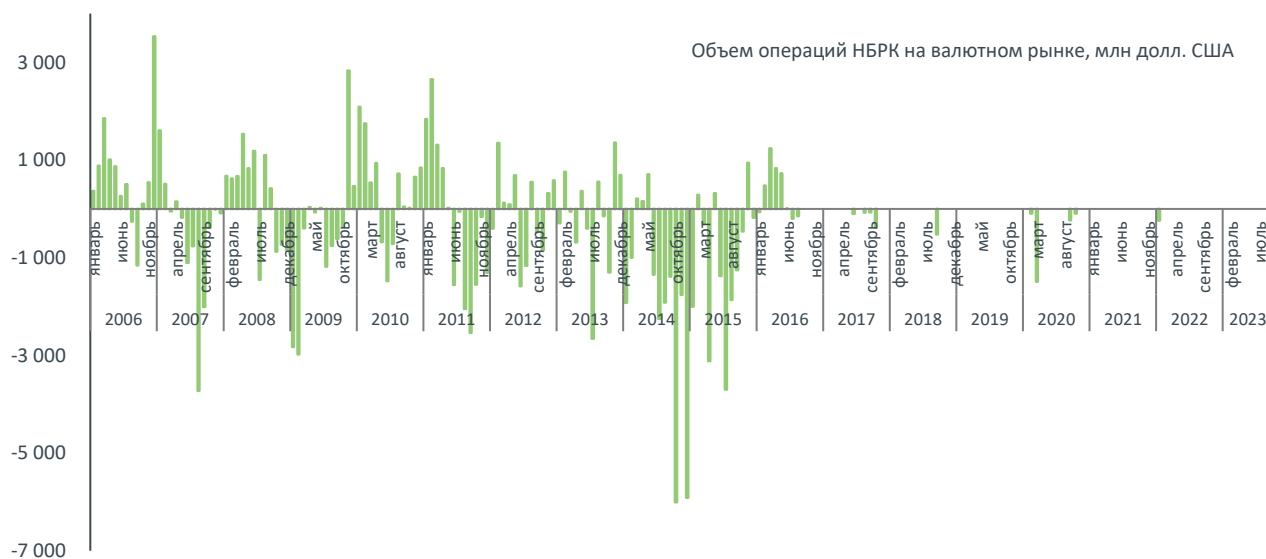
Наблюдаемая в последние годы невысокая, но почти постоянная волатильность курса тенге отчасти может объясняться волатильностью элементов СТО, однако данный эффект сглаживается благодаря режиму свободного курсообразования при отсутствии серьезных валютных интервенций.

² В настоящем аналитическом комментарии оценивается разброс значений крупных элементов СТО, то есть сумма основных статей СТО по модулю (торговля товарами и услугами, суммы выплат и получений по первичному и вторичному доходам), а не их приведение к балансовой форме. В связи с этим при расчете волатильности учитываются как дебетовые части — к выплате по внешним счетам по модулю, так и кредитовые — к получению по внешним счетам по модулю. Получаемая сумма основных позиций предполагается равной 100% при расчете распределения искомого разброса.

Высокая волатильность курса тенге в транзитный период с 2015 по 2016 год, по мнению АКРА, была связана не с фундаментальным давлением волатильности во внешних счетах страны, а с переходом на новый валютный режим, который был обусловлен динамикой курсов валют торговых партнеров Казахстана.

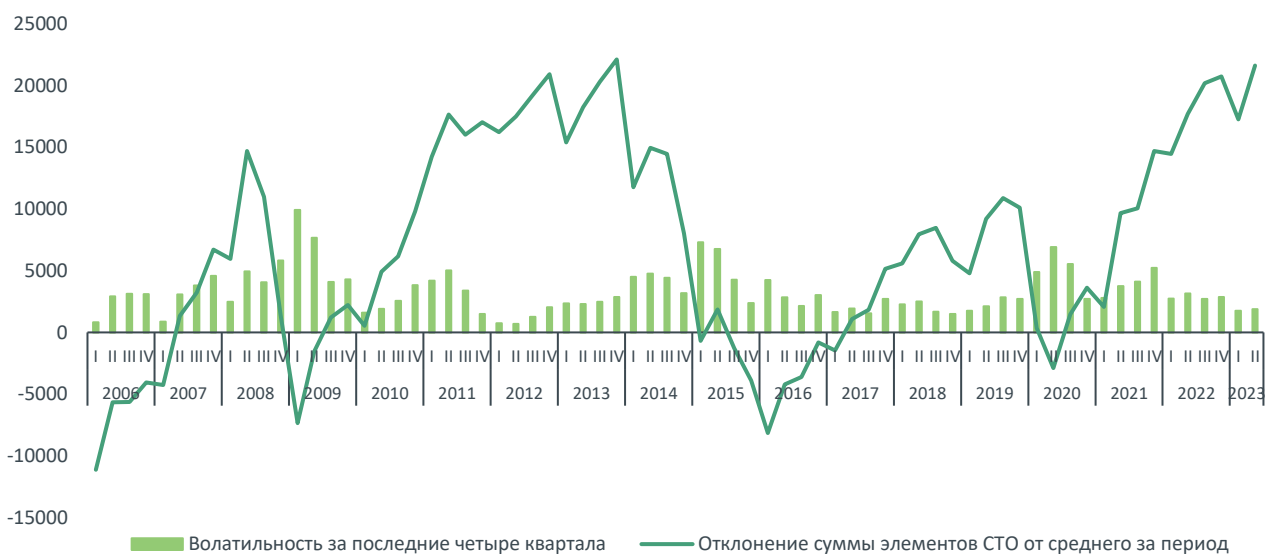
В 2022–2023 годах наблюдается усиление волатильности элементов СТО. Это более фундаментальный дисбаланс, оказывающий некоторое давление на валюту Казахстана, однако благодаря действующему режиму свободного курсообразования значительные колебания курса тенге нивелируются. При этом валютные интервенции со стороны регулятора не требуются, поскольку постоянная, но невысокая волатильность национальной валюты не несет в себе риска существенной девальвации.

Рисунок 3. Нетто-интервенции НБРК, млн долл. США (отрицательные значения — продажа валюты на рынок)



Источник: НБРК, расчеты АКРА

Рисунок 4. Волатильность элементов СТО, млн долл. США



Источник: НБРК, расчеты АКРА

(С) 2023

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Большой Гнездиковский пер., д. 1, стр. 2
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.