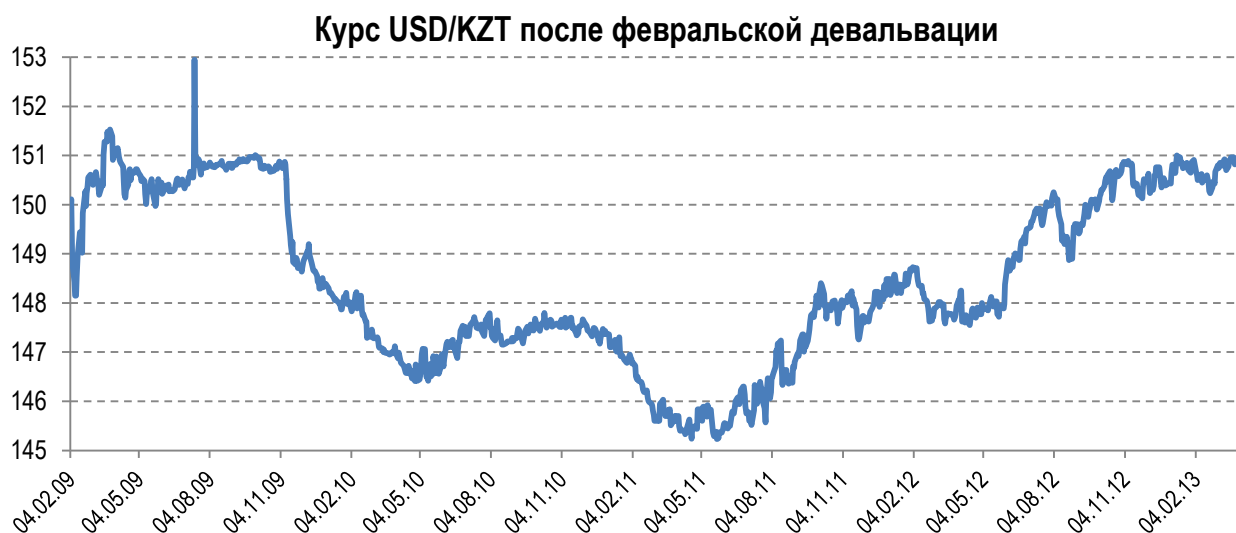


Курс казахстанского тенге в последнее время остается стабильным, однако население сегодня обеспокоено дальнейшими перспективами национальной валюты. Многие по-прежнему оглядываются на февральские события 2009 года, когда Нацбанк РК преподнес неожиданный сюрприз в виде одномоментной девальвации тенге. С тех пор люди внимательно следят за ситуацией в обменниках страны и опасаются повторения этого неприятного сценария.

В мировой экономике по-прежнему не все гладко, кризисное состояние в целом сохраняется. Повсеместно наблюдается замедление темпов экономического роста, в том числе и в Казахстане. Правительства пытаются выправить ситуацию, при этом главным инструментом стимулирования становится валютный курс. Глобальная интеграция вносит свои коррективы, породив набирающие обороты так называемые «валютные войны». На этом фоне интересно узнать перспективы казахстанского тенге, который, на наш взгляд, должен взять курс на ослабление.

### Динамика USD/KZT

По итогам прошлого года наша национальная валюта ослабла по отношению к американскому доллару на 1,3% до 150,44. В первые месяцы 2013 года тенденция постепенного снижения курса KZT/USD продолжилась – на 0,35% до 150,97 (на 15.04.13). То есть тенге в целом оставался стабильным - за 15 месяцев тенге ослаб лишь на 1,7%. На данный момент курс достиг уровней после проведенной в феврале 2009 года девальвации на 25%. После четырехлетних минимумов на уровне 145,4 (в мае 2011 года) курс USD/KZT вырос лишь на 4%.



Ослабление тенге происходило по двум причинам:

- **Первая – общая ситуация в мировой экономике.** Глобальная макроэкономическая картина оставляет желать лучшего, темпы роста практически повсеместно замедляются, в том числе это наблюдалось и в Казахстане. По итогам года реальный прирост ВВП составил лишь 5%. Сохраняющееся напряжение на глобальных рынках главным образом негативно отразилось на рынках развивающихся стран (преимущественно экспортеров сырья), где наблюдался значительный отток иностранного капитала, что в итоге выливалось в ослабление национальных валют в

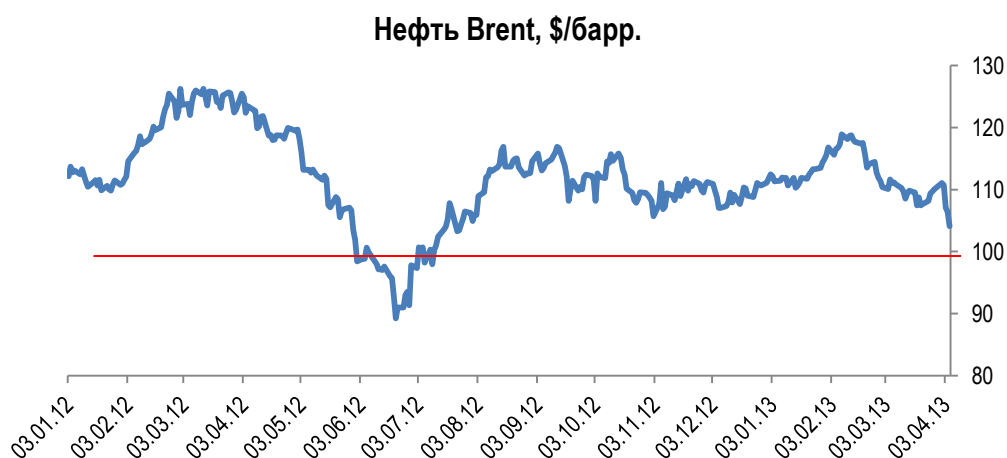
частности к американскому доллару. Последний сохраняет статус резервной и самой надежной валюты, при этом на фоне трудностей с евро, позиции доллара лишь укрепились.

- **Вторая – политика Национального банка РК**, который в свете ухудшения макроэкономической ситуации в стране постепенно и плавно отпускает курс тенге, при этом сглаживая резкие колебания. Сильный курс отечественной валюты, по сути, при нынешнем положении казахстанского экспорта крайне нежелателен, в этой связи при любых возможностях необходимо давать тенге падать. Сегодня это могут сделать рыночные механизмы, и без существенного вмешательства регулятора. Нацбанк на данный момент старается исполнять свой мандат - обеспечение стабильности курса национальной валюты. Осуществляется это через продажу доллара при сильных предпосылках ослабления тенге, о чем свидетельствует снижение золотовалютных резервов в последнее время.



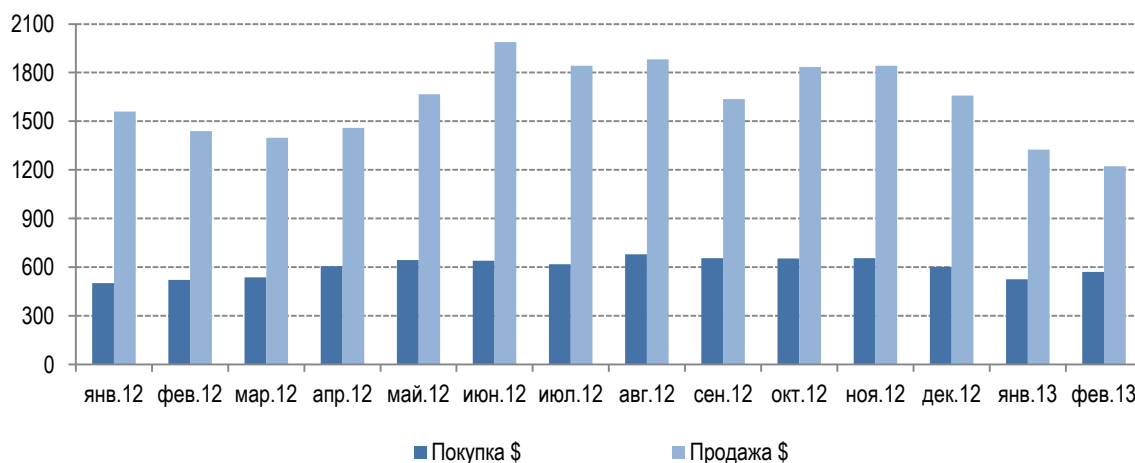
Примечательно, что ослабление национальной валюты происходило при высоких ценах на сырую нефть. Среднегодовая цена марки Brent по итогам 2012 года оказалась выше \$110 за баррель. При этом благоприятный уровень для бюджета, по официальным данным, предполагает цену в \$85.

С начала текущего года наблюдается негативная динамика стоимости «черного золота», однако пока тенге реагирует на такой тренд относительно слабо. С момента пика 2013 года на отметке в \$119 котировки золота упали почти на 20%, достигнув отметки в \$100 за баррель. Тенге за это время ослаб к доллару менее чем на 0,5%. То есть налицо валютные интервенции Нацбанка РК.



В последнее время среди населения пошли активные спекуляции по поводу сильного падения курса тенге в ближайшее время. На валютном рынке по-прежнему наблюдается значительный спрос на американскую валюту. В итоге объем продаж доллара обменными пунктами страны в разы превышает объемы покупок.

**Операции обменных пунктов,  
млн. ед. валюты**

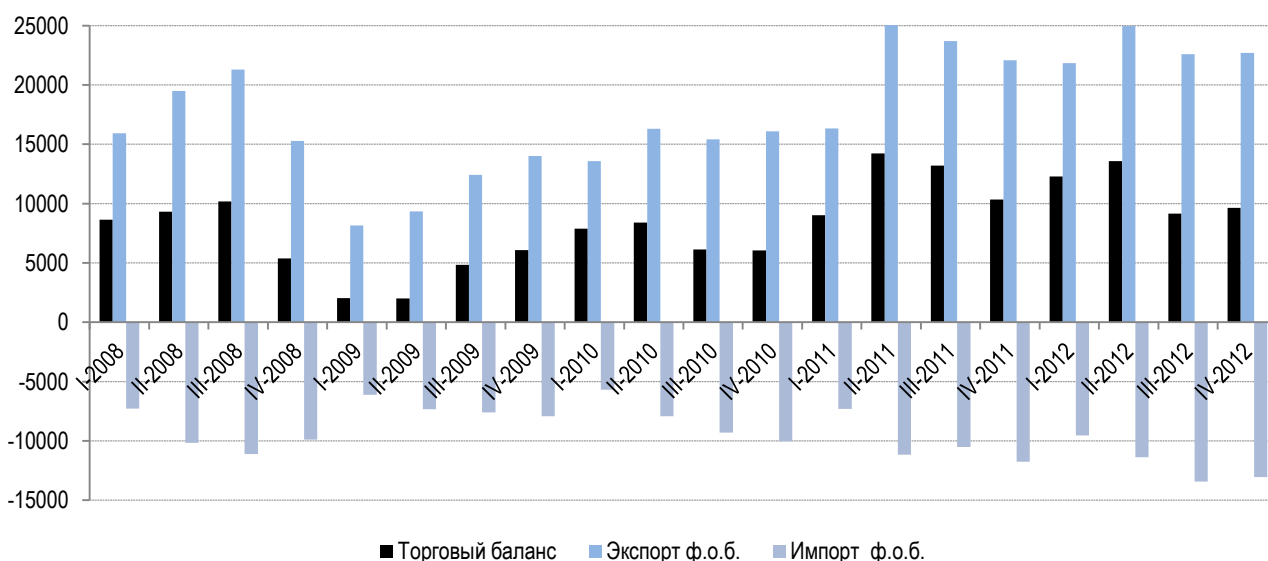


Мы полагаем, что такие опасения имеют за собой достаточно фундаментальные основания, но при этом исключаем повторения сценария февраля 2009 года.

**Текущая макроэкономическая ситуация в стране и мире указывает на то, что тенге должен падать для поддержания казахстанской экономики.**

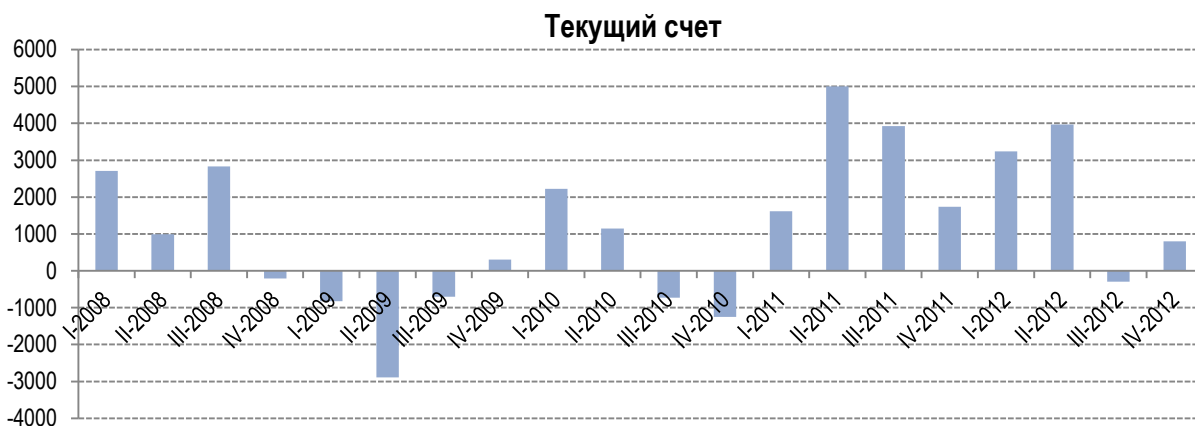
**Снижение торгового баланса и сальдо текущего счета, падение объемов экспорта вкупе с дефицитным бюджетом и перспективами роста темпов инфляции (приводит к избытку наличных средств, тенге, на валютном рынке) лишь поддерживают ожидания ослабления национальной валюты.**

Глобальное замедление негативно сказалось на темпах экономического роста Казахстана, которые по итогам прошлого года замедлились до 5% против 7-7,5% в 2010-2011 годы. Основные трудности с учетом удручающей внешней конъюнктуры испытывает экспортная составляющая. Внешний спрос падает, в результате чего в трудном положении оказались отечественные экспортеры, представленные в основном сырьевыми отраслями, что влечет за собой сокращение объемов промышленного производства.



Падание объемов экспорта при этом сопровождается значительным увеличением импорта, в результате чего резко снижается наш торговый баланс, усиливая давление на курс национальной валюты. То есть, если сокращение экспорта и сальдо внешней торговли продолжится, то ослабление тенге будет просто неизбежным, поскольку необходимо будет предупреждать существенное снижение валютной выручки.

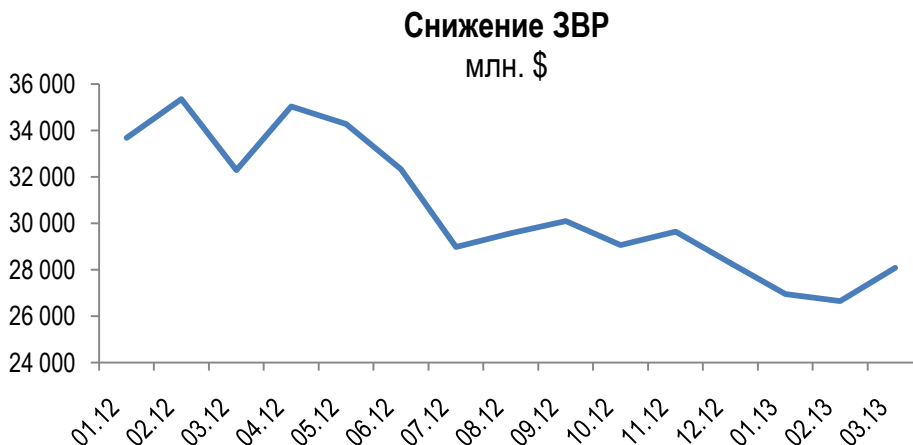
Сокращение торгового баланса вкупе с оттоком капитала привело к снижению сальдо текущего счета, при этом не исключено, что баланс в ближайшее время может оказаться отрицательным. Первые тревожные звоночки были получены в 3 квартале прошлого года.



**Динамика золотовалютных резервов страны также повышает вероятность падения курса тенге в ближайшей перспективе.**



Одной из причин февральской девальвации 2009 года называлась снижение золотовалютных резервов страны на 20% за 4 месяца до решения Нацбанка. После некоторого бокового движения ЗВР вновь начали пополняться.



Сегодня мы также наблюдаем падение, но уже в более длинном горизонте - за год объемы ЗВР упали на все те же 20%, тем самым повышая необходимость ослабления национальной валюты. К тому же текущих ЗВР (порядка \$27-28 млрд.) в целом может оказаться недостаточным для длительного обеспечения стабильности курса тенге в случае негативного сценария. То есть, это указывает на то, что Нацбанк вряд ли решит поддерживать тенге продолжительное время и, следовательно, начнет отпускать курс с целью сохранения своих резервов.

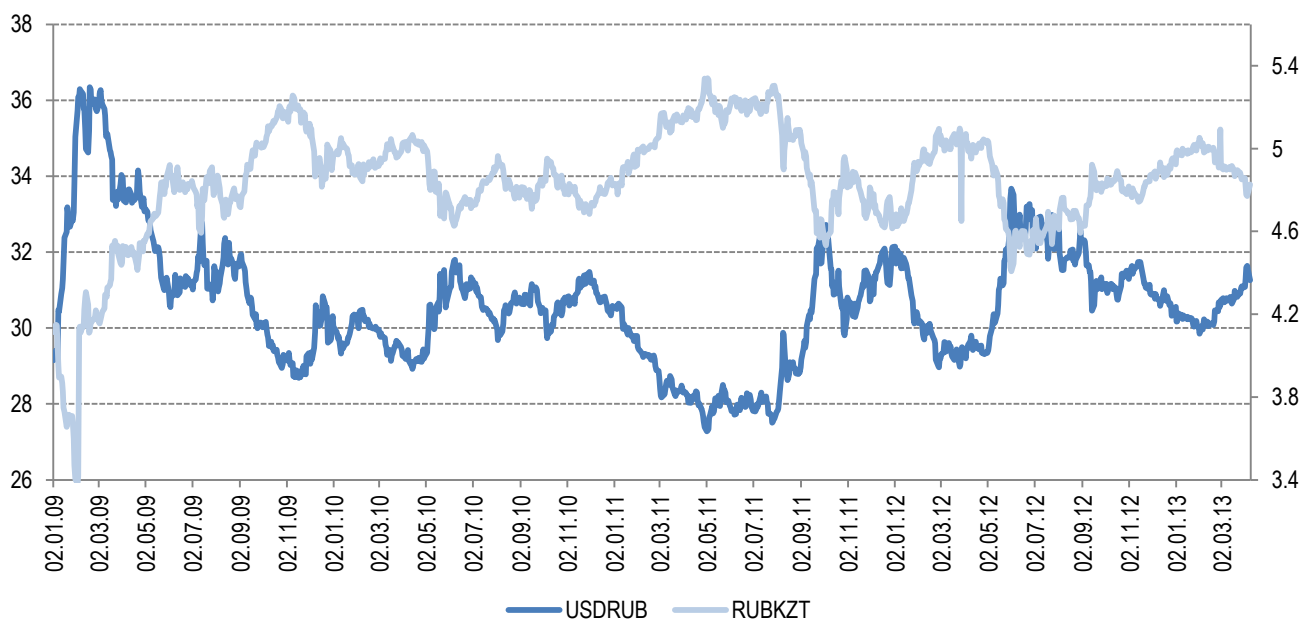
К тому же сегодня присутствует риск возможного массового бегства населения в доллар при негативных тенденциях. Доля депозитов сегодня составляет порядка 6,4 трлн. тенге или около \$42 млрд., то есть на \$14 млрд. больше ЗВР.

### **Курс российского рубля и валютные войны:**

Ослабление позиций казахстанского экспорта особенно заметно в последнее время во взаимной торговле в рамках Таможенного Союза. Отечественные производители пока в целом не готовы конкурировать с российскими или белорусскими товарами. Импорт из двух стран в Казахстана значительно вырос, тогда как экспорт из Казахстана заметно упал. То есть, получается, что наша экономика пока не получила никакой выгоды от ТС, а наоборот оказалась аутсайдером.

Интеграционные процессы, главным образом с РФ, тем временем усиливают влияние курса рубля, которого, по прогнозам, в перспективе также ждет серьезное ослабление к доллару. В частности такие ожидания усилились с приходом нового главы центрального банка в лице Э.Набиуллиной, перед которой была поставлена задача по обеспечению экономического роста (а не стабильность цен и сдерживание инфляции). Стимулы будут обеспечивать монетарными инструментами, в частности через снижение ставок и искусственного ослабления курса рубля. Минфин РФ планирует закупать иностранную валюту на открытом рынке.

К тому же продолжающийся сильный отток капитала с российского рынка, связанный с политическими рисками и непрозрачностью компаний, усиливает давление на рубль.



Действующая политика Банка России предполагает свободное плавание рубля, при этом плавание это в большей степени одностороннее с оглядкой на бюджет, то есть допускается ослабление курса (растут доходы бюджета), но ограничивается его укрепление.

Такая разница в валютной политике центробанков РФ и РК приводит к тому, что когда рубль, к примеру, падает на 10%, тенге теряет против доллара лишь 1%. В итоге тенге к рублю укрепляется. То есть, создается некий дисбаланс, от которого в рамках ТС выигрывают российские экспортеры.

Тренд «валютных войн», когда страны стараются искусственно занижить курс своих валют с целью поддержания экспорта, становится актуальным и в рамках ТС. Валютную политику необходимо сближать, поэтому падение курса рубля к доллару должно сопровождаться хоть не сопоставимым, но хотя бы существенным ослаблением курса тенге к доллару, и соответственно в случае обратного сценария должным образом ограничивать укрепление тенге.

Здесь же хотелось отметить и роль ВТО, которое должно усилить вовлеченность России и Казахстана в валютные войны. Конкурировать на глобальном рынке крайне сложно, а значит необходимо поддержать своих экспортеров. Протекционистские меры убираются, а значит, одним из немногих инструментов поддержки становится мягкая валютная политика, то есть снижение курса. Россия уже вступила в ВТО, и уже в ближайшее время, на наш взгляд, начнет прибегать к монетарным инструментам с целью искусственного ослабления рубля. В такой ситуации Казахстану также необходимо ослабить курс тенге, хотя бы для того, что поддержать конкурентоспособность в рамках ТС. Потенциальное вступление в ВТО лишь повысит необходимость слабого курса.

Нацбанк РК говорил о том, что «теоретически если курс рубля будет 40 за доллар, то тогда можно начинать о чем-то думать. А какие-то резкие движения (девальвация) с нашей стороны надо будет делать, если курс рубля будет 45 за доллар». Но мы полагаем, что те самые движения начнутся раньше. В ближайшее время курс доллара к рублю может вырасти до 34 и выше или более 8%. В случае если тенге будет оставаться стабильным, то рубль припадет и к тенге, что нашим экспортерам, как мы отметили ранее, крайне нежелательно.

Таким образом, с оглядкой на потенциальную динамику российского рубля, тенге надо будет падать.

### **Перспективы американского доллара:**

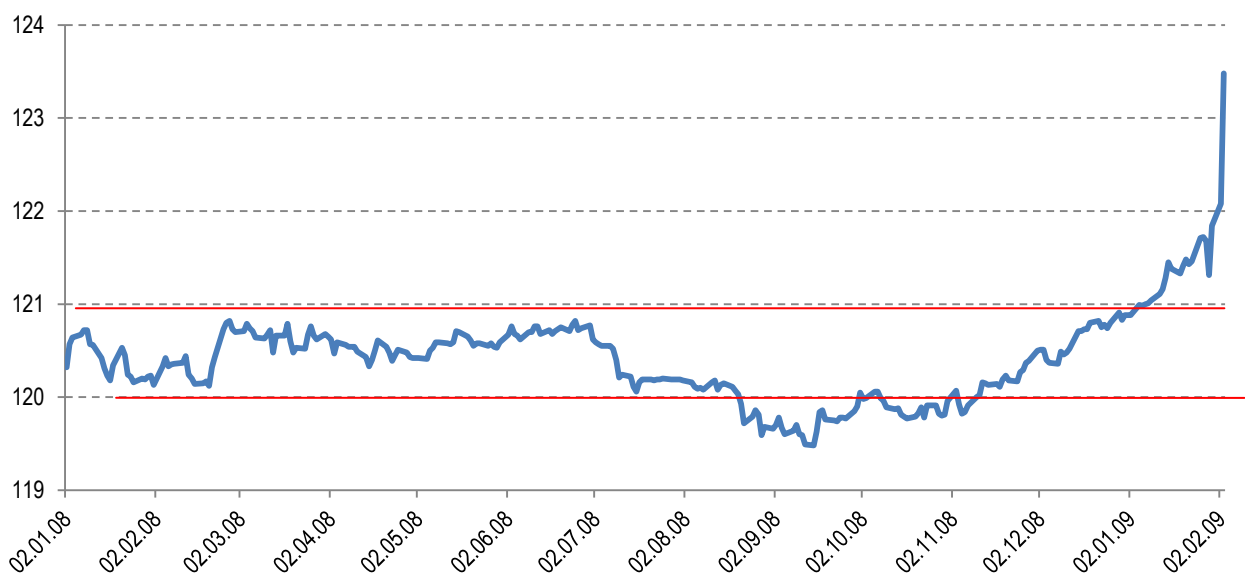
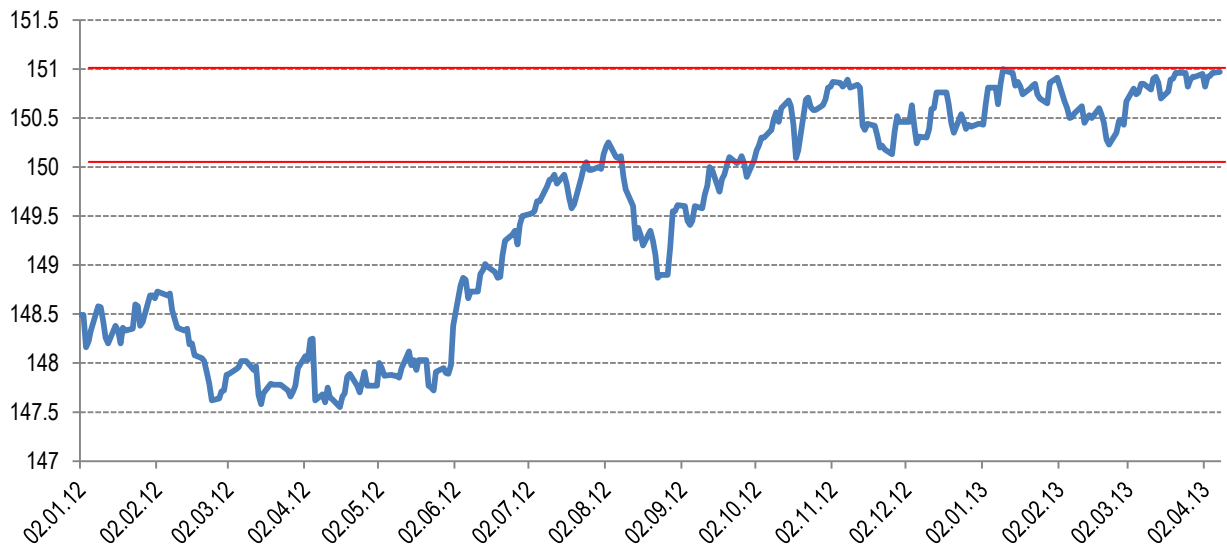
Перспективы доллара по-прежнему выступает главной резервной валютой. Позиции американской валюты лишь усилились на фоне продолжающегося долгового кризиса в еврозоне. Несмотря на существенные проблемы в самой экономике США и мягкую монетарную политику (рекордно низкие ставки, стимулы в виде количественного смягчения QE), инвесторы верят в доллар и в случае шоковых сценариев переводит активы именно в бакс, который исполняет роль некой «тихой гавани» в периоды глобальных штормов. В ближайшей перспективе полагает, что ситуация в мировой экономике вряд ли изменится в лучшую сторону, а значит спрос на доллар при отсутствии других альтернатив будет оставаться высоким.

### **Технический взгляд и реальный курс:**

С октября прошлого года валютный курс консолидируется в узком коридоре 150-151 тенге, при этом верхний порог долгое время оставался неприступным, выступая сильным уровнем сопротивления. Сегодня, 16 апреля, этот барьер был взят, что стал сигналом для дальнейшего продолжения роста курса USD/KZT.

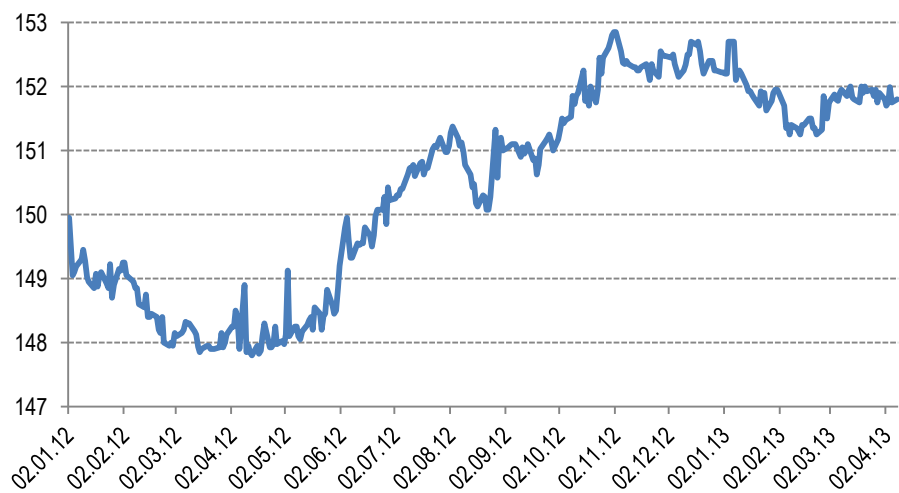
До девальвации 2009 курс тенге также продолжительное время двигался в узком коридоре 119-121 тенге, а далее последовала серия небольших прорывов вверх: 2 февраля курс вырос на 0,2%, 3 февраля - на 1,15%, и далее последовала та самая неожиданная для многих девальвация. То есть можно сделать вывод, что в те годы политика сдерживания/обеспечения стабильности курса тенге в итоге привела лишь печальному итогу. Девальвация же в России в тот период проходила более плавно.

Текущая картина в определенной степени схожа. Ослабление курса сдерживается, однако учитывая печальный опыт, Нацбанку необходимо уже начинать отпускать курс тенге.

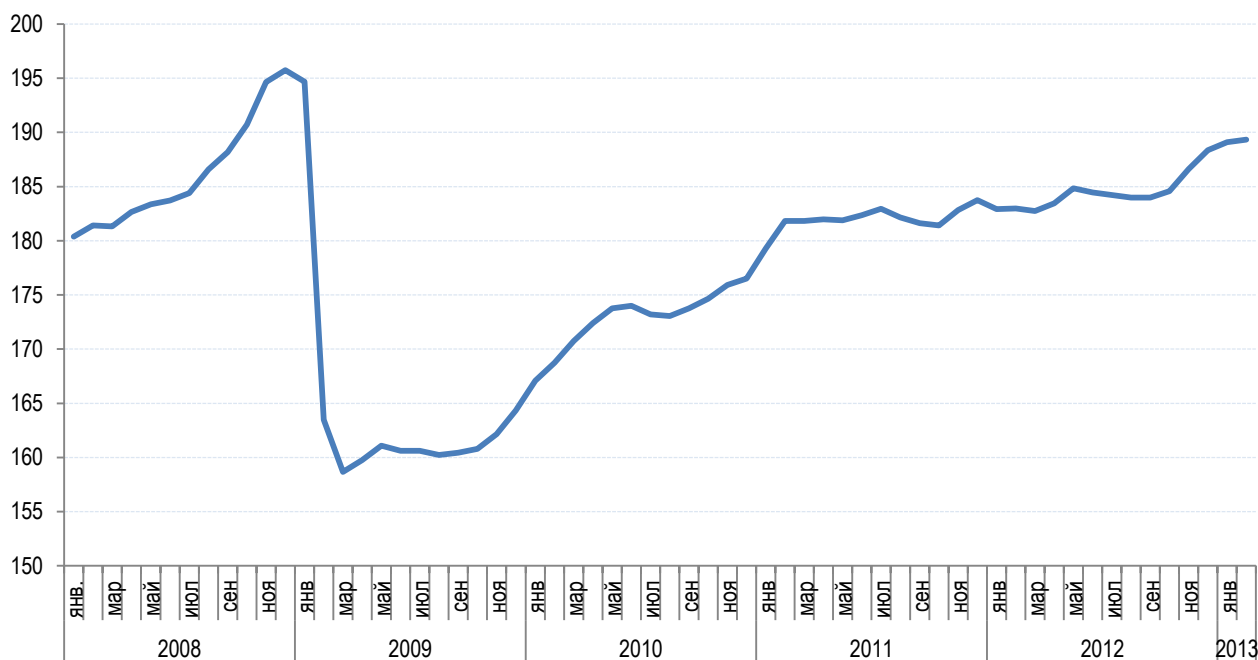


Тем временем трехмесячные форвардные контракты торгуются сегодня на уровне выше 152, указывая на перспективы дальнейшего роста USD/KZT.

**USDKZT 3M Forward**



### Индекс реального обменного курса тенге к доллару США



Индекс реального курса тенге к доллару после девальвации 2009 года лишь растет, достигнув уровня в 190. Данный тренд говорит о том, что текущий номинальный курс тенге (151 тенге) не отражает действительную ситуацию, а значит, выглядит несправедливым. То есть здесь также налицо серьезное давление на номинальный курс, которому необходимо расти.

**Таким образом, с учетом вышеперечисленных факторов в ближайшей перспективе мы ждем ослабления курса тенге к доллару. По нашим оценкам, курс USD/KZT в горизонте одного года может вырасти до 155 – 157 (более чем на 2,6%), при этом полагаем, что даже на таких уровнях давление на курс будет сохраняться, а с вступлением в ВТО лишь усилится. Поэтому не исключено, что в дальнейшем курс продолжит расти с прицелом на отметки 160-165. Резкой девальвации мы не ждем, в случае если Нацбанк будет постепенно отпускать курс.**



**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЦЕНТР**

**Директор Аналитического Центра**  
**Нурлан Рахимбаев**  
**+7 727 300 43 22**  
e-mail: [nurlan.rakhimbayev@asyl.kz](mailto:nurlan.rakhimbayev@asyl.kz)

**Аналитик**  
**Айвар Байкенов**  
e-mail: [aivar.baikenov@asyl.kz](mailto:aivar.baikenov@asyl.kz)

**ДЕПАРТАМЕНТ ТОРГОВЫХ  
ОПЕРАЦИЙ**

**Исаханов Ермек**  
**+7 727 300 43 19**  
e-mail: [ermek.isakhanov@asyl.kz](mailto:ermek.isakhanov@asyl.kz)

**Институциональный Брокер**  
**Илья Кариков**  
**+7 727 300 43 44**  
e-mail: [ilya.karikov@asyl.kz](mailto:ilya.karikov@asyl.kz)



© АО «АСЫЛ-ИНВЕСТ»

Данное исследование, подготовленное Аналитическим центром АО «АСЫЛ-ИНВЕСТ», отражает мнение аналитиков компании, носит исключительно информационный характер и не является прямой рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Информация, содержащаяся в исследовании составлена на основе источников, которые мы считаем надежными, за достоверность представленной информации АО «АСЫЛ-ИНВЕСТ» ответственности не несет. Данное исследование является продуктом АО «АСЫЛ-ИНВЕСТ», в случае его использования ссылка на источник обязательна.