



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

сентябрь 2013

**Оценка ЦМИ вероятности валютного кризиса
в Республике Беларусь, Казахстане и
Украине**

Резюме

Национальные Банки Украины и Казахстана сильно ограничивают колебания курса национальной валюты к доллару США. Национальный Банк Республики Беларусь также уделяет пристальное внимание стабильности валютного курса, а режим валютного курса после двухшаговой девальвации в 2011 году характеризуется как «управляемое плавание». Так, дневное стандартное отклонение (в % к среднему курсу в 2012 году) украинской гривны составило 0,6%, казахстанского тенге 0,7%, а белорусского рубля 2%. Для сравнения, дневное стандартное отклонение российского рубля оказалось равным в 2012 году 3,7%.

В связи с замедлением экономики России и Китая, перспективами медленного восстановления роста в еврозоне, стагнацией или снижением цен на основные экспортные товары Украины, Казахстана, Беларуси вопрос способности национальных ЦБ противостоять давлению на валютный курс становится особенно актуальным.

В данном обзоре мы предлагаем оценку вероятности валютного кризиса¹ в Беларуси, Казахстане и Украине на основе модели для 27 развивающихся стран из работы Bussiere, M. (ECB working paper, 2007)². Ретроспективные оценки вероятности являются ежемесячными и покрывают период с 2006 года по июнь 2013 года (последний месяц, за который есть все данные). Как отмечается в оригинальной статье, оценку вероятности для месяца t следует трактовать как вероятность валютного кризиса (далее просто «кризис») в течение следующих 12 месяцев ($t+12$). Так же, на основе прогнозов переменных модели до конца 2014 года, ЦМИ получил прогнозные оценки кризиса до конца 2015 года³. Основными факторами давления на национальную валюту в модели являются ухудшение условий торговли и счета текущих операций (переоцененность реального валютного курса), рост внешнего долга относительно динамики золото-валютных резервов ЦБ, избыточный рост кредитования, низкие темпы роста ВВП.

По итогам июня 2013 года, наибольшая вероятность валютного кризиса в течение следующих 12 месяцев отмечена на Украине – 82%. Далее следует валютный рынок Беларуси – 59%. Однако, сравнительно низкое значение вероятности давления на белорусский рубль не свидетельствует о позитивной динамике факторов кризиса, а является результатом равновесной корректировки реального курса бел. рубля при двухступенчатой девальвации 2011 года. Этот эффект, по нашим оценкам, практически полностью исчерпан. Ни гривна, ни тенге не девальвировались повторно в 2010-2011 гг. Для Казахстана в июне 2013 года вероятность валютного кризиса в течение следующих 12 месяцев оказалась на уровне 12%, благодаря сохраняющемуся росту резервов ЦБ с учетом средств Национального Фонда (выполняющему не только сберегательную, но и стабилизационную функцию).

Девальвации 2008-2009 гг. позволили снять напряжение на валютных рынках стран СНГ, оказав наибольший «оздоравливающий» эффект в Казахстане – там отмечено наибольшее

¹ Подробное определение валютного кризиса для целей этой работы приведено в приложении. Здесь лишь отметим, что валютный кризис – резкое существенное ослабление валютного курса или быстрое существенное сокращение валютных резервов ЦБ, сопровождаемое (но необязательно) резким повышением реальных ставок процента в национальной валюте.

² Bussiere, M., “Balance of Payments crises in Emerging Markets: How early were the “early” warning signals?”, *ECB WP*, 2007, No. 713

³ Эти прогнозные оценки кризиса носят вероятностный характер; само событие «валютный кризис» может реализоваться/не реализоваться не зависимо того, насколько фактическая динамика факторов кризиса будет близка к предполагаемой нами в период второй половины 2013 года-2014 году. Причина этого в том, что мы даем оценку вероятности – то есть, некоторое приближение к истинной вероятности, которая в свою очередь отражает две возможности: событие может, как произойти, так и не произойти. Подчеркнем, что валютный кризис не обязательно предполагает девальвацию национальной валюты (см. комментарий 1), а может выражаться лишь в росте давления на курс национальной валюты, нейтрализуемое валютными интервенциями ЦБ (или повышением процентных ставок ЦБ).

снижение вероятности кризиса с предыдущего пика за счет быстрого улучшения условий торговли (повышения цен на нефть). Кроме того, в послекризисный период стабилизирующую роль на Украине и в Беларуси играли кредиты МВФ. Повторное увеличение вероятности валютного кризиса на Украине связано с ухудшением динамики условий торговли с сентября 2011. В Беларуси повторное нарастание вероятности кризиса национальной валюты было обусловлено слишком мягкой бюджетной и монетарной политикой в преддверии выборов президента в декабре 2010 года.

Исходя из макроэкономических прогнозов ЦМИ развития экономики стран СНГ в 2013-2014 гг., мы ожидаем увеличения вероятности валютного кризиса в Украине и Беларуси. Наибольший рост вероятности, по нашим оценкам, произойдет в Украине, в результате чего индикатор вплотную приблизится к 100%⁴ в течение 2015 года. В Беларуси, даже учитывая постепенное ослабление национальной валюты до конца 2014 года на 15%, вероятность дальнейшего резкого ухудшения ситуации для декабря 2014 года оценивается нами в 73% (вероятность валютного кризиса в течение 2015 года). Вероятность существенного ослабления казахстанского тенге в течение 2015 года осталась на прежнем уровне – около 10%.

Обзор устроен следующим образом: сначала мы приводим оценки вероятности валютного кризиса, начиная с 2006 года до июня 2013 года. Во второй части на основе макроэкономического прогноза ЦМИ для трех стран мы получаем прогнозные вероятности кризиса до конца 2014 года. В приложении приведена методология наших расчетов, основанная на статье Bussiere, M. (ECB Working paper, 2007).

⁴ см. комментарий 3 выше

Оценка вероятности валютного кризиса в Украине



Первая масштабная девальвация гривны произошла в 1998-99 гг. (-81% стоимости к доллару за 1998 г. и -52% за 1999 г.) как отголосок финансового кризиса 1998 года в России. Так в третье тысячелетие страна вступила с курсом 5,5 гривны/доллар. На протяжении 2000-2005 гг. Национальный Банк Украины осуществлял постепенное укрепление нац. валюты. В результате в апреле 2005 года официальный курс достиг 5,1 гривны/доллар, на котором он держался вплоть до середины 2008 года – времени, когда, согласно расчетам, вероятность кризиса на горизонте следующих 12 месяцев начала стремительный рост. Помимо мирового финансового кризиса этому способствовал дефицит сальдо счета текущих операций и рост внешнего долга.

Дефицит сальдо счета текущих операций.

В марте 2005 года сальдо внешней торговли стало хронически отрицательным. Рост цен на основные статьи экспорта Украины (прежде всего, металлургической промышленности и продовольствия) вкупе с кредитным бумом способствовал росту спроса на импорт. Дополнительным фактором ухудшения платежного баланса служило укрепление национальной валюты в реальном выражении. С 2004 года инфляция как потребительских цен, так и цен производителей (кроме 2006 г.) выражалась двузначными величинами. Это снижало конкурентоспособность в торгуемом импортозамещающем секторе. В результате, если в 2005 году отрицательное сальдо торговли товарами составляло 1,9 млрд. долл. (2,2%ВВП), то в 2006 г. оно достигло 6,7 млрд. (6,2%ВВП), в 2007 – 11,3 млрд. (7,9%ВВП), в 2008 – 18,6 млрд. долл. (10,2%ВВП). Даже традиционный профицит счета услуг (транзит газа и т.д.) со временем стал недостаточным, чтобы перекрыть дефицит внешней торговли. С конца 2006 года появился устойчивый минус по счету текущих операций, который с началом мирового кризиса перестал покрываться притоком капитала по финансовому счету.

Рост внешнего долга

Побочным эффектом бурного роста совокупного спроса стало накопление внешнего долга. Если в середине 2004 г. он составлял 26 млрд. долл. (42%ВВП), то на начало октября 2008 г. – 102,4 млрд. долл. (55%ВВП). При этом, самым активным заемщиком стал банковский сектор, внешний долг которого увеличился с 1,8 млрд. долл. на начало 2004 года до 42,1 млрд. долл. на начало четвертого квартала 2008 года, около трети которого составил краткосрочный долг.

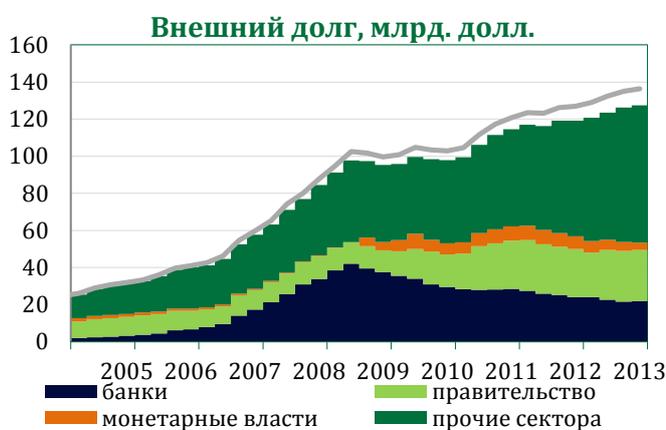
В разгар предкризисного роста на Украину пришло много иностранных банков (на конец 2008 иностранный капитал составлял 50% всех активов). С 2000-х годов банки активно наращивали кредитование – средние темпы роста около 60% в год в течение 2002-2008. При этом, ориентируясь на благоприятные условия внешнего финансирования, не имели ни желания, ни необходимости повышать ставки по вкладам, из-за чего они оставались на низком уровне даже при росте инфляции. Начиная с 2004 года, реальные ставки по депозитам вышли в отрицательную область и оставались там до 2010 года. В результате, рост депозитной базы сильно отстал от роста кредитов – отношение депозитов к кредитам к концу 2008 года снизилось до 67% в гривнах и до 36% в иностранной валюте, но стремительно вырос внешний долг, что и стало основной предпосылкой для «жесткой посадки» в кризис.



Источник: Haver, расчеты ЦМИ



Источник: Haver, расчеты ЦМИ



Источник: Haver, расчеты ЦМИ



Источник: Haver, расчеты ЦМИ

Динамика индикатора валютного кризиса в 2006-2013гг.

Рост индикатора начался с середины 2007 года. Максимум вероятности кризиса (см. диаграмму в конце раздела) достигла в конце октября 2008: 70%. Отток иностранного капитала, рост ставок по краткосрочному фондированию на международном рынке вкупе с массовым набегом вкладчиков вызвали серьезные проблемы банков с ликвидностью. За

октябрь-декабрь 2008 года украинская гривна девальвировала на 58% по отношению к доллару, достигнув уровня 7,7 гривны/доллар.

Девальвация в последние месяцы 2008 года помогла снять давление на гривну: индекс по состоянию на конец декабря 2008 года снизился до 22%. Тем не менее, уже по итогам февраля 2009 оцененный индекс вероятности валютного кризиса свидетельствовал о том, что ситуация «по степени тяжести» вернулась в кризисное положение октября 2008 г. Однако очередное повышение вероятности оказалось исключительно техническим явлением, которое стало результатом запаздывающей реакции ряда факторов на столь резкое развитие событий: спад в реальном секторе экономики составил в первом квартале 2009 года 20%гг, сохранялся и разрыв между фактическим реальным курсом гривны и его фундаментальной оценкой. Из-за продолжающегося ухудшения условий торговли (индекс цен основных экспортируемых товаров в феврале 2009 просел еще на 15% по отношению к концу декабря 2008) и опережающего ослабления национальных валют России и Турции (основные торговые партнеры Украины продолжили девальвацию по отношению к доллару в начале 2009 г.: российский рубль потерял 18% к доллару в январе, еще 3% в феврале 2009 г, турецкая лира – 7% в январе, еще 4,4% в феврале 2009) укрепление реального эффективного курса гривны за январь-февраль составило 15%. В течение последующих нескольких месяцев ситуация стабилизировалась. Кредитные транши МВФ (в мае и июле 2009 г.) отчасти восстановили уровень ЗВР, позволили решить проблемы с дефицитом бюджета и расчетами по внешним обязательствам – индекс предстоящего кризиса на валютном рынке стал снижаться. Но без повторного ослабления не обошлось: гривна «просела» еще на 4% до 8,0 гривны/доллар к сентябрю 2009 г.

Расчитанная вероятность будущего кризиса прекратила снижаться в последние месяцы 2009 года, колеблясь на протяжении всего 2010 года на уровне 50%, что несколько выше предкризисного уровня. Стоит отметить, что фундаментальные причины напряженности относительно национальной валюты остались теми же: сохранившийся дефицит внешней торговли, возобновившейся во втором квартале 2009 г., рост внешнего долга, а также сохраняющаяся переоцененность валюты. Ситуацию от дальнейшего раскручивания негативного сценария спасали более скоординированная государственная политика (пенсионная реформа, снижение дефицита бюджета, повышение цен на газ и рекапитализация банков) и транши МВФ. Новое соглашение нового правительства Украины (после отставки Ю. Тимошенко) с МВФ и получение первого транша кредита состоялось в июле 2010 года, второго транша – в декабре 2010 года, что в итоге сняло напряженность. Вероятность давления на гривну в последующие 12 месяцев опустилась до 27% (по итогам апреля 2011 года).

Текущее повышение вероятности началось в сентябре 2011 года вслед за вновь начавшимся циклом ухудшения условий внешней торговли и обострением долгового кризиса в еврозоне. В 4 квартале 2011 года отрицательное сальдо счета текущих операций вновь перестало покрываться притоком по финансовому и капитальному счету. Кроме того, отказ МВФ от предоставления стране очередного кредитного транша из-за невыполнения Украиной взятых на себя обязательств и необходимость погашений внешнего долга также усилили давление на валюту.

За 2012 год ситуация не улучшилась: за год на поддержку валютного рынка Национальный Банк Украины потратил около 25% международных резервов; дефицит внешней торговли вырос до 20,5 млрд. долл. (16,3 млрд. долл. в 2011 г.), счета текущих операций – до 14,4 млрд. долл. (в 2011 – 10,2 млрд. долл.); экономика стала сокращаться (-1,3%гг в 3 кв., -2,5%гг в 4 кв.

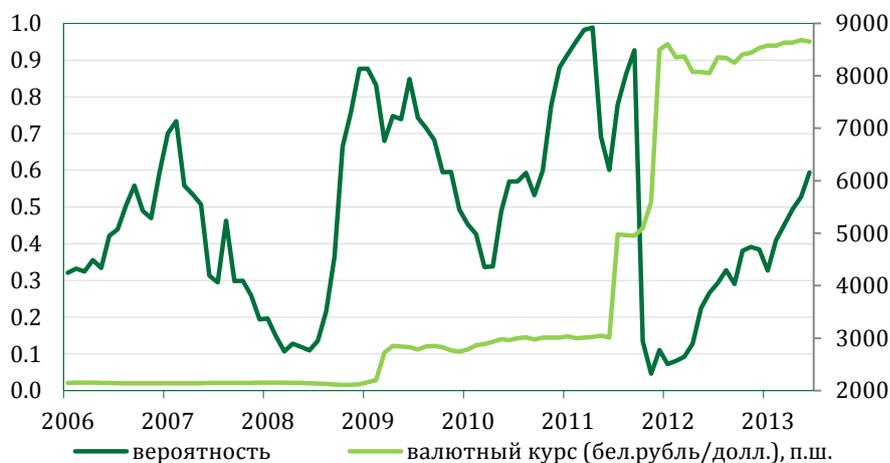
2012 г.) на фоне уменьшения денежной базы. Из-за предвыборного роста государственных расходов (парламентские выборы состоялись в конце октября 2012 года) дефицит государственного бюджета вырос до 3,8%ВВП (1,8%ВВП в 2011 г.). При этом, Минфин Украины с конца 2011 года осуществляет выпуск казначейских облигаций (T-bills) в иностранной валюте, что еще больше увеличивает уязвимость госфинансов.

В 1 полугодии 2013 года индикатор указывал на продолжающееся нарастание вероятности давления на гривну, вызванное спадом в экономике (ВВП сократился на 1,1%гг, спад в промышленности составил 5,3%гг, в строительстве – 19,2%гг) и снижением величины ЗВР (-5% с начала года, несмотря на постоянное размещение облигаций внутреннего займа в иностранной валюте, которые направляются на пополнение ЗВР), а также неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктурой.

По состоянию на конец второго квартала 2013 года, оцененная вероятность составила 82%.

Оценки вероятности валютного кризиса в республике Беларусь

Курс белорусского рубля к доллару США и оценка ЦМИ вероятности валютного кризиса в течение 12 мес.



Источник: Haver, расчеты ЦМИ

В течение десяти лет до 2008 года Беларусь переживала бурный экономический рост (в среднем, около 8%гг), которому способствовали повышение цен на экспортную продукцию, динамичный рост в странах – торговых партнерах и значительные энергетические субсидии, представлявшиеся Россией. По оценкам МВФ⁵, за период с 2002 года по 2007 год среди стран СНГ Беларусь получила самую большую субсидию от России за счет торговли энергоносителями. Эта субсидия перераспределялась государством внутри экономики, стимулируя рост внутреннего спроса посредством быстрого роста зарплат (рост в реальном выражении на 21% в 2005 г., 17% в 2006 г., 10% в 2007) и инвестиций (+20%гг в 2005 г., +32,2%гг в 2006 г., +16,2%гг в 2007 г.), которые стимулировали и регулируемое государством кредитование.

Однако высокие темпы кредитования вкупе с опережающим рост производительности ростом доходов населения создали инфляционное давление, что отражалось в реальном укреплении курса национальной валюты. Дефицит внешней торговли в 2006 г. составил 0,6 млрд долларов

⁵ Доклад МВФ по РБ, сентябрь 2007 года

США, увеличившись до 2,3 млрд. долл. США в 2007 г. и до 4,1 млрд. долл. США в 2008 г. Стоит отметить, что на практически шестикратное увеличение дефицита внешней торговли значимое влияние оказало заключение нового соглашения с Россией о поставках энергоносителей. Соглашение, вступившее в силу с 2007 года, предусматривало повышение в два раза цены импортируемого в Беларусь газа и изменения условий поставок нефти и экспорта нефтепродуктов. Это привело к ухудшению условий торговли энергоносителями на 45% и потерям ВВП по оценке МВФ на 5,5%⁶.

Беларусь, как и Украина, характеризовалась быстрым ростом кредитования: темпы роста внешнего долга частного сектора уже в первом полугодии 2007 г. превысили 50%гг, а темпы кредитования ускорились с 49%гг по итогам декабря 2006 до 62%гг в июне 2007 г., кредитования в иностранной валюте с 44%гг на декабрь 2006 до 77%гг в июле и 92%гг в декабре 2007 года.

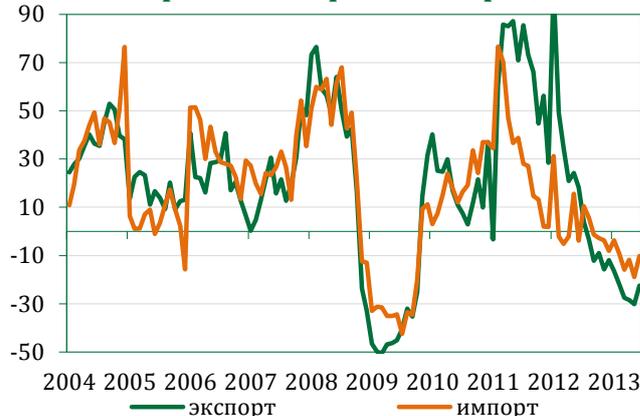
Разразившийся мировой финансовый кризис усилил давление на валюту, уровень международных резервов за последний квартал 2008 года упал на четверть, и на конец 2008 года величины ЗВР едва хватало на покрытие 1 месяца импорта.

Более того, экспорт Беларуси отличался высокой концентрацией: в нем преобладал экспорт продукции обрабатывающей промышленности в Россию (спрос на которую быстро сжался) и нефтепродуктов в Европейский союз (цены на которые были накануне резкого снижения).

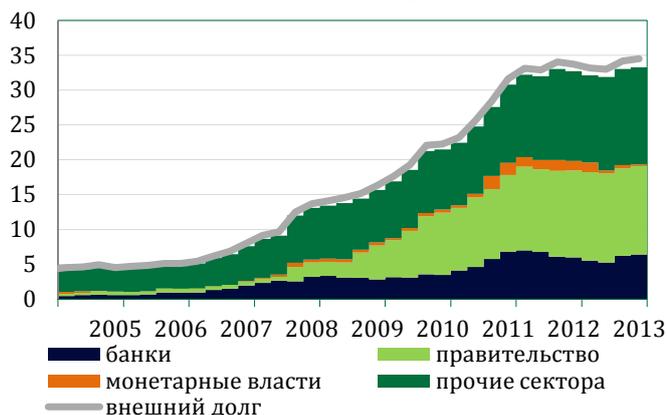
Структура платежного баланса, млрд. долл.



Темп роста экспорта и импорта, %гг



Внешний долг, млрд. долл.



Объем резервов Нац. Банка Белоруссии, млрд. долл.



⁶ Там же

Динамика индикатора давления на курс бел. рубля к доллару в 2006-2013 гг.

Рост индикатора ухудшения ситуации на валютном рынке перед глобальным финансовым кризисом начался в июле 2008 года. Пикового значения в 88% индикатор достиг в декабре 2008 года. В сентябре 2008 года он равнялся 66%.

Предоставление кредита МВФ вместе с девальвацией белорусского рубля более чем на 20% по отношению к доллару (2722 бел. рублей/доллар на конец января 2009), а также переход к механизму привязки курса национальной валюты к корзине иностранных валют позволили снять напряженность. Белорусская экономика пережила кризис 2008-2009 гг. относительно безболезненно: удалось избежать спада выпуска (+0,2% - рост ВВП в 2009 г.) и кризиса банковской системы. Относительно пикового значения вероятность снизилась до 35% по состоянию на конец марта 2010 г.

После завершения программы МВФ в марте 2010 года, правительство вновь начало проводить мягкую денежную и фискальную политику из-за приближающихся президентских выборов 2010 года. Дефицит консолидированного бюджета в 2010 году увеличился до 2,6%ВВП (0,7%ВВП в 2009 г.). Вновь начался кредитный бум (темпы роста кредитования возросли с 28% в феврале до 44% в ноябре 2010), росли инвестиции (+16%гг) и доходы (реальный размер зарплаты в 2010 году вырос на 15%гг, пенсий – 24%гг). Ситуацию усугублял нерыночный характер экономики и масштабное вмешательство государства в банковский сектор. Госбанки осуществляли кредитование по низким субсидируемым государством ставкам приоритетных, с точки зрения государства, заемщиков (с/х и строительные предприятия), а также население, готовое получать дешевые жилищные кредиты. В результате, сложилась парадоксальная ситуация, когда ставки в белорусских рублях по кредитам оказались ниже ставок по депозитам⁷. Вследствие чего развитие депозитной базы банков стало заметно отставать от роста кредитования. При этом поддержка фиксированного курса бел. рубля происходила за счет пополнения снижающихся международных резервов с помощью валютных активов банков, с которыми проводились операции «депозитный своп». По данным МВФ, за 2010 год Национальный Банк Беларуси привлек 3,8 млрд. долл. таких резервов, из которых 2,3 млрд. - в 4 квартале 2010 года.

Мягкая политика и набирающий силу кризис еврозоны привели к тому, что рассчитанная вероятность кризиса на валютном рынке в течение года достигла 99% в марте 2011 года. В мае и октябре 2011 года произошла двухступенчатая, практически трехкратная девальвация национальной валюты (до 8500 бел.рублей/доллар), приведшая впоследствии к гиперинфляции (темпы роста потребительских цен превышали 100%гг) и замедлению темпов экономического роста (с 10%гг в первом полугодии 2011 г, 1,7%гг в 3 квартале 2011, 0,25%гг в 4 квартале 2011 г).

Текущий цикл роста вероятности кризиса начался в 2012 году. Фундаментальные причины все те же: правительство, наблюдая быструю динамику восстановления, накануне парламентских выборов поспешило вернуться к мягкой политике, подрывающей макроэкономическую стабильность и сводя на нет выигрыши от девальвации. С февраля по сентябрь 2012 года ЦБ Беларуси снизил ставку рефинансирования с 45 до 30% (хотя инфляция в сентябре составила 38,7%гг). Но экономическая активность продолжала замедляться. Рост ВВП составил 1,5% г в 2012 году, в первом полугодии 2013 года экономика выросла на 1,4%гг. Профицит счета

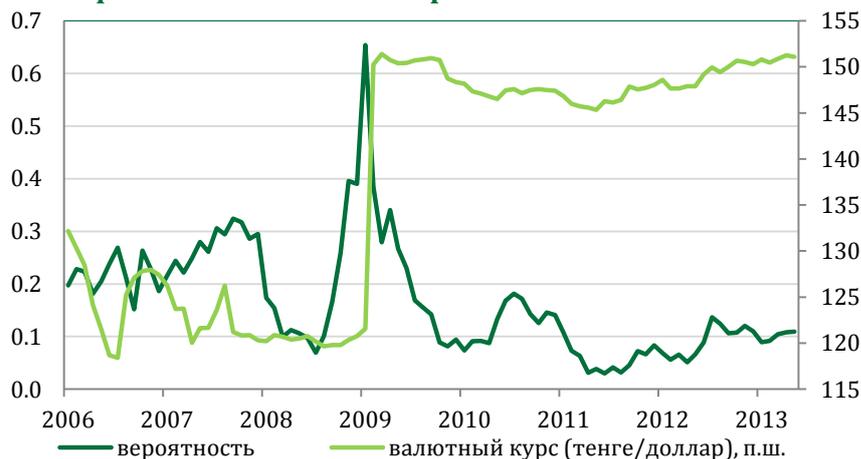
⁷ Подробнее, см. «Обзор банковского сектора в странах ВЕ и СНГ», ЦМИ, март 2012 г.

текущих операций, существовавший в первом полугодии 2012 года (в том числе благодаря экспорту «растворителей»), в 3 квартале 2012 г. снова перешел в дефицит (-1 млрд. долл.) и достиг дефицита в 2,4 млрд. долл. (17%ВВП) в 1 квартале 2013 года, что снова серьезно усилило давление на валюту.

По состоянию на конец II квартала 2013 г., вероятность существенного давления на курс белорусского рубля оценивается нами в 59%.

Оценка вероятности валютного кризиса в Казахстане

Курс казахстанского тенге к доллару США и оценка ЦМИ вероятности валютного кризиса в течение 12 мес.



Источник: Haver, расчеты ЦМИ

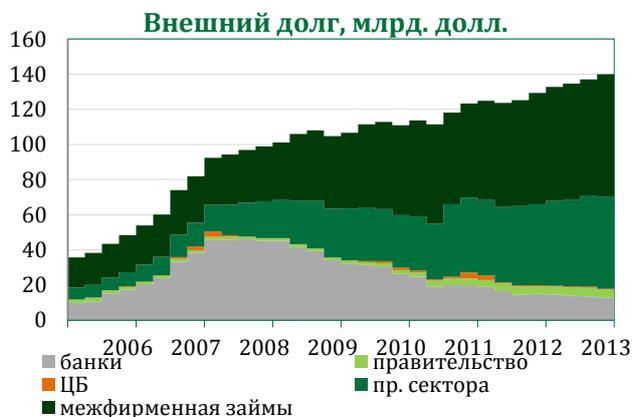
Экономика Казахстана динамично развивалась в двухтысячные: темпы роста ВВП в среднем за 2000–2008 гг. составили 7,3%. Банки Казахстана активно занимали за рубежом, финансируя инвестиции и растущее потребление: валовой внешний долг банков вырос с \$1,4 млрд. (6% ВВП) в 2002 году до 45% ВВП к концу 2007 г. (\$45,9 млрд.), что составляло около половины всего внешнего долга Казахстана. Такой модели «внешних источников экспансии» банковского сектора способствовал ряд факторов:

1. Рост кредитной активности за рубежом и обилие дешевых ресурсов (низкие ставки).
2. Укрепление национальной валюты: со 150 тенге за доллар США в 2002 году до 120 тенге за доллар США в 2007 году. В этом случае банки существенно сокращали риски по внешним расчетам.
3. Растущая экономика и цены активов (прежде всего в строительстве и нефтедобыче) уменьшали риски для иностранных кредиторов и расширяли возможности по привлечению кредитов для казахстанских заемщиков.

В результате, только за 2006-2007 год банковские активы выросли с 78% ВВП до 95% ВВП (в 2002 году активы банков составляли всего 25% ВВП). Доля банковского сектора в ВВП выросла с 3,4% ВВП в 2000 г. до 5,9% ВВП в 2007 г. Объемы кредитования увеличивались со средним темпом 74% в год на пике экономического бума в 2005-2007 гг. Отношение кредитов к депозитам в конце 2007 достигло 198%.

Уже в 2006 г. стали появляться первые признаки перегрева экономики, сначала в банковском

секторе – за 2006 г. доля банковских активов в ВВП выросла на 17 пп. (с 78% в начале 2006 до 95% в начале 2007 года). Затем перегрев привел к резкому росту инфляции (с 7,6% в мае 2007 до 18,8% в декабре того же года) и падению безработицы (до 6,3% в середине 2008 года). Образовался пузырь на рынке недвижимости: цены на первичном рынке жилья в 2007 г. выросли на 47%, на вторичном – на 65%. Эта сильная зависимость от мирового финансового рынка сыграла ключевую роль в разворачивании кризиса банковского сектора.



Динамика индикатора валютного кризиса для Казахстана в 2006-2013 гг.

С началом цикла повышения процентных ставок центральными банками развитых стран в 2006-2007 гг., банки Казахстана столкнулись с необходимостью рефинансирования кредитов по более высоким ставкам. На лето 2007 года приходится первый банковский кризис, который, однако, не отразился существенно на динамике активности нефинансового сектора. Индикатор вероятности кризиса прибавил 15 пп, увеличившись до 35%. Последовавшее ослабление национальной валюты на 5% с мая по август 2007 года частично сняло проблему переоцененности валютного курса. Прекращение роста внешней задолженности банков за счет ужесточения условий заимствования и её последующее снижение в первой половине 2008 года (на фоне роста валютных резервов ЦБ) также способствовало ослаблению давления на национальную валюту.

С сентября 2007 года Нацбанк сглаживал колебаний курса тенге вокруг уровня в 120 тенге за доллар США. В условиях стабильно высокого притока валюты по текущему счету (на фоне рекордных мировых цен на нефть в первой половине 2008 года) ЦБ не составляло труда поддерживать фиксированный курс. А сама фиксация стала ответом на первый банковский кризис и была призвана успокоить инвесторов.

Реальный валютный курс тенге в ноябре 2008 года, по нашим оценкам, оказался переоцененным на 10%.

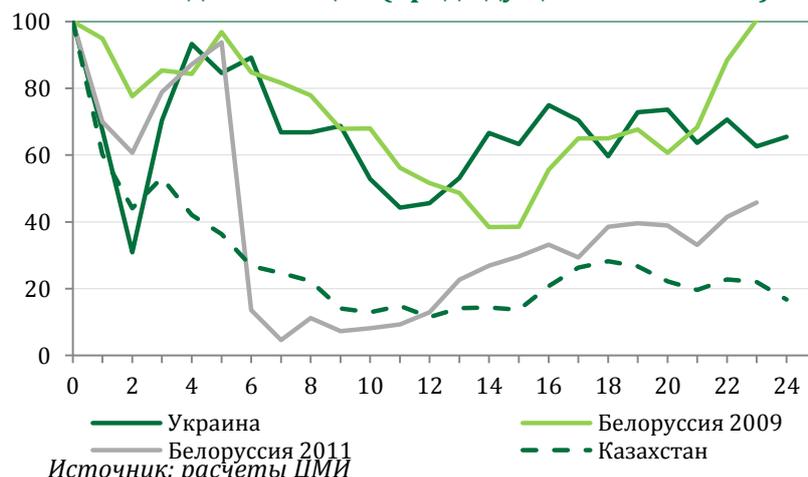
Прекращение притока капитала (sudden stop) в сентябре 2008 года из-за глобального кризиса ликвидности повлияло на рост индикатора с 8% в июле 2008 года до пиковых 68% в январе 2009 года сразу по нескольким направлениям: резкое ухудшение счета текущих операций на фоне падения цен на нефть, сокращение резервов ЦБ (даже с учетом средств Национального Фонда). Единственную поддержку индикатору оказало «схлопывание» кредитования (что означало замедление роста денежной массы и соответствующего давления на валюту).

Нацбанк Казахстана девальвировал национальную валюту в феврале 2009 года на следующий месяц после поступления максимального сигнала индикатора. Относительно низкая пиковая вероятность валютного кризиса в предстоящие 12 месяцев указывает на то, что Нацбанк Казахстана мог бы еще в течение некоторого времени держать курс национальной валюты, но

выбрал иную политику – позволив реальному курсу скорректироваться к новому равновесию.

Последующие изменения макроэкономических параметров в течение 2009 года способствовали последовательному снижению вероятности негативного давления на тенге до минимума в 10% к февралю 2010 года. Отметим, что в случае Казахстана это снижение оказалось

Помесячная динамика вероятности в течение двух лет после девальвации (предыдущий пик = 100%)



максимальным, по сравнению с аналогичной посткризисной корректировкой в Беларуси после девальвации в 2009 году и в Украине – см. диаграмму. Девальвация в Беларуси в 2011 году была двухступенчатой именно в связи с тем, что первой девальвации в мае 2011 г. оказалось недостаточно для снижения напряженности на валютном рынке. Подчеркнем, что изменение курса привязки Казахстанского тенге в 2009 году оказалась крайне эффективным для разрешения дисбалансов, оказывающих давление на валютный курс - уже через год вероятность валютного кризиса снизилась более чем в пять раз по сравнению с пиком.

В середине 2011 года вероятность с минимума в 3% (в апреле 2011 года) выросла незначительно, до 12% в июне 2013 года – так факторы напряженности на валютном рынке демонстрируют устойчивость к кризису в еврозоне и замедлению в Китае и России.

Прогноз ЦМИ: вероятности валютного кризиса в течение 12 месяцев в Украине, Казахстане, Беларуси до конца 2014 года.

На основе прогнозов ЦМИ основных параметров экономик Казахстана, Украины, Беларуси до 2014 года⁸ включительно мы получили прогнозные оценки вероятности негативного давления на национальные валюты этих стран. Ниже в таблице 1 приведены исходные предпосылки динамики экзогенных переменных, которые использовались при прогнозировании экономической ситуации в Украине, Белоруссии и Казахстане.

Таблица 1. Предпосылки прогнозирования

Показатель	2013	2014
Реальный ВВП еврозоны, %гг	-0,6	0,5
Реальный ВВП России, %гг	2,2	3,1
Курс доллара к евро (среднегодовой)	1,29	1,27
Курс доллара к евро (на конец периода)	1,27	1,26
Цена на нефть (долл. за барр.)	107	105

Основные параметры прогнозов ЦМИ для стран СНГ на 2013-2014 гг. представлены в таблице 2.

Таблица 2. Прогнозы ЦМИ по странам СНГ

Показатель	Год	Беларусь	Казахстан	Украина
Реальный рост ВВП, %гг	2013	2,1	5,2	0,6
	2014	2,6	5,9	2,6
Номинальный рост ВВП, %гг	2013	16	14,1	3,8
	2014	16,5	14,4	10,3
Валютный курс (средний за год, нац. валюта/\$)	2013	8960	153	8,18
	2014	10325	159	8,59
Темп роста ден. массы М2, %гг	2013	37,1	12	11,5
	2014	22,8	11	14
Инфляция, %гг	2013	15	6,2	0,5
	2014	17	6,4	2
Сальдо внешнеторгового баланса, %ВВП	2013	-2,5	15,1	-8,3
	2014	-3,3	16,3	-10,9

Прогнозы инкорпорировались в модельные расчеты вероятности кризиса совместно с прогнозами МВФ (World Economic Outlook, 2013) о динамике валютных курсов и инфляции в странах-торговых партнерах стран СНГ, а также предпосылками о динамике цен основных товаров экспорта рассматриваемых стран (см. Таблицу 3). Темпы роста внешней задолженности прогнозировались, исходя из прогнозов динамики роста кредитования и

⁸ Отметим, что наши прогнозы носят вероятностный характер, что необходимо учитывать при интерпретации оценок вероятности валютного кризиса

средних темпов роста внешнего долга страны в 2011-2012гг.

Таблица 3. Динамика цен основных экспортных товаров стран СНГ

	2013	2014
Цена на нефть (долл. за барр.)	107	105
Цена пшеницы, %гг	-10%гг	3%гг
Цены на удобрения, %гг	-10%гг	-5%гг
Цены на металлы, %гг	0%гг	10%гг

Мы получили, что вероятность кризиса на валютном рынке Украины сохранит тенденцию к росту на протяжении всего прогнозного периода даже при ослаблении номинального валютного курса на 7,5% в течение 2014 года. Избежать очередной девальвации валюты Украине вряд ли удастся. Вероятность валютного кризиса в течение следующих 12 месяцев на Украине к концу 2014 года превысит 96%, что превышает уровень вероятности, при котором произошла девальвация в декабре 2008 года.



Источник: Haver, МВФ, расчеты ЦМИ

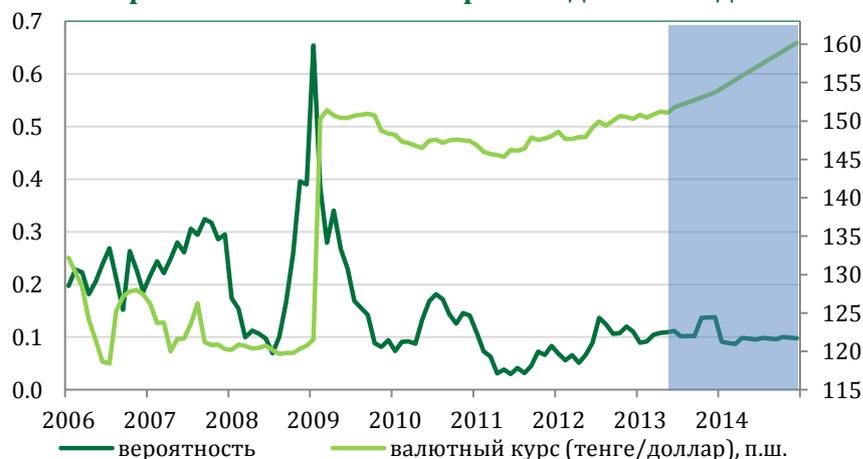
Оценка вероятности кризиса на валютном рынке Беларуси на горизонте 12 месяцев составила в конце 2014 года 73%.



Источник: Haver, расчеты ЦМИ

Оценки индикатора для казахстанской валюты указывают на сохранение низких рисков девальвации до 2015 года, на уровне 10%, во многом за счет благоприятствующей динамики фундаментальных факторов и добровольного постепенного ослабления курса тенге.

Курс казахстанского тенге к доллару США и оценка ЦМИ вероятности валютного кризиса до 2014 года



Источник: Haver, расчеты ЦМИ

Во всех трех странах постепенное ослабление национальных валют делает проблему переоцененности валюты чуть-чуть менее острой.

Описание методологии

«Валютный кризис» мы понимаем или как сильное ослабление национальной валюты к доллару США в момент t относительно момента $t-1$, или как давление на валютный курс, которое приводит к потере золото-валютных резервов ЦБ или/и повышению реальных ставок процента. Взвешенное среднее изменений представленных трех показателей (валютный курс, ставки, резервы ЦБ) называется «индексом давления на валютном рынке». Валютный кризис тогда определяется как «сильное давление на валютном рынке», а численно определяется так: если индекс превышает два своих стандартных отклонения, то считается, что случился валютный кризис. Например, наши расчеты показывают, что при нулевом изменении резервов ЦБ и постоянстве реальных ставок процента, ситуация на валютном рынке Украины будет рассматриваться как кризисная, когда курс гривны за один день изменится более чем на 2%, в Казахстане, когда курс тенге ослабеет за один день более, чем на 3%. В Беларуси кризис идентифицируется как ситуация, когда белорусский рубль потеряет к доллару США 5% своей стоимости в течение одного дня.

За основу расчетов взяты оценки, полученные в статье⁹ Matthieu Bussière “Balance of payment crises in emerging markets: how early were the early warning signals?”, на основе анализа кризисных эпизодов в 27 развивающихся странах за семилетний отрезок времени после 1994 г. В оригинальной статье оценивалась способность различных макроэкономических индикаторов предсказывать валютный кризис в течение следующих 12 месяцев и, таким образом, служить сигналом, прежде всего, для властей и других экономических агентов о возрастании напряженности на валютном рынке и о повышенном риске девальвации. Идея сигнализации о надвигающемся кризисе исходит из наблюдения о том, что ряд экономических показателей в преддверии валютного кризиса начинает отклоняться от своей устойчивой траектории.

В своих расчетах мы использовали оценки статичной логит-модели (альтернатива – динамическая модель, которую мы не можем оценить из-за отсутствия первоначального расчетного значения для зависимой переменной – вероятности валютного кризиса), полученные в спецификации, использующей следующие переменные:

- Переоцененность реального валютного курса – Эта переменная отражает переоцененность реального валютного курса, измеряемое как отклонение реального эффективного курса национальной валюты от расчетного теоретического значения. В этой связи, чем больше величина разрыва между реальным и расчетным валютным курсом, тем больше вероятность девальвации, которая разрешит эту диспропорцию. Мы рассчитывали переоцененность тремя способами:

Первый способ - на основе оценки тренда через фильтр Ходрика-Прескотта. В оригинальной статье авторы использовали линейный рост равновесного реального курса (учитывая таким образом только «эффект Балассы-Самуэльсона»).

Второй способ - оценка равновесного курса на основе динамики цен основных товаров экспорта страны, т.е. на основе условий торговли (мы не учитывали другие факторы, такие как «эффект Балассы-Самуэльсона» из-за сложностей с измерением, и потому что они отражают более долгосрочные тенденции, мы же заинтересованы в среднесрочном тренде). Корреляция

⁹ [Bussiere, M., “Balance of Payments crises in Emerging Markets: How early were the “early” warning signals?”. ECB WP, 2007, No. 713](#)

между реальным эффективным курсом и динамикой цен основных экспортных товаров лучше всего прослеживается для стран, экспортирующих преимущественно сырье.¹⁰ Порядка 80% экспорта Казахстана составляет экспорт нефти и нефтепродуктов. 25% экспорта Украины – экспорт черных металлов и изделий из них, еще 10% занимает экспорт зерновых культур, 6% - экспорт нефтепродуктов. Около 40% экспорта Белоруссии – экспорт нефтепродуктов, еще 8% - экспорт удобрений, 5% - экспорт черных металлов. Таким образом, Казахстан, Украина, а также, с некоторой долей условности, Белоруссия относятся к странам, экспортирующим преимущественно продукты низкой степени переработки, имеющие достаточную степень однородности, что делает возможным использование биржевых цен. Оценка расчетного теоретического реального курса основывалась на динамике индекса цен перечисленных выше экспортных товаров (по весу в экспорте страны) с помощью Dynamic OLS.

Третий способ – на основе модели FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate), оцененной для развивающихся стран в работе Isard (IMF, 2007)¹¹. Равновесный реальный курс определяется как курс, обеспечивающий внутреннее и внешнее равновесие. Внутреннее равновесие в этом подходе представлено нулевым разрывом выпуска (output gap), внешнее равновесие – счетом текущих операций, который обеспечивает устойчивость динамики внешнего долга. Если счет текущих операций дефицитен и покрывается ростом внешнего долга, то равновесие требует такого изменения валютного курса, которое позволит закрыть этот разрыв (или вывести дефицит на некий целевой уровень, который обеспечивается притоком лишь длинных денег, прямых инвестиций). Для расчета равновесного курса используются оценки эластичностей спроса во внешней торговле. Оценки эластичностей экспорта и импорта взяты нами из работы Isard (IMF, 2007). Целевой уровень финансового счета (разности сбережений и инвестиций страны) определялся нами, исходя из необходимости поддержания внешней инвестиционной позиции на постоянном уровне в течение следующих трех лет относительно средней за 2010-2012 гг. То есть целевой уровень финансового счета (и соответственно текущего счета) определяется, исходя из равенства сальдо счета текущих операций процентным платежам по чистой внешней инвестиционной позиции.

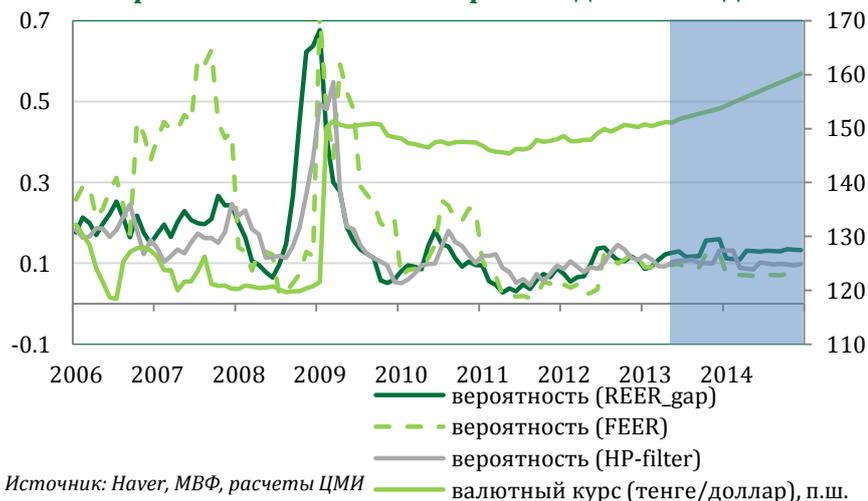
Полученные на основе трех подходов оценки равновесного курса затем просто усреднялись и эта средняя включалась в модель оценки вероятности как равновесный валютный курс.

Например, для Казахстана расчеты тремя методами выглядят так:

¹⁰ <http://www.cefir.ru/papers/WP179.pdf>

¹¹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07296.pdf>

Курс казахстанского тенге к доллару США и оценка ЦМИ вероятности валютного кризиса до 2014 года



- Кредитный бум – изменение кредитной задолженности частного сектора в % ВВП (credit to private sector – CPS) по сравнению с среднегодовой величиной кредитной задолженности, существовавшей два года назад (для того, чтобы избежать эффекта базы).

$$LB_t^i = \left(\frac{CPS_t^i}{GDP_t^i} - \frac{CPS_{t-24}^i}{GDP_{t-24}^i} \right) * 100$$

$$\frac{CPS_{t-24}^i}{GDP_{t-24}^i} = \frac{1}{12} \sum_{k=0}^{11} \frac{CPS_{t-24-k}^i}{GDP_{t-24-k}^i} * 100$$

Эта переменная отражает оценку перегретости финансовой системы. В развивающихся странах данные о плохих кредитах (NPL) могут быть недоступны или недостаточно достоверны, поэтому эта переменная может указать на потенциальный масштаб проблем, связанный с кредитным бумом в стране. Чем больший бум переживает страна, тем больше вероятность валютного кризиса. Квартальные данные ВВП были трансформированы в месячные при помощи экстраполяции по линейному тренду

- Отношение внешнего долга к международным резервам (в %) – одна из наиболее часто используемых переменных при прогнозировании валютного кризиса. Чем больше ее значение (больше долг и/или меньше международных резервов), тем больше вероятность того, что внешние обязательства не могут быть погашены или резервов окажется недостаточно в случае спекулятивной атаки на валюту. Квартальные данные величины внешнего долга также были экстраполированы в месячные при помощи линейной функции.

- Сальдо счета текущих операций или сальдо внешней торговли (в %ВВП) – ключевая переменная для анализа валютного кризиса в развивающихся странах. Чем больше дефицит счета текущих операций или сальдо внешней торговли, тем выше вероятность негативного адвения на курс национальной валюты.

- Реальный темп роста экономики (в % гг). В условиях низкого экономического роста правительство может использовать девальвацию национальной валюты как меру повышения конкуретоспособности и придания импульса экономической динамике. Таким образом, чем меньше в стране темпы экономического роста, тем выше вероятность валютного кризиса.

Андрей Синяков Главный аналитик ЦМИ

AASinjakov@sberbank.ru

Юлия Сони́на Ведущий аналитик ЦМИ

YVSonina@sberbank.ru

редактура: Маргарита Завьялова

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации.

Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д. Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе.

Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе

Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски

Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации

Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.