

Black January. Part I – Рубль.



Промсвязьбанк

Валютный рынок

10 февраля 2014 г.

На наш взгляд, основной пик девальвации уже прошел и в ближайшее время следует рассчитывать на усиление позиций рубля до уровня 34 долл./руб. к началу марта. При этом мы считаем, что существует высокая вероятность разворота тренда в марте и продолжения ослабления рубля. Однако мы не ждем шоковых сценариев, аналогичным январским.

Если говорить более детально, то остаются риски появления возможных негативных новостей для валют развивающихся рынков, связанных, прежде всего, с политикой монетарных властей ЕС и США, а также данных, способных на нее повлиять. К последним мы относим уровень безработицы, объемы промышленного производства, инфляцию и состояние экономики, которые могут «откатить» рубль вверх. Кроме того, необходимо внимательно следить за котировками нефти, которые пока находятся на комфортном уровне и не оказывают сильного влияния на рубль. По нашему мнению, при управлении валютным портфелем оптимально было бы использовать тактику покупки валюты по завершению эффекта от негативного информационного потока, в расчете на возобновление тренда на усиление с целевым значением 34 руб. за доллар. Следует отметить, что данная цифра заложена в базовый сценарий не включающий в себя экстраординарных событий. При этом важные ценовые уровни для курса доллара будут являться значения 35 руб., 34,5 руб. и 34 руб.

Алексей Егоров
egorovav@psbank.ru

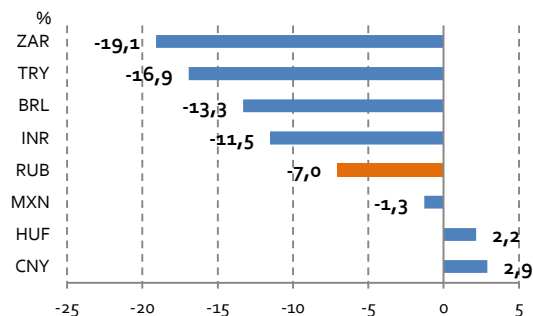
Давление на валюты развивающихся стран начало наблюдаться еще в середине прошлого года, при этом рубль завершил 2013 год не с худшим результатом.

Первые признаки давления на валюты развивающихся стран начали наблюдаться еще в середине прошлого года, когда на рынке усилились ожидания возможного начала сворачивания мер монетарного стимулирования ФРС. При этом рубль вполне нейтрально реагировал на общий негатив. Так, совокупное ослабление рубля к доллару за 2013 год составило 7%, что является не худшим результатом среди валют стран ЕМ. Для сравнения, индийская рупия потеряла 11,5%, бразильский реал – «-13,3%», турецкая лира – «-13,93%», южноафриканский ранд – «-19,08%».

Тем не менее, общие заявления представителей финансовых властей о том, что слабый рубль может оказать поддержку экономике, формировали ожидания вероятной девальвации национальной валюты. **18 июня 2013 – Антон Силуанов: «Небольшое ослабление обменного курса может сыграть позитивную роль для федерального бюджета и экономики в целом».** Напомним, что после этих слов курс рубля отреагировал снижением к доллару на 1,3 руб.: с 31,75 руб. до 33,05 руб.

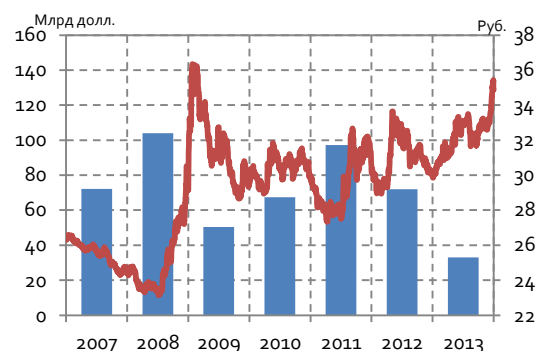
Безусловно, для пересмотра своего отношения инвесторов к рублю фундаментальные факторы тоже были. Так, по оценкам ЦБ, счет текущих операций за 2013 год сократился почти вдвое по отношению к значениям 2012 года, с 72 млрд долл. до 33 млрд руб. При этом вкупе со слабым счетом текущих операций в 2013 году, напротив, сильной выглядела оценка оттока капитала на 62,7 млрд долл. Образовавшаяся непокрытая часть оттока в размере 29,7 млрд руб. за 2013 год выглядит

Изменения курса валют ЕМ за 2013 год



Источник: Reuters

Счет текущих операций



*Данные за 2013 – оценка ЦБ
Источник: ЦБ РФ

довольно существенной. Тем не менее, накопленная часть за предыдущие годы должна скомпенсировать непокрытую часть оттока. Отметим, что на январь 2014 года пришлось максимальное за последнее время ослабление курса рубля, сопровождаемое оттоком капитала (примерно 17 млрд долл. по оценкам Министерства экономического развития). Мы ждем замедления темпов оттока капитала.

Причиной усиления давления на национальную валюту мог стать эффект от переноса часть расчетов по внешнему долгу компаний.

Поводом для столь резкой девальвации мог послужить отложенный эффект от платежей по внешнему долгу. Мы предполагаем, что в декабре, в период пика выплат по внешнему долгу, ряд компаний на ожиданиях традиционного укрепления национальной валюты в январе предпочел погасить долг за счет краткосрочных валютных займов. При этом на фоне обратного движения в январе компании в срочном порядке погасили данные кредиты, в добавок к этому предприятия, которым предстоит крупные погашения в 2014 году, на фоне панических настроений предпочитали заранее запастись американской валютой.

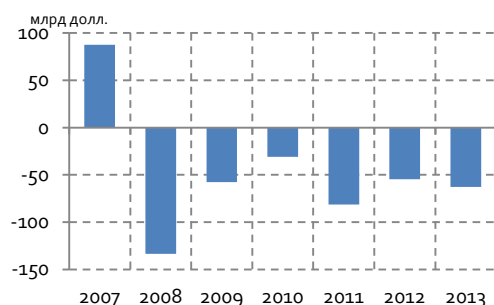
Максимальных значений с начала года курс доллара на локальном валютном рынке достиг 3 февраля и составил 35,44 руб. (-13,72% к уровням конца прошлого года). Отметим, что на фоне резких девальваций национальных валют Центральные Банки тех стран, где наблюдалось наибольшее ослабление, прибегали к повышению ключевых процентных ставок. Так, Банк Турции в январе поднял ставку сразу на 5,5 п.п. с целью предотвращения дальнейшей девальвации. Банк России, в свою очередь, занимает нейтральную позицию, пользуясь другими инструментами воздействия. Повышение процентной ставки в России могло воспрепятствовать дальнейшему ослаблению рубля. Однако такая мера вызывает у нас сомнение, учитывая, что валюты стран, где, были повышены ставки, не показали существенного восстановления впоследствии. Вдобавок повышение ставок может дать инвестором ожидание ухудшения на валютном рынке.

Примечательно, что расчеты по налогам, формирующие повышенный спрос на рублевую ликвидность и приводящие к трансформации валютных позиций, не оказали существенной поддержки рублю в рамках январской коррекции. Подобная ситуация может лишь подтверждать слабую взаимосвязь между фундаментальными факторами и движением на локальном валютном рынке.

Политика ЦБ в отношении январской девальвации.

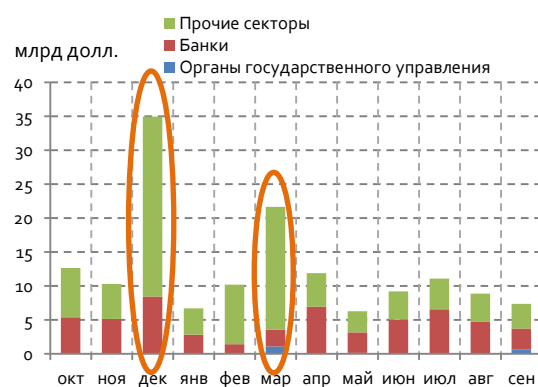
Политика ЦБ в отношении январской девальвации рубля выглядела весьма убедительной. Так, российский регулятор в отличие от коллег из других развивающихся стран не совершал активных пересмотров параметров кредитной денежной политики и оставил ключевую процентную ставку на прежнем уровне, не прибегая к досрочному вмешательству. Напомним, что ближайшее заседание состоится 14 февраля, от которого мы не ждем изменения параметров кредитно-денежной политики. Также прозвучали устные интервенции на тему того, что текущие движения на локальном валютном рынке являются

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором



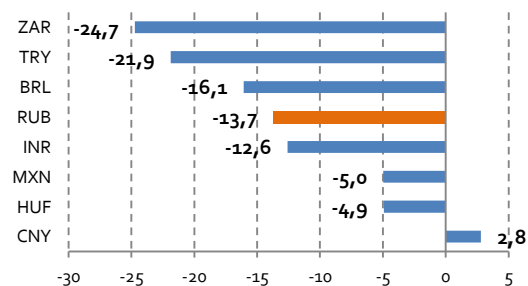
Источник: ЦБ РФ

Структура выплат по внешнему долгу по оценке ЦБ



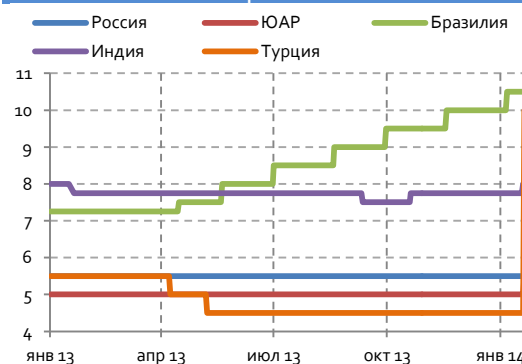
Источник: ЦБ РФ

Изменения курса валют ЕМ с 01.01.2014 по 03.02.2013



Источник: Reuters

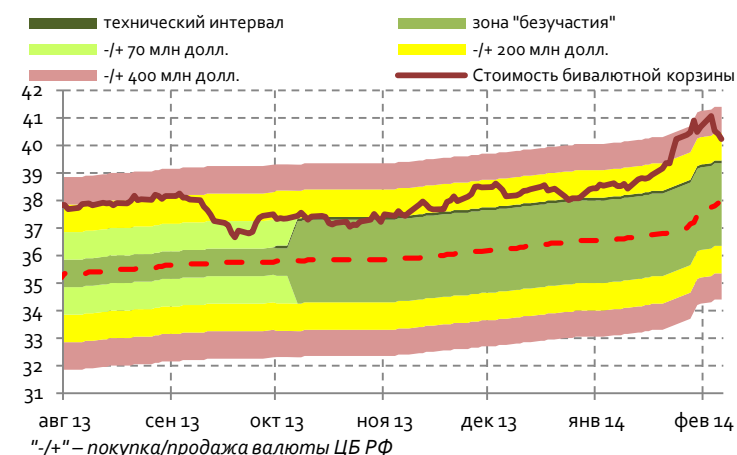
Динамика ключевых ставок Центральными Банками стран ЕМ



Источник: Reuters

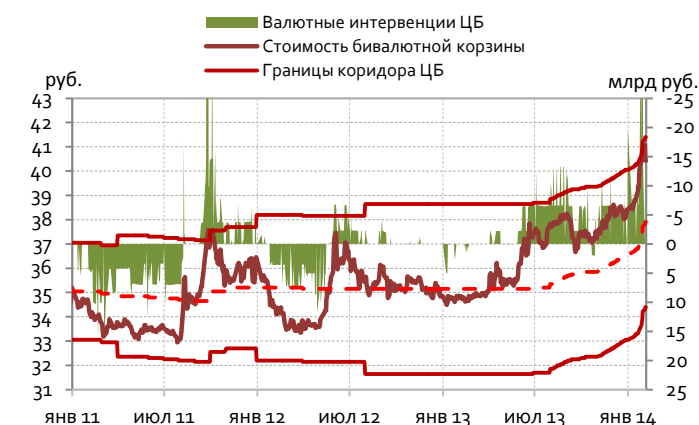
лишь колебаниями. Кроме того, было объявлено, что в случае выхода стоимости бивалютной корзины за пределы операционного интервала интервенции не будут ограничены. Мы считаем, что говорить о свободном ценообразовании рубля пока рано. Учитывая риторику и действия регулятора в январе вполне можно предположить, что ЦБ будет сохранять присутствие на валютном рынке в качестве фактора стабильности национальной валюты.

Стоимость бивалютной корзины и операционный интервалы ЦБ



Источник: ЦБ РФ, МБ

Стоимость бивалютной корзины и валютные интервенции ЦБ



Источник: ЦБ РФ, МБ

Что касается конкретных действий, то **возможные инструменты ЦБ по предотвращению дальнейшего ослабления рубля**, за исключением пересмотра монетарной политики, можно разделить на два класса.

К первому относится возможность искусственного повышения рыночных процентных ставок за счет изменения объемов предложения ресурсов на аукционах прямого РЕПО. Так как за последние годы задолженность банковской системы постоянно росла и достигла уровня приблизительно 4 трлн руб., у кредитных организаций появилась сильнейшая зависимость перед ЦБ. Таким образом, у регулятора появилась возможность за счет изменения объемов предложения искусственно повысить ставки и тем самым сделать покупку валюты с целью ожидания последующего роста практически невыгодной.

Второй класс – это прямые интервенции ЦБ. За январь ЦБ продал валюты на 289,81 млрд руб., при этом изменяя операционный интервал в большую сторону 15 раз в совокупности на 1,35 руб., для сравнения в 2013 году совокупный объем интервенций составил 911,46 руб. и сдвинул корзину 26 раз на 1,4 руб.

При этом действия ЦБ были направлены сразу в двух «плоскостях». Так, при достижении курсом рубля пиковых значений 35,56 руб. дальнейшее движение было затруднено агрессивными интервенциями ЦБ, регулятор немного снизил лимиты на аукционах прямого РЕПО. Подобные действия способствовали зарождению первых признаков формирования разворотного тренда.

Чего стоит ждать в ближайшее время.

На наш взгляд, основной пик девальвации уже прошел и в ближайшее время следует рассчитывать на усиление позиций рубля до уровня 34 долл./руб. к началу марта. При этом мы считаем, что существует высокая вероятность разворота тренда в марте и продолжения ослабления рубля. Однако мы не ждем шоковых сценариев, аналогичным январским.

Если говорить более детально, то остаются риски появления возможных негативных новостей для валют развивающихся рынков, связанных, прежде всего, с политикой монетарных властей ЕС и США, а также данных, способных на нее повлиять. К последним мы относим уровень безработицы, объемы промышленного производства, инфляцию и состояние экономики, которые могут «откатить» рубль вверх. Кроме того, необходимо внимательно следить за котировками нефти, которые пока находятся на комфортном уровне и не оказывают сильного влияния на рубль. По нашему мнению, при управлении валютным портфелем оптимально было бы использовать тактику покупки валюты по завершению эффекта от негативного информационного потока, в расчете на возобновление тренда на усиление с целевым значением 34 руб. за доллар. Следует отметить, что данная цифра заложена в базовый сценарий не включающий в себя экстраординарных событий. При этом важные ценовые уровни для курса доллара будут являться значения 35 руб. , 34,5 руб. и 34 руб.

Прогнозное значение курса доллара



Источник: Reuters

Контакты:**ОАО «Промсвязьбанк»****Аналитический департамент**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**УПРАВЛЕНИЕ ИССЛЕДОВАНИЙ И АНАЛИТИКИ****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

Роман Османов

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

Вадим Паламарчук

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

Александр Полюттов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

Анатолий Павленко

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

Андрей Воложев

Volochev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Денис Семеновых

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Сурпин Александр

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-3924

Виктория Давитиашвили

davitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.