

30 мая 2012 г.

## Рубль: в заложниках у Европы

- Текущую ситуацию на мировых рынках можно охарактеризовать как предкризисную. Развитие истории с Грецией и Испанией будет оставаться определяющим фактором рыночных настроений в ближайшие месяцы.
- В сценарии кризиса стоимость бивалютной корзины поднимется к верхней границе диапазона ЦБ (32.15-38.15). ЦБ не будет активно противодействовать этому движению и начнет наращивать объемы интервенций лишь в диапазоне 37-38. При нефти выше \$ 90 за баррель ЦБ имеет все возможности отстоять рубеж 38. При более дешевой нефти ЦБ будет отступать.
- В сценарии стабилизации финансовых рынков, который, на наш взгляд, является более вероятным, чем сценарий кризиса, корзина должна вернуться в диапазон 34-35.
- Зависимость бюджета от нефтегазовых доходов в последние годы заметно увеличилась. Хрупкость бюджетной конструкции повышает чувствительность курса национальной валюты к ценам на нефть. При падении нефти до \$ 90 за баррель Минфин будет заинтересован в девальвации рубля, как минимум, до 35-36 рублей за доллар.

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

### Возможная динамика валютных курсов в сценарии стабилизации

Евро / доллар	1.275	1.30	1.325
Доллар / рубль	31.15	30.40	29.65
Евро / рубль	39.70	39.50	39.30
Корзина	35.00	34.50	34.00

### Возможная динамика валютных курсов в сценарии кризиса

Евро / доллар	1.10	1.15	1.20
Доллар / рубль	36.85	35.60	34.40
Евро / рубль	40.50	40.95	41.30
Корзина	38.50	38.00	37.50

*Содержание*

Мировая конъюнктура: момент истины приближается	3
Платежный баланс: ситуация изменилась не в пользу рубля	5
Бюджет: чувствительность к ценам на нефть увеличилась	6
Политика регулятора: ЦБ не спешит с поддержкой рубля	8
Динамика рубля: в заложниках у Европы	10

### Мировая конъюнктура: момент истины приближается

В нашем предыдущем обзоре по валютному рынку мы отмечали, что рубль вошел в зону равновесия, и колебания в диапазоне 33-34 по бивалютной корзине представляются наиболее вероятным сценарием на ближайшие 2-3 месяца (см. «Рубль: пересмотр прогнозов» от 12.03.2012). Этот прогноз в целом оправдался. Рубль был абсолютно стабилен до начала мая, но резкое изменение внешней конъюнктуры нарушило равновесие.

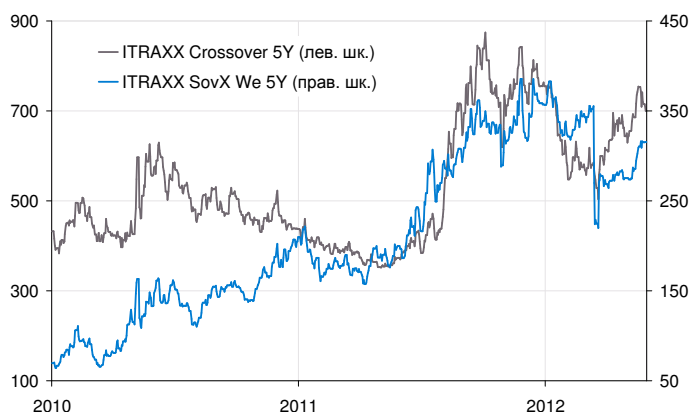
Политический кризис в Греции, разразившийся в мае, поставил ребром вопрос о её выходе из Еврозоны. Ещё в начале года такой сценарий считался возможным, но его вероятность все-таки оценивалась ниже 50 %. В свете же последних событий вероятность дефолта Греции по своим долгам и выход страны из Еврозоны стали оцениваться участниками рынка выше 50 %. Изменение ожиданий привело к резкому обострению ситуации в банковском секторе периферийных европейских стран, столкнувшемся с оттоком средств вкладчиков (деньги бегут из южной Европы в направлении Германии, Швейцарии, Великобритании). Особенно напряженной выглядит ситуация в Испании, где за помощью к правительству обратилась финансовая группа Bankia и богатейшая провинция страны – Каталония.

Европейские власти бездействуют – идея единых евробондов не находит поддержки Германии; ЕЦБ не спешит с выкупом облигаций и снижением ставок (возможно, эти инструменты зарезервированы на случай кризисного развития ситуации – дефолт Греции по своим обязательствам и выход из Еврозоны).

Конъюнктура мировых рынков, начиная с марта, ухудшается, но пока что долговые и денежные рынки выглядят несколько лучше, чем осенью 2011 г.

iTraxx Crossover: кредитные риски увеличиваются, но ещё не достигли пиковых значений 2011 г.

Еврооблигации Италии и Испании: давление на долговой рынок Испании возрастает



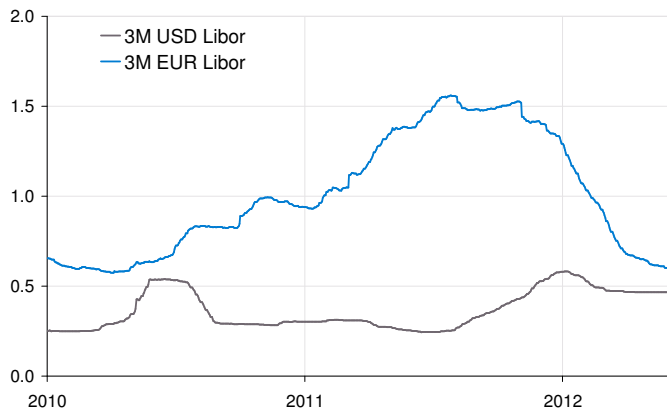
Индексы акций финансового сектора Италии и Испании (в % с 2010 г.)

VIX: «индекс страха» сигнализирует об ухудшении настроений инвесторов, но это ещё не паника

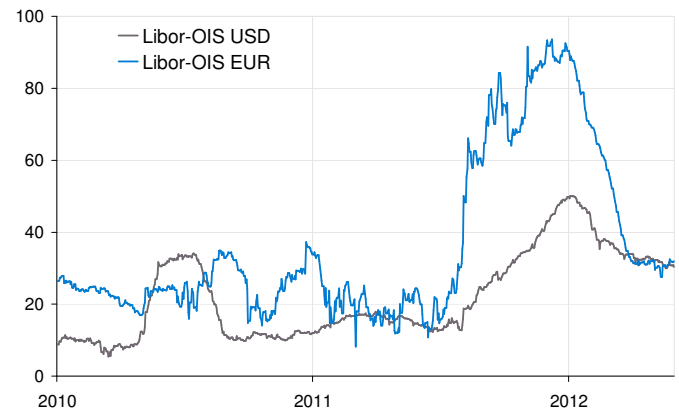


## Money market: в отличие от осени 2011 г. денежный рынок сохраняет стабильность

Ставки Libor



Спрэд Libor-OIS

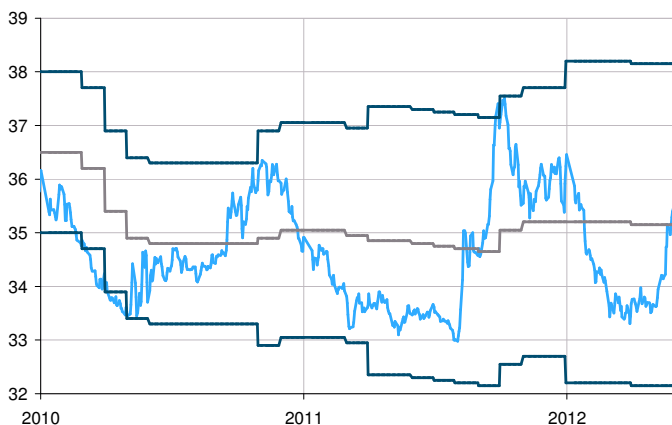


Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

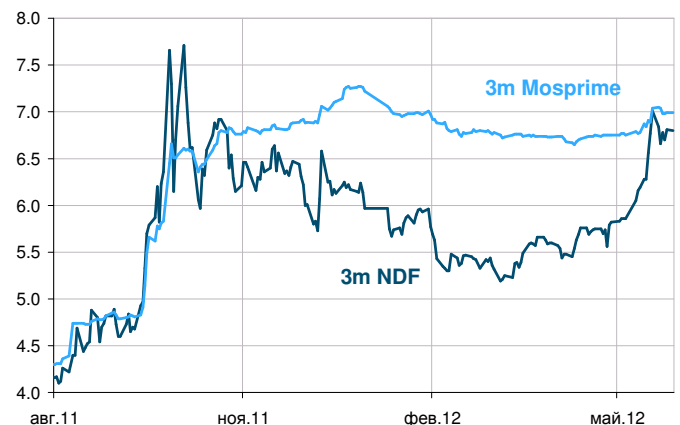
Сгущение туч над Европой вызвало глобальный отток средств из всех рискованных активов, и российские рынки не стали исключением. В мае мы наблюдали резкое падение котировок акций и облигаций и стремительное снижение курса рубля. Стоимость бивалютной корзины поднялась в верхнюю половину установленного Центробанком диапазона (32.15-38.15), превысив отметку 36. Примерно на 100-150 б.п. поднялись ставки NDF, свидетельствуя об усилении девальвационных ожиданий.

Впрочем, не стоит во всем винить Европу. Слабость национальной валюты во многом связана с внутренними экономическими факторами.

Динамика бивалютной корзины



Ставки 3m USD NDF и 3m Mosprime



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

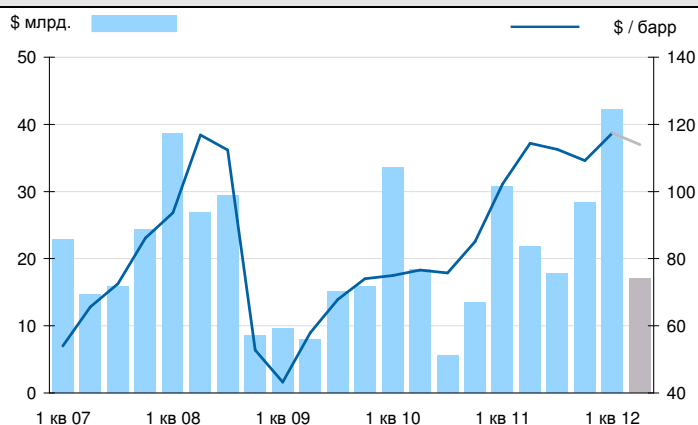
### Платежный баланс: ситуация изменилась не в пользу рубля

Стоимость барреля Urals упала со \$ 125-126 в середине марта до \$ 105-106 на сегодняшний день. Однако, несмотря на столь существенное снижение, цены на нефть остаются в комфортной зоне и с точки зрения платежного баланса, и с точки зрения устойчивости бюджета.

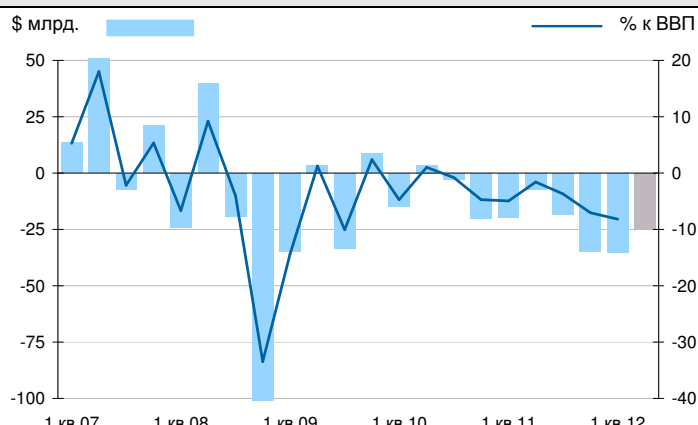
Средняя цена Urals с начала года равняется \$ 116 за баррель (в наши макропрогнозы мы закладывали \$ 120 в среднем за год); по итогам текущего квартала средняя стоимость барреля Urals составляет \$ 114. При наблюдаемой конъюнктуре сальдо счета текущих операций во 2-м квартале составит, по нашим оценкам, \$ 16-18 млрд. по сравнению с рекордными \$ 42 млрд. в 1-м квартале. В целом, в рамках ожиданий. А вот что касается оттока капитала, то здесь ситуация складывается хуже наших прогнозов. В апреле отток составил \$ 7-8 млрд. и, судя по настроениям на финансовых рынках, в мае может оказаться ещё больше. Отток капитала за квартал практически наверняка достигнет \$ 25 млрд., а за полугодие составит порядка \$ 60 млрд. (столько мы прогнозировали за весь год). Таким образом, если в 1-м квартале профицит счета текущих операций с лихвой перекрыл дефицит счета операций с капиталом, то в текущем квартале ситуация будет обратная – бегство капитала превысит поступление валюты по внешнеторговым операциям. Это обстоятельство и объясняет изменение трендов на валютном рынке.

Третий квартал в силу сезонности характеризуется минимальным профицитом текущего счета, поэтому, если настроения на мировых рынках не изменятся, и отток капитала останется высоким, то рубль продолжит слабеть.

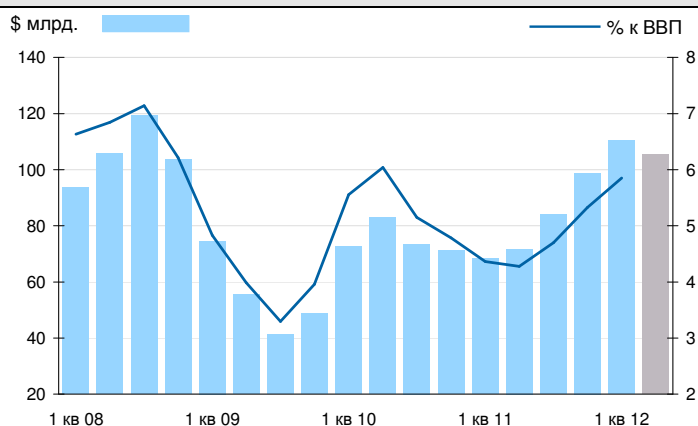
#### Счет текущих операций и цены на нефть



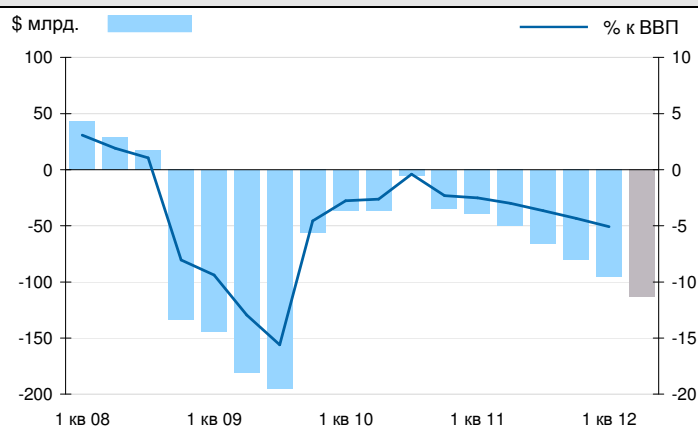
#### Чистый приток/отток капитала в частный сектор



#### Счет текущих операций накопленным итогом за 12 мес.



#### Чистый приток капитала в частный сектор накопленным итогом за 12 мес.



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

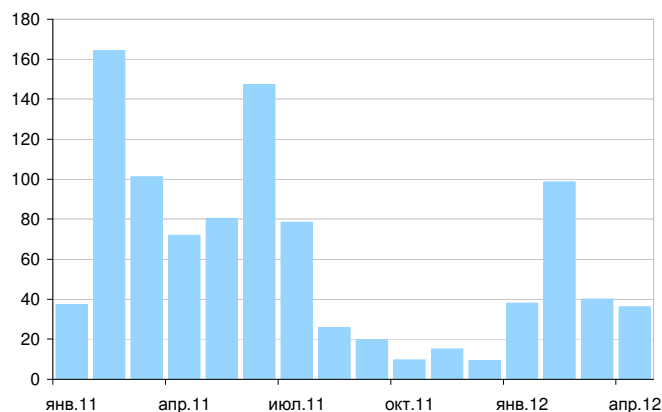
**Бюджет: чувствительность к ценам на нефть увеличилась**

При ценах на нефть выше \$ 100 за баррель мы не видим больших проблем с исполнением бюджета. Снижение рубля частично компенсирует выпадающие бюджетные доходы от экспорта углеводородов. Однако запас прочности невелик. Напомним, что бюджет 2012 г. сводится в ноль лишь при \$ 115 за баррель. При текущей же цене (\$ 105-106) бюджет становится стабильно дефицитным. Финансирования этого дефицита предполагается за счет внутренних займов, но текущая конъюнктура рынков и удручающая ситуация с ликвидностью затрудняет привлечение денег Минфином. Последний аукцион по размещению ОФЗ состоялся 24 апреля; в мае Минфин не привлекал деньги с внутреннего рынка.

Urals, рублей за баррель



Размещение ОФЗ (млрд. руб.) – в мае Минфин не привлекал деньги на внутреннем рынке



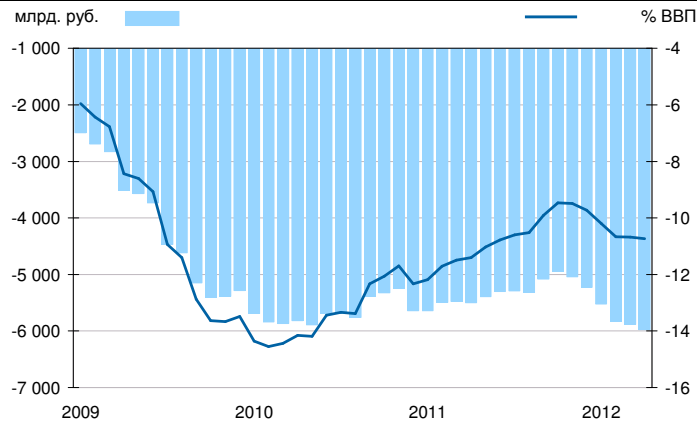
Источники: REUTERS, Минфин, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Определенный запас прочности у Минфина имеется. Так за первые четыре месяца года сальдо операций на внутреннем долговом рынке составило 145 млрд. рублей, сальдо операций по внешнему долгу – более 100 млрд. рублей (в феврале были размещены еврооблигации на \$ 7 млрд.). В то же время дефицит бюджета в январе-апреле равнялся лишь 60 млрд. рублей. Таким образом, только за счет тех денег, которые привлечены на рынках в начале года, Минфин вполне может финансировать дефицит бюджет ещё как минимум 2-3 месяца. Помимо этого, Минфин может несколько сбавить темпы финансирования расходов, частично перенеся траты по традиции на конец года (в январе-апреле эта традиция неожиданно была нарушена, план по расходам выполнялся с существенным превышением привычного графика).

Доля нефтегазовых доходов в общих доходах бюджета, % (накопленным итогом за 12 мес.)



Не нефтегазовый дефицит бюджета, млрд. руб. (накопленным итогом за 12 мес.)



Источники: Минфин, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Бюджетные проблемы начнут появляться лишь при падении нефти до \$ 90 и ниже. В этом случае привлечение денег с рынка станет ещё более проблемным. При этом неизбежное в таком сценарии ухудшение ситуации в реальном секторе экономики практически наверняка приведет к недобору не нефтегазовых доходов. Мы не думаем, что при \$ 90 за баррель Минфин будет распечатывать резервный фонд (там всего-то \$ 60 млрд.). Скорее всего, речь будет идти о корректировке расходных статей и более слабом рубле. По нашим оценкам, для сохранения нефтегазовых доходов в рублевом выражении на приемлемом для Правительство уровне **при \$ 90 за баррель потребуется снижение курса национальной валюты 35-36 рублей за доллар.**

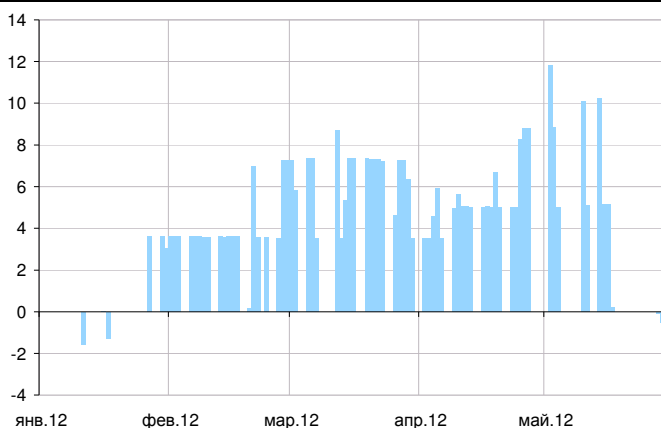
Мы обращаем внимание на то обстоятельство, что после кризиса 2008 г. чувствительность бюджетных доходов к ценам на нефть существенно увеличилась. Доходы от экспорта углеводородов достигли 51-52 % в общих доходах бюджета, и этот тренд сохраняется. Не нефтегазовый дефицит, находившийся в 2006/07 гг на уровне 3.3-3.5 % ВВП, сейчас уверенно превышает отметку 10 % ВВП. Подобная **бюджетная конструкция является фактором слабости рубля в долгосрочной перспективе.**

---

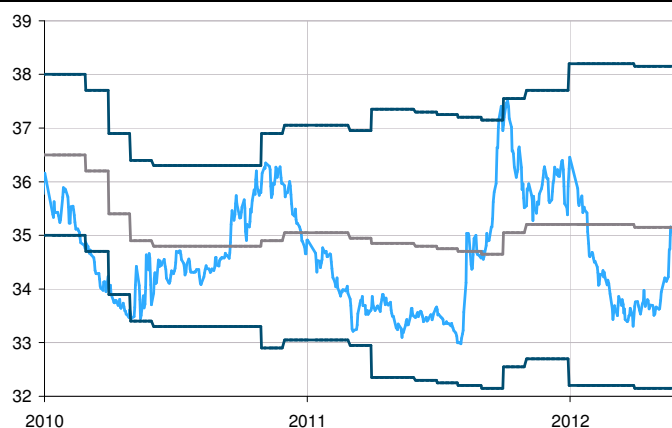
### Политика регулятора: ЦБ не спешит с поддержкой рубля

Несмотря на то, что давление на рубль резко возросло с начала мая, ЦБ выступал в роли покупателя валюты вплоть до 17 мая. После этого покупки прекратились, а, начиная с 28 числа, ЦБ впервые с января стал продавать валюту. Пока что в символических объемах.

Ежедневные интервенции ЦБ, млрд. руб. – во второй половине мая покупка валюты прекратилась, а начиная с 28 мая ЦБ начал продажи



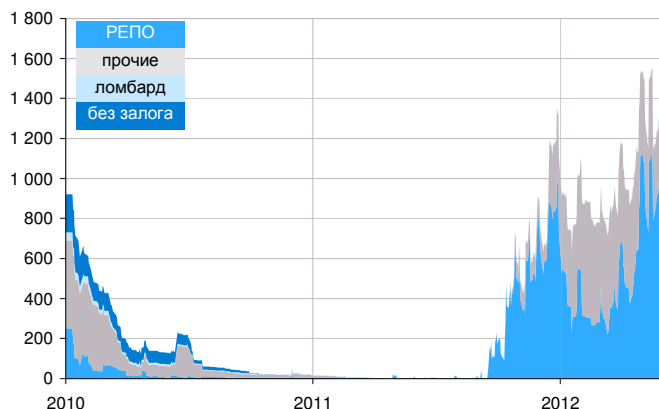
Динамика бивалютной корзины: рубль вновь находится в верхней половине диапазона; по мере приближения к верхней границе продажи валюты ЦБ будут увеличиваться



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

При нынешней ситуации с ликвидностью, которая характеризуется возрастающим напряжением и увеличивающейся зависимостью банков от фондирования со стороны ЦБ, изымать ликвидность посредством интервенций – это то, что меньше всего хотелось бы делать Центробанку. Поэтому **мы не ждем активного противодействия ослаблению рубля со стороны регулятора до тех пор, пока рубль не приблизится к верхней границе установленного диапазона** (не исключено, что он будет сдвинут немного вверх). Активная борьба со спекулянтами, играющими против рубля, на наш взгляд, начнется лишь в диапазоне 37-38 по бивалютной корзине. Мы не думаем, что ЦБ проявит здесь слабость – если до этого дойдет, то ЦБ, скорее всего, будет действовать столь же решительно, как и осенью прошлого года... если, конечно, конъюнктура рынка нефти будет позволять это делать. По нашим оценкам, **ЦБ по силам удержать бивалютную корзину в диапазоне 37-38 при нефти дороже \$ 90.**

Задолженность банков перед ЦБ, млрд. рублей



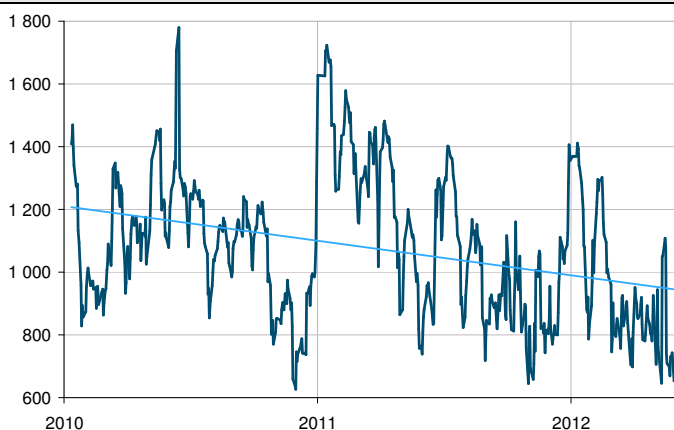
Нетто-позиция банков с ЦБ (остатки на корсчетах и депозитах минус задолженность по операциям РЕПО и прочим кредитам), млрд. рублей



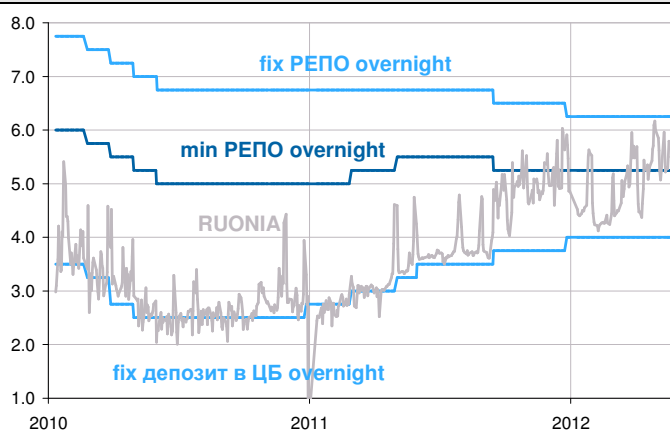
Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Что касается основных ставок, которые регулирует ЦБ, то здесь ситуация достаточно противоречивая. У регулятора нет больших стимулов для снижения ставок, т.к. кредитная активность остается весьма высокой, а сегмент потребкредитования скорее перегрет. Ситуация в экономике в целом также не требует пока мер монетарного стимулирования. Скорее всего, ЦБ будет действовать в направлении увеличения лимита предоставляемых средств, оставляя процентные ставки без изменений. Определенные меры в этом направлении уже осуществляются, в частности, возвращение в инструментарий Центробанка операций РЕПО с акциями.

Депозиты + корсчета, млрд. рублей



Основные ставки ЦБ, % годовых



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

### *Динамика рубля: в заложниках у Европы*

Развитие ситуации вокруг Греции и Испании будет оставаться определяющим фактором рыночных настроений в ближайшие месяцы.

На наш взгляд, несмотря на всю драматичность ситуации, выход Греции из Еврозоны ещё не предопределен. Если новому Парламенту страны, выборы которого назначены на 17 июня, удастся сформировать Правительство, настроенное на выполнение своих обязательств перед международными кредиторами (пока такая возможность сохраняется), то рынки, скорее всего, на время успокоятся (готовясь к решительной атаке на Испанию).

Такой сценарий, в рамках которого стоимость бивалютной корзины может вернуться в диапазон 34-35, евро/доллар подскочить к 1.30, доллар/рубль – 30-31, евро/рубль – 39-40, мы рассматриваем в качестве базового.

#### **Возможная динамика валютных курсов в сценарии стабилизации**

Евро / доллар	1.275	1.30	1.325
Доллар / рубль	31.15	30.40	29.65
Евро / рубль	39.70	39.50	39.30
Корзина	35.00	34.50	34.00

Если же выход Греции из Еврозоны станет реальностью, то последствия данного события для финансовых рынков могут быть сопоставимы с крахом LB в 2008 году. Тогда ведь тоже все понимали, что крупнейшие финансовые институты Wall-Street – фактические банкроты (стоимость акций многих из них к моменту банкротства LB упала чуть ли не на 90 % от максимумов). Но катастрофические движения на рынках начались лишь после того, как банкротство состоялось. Сейчас ситуация похожая – вряд ли кто-то ещё питает иллюзии по поводу кредитоспособности Греции, но сделать решительную ставку на её выход из Еврозоны готовы далеко не все. Свершившийся факт приведет к тектоническим сдвигам на рынках, и дальше уже все будет зависеть от решительности и оперативности монетарных властей. Они, скорее всего, будут действовать агрессивно, скоординировано и быстро. Столь же масштабный коллапс рынков и глубокий экономический спад, как в 2008 г, на наш взгляд, маловероятен. Но потрясет изрядно.

Глубину падения евро против доллара в таком сценарии мы предсказать не беремся. Что касается рубля, то стоимость бивалютной корзины практически наверняка подскочит к верхней границе диапазона ЦБ, т.е. превысит уровень 38. Если нефть не рухнет ниже \$ 90 (чего исключать нельзя), то ЦБ удержит этот рубеж, хотя и заплатит за это повышением ставок.

#### **Возможная динамика валютных курсов в сценарии кризиса**

Евро / доллар	1.10	1.15	1.20
Доллар / рубль	36.85	35.60	34.40
Евро / рубль	40.50	40.95	41.30
Корзина	38.50	38.00	37.50

Впрочем, вопрос с выходом Греции из Еврозоны может оставаться подвешенным ещё в течение нескольких месяцев. В условиях неопределенности давление на рискованные активы и рубль, в том числе, будет сохраняться.

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48  
Факс. (495) 797-52-48  
research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов  
Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин  
Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru  
Игорь Нуждин  
Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru  
Ольга Ефремова  
Efremova\_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации /****Потребсектор**

Евгений Голосной  
Golosnoy\_EA@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA  
Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова  
Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев  
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров  
Egorov\_AVi@nomos.ru

Александр Полютков  
Polyutov\_AV@nomos.ru

Елена Федоткова  
Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.