



10 июня 2015 г.

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

Только падением цены на нефть текущее обесценение рубля не объяснить

После длительного периода укрепления курса тренд по рублю недавно развернулся, и национальная валюта начала достаточно быстро дешеветь (на пике ослабления в минувшую пятницу ее курс превышал 57 руб. за доллар). Основную роль в обесценении рубля сейчас играет цена на нефть, которая с середины мая снизилась более чем на 7%, и на данный момент Brent находится на уровне около 66 долл./барр. (минимум 62 долл./барр. на прошлой неделе). Но по отношению к нефти рубль падает с опережением (почти на 14% за тот же период), и одним снижением нефтяных котировок его обесценение не объяснить, так как еще недавно подобные колебания сырьевых цен практически игнорировались рынком.

Рис. 1. Сравнительная динамика цены на нефть и курса рубля

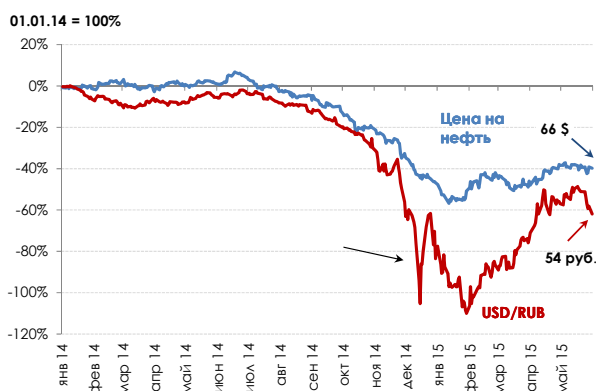
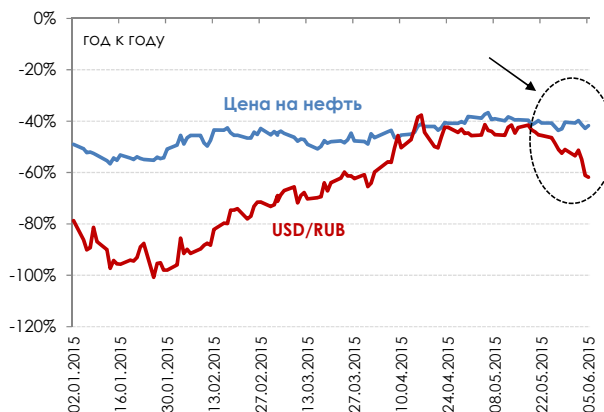


Рис. 2. Падение рубля происходит с опережением к цене на нефть



Источник: Bloomberg, MOEX, оценки Райффайзенбанка

Возникает вопрос о том, насколько сильной и продолжительной может быть новая волна падения рубля

Усиление реакции рубля на падение нефтяных цен мы связываем с одновременным обострением геополитической ситуации: как показывают примеры 2014 г. в такие периоды рубль падает быстрее, чем нефть (Рис.1,2.). Определенный импульс изменению ожиданий по рублю внесло появление ЦБ на открытом рынке с покупками валюты для резервов. Начиная с 13 мая (на тот момент рубль еще не начал дешеветь) Банк России продолжает покупать по 150-200 млн долл. ежедневно (кроме 5 июня), купив таким образом уже ~3,4 млрд долл. И хотя изначально эти операции не столь значительны, чтобы "сдвинуть" курс, неудивительно, что сам факт возвращения ЦБ на валютный рынок и неопределенность относительно продолжительности и будущих объемов этих операций воспринимаются рынком негативно (при текущем механизме покупки могут составлять ~4 млрд долл. в месяц).

Проблема погашения внешнего долга и связанного с этим давления на курс никуда не исчезает

На этом фоне возникает логичный вопрос, насколько сильной и продолжительной может быть новая волна ослабления курса. Безусловно, цена на нефть и геополитические изменения - это внешние риски, которые трудно поддаются прогнозированию. Но мы обращаем внимание на то, что даже в случае восстановления цен на нефть (в среднем до 68 долл./барр. во 2П 2015 г., наш базовый прогноз) до конца года более вероятно ослабление рубля, так как проблема погашения внешнего долга, обусловленная санкциями, никуда не исчезает.

В июне-дек. 2015 г. банкам и компаниям нужно погасить около 70 млрд долл.

Несмотря на то, что около 40% из планируемых на этот год погашений внешнего долга уже осуществлены, в июне-декабре 2015 г. банкам и компаниям нужно будет выплатить еще ~70 млрд долл. (исходя из данных ЦБ), чего в случае отсутствия доступа на внешний рынок было бы достаточно, чтобы снова "обрушить" рубль. Между банками и компаниями объем погашений распределен как 30%/70%, и пики погашений приходятся на сентябрь (14,4 млрд долл.) и декабрь 2015 г. (22 млрд долл.) (Рис.4.).

Оценка фактического рефинансирования долга за рубежом дает ответ на степень фундаментальных рисков для курса

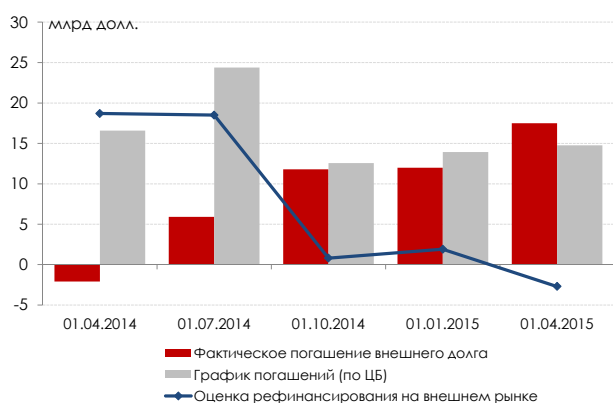
Банки практически не рефинансируют свою задолженность на внешнем рынке

Итоговое влияние погашения внешнего долга на курс во многом зависит от возможности рефинансирования долга за рубежом. Оценку того, насколько банки и компании в последние месяцы могли рефинансировать свой долг на внешнем рынке, мы получили, сопоставляя плановые объемы погашений международного долга (по прогнозам ЦБ) с фактическими (=изменение внешнего долга, по данным ЦБ, скорректированное на переоценку его рублевой части).

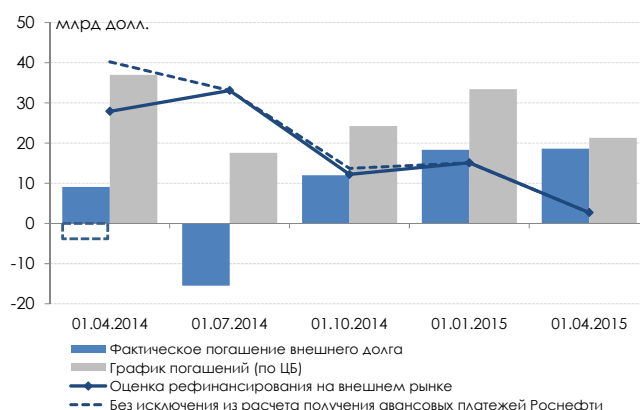
Из наших расчетов следует, что банки на протяжении последних 3 кв. погашали почти столько, сколько было запланировано, практически не рефинансируя свою задолженность на внешнем рынке (Рис.3.a). Это неудивительно, учитывая высокую долю банков из санкционного списка в общем объеме погашений. Не прибегая к использованию высоколиквидных активов в иностранной валюте (в банковском секторе валютные активы сейчас превышают валютные пассивы), в текущих условиях они компенсируют внешние погашения в основном привлечением валюты от ЦБ.

Рис. 3. Оценка рефинансирования внешнего долга за рубежом

а) Банковский сектор



б) Нефинансовый сектор



Погашение долга: "+" погашение, "-" привлечение

Оценка рефинансирования: "+" рефинансирование за рубежом, "-" погашение сверх плановых объемов

Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Для компаний доля рефинансирования внешнего долга за рубежом остается высокой (50%), несмотря на санкции

Между тем, для компаний объем фактических погашений в итоге оказался значительно меньше заявленных величин. Таким образом, вопреки опасениям, компании в действительности довольно активно рефинансировали свой долг на внешних рынках (Рис.3.b). В период после введения санкций (2П 2014 г.) доля рефинансирования за рубежом в общем объеме погашений оценивается нами на уровне ~50% (Рис.5.). Ее снижение до 10% в 1 кв. 2015 г. мы не считаем показательным, так как в этот период сильно активизировалось валютное РЕПО с ЦБ. Вывод о способности рефинансировать 50% внешних выплат за рубежом устойчив даже при том, что мы намеренно исключили из нашего расчета получение Роснефтью в 2014 г. 14,1 млрд долл. в виде авансовых платежей (преимущественно по китайскому контракту), что "зависило" бы оценку рефинансирования.

Более детальный анализ предстоящих погашений внешнего долга компаниями говорит о том, что не менее 30% из них (мин. 16,5 млрд долл.) составляют выплаты нефтегазового сектора. В частности, значительная часть приходится на Роснефть и Газпром. С одной стороны, это косвенно подтверждает то, что доля компаний под санкциями в общем объеме погашений хотя и велика, не столь критична, как может показаться на первый взгляд. С другой стороны, высокая концентрация погашений компаниями нефтегазового сектора, которые располагают существенным запасом валюты на счетах, ограничивает потребность в рефинансировании на внутреннем рынке (включая возможность получения господдержки), что должно означать снижение давления на рубль.

В базовом прогнозе (средняя цена на нефть 68 долл./барр. во 2П 2015 г.) спрос на валюту для погашения внешнего долга может достигать

В базовом прогнозе (средняя цена на нефть во 2П 2015 г. около 68 долл./барр.), исходя из предпосылки, что компании могут рефинансировать около 50% предстоящих до конца года погашений, реальный спрос на валюту, связанный с погашением внешнего долга корпоративным сектором, оценивается нами в июне-декабре 2015 г. в 25 млрд долл. (т.е. половина всех оставшихся погашений). И хотя этот нерепинансированный за рубежом долг компании могут компенсировать за счет накопленных средств и операционного потока, его нужно учитывать в

20 млрд руб. ...

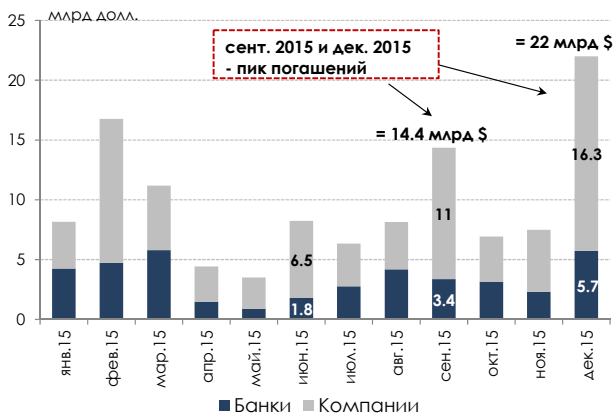
оценке спроса на валюту, так как это может привести к оттоку валюты с банковских депозитов и текущих счетов (если компании используют средства с российских счетов), что усиливает спрос банков на валюту от ЦБ. Кроме того, даже вдвое меньший спрос на валюту (25 млрд долл.) со стороны компаний - это больше, чем ожидаемый в этот период приток валюты по текущему счету - ~20 млрд долл. (косвенно отражает поступление новой валюты в экономику). При этом, для банковского сектора потребность в валюте для погашения долга (МБК и бонды) до конца года может составлять около 18 млрд долл. В результате, общий чистый дополнительный спрос на валюту внутри страны в базовом сценарии должен составлять около 20 млрд долл.

... что на внутреннем рынке может компенсироваться только валютой от ЦБ

Основным источником компенсации этого спроса на внутреннем рынке может быть только получение банками валюты от ЦБ (нивелирует эффект на курс), в гораздо меньшей степени - локальные заимствования (негативное воздействие на рубль). На текущий момент банки привлекли у ЦБ уже около 36 млрд долл. из заявленного на 2015 г. лимита в 50 млрд долл. Остаток этого лимита меньше, чем оцениваемый нами спрос под погашение внешнего долга, как следствие, для минимизации давления на курс рубля до конца года возрастет потребность в расширении лимитов валютного рефинансирования ЦБ. Банк России неоднократно заявлял о готовности к их увеличению в случае необходимости. Но то, насколько своевременно эти лимиты могут быть расширены, и насколько это будет сопоставимо с реальной потребностью в валюте, создает дополнительные риски для рубля. Отметим, что недавно, опасаясь того, что получаемая банками валюта от ЦБ используется не только для погашения внешнего долга, но и для спекулятивных целей, регулятор приостановил проведение аукционов годового валютного РЕПО (хотя может возобновить их в случае нарастания фундаментальной потребности в валюте). Кроме того, валютное рефинансирование ЦБ подорожало с марта 2015 г. на 150-200 б.п., и новые повышения ставки по нему могут возобновиться.

Риски необходимости расширения лимитов валютного рефинансирования ЦБ при удорожании этих инструментов создают угрозу курсу рубля

Рис. 4. График погашения внешнего долга



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

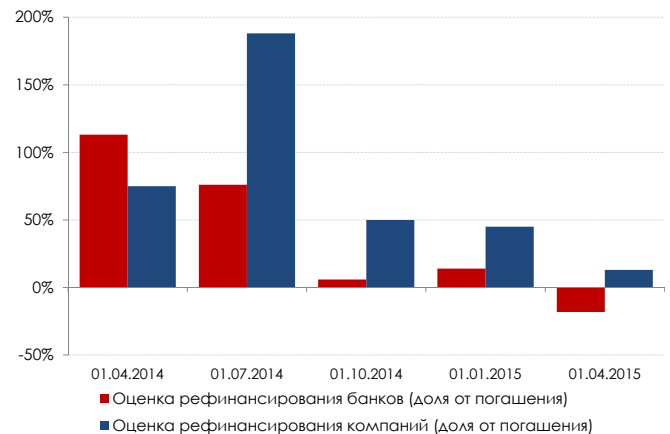
По мере исчерпания у банков "излишка" валюты от ЦБ, спрос на нее может возобновиться совсем скоро

К началу июня банки, по нашим расчетам, обладали условным "излишком" полученной от ЦБ валюты (сверх объема, необходимого для внешних погашений) в размере около 5-6 млрд долл. Поскольку использование банками высоколиквидных активов в иностранной валюте (прежде всего, евробондов) для компенсации погашения внешнего долга в оставшиеся месяцы года маловероятно, то с учетом текущих и будущих погашений (только банки в 3 кв. ~10 млрд долл.) потребность в новой валюте от ЦБ может проявиться уже начиная с июля. При этом ослабление рубля должно быть наиболее выраженным в сентябре и декабре 2015 г. - периоды максимальных погашений внешнего долга.

В базовом сценарии рубль может подешеветь до конца года в пределах 60 руб. за доллар...

В базовом сценарии, если исходить из того, что текущее падение цены на нефть не окажется продолжительным, и во 2П 2015 г. она восстановится (до 68 долл./барр., наша оценка), мы считаем, что рубль в связи с вышеперечисленными факторами (погашение внешнего долга в условиях умеренной геополитической напряженности) еще может подешеветь в пределах 60 руб. за доллар до конца года.

Рис. 5. Оценка рефинансирования внешнего долга на зарубежных рынках*



* "+" рефинансирование за рубежом, "-" погашение сверх плановых объемов

...в негативном - еще на 4-5 руб. (к базовому прогнозу) при новом падении цен на нефть на 5 долл.

Если ЦБ примет решение о смягчении валютного рефинансирования и/или возобновит экстренные интервенции и т.п., обесценение рубля в обоих сценариях может быть менее выраженным

Если же падение цен на нефть окажется устойчивым, и/или эскалация геополитического конфликта продолжится, это не только само по себе обеспечит дополнительное ослабление рубля в сравнении с базовым прогнозом (через сокращение экспортных поступлений и усиление оттока капитала), но и ухудшит оценку способности погашения внешнего долга (снижаются возможности для рефинансирования за рубежом, сокращаются собственные валютные средства). В упрощенном сценарии, согласно нашим расчетам, новое падение цен на нефть на 5 долл. может приводить к недополучению экспортных доходов в размере около 6 млрд долл. в месяц и транслироваться в дополнительное падение рубля примерно на 4-5 руб. (в сравнении с базовым прогнозом). Таким образом, развитие сценария низкой цены на нефть в ближайшие месяцы может означать, что волна ослабления курса уже вряд ли прекратится и только усилится к концу 3 и 4 кв., на которые приходится пик погашений внешнего долга.

Для обоих этих сценариев основным фактором, который может существенно повлиять на их реализацию будет риск изменения политики ЦБ. И в базовом, и в негативном сценарии масштаб обесценения рубля будет зависеть от действий Банка России (продлит ли регулятор валютное рефинансирование, в каких объемах и по какой ставке, будут ли проводиться экстренные валютные интервенции и т.п.). Если ЦБ примет решение о смягчении валютного рефинансирования и другие меры (в случае отклонения курса от справедливого с точки зрения ЦБ уровня, риски финстабильности, и т.д.), обесценение рубля в обоих случаях может оказаться менее выраженным.

Мария Помельникова
maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845



#RAIF: Macro Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.