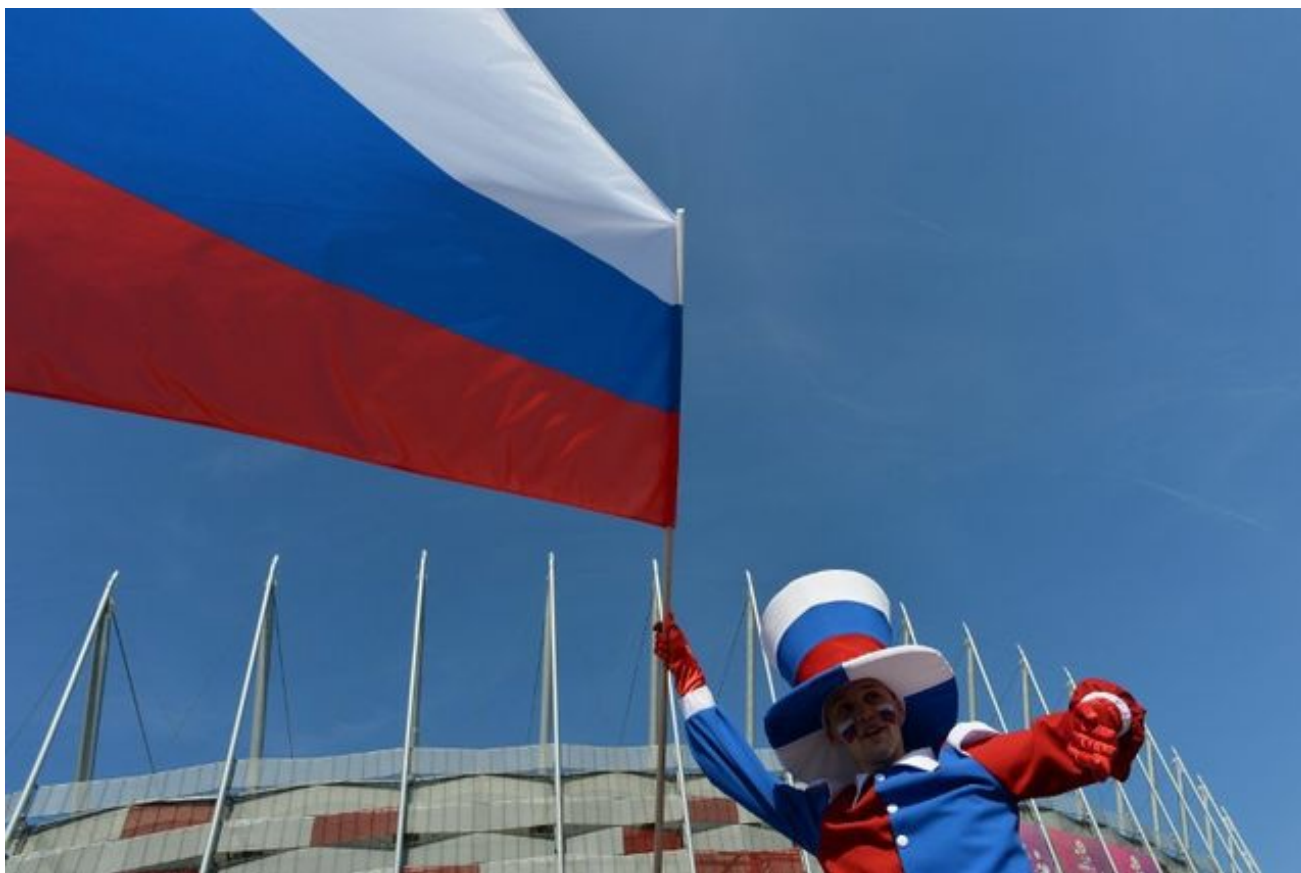


## Waluty: Raport specjalny: Panika w Rosji to początek nowego kryzysu?



Wczoraj rosyjska waluta straciła na 10% wartości. Spowodowało to konieczność zwołania nadzwyczajnego posiedzenia banku centralnego, na którym podniesiono stopy procentowe o 650 punktów bazowych do 17%. Jak mogą potoczyć się losy naszego regionu i czy grozi nam kolejny kryzys?

### Początek

Przez ostatnie tygodnie kwestia rubla pojawiała się nie tylko w komentarzach walutowych. Spadające ceny ropy naftowej oraz niekończący się konflikt na Ukrainie, połączony z sankcjami gospodarczymi powodował, że rosyjska waluta traciła na wartości z dnia na dzień. Warto jednak zauważyć, że ta wyprzedaż nie była paniczna i właściwie idealnie pokrywała się ze spadkiem ropy naftowej.

### Wykres 1. Wycena rubla w relacji do ropy naftowej



źródło: Bloomberg. Wykres przedstawia spadek wycenę ropy Brent (linia żółta) oraz rubla (linia biała). Kurs rubla przedstawiony jest w formacie RUB/USD, by lepiej przedstawić skalę obniżenia się wartości rosyjskiej waluty.

Bank centralny także starał się nie podejmować pochopnych działań. Początkowo próbowano wstrzymać deprecjację rubla, korzystając z rezerw walutowych, jednak gdy władze monetarne zauważyły, że spadająca cena ropy naftowej jest zbyt silnym czynnikiem osłabiającym rubla, ograniczono się do punktowych interwencji przeciwdziałających zbyt dużym wahaniom.

W międzyczasie mieliśmy kilka interwencji słownych, które były albo wypowiedzane przez prezydenta Putina, albo przez członków rządu. Jednak bank centralny starał się pokazywać na rynku jako niezależna instytucja i nie był zbyt chętny, by reagować na sugestie polityków.

Mimo iż znaczna część deprecjacji rubla to rezultat spadającej ceny ropy naftowej oraz konfliktu na Wschodzie, to również niebagatelnym czynnikiem w takiej sytuacji jest pojawienie się kapitału spekulacyjnego. W tym przypadku można założyć, że szacunki banku centralnego były bliskie prawdzie i około 8% z 40% deprecjacji można przypisać agresywnym funduszom.

### Czarny poniedziałek

Już na rozpoczęciu wczorajszej sesji sytuacja na rublu była „podejrzana”. Poniedziałkowa sesja na rynku ropy rozpoczęła się od wzrostów, a w ciągu dnia aprecjacja sięgała nawet 3% na Brent. W tym samym czasie rosyjska waluta nie chciała się jednak wzmacniać i zmierzaliśmy powoli do okolic 59 na parze USD/RUB. W międzyczasie bank centralny prawdopodobnie przeprowadził jedną niewielką interwencję, która jednak nie zatrzymała spadków.

Wczesnym popołudniem deprecjacja rosyjskiej waluty przyspieszyła. Rynek zaczynał spekulować, że to być może strach przed nowymi sankcjami, przegłosowanymi przez amerykański Senat, powoduje wyraźny wzrost awersji do moskiewskiego rynku. W tym samym czasie także kontrakty CDS zabezpieczające inwestora przed niewypłacalnością dłużnika przekroczyły 500 punktów, co oznacza, że rocznie inwestor musi płacić 5%, by zabezpieczyć obligacje emitowane przez Federację Rosyjską.

### Wykres 2: Kontrakty CDS na dług Rosji i Polski



Źródło: Bloomberg. Porównanie kontraktów CDS na dług rosyjski (linia biała skala lewa) oraz polski (linia żółta skala prawa). Koszt ubezpieczenia polskiego instrumentów dłużnych jest prawie 10-krotnie niższy niż rosyjskich.

Kolejna interwencja pojawiła się po 14.00 czasu polskiego, kiedy para USD/RUB przekroczyła 61. Pięcioprocentowa deprecjacja na rosnącym rynku ropy popchnęła bank centralny, by sprzedać przynajmniej miliard dolarów rezerw na rynku. Jednak po niespełna dwóch godzinach ponownie kurs doszedł do poziomu 61.

Później było już tylko gorzej. Spadek wartości rubla przedzieliła jeszcze jednak interwencja, która również nie powstrzymała „zjazdu” i sesję zakończyliśmy w granicach wartości 64. Oznacza to, że w jeden dzień rosyjska waluta straciła 10% wartości, co było najgorszą sesją o 1998 roku, kiedy podczas kryzysu Kreml musiał ogłosić bankructwo.

### Wykres 3: Poniedziałkowa sesja na rublu



Źródło Bloomberg. Kursu USD/RUB podczas sesji 15 grudnia 2014 roku.

Od początku roku para USD/RUB wzrosła z poziomu 33 do 64, co oznacza utratę prawie połowy wartości. Co ciekawe, rubel jest obecnie najsłabszą walutą na świecie i „rzutem na taśmę” prześcignął ukraińską hrywnę.

## Reakcja banku centralnego i dowcip

Jeszcze nim zakończyła się sesja na moskiewskiej giełdzie, bank centralny (CBR) wydał oświadczenie, w którym opisał przyczyny spadku wartości rubla, działania, które zostały do tej pory podjęte oraz prognozy makroekonomiczne. Władze monetarne w Moskwie nadal zakładają, że ceny ropy powrócą do poziomu 80 USD za baryłkę do końca 2017 roku, co pozwoli ustabilizować sytuację gospodarczą.

W ostatnim akapicie CBR jednak przyznał, że istnieje znaczne ryzyko utrzymania się ropy na poziomie 60 USD za baryłkę. Gdyby ceny Brent nie wzrosły przez następne kwartały, wtedy rosyjska gospodarka skurczy się o około 4.5 procenta w 2015 roku oraz 1% w 2016 roku.

To jednak nie był koniec komunikacji władz monetarnych z rynkiem. Na specjalny, nocnym posiedzeniu CBR ogłosił, że podnosi stopy procentowe o 6.5 punktu procentowego do poziomu 17%. Ma to na celu, jak opublikował na swojej stronie bank, „wyraźnie ograniczyć deprecjację rubla oraz ryzyko inflacji”.

Taki ruch oczywiście nie pozostaje bez wpływu na gospodarkę. Spowoduje to gwałtowne ograniczenie aktywności gospodarczej w państwie, które i tak balansuje na granicy recesji. W obecnej sytuacji prawdopodobnie trudno być znaleźć inne rozwiązanie, które mogłoby lawinę wyprzedzący.

Komentarze instytucji finansowych (Goldman Sachs, JP Morgan czy Citigroup), które się do tej pory pojawiły, pozytywnie oceniają decyzję CBR. Ocenia się jednak, że prócz podwyżki stóp procentowych możemy zobaczyć silną interwencję, która może wynieść nawet 10-20 miliardów w ciągu jednego dnia. Jednak bez poprawy sytuacji na rynku ropy nie dojdzie do dłuższej aprecjacji rubla i najwyżej może zostać w części zdjęty kilkunastoprocentowy nawis spekulacyjny.

W tym momencie warto też przypomnieć dowcip krążący na rynku przez ostatnie tygodnie. Na 63 urodziny Putina (październik 2015) dolar miał osiągnąć poziom 63 ruble, a ropa spaść do 63 USD. Tym razem jednak rzeczywistość wyraźnie przyspieszyła i nie minął nawet miesiąc, a oba aktywa osiągnęły „dowcipne” poziomy.

### Co dalej?

Uczestnicy rynku zastanawiają się, czy problemy Rosji oraz innych eksporterów ropy naftowej mogą być zapowiedzią głębszego kryzysu. Dość szybko przychodzi porównanie z końcem lat 90., kiedy gospodarki azjatyckie oraz Rosja przeżyły poważne kryzysy.

Tym razem jednak sytuacja wygląda inaczej. Poważne problemy dotyczą jedynie niewydolnych gospodarek eksportujących ropę naftową (Rosja, Wenezuela, czy Nigeria). Państwa azjatyckie wyciągnęły lekcję z wydarzeń sprzed kilkunastu lat. Uwolniono kursy walutowe, przez lata zgromadzono znaczne rezerwy walutowe, a stosunek zadłużenia denominowanego w krajowej walucie spadło z 40% do 26% według danych przedstawionych przez Bloomberg.

Na razie więc tak zwany „efekt zarażania” nam nie grozi, choć oczywiście poszczególne branże w danych krajach, uzależnione od kondycji krajów eksportujących ropę, na pewno ucierpią. Jednak nerwowy koniec 2014 roku paradoksalnie może być zapowiedzią stosunkowo udanych kolejnych kwartałów i to właśnie ze względu na poprawiające się nastroje związane z tańszymi surowcami oraz coraz lepszą kondycją amerykańskiej gospodarki.

Marcin Lipka,  
analityk Cinkciarz.pl

AFP / NATALIA KOLESNIKOVA