

## Waluty: Tak się spekuluje na rublu

Spadki wartości rosyjskiej waluty przykuwają ostatnio uwagę nie tylko rynku walutowego, ale i szerokiej publiczności. Fundamentalnie rubel nie jest jednak tak słaby, jak wynika to z kursu wymiany, a największa przecena jest raczej efektem spekulacji niż sytuacji gospodarczej czy geopolityki.

### Rubel na celowniku

Przez ostatnie 10 lat rubel był stabilną walutą i większość transakcji odbywała się w przedziale 25-35 RUB za USD. Wysokie ceny ropy naftowej zapewniające stały dopływ dewiz, zbilansowany budżet, brak długu do PKB i niskie bezrobocie powodowały, że na papierze kraj wpisywał się w statystyczny standard państw eksportujących surowce.

Zapowiadane już w 2013 roku osłabienie koniunktury w Federacji Rosyjskiej również prawdopodobnie nie odbiłoby się niekorzystnie na walucie, gdyż ograniczenie importu zniwelowałoby negatywny efekt zmniejszonego napływu kapitału portfelowego czy też inwestycji bezpośrednich.

Pierwszym testem rubla była aneksja Krymu. Ta „próba” jednak przebiegła relatywnie korzystnie dla rosyjskiej waluty i imperialne zapędy Kremla spowodowały tylko kilkuprocentową przecenę RUB, a w połowie 2014 roku znaczna część tej deprecjacji została zniesiona. Większej reakcji na moskiewskim rynku walutowym nie obserwowano także podczas zastrzelenia malezyjskiego samolotu, wprowadzenia sankcji czy szeroko omawianych humanitarnych transportów.

W miarę oczywistym powodem prawdziwego spadku wartości rubla jest załamanie cen ropy naftowej. Nałożenie wykresu RUB i Brent pokazuje prawie idealną korelację pomiędzy tymi aktywami. Sytuacja nie jest już tak oczywista, gdy staramy się porównać zachowanie obu instrumentów w przeszłości.

Procentowo bardzo podobne spadki ropy naftowej mieliśmy w pierwszej połowie 2012 roku. Brent obniżyła swoją wartość o 30%, ale w tym samym czasie rubel stracił jedynie 10%. Natomiast od czerwca 2014 roku cena „czarnego złota” obniżyła się, podobnie jak w 2012 roku, o 30%, ale tym razem rosyjska waluta zanotowała już nie dziesięcioprocentową przecenę, ale utraciła niespełna 1/3 wartości.

Fakt, teraz nałożyło się kilka czynników na siebie – Ukraina, izolacja, spowolnienie gospodarcze oraz oczywiście rynek surowcowy. Z drugiej jednak strony można sobie zadać pytanie, czy to nie ogólne osłabienie gospodarcze Kremla przypadkiem skusiło krążące po rynku rekiny szukające „świeżej” krwi i szybkiego zysku. Ta pokusa jest przecież tym silniejsza im słabszy jest przeciwnik.

Podejrzenie wygląda zwłaszcza okres od początku listopada. W tym czasie ani wydarzenia geopolityczne, ani sytuacja na rynku surowców nie uległy większej zmianie. Dodatkowo bank centralny wyraźnie podwyższył stopy procentowe i zmienił zasady sprzedaży dewiz, gdyż polityka interwencji była zbyt oczywista dla uczestników rynku.

Ku zdziwieniu wielu obserwatorów rosyjska waluta wcale się nie wzmocniła. W przeciągu 3 dni (5-7 listopada) rubel stracił do dolara 10%. Tak silna przecena jest charakterystyczna już dla kryzysu walutowego w państwach gdzie np. niespodziewanie szybko skończyły się rezerwy walutowe lub tam gdzie mamy do czynienia z hiperinflacją. Żaden z tych elementów nie dotyczy jednak Rosji.

Ciekawą koncepcją natomiast może być udział kapitału spekulacyjnego w rozhuśtaniu rubla. Wiadomo nie od dziś, że gros transakcji na FX nastawione jest na uzyskanie zysków z różnic kursowych, a nie wynika z realnego przepływu towarów, usług czy też kapitału.

Tym razem mogło być bardzo podobnie. Speculanci wybrali odpowiedni moment na atak. Tuż po decyzji banku centralnego, która teoretycznie powinna wywołać strach wśród gorącego kapitału (zapowiedź nielimitowanych

interwencji), zdecydowali się na kulminacyjny atak.

Jak pisze cytowany w Bloombergu ekonomista Danske Bank, Vladimir Miklashevsky, spekulanci prawdopodobnie wykorzystują starą strategię – środki z operacji repo są szybko zamieniane na dolary i powodują deprecjację lokalnej waluty.

Operacje repo to standardowe działania banku centralnego utrzymujące płynność na rynku międzybankowym. Instytucje finansowe „użyczają” np. na 7 dni obligacje skarbowe bankowi centralnemu, a w zamian otrzymują na 7 dni gotówkę której koszt jest równy stopie referencyjnej. Teoretycznie pozwala to na odpowiednie kształtowanie polityki pieniężnej. W tym wypadku prawdopodobnie środki użyte z zastawu zostały użyte w celu szybkiego osłabienia lokalnej waluty i zrealizowania krótkoterminowej strategii inwestycyjnej.

Do tych plotek odniosła się także szefowa rosyjskiego banku centralnego. Elvira Nabiullina powiedziała na antenie telewizji Rossiya 24, że płynność z banku centralnego jest częściowo używana w celu „zabawy na rynku walutowym”.

Jeżeli powyższe informacje są prawdą to jest duża szansa, że rekordowo szybkie osłabienie rubla jest już za nami, a gdy ceny ropy się ustabilizują to można oczekiwać wyraźniejszej aprecjacji rosyjskiej waluty (przynajmniej w okolice 42-43 RUB za USD).

Marcin Lipka, analityk Cinkciarz.pl