***Дмитрий Шеметило,***
*Emerging Markets Strategy, WestLB*

# Французско-турецкий Гамбит

**12 октября нижняя палата французского парламента приняла закон об уголовной ответственности за непризнание армянского геноцида 1915 года в Турции. Какое отношение это событие имеет к рынкам облигаций? Достаточно прямое: в случае ратификации закона верхней палатой это будет означать закрытие Европейского союза для Турции. Негативные последствия для турецких еврооблигаций могут проявиться уже в следующем квартале, по мере приближения в стране президентских выборов в апреле 2007 года.**

Но это событие может иметь последствия не только для Турции: возможно, это означает «закрытие» Евросоюза и для остальных стран. Потеря ЕС как долгосрочного ориентира может привести к изменению экономической политики в странах Центральной Европы, еще не вошедших в ЕС (Украина, Турция, Сербия, Молдова), заставляя политиков декларировать более популистские и краткосрочные цели, что может привести к увеличению волатильности на этих рынках. Будут последствия и для России, поскольку российские и турецкие евробонды зачастую торгуются с одного деска, и нестабильность на одном рынке непременно скажется и на другом.

Турция начала переговоры с Европейским союзом (ЕС) о возможности вступления в него еще в 1963 году. С самого начала ЕС оказался в тяжелом положении: с одной стороны, он не хочет, чтобы его считали христианским клубом, закрытым для мусульманских стран, с другой, противоречия внутри ЕС нарастают, и принятие в клуб семидесятимиллионной мусульманской страны со своей собственной культурой стабильности не прибавит. Для ЕС одной из попыток сохранить лицо была политика постоянного выдвижения все новых требований к экономике и реформе законодательства. Турция, напротив, настаивала, чтобы все требования были сформулированы и записаны, а прогресс вступления можно было бы контролировать и формализовать. ЕС всячески уходил от четкого формулирования списка требований, аргументируя это тем, что он опасается выполнения буквы требований, а не полного внедрения и применения европейских принципов. Проще говоря, можно сказать, что Турция стремилась вести переговоры, отстаивая свои интересы, а ЕС требовал полного выполнения своих требований, поскольку речь идет не об объединении Турции и ЕС, а о присоединении ее к союзу.

Турция была загнана в угол. Понимание того, что полное выполнение всех требований ЕС для любого турецкого политика будет политическим самоубийством, позволяло ЕС тянуть время. И тут «помогли» грядущие выборы во Франции. Принятие нижней палатой французского парламента 106 голосами против 19 закона об уголовной ответственности за отрицание геноцида армян в Турции позволило Европейскому союзу свалить все на французскую оппозицию. Из-за президентских выборов в апреле 2007 и парламентских в ноябре 2007 турецкие политики не могут позволить себе терять голоса, выполняя требования ЕС. Давя на наиболее чувствительные моменты, ЕС дал понять Турции, что все ее попытки по присоединению к Евросоюзу обречены на провал.

На самом деле Турция не смогла сформулировать и доказать ЕС необходимость своего членства. Аргументы о потребности притока свежей рабочей силы в стареющий ЕС легко парируются, поскольку эту рабочую силу лучше пускать на рынок дозировано и выборочно. И еще лучше из внешней, более бедной страны. Интерес европейских компаний в турецком рынке сбыта ограничен, они уже там. Производить текстиль, основную статью экспорта Турции в ЕС, дешевле в Бангладеш. Безопасность недвижимости, купленной европейцами, и трубопроводов находится под контролем НАТО.

Но эта конфронтация может иметь и более серьезные последствия. Без привлекательного пирога в виде обещания лучшей жизни после вступления в ЕС турецким политикам становится труднее проводить необходимые долговременные структурные реформы. Они вынуждены пользоваться более популистскими лозунгами для прихода к власти. Венгрия, Польша и Чехия уже почувствовали на себе нарастающую политическую нестабильность именно из-за победы популистов.

В то же время реформы необходимы. Текущее экономическое положение у Турции довольно шаткое. Доходность по годичным бумагам достигает 21% при инфляции 10.2% и росте национального продукта 6.5%. Это означает, что реальная процентная ставка превышает рост экономики, и если долг не сокращать, то его размер будет расти быстрее, чем национальный продукт, ведя экономику к коллапсу. Пока только первичный профицит в 6% от ВНП позволяет экономике удерживаться на грани устойчивости. Этот параметр жестко контролируется МВФ, который предоставляет самые дешевые кредиты. Но в отсутствие долгосрочной стратегии сохранение финансовой репутации уже не выглядит таким привлекательным, что может привести к неосторожным политическим высказываниям. Достаточно посмотреть на реакцию рынка на обещания Рафаэля Корреа, кандидата в президенты Эквадора: рынок потерял 200 базовых пунктов на его предложении реструктурировать долг, чтобы накормить голодных.

Рынок прореагировал на принятие Францией закона достаточно спокойно. После объявления результатов голосования турецкая валюта даже усилилась, а местные облигации подорожали. Логика заключалась в том, что рынок следовал за ростом американских акций, и поскольку большинство местных облигаций имеет очень короткие сроки погашения, проблема вхождения Турции в ЕС лежит далеко за пределами интересов инвесторов на местном рынке. Краткосрочные ставки завязаны больше на действия Центрального банка и ожидания изменения курса валют, чем на долгосрочную кредитоспособность. Кроме того, за исключением России в 1998 году, практически ни одна страна не объявляла дефолт по внутреннему долгу. Более рационально отреагировали еврооблигации. Спред между Турцией-2017 в евро и Турцией-2020 в долларах расширился с минус 17 до 0 базовых пунктов. В результате долг в евро стал торговаться на одном уровне с долларовым.

Еврооблигации других стран практически не прореагировали на разгорающийся скандал. Но если местные облигации торгуются из офисов в Турции и в основном специализированными досками, такими как казначейства турецких банков и казначейства филиалов западных банков, то торговля евробондами сконцентрирована в Лондоне. Эти бонды торгуются одним отделом (на одном деске), а часто одними и теми же трейдерами, что и российские и украинские облигации и евробонды российских и украинских корпораций.

Негативный аспект для украинских облигаций понятен: призывы президента Ющенко к ЕС с просьбой показать ему перспективы Украины в ЕС — хотя бы на горизонте — необходимы ему для обоснования долгосрочных экономических реформ. Утратив ориентир на движение к ЕС, он вполне может изменить риторику на более популистскую. В краткосрочной перспективе небольшая задолженность Украины удерживает спреды от расширения, в то же время увеличение бюджетного дефицита, например, из-за невыполнения программы приватизации, усилит корреляцию с турецкими евробондами. Связь с российскими корпоративными бумагами более опосредованная: в случае резкого расширения турецких кредитных спредов трейдеры начнут фиксировать прибыль по российским бумагам. Кроме того, многие фонды, которым нужно будет осуществлять выплаты, тоже будут переводить в ликвидность не подешевевшие турецкие бумаги, а российские облигации.

В конце июня спреды турецкого субиндекса достигли 331 базового пункта по долларовым бумагам и 250 по бумагам, номинированным в евро. Если учесть, что в начале мая они находились на исторических минимумах 171 и 94 б.п. соответственно, то можно представить, с какой скоростью рынок избавлялся от рискованных активов. Волна продаж в конце июня была вызвана опасениями относительно повышения процентной ставки в США на ожиданиях высокой инфляции, т. е. чисто внешними факторами, не связанными с кредитоспособностью Турции. За день до голосования (9 октября) спред по бумагам в евро подскочил на 25 б.п. Правда, потом рынок «одумался» и перестал обращать внимание на это событие. Но такие колебания показывают, насколько чувствительна цена облигаций к подобным политическим событиям.

К сожалению, мне кажется, что рынки до сих пор не учли новые риски, связанные с этим законом. Вряд ли резкая переоценка произойдет после утверждения закона верхней палатой французского парламента. Скорее всего, рынок будет ждать результатов окончания визита МВФ в Турцию в двадцатых числах октября и отчета Европейской комиссии по интеграции 8 ноября. Но даже если результаты отчетов будут положительными, главный риск для турецких облигаций теперь будет привязан к президентским выборам в Турции в апреле 2007 и парламентским в ноябре 2007.