Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ,
начальник отдела управления активами на рынках инструментов с фиксированной доходностью, Банк «ФК Открытие»

Зачем, скажите, вам чужая Аргентина?[1]

История Аргентины последних полутора веков неоднократно всплывала в последние годы как пример череды неудачных, очень неудачных и фатально неудачных политических решений, превративших одну из ключевых экономик мира в подобие парии и собирательного образа финансового коллапса...

НАЧАЛИ ЗА ЗДРАВИЕ...

В начале XX века Аргентина по экономическому развитию не на много отставала от США и Великобритании, была одним из лидеров экспорта зерна — главного commodity тех лет, а по протяженности железных дорог на американском континенте уступала только США... Можно до бесконечности перечислять достижения аргентинской экономики столетней давности. Как и бесконечно описывать путь к нищете, проделанный аргентинцами в прошлом веке. При знакомстве с экономической историей страны кажется, что фон Хайек писал свое программное произведение «Road to Serfdom» именно с Аргентины: мощная свободная экономика, децентрализованная настолько, что не было единого эмиссионного банка. Золотой стандарт, отсутствие налогов, поощрение европейской иммиграции, открытое движение капитала — все это прогнозируемо привело к бурному развитию и процветанию. Однако под влиянием общемировых процессов рабочее движение постепенно набирало силу. Дальше вмешались Великая депрессия и связанный с ней экономический кризис, начавшие череду государственных переворотов, в результате которых у власти оказывались все большие популисты. Чтобы сместить предыдущих, следующая хунта раздавала профсоюзам и военным дополнительные подачки, увеличивая налоги и высасывая соки из частного сектора.

Вишенкой на торте стала национализация, проведенная в 1943 году всем известным полковником Пероном, так некстати воспетым в мюзикле «Эвита». Фон Хайек назвал постепенное огосударствление «дорогой к рабству», Аргентина проехала по ней со всеми остановками. Следующие полвека характеризовались бесконечными забастовками,

[1] Строчка из хулиганской еврейской песни начала XX века:

Зачем, скажите, вам чужая Аргентина?
Сейчас спою я вам историю раввина,
Который жил вполне обычной обстановкой
В уютном славном городе Каховке.

Полную версию в исполнении Алика Фарбера легко найти на Youtube: про дочку раввина, сбежавшую с «красивым и на вид почти здоровым» гражданином Ивановым. Раввин немного погоревал, но в конце концов тоже решил начать новую жизнь: «сбрил бороду, усы и стал он франтом, теперь он числится одесским коммерсантом». И в Аргентину не поехал.

инициированными ненасытными профсоюзами, популистскими лидерами, сменяющими друг друга с помощью дворцовых, а иногда и открытых переворотов. Несмотря на то что иногда случались и просветы — экономическая программа одной из хунт была весьма либеральной, — в середине 80-х годов XX века левый президент Рауль Альфонсин, который ввел новую валюту, контроль цен и прочие социалистические радости, развалил хозяйство настолько, что страна подошла к 1990-м годам с ВВП на душу населения, составлявшим 28% от уровня США. В 1913 году этот показатель превышал 80%.

ОПЯТЬ НЕ ПОЛУЧИЛОСЬ: РЕФОРМЫ 90-Х И ДЕФОЛТ 2001 ГОДА

В начале 1990-х годов была предпринята попытка провести реформы с помощью модных тогда currency pegs (привязок национальной валюты к доллару с целью стабилизировать внутреннюю денежную систему и снизить стоимость заимствований) и шоковой либерализации экономики. В целом реформы были правильным шагом в правильном направлении. Порядок во внутренней денежной системе был восстановлен, гиперинфляция конца 80-х годов ушла в прошлое, но конкурентоспособность экономики упала, поскольку не имевшие «пега» Бразилия и Мексика успешно девальвировались в 1994–1995 годах. Постоянные бюджетные дефициты — привычный вывих аргентинской экономики, — финансируемые с помощью госдолга, вкупе с рядом внешних факторов, главным из которых стал кризис 1998 года и связанное с ним охлаждение инвесторов к развивающимся экономикам, привели в 2001 году к крупнейшему в мировой истории дефолту по государственным обязательствам на сумму более $80 млрд.

Процесс реструктуризации занял годы, и еще более десяти лет страна оставалась изгоем на мировых рынках капитала. С реструктуризацией аргентинских долгов 2001 года произошла забавная история, получившая достаточно широкую огласку, поэтому упомяну ее тут лишь по касательной. По условиям обмена бондов haircut составил около 70%, остальные 30% были выплачены in kind. 93% держателей согласились на предложенную схему. Оставшиеся 7% продолжили борьбу и были более чем вознаграждены за свою принципиальность: в 2014 году суд Нью-Йорка принял решение о принуждении Аргентины к выплате всех просроченных долгов со штрафами, процентами и пенями. Один из ведших борьбу хедж-фондов — NML Capital, скупив бонды на $49 млн в 2008 году, сумел получить около $1 млрд в результате урегулирования.

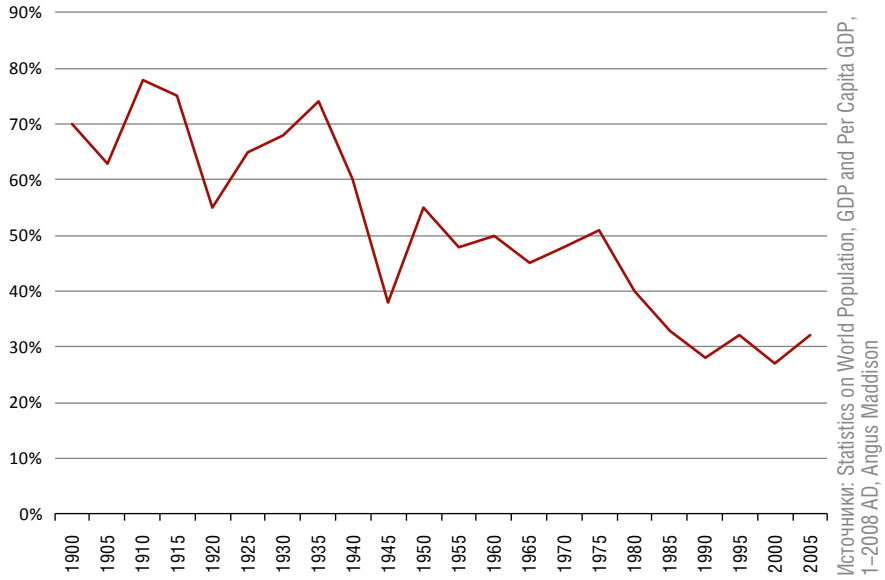


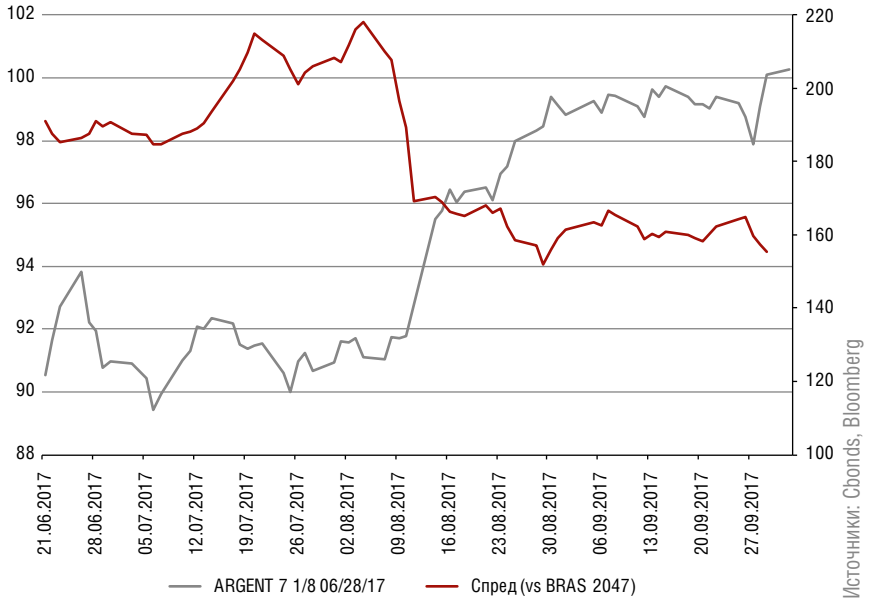
Рисунок 1
ВВП Аргентины на душу населения, % от показателей США

Последствием дефолта стал приход к власти Нестора Киршнера и установление политики «киршнеризма» как новой формы «перонизма»: ползучей национализации и отката в государственный капитализм. Валютный контроль, черный рынок, ограничение экспорта. За экономическими мерами шли политические, вплоть до убийства адвоката, расследовавшего связь властей с террористами ливанской террористической группировки «Хизбалла», которая устроила взрыв в еврейском общинном центре Буэнос-Айреса в 1994 году. Финальным аккордом стала попытка изменить конституцию, чтобы позволить Кристине Фернандес де Киршнер, вдове Нестора, избраться на следующий президентский срок.

НОВАЯ ЭРА: GRADUALISMO

Вероятно, этот факт стал последней каплей, и на следующих выборах в декабре 2015

Рисунок 2
Динамика доходности ARGENT 7 1/8 06/28/17



ISIN	Тикер	Провинция	Цена*	YTW	Дюрация
USP37341AA50	ENTRIO 8¾ 02/08/25 Corp	Энтре Риос	105.03	7.70	4.8
USP71695AC75	NEUQUE 8⅝ 05/12/2028 GOVT	Неуквен	112.65	6.21	5.0
USP6480JAG24	MENDOZ 8⅝ 05/19/2024 GOVT	Мендоса	110.68	6.08	4.4
USP91528AA03	FUEGO 8.95 04/17/27 Corp	Терра Фуэго	109.63	6.88	4.5
XS1433314314	BUENOS 7⅞ 06/15/27 Corp	Буэнос–Айрес	108.89	6.45	6.2
XS1686882298	JUJUYA 8⅝ 09/20/22 Corp	Жужуй	105.08	7.33	4.0
USP04808AN44	ARGENT 7.125 06/28/17 GOVT	Аргентина	100.26	7.11	14.1

*По данным на 04.10.2017

Таблица 1
Интересные выпуски муниципальных образований Аргентины

ИНТЕРЕСНЫМИ КАЖУТСЯ БОЛЬШИНСТВО ВЫПУСКОВ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБРАЗОВАНИЙ, ОТ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННОЙ ЭНТРЕ РИОС И ПРОМЫШЛЕННОЙ НЕУКВЕН ДО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА БУЭНОС-АЙРЕС

года кандидат от перонистов проиграл выборы мэру Буэнос-Айреса, правому либералу Маурисио Макри. Он шел на выборы под лозунгами постепенного изменения политической системы — от реформы судебного корпуса до отмены валютных ограничений и введения конвертируемого песо. Этот подход получил название «gradualismo» — долгая и кропотливая работа по воссозданию международного и внутреннего имиджа Аргентины.

Долговые рынки отреагировали на победу Макри резким снижением доходностей существующих выпусков — с 10.7% в июне 2015 года до 8% после выборов. Тем не менее подмоченная репутация Аргентины и афтершоки дефолта привели к тому, что праздновать эту победу было практически некому. С 2003 по 2015 год на международном рынке было размещено менее сотни выпусков, включая суверенные и субфедеральные, на общую сумму меньше $100 млрд, из них немалая часть — в рамках реструктуризации после дефолта 2001 года.

Возвращение на долговой рынок было отложено еще на год после победы Макри на выборах. Во-первых, все еще тянулась история с выплатой «отказникам» по решению уже упомянутого суда 2014 года, а во-вторых, соседнюю Бразилию накрыл политический мегакризис, приведший к импичменту президента Дилмы Русефф, и словосочетание «бонды Латинской Америки» было ругательным в течение всего следующего года.

Только в конце 2016 года и начале 2017 года gradualismo все-таки привел инвесторов в Аргентину, а аргентинские компании и провинции стали разумно пользоваться улучшившейся конъюнктурой. С начала 2017 года размещения аргентинских эмитентов составили около четверти всех выпусков ЛатАма, притом что доля населения Аргентины составляет немногим более 10% численности населения Южной Америки. Более 50 выпусков были размещены в 2016 году и примерно столько же за три квартала 2017 года (данные Cbonds и Bloomberg), в среднем в четыре раза больше, чем до избрания Макри.

Рейтинговые агентства — как обычно — идут следом за трендом, и столь же предсказуемо отстают. В результате рейтинги Аргентины, находящейся на подъеме, до сих пор топчутся на уровне single B, рядом с Ливаном и Анголой, хуже чем у Уганды, имеющей ВВП на душу населения ниже $1 000. Вероятно, высокие доходности объясняются еще и тем, что не все гранды открыли страновые лимиты после истории 2014 года, повлекшей даунгрейд до уровня SD по всем трем агентствам.

НЕ ХОТИТЕ ЛИ JUJUYA?

Очевидно, что в данный момент на долговом рынке не получить доходность выше 5% за пятилетнюю бумагу, если вы не идете на определенный риск, финансовый или политический. В случае Аргентины виден определенный дисбаланс, связанный, по моему мнению, с неудачной кредитной историей страны в последние 20 лет. Политический риск заключается в провале реформ президента Макри, и, насколько мне видится, этот риск в данный момент проходит постепенную переоценку. Интересными кажутся большинство выпусков муниципальных образований, от сельскохозяйственной Энтре Риос и промышленной Неуквен до финансового центра Буэнос-Айреса. Здесь еще можно встретить доходности выше 6% за бумаги, выпущенные на срок от семи до десяти лет, что при продолжении существующего тренда вполне может сжаться до уровня Бразилии + 40–50 б.п.

Бонды есть на любой вкус. Для любителей рискнуть есть даже 100-летняя суверенная облигация ARGENT 7 1/8 06/28/17, прибавившая почти 10% с момента размещения и все еще предлагающая более 7% доходности (см. Рисунок 2). А для шутников — бонды провинции Jujuy (JUJUYA 8 5/8 09/20/22, YTM 7.5%). Эту бумагу особенно забавно предлагать клиентам, которые не знают, что в Аргентине «хот» читается как «ж» .

ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ

Напоследок стоит отметить, что довольно частым в последнее время стало сравнение политических процессов и последующих экономических неурядиц в Аргентине с текущей ситуацией в России. Развитие этой темы будет оставлено читателям. Имеющий уши да услышит. Но в подобном сравнении есть и искра надежды. Ведь в данный момент Аргентина идет по пути восстановления если не былого величия экономики, то по крайней мере своего доброго имени.

*Благодарность **Китти Сандерс** (kittysanders.com) за критические замечания*