Аргентина — риски и перспективы глазами инвестора в облигации

Алексей ТРЕТЬЯКОВ,
основатель, генеральный директор, УК «Арикапитал»

Аргентина — самобытная и очень интересная страна как для путешественника, так и с точки зрения инвестора. Суверенные еврооблигации Аргентины — одна из топовых инвестиционных идей в нашем фонде зарубежных облигаций «Арикапитал — Чистые деньги». В начале 2023 года я решил еще раз посетить эту страну и дополнить мнение, почерпнутое из аналитических обзоров, собственными ощущениями на месте. В результате тезис о привлекательности аргентинских еврооблигаций еще раз подтвердился. Несмотря на личные симпатии к стране и ее жителям, постараюсь без агитации осветить не только возможности, но и риски инвестирования.

После дефолта и девальвации местной валюты последовал глубокий экономический спад, сделавший бремя внешнего долга неподъемным

ЭКСКУРС В ИСТОРИЮ

Для начала кратко об истории Аргентины как эмитента еврооблигаций. Нынешний статус высокорискового эмитента — следствие экономического кризиса, закончившегося крайне неудачным дефолтом в 2001 году, от последствий которого страна до конца так и не оправилась. До 2000 года Аргентина была одним из наиболее надежных латиноамериканских эмитентов с кредитным рейтингом «BB», ниже инвестиционного уровня, но вполне приемлемого по меркам emerging markets.

После дефолта и девальвации местной валюты последовал глубокий экономический спад, сделавший бремя внешнего долга неподъемным. Переговоры с инвесторами растянулись на целых 15 лет, в течение которых прошло три раунда реструктуризаций: первоначальные условия в 2005 году приняли 75% инвесторов, обменяв свои облигации на новые с 70%-ным дисконтом. Аргентина возобновила обслуживание долга только по новым ценным бумагам. В 2010 году правительство улучшило условия и довело долю реструктурированных облигаций до 93%. Оставшиеся 7% инвесторов продолжали требовать увеличения выплат и, преследуя Аргентину в американских судах, добились в 2014 году запрета платежным агентам перечислять средства в пользу держателей еврооблигаций, спровоцировав таким образом еще один дефолт. На президентских выборах в 2015 году победил Маурисио Макри, представитель правоцентристской либерально-консервативной партии «Республиканское предложение». Он инициировал признание требований несогласных инвесторов и выплату им в 2016 году $4.6 млрд. Это решение поставило наконец точку в разбирательствах и позволило Аргентине

вернуться на международный рынок капитала, что было одним из пунктов предвыборной программы Макри, однако активные заимствования под крайне высокие проценты, добавившиеся к бремени старых долгов, вновь дестабилизировали обслуживание долга. На последних выборах, состоявшихся в 2019 году, победил Альберто Фернандес, и в качестве вице-президента к власти вернулась Кристина Киршнер, занимавшая президентский пост с 2007 по 2015 годы. Новое правительство провело добровольную реструктуризацию долга, в ходе которой были значительно снижены ставки купонов и удлинены сроки погашения. Рейтинговые агентства расценили это как очередной дефолт.

НЕ ВСЕ ДЕФОЛТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ ОДИНАКОВО БЕСПОЛЕЗНЫ

Несмотря на драматические подъемы и обвалы, инвестиции в аргентинские суверенные еврооблигации за последние 10 лет принесли в четыре раза больше, чем доходность индексного портфеля еврооблигаций развивающихся стран. Как видно на графике (Рисунок 1), совокупный доход составил 80%, или 6% в год при довольно экстремальной волатильности. Наиболее успешной стратегией было вложение сразу после реструктуризации 2010 года и до первой половины президентского срока Макри. Пятилетка с 2013 по 2017 годы принесла инвесторам 150%, или 20% годовых. Однако большая часть инвесторов, купившая еврооблигации Аргентины, как раз после того как были урегулированы все проблемы со старыми держателями, оказались у разбитого корыта и понесли потери. Их потери с 2017 по 2022 год составили почти 30%.

За последние 12 месяцев (с февраля 2022-го по январь 2023-го) аргентинские облигации вновь стали лидерами по доходности в сегменте emerging markets. На фоне общего падения рынка (Total return по индексному портфелю еврооблигаций EM –10% годовых) доходность по Аргентине составила +5%. Каковы дальнейшие перспективы?

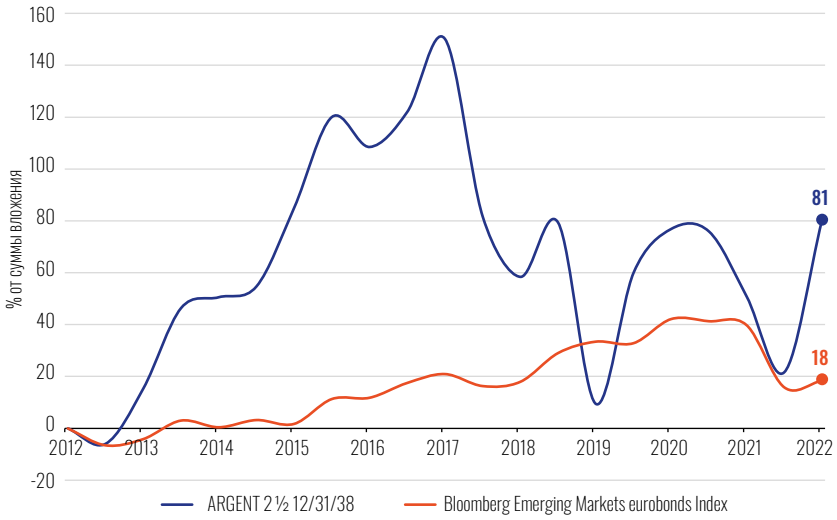
ПЕРСПЕКТИВЫ

Отсутствие доступа к международному рынку капитала, как показала недавняя история, для Аргентины — благо, а не вред, по крайней мере с точки зрения держателей ее еврооблигаций. В ходе последней реструктуризации весь еврооблигационный долг Аргентины конвертировался в долгосрочные выпуски с низкими ставками купона. Благодаря этому у Аргентины один из самых комфортных в мире графиков обслуживания долга. Погашения начинаются только в 2025 году. По оценкам агентства Standard & Poor's, в 2023 году процентные расходы Аргентины составят всего 6.7% от доходов бюджета (для сравнения: у Турции — 11.4%, у Бразилии — 15.7%, у Египта — 41%!). Источником обслуживания внешнего долга стали доходы от экспорта сельскохозяйственной продукции. При Макри баланс внешней торговли был отрицательным, но с 2020 года Аргентина генерирует устойчивый профицит — около $1 млрд в месяц. Ниже приведена Таблица 1 со сравнением прогнозируемых агентством Standard & Poor's макроэкономических показателей различных стран в 2023 году.

Уровень жизни в Аргентине выше, чем в большинстве развивающихся стран. ВВП на душу населения — $14.6 тысяч — вдвое выше, чем в Турции. Это определяет более высокое качество институтов, образования и инфраструктуры. Исторически страны с более высокими средними доходами населения реже допускают дефолт, чем бедные страны.

Аргентинские облигации — редкий для глобального долгового рынка кейс, когда «и овцы целы, и волки сыты»

Рисунок 1
Совокупный доход накопленным итогом (изменение цены + купон)
Источник: Bloomberg



	Аргентина	Бразилия	Турция	Египет	Шри-Ланка
Кредитный рейтинг S&P	CCC+	BB-	B-	B	D
ВВП на душу населения, $	14 600	9400	7700	3700	2200
Счет текущих операций, % от ВВП	-1.2	-0.1	-3.8	-3.4	-2.0
Сальдо торгового баланса, % от ВВП	1.5	4.0	-4.9	-10.8	-13.0
Госдолг, % от ВВП	64	85	38	86	142
Бюджетный дефицит, % от ВВП	-2.4	-6.3	-3.5	-7.5	-9.0
Процентные расходы, % от доходов бюджета	6.7	15.7	11.4	41.0	102.0

Таблица 1
Сравнение макроэкономических показателей, 2023 год (прогноз)

Источник: Standard & Poor's

Аргентинские облигации — редкий для глобального долгового рынка кейс, когда «и овцы целы, и волки сыты». Если правительству Аргентины процентные ставки по еврооблигациям должны казаться привлекательно низкими, то для инвесторов — привлекательно высокими. С июля 2023 года в самом большом выпуске, полученном инвесторами по реструктуризации, ставка купона вырастает с 1.5% до 3.6% годовых, а с июля 2024 года — до 4.1% годовых. При покупке по рыночной цене в районе 30% от номинала текущая доходность самого ликвидного выпуска ARGENT 1 ½ 07/09/35 составит 12% годовых в этом году и 13.7–16.7% годовых в последующем.

Недавно правительство Аргентины объявило о направлении $1 млрд на выкуп своих еврооблигаций с рынка. Учитывая их текущую стоимость около 30% от номинала, это эффективный способ управления госдолгом и сигнал инвесторам, что эмитент считает свои облигации крайне недооцененными.

Рыночная конъюнктура вряд ли позволит Аргентине привлечь средства в ближайшие годы под ставку ниже 10 % годовых

РИСКИ

По макроэкономическим показателям Аргентина выглядит как-то слишком радужно, заслуживая рейтинг как минимум на уровне Бразилии (BB-). Что не так, я понял, уже очутившись на месте. Официальный и рыночный курс национальной валюты — две разные реальности. При официальном курсе 178 аргентинских песо рыночный курс оказался в два раза ниже — 350–370 песо за доллар. Корректировка на эту разницу ухудшает многие макроэкономические показатели. Это означает, что ВВП в долларах США гораздо ниже, а соотношение госдолга к ВВП — гораздо выше. Параллельные курсы создают массу проблем — от невозможности использовать внутри страны международные банковские карты (расплатиться Visa или Mastercard можно, но средства спишутся в долларах по официальному курсу, что означает двойную переплату) до ухода в тень значительной части экономики.

Вторая проблема — гиперинфляция. Закоренелая проблема Аргентины, как видно на графике ниже (Рисунок 2), в последние годы только усугубилась. Это создает риск коллапса пенсионной и банковской системы.

Сложно представить, как может развиваться экономика в условиях такой инфляции, отсутствия долгосрочного кредитования и валютных ограничений. Но в конечном счете самым большим риском для финансовых инвесторов является то, что годы пребывания Аргентины без доступа на финансовые рынки создают парадигму, когда этот доступ перестает представляться жизненно необходимым. Рыночная конъюнктура вряд ли позволит Аргентине привлечь средства в ближайшие

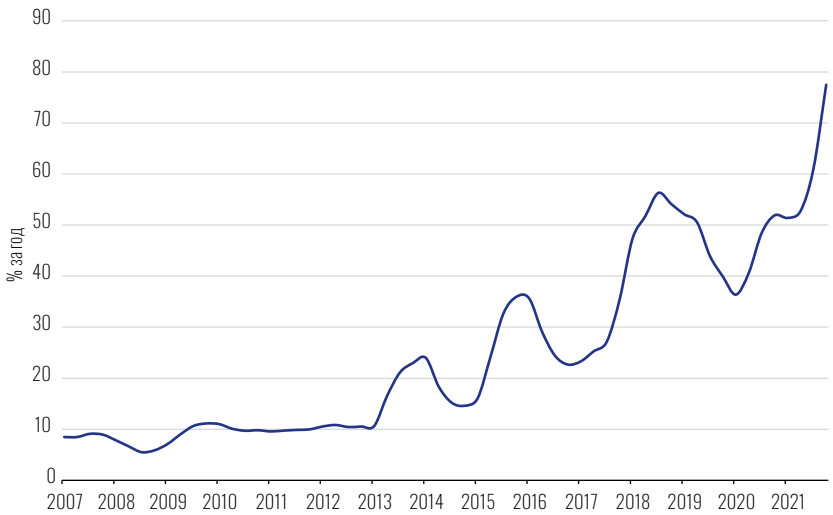


Рисунок 2
Индекс потребительских цен

Источник: Bloomberg

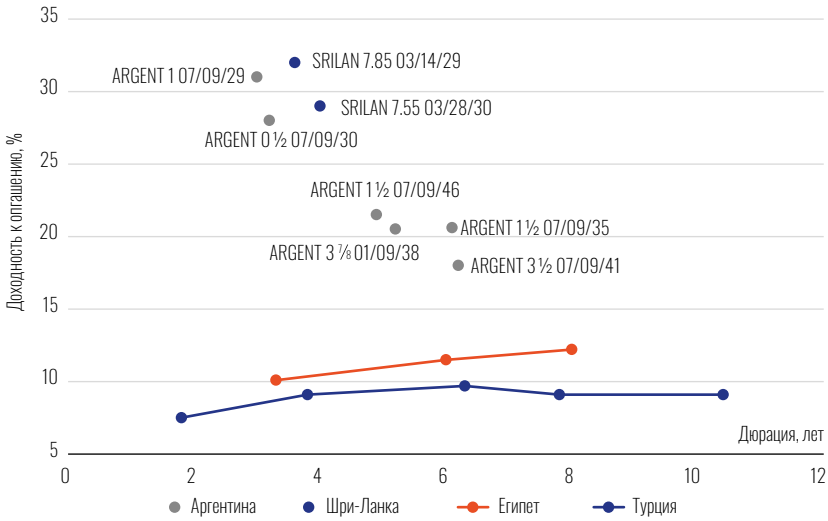


Рисунок 3
Кривая доходности долларовых еврооблигаций

Источник: Bloomberg

годы под ставку ниже 10 % годовых, а рейтинговые агентства не поднимут суверенный рейтинг выше низкой планки «B». Вместо задабривания портфельных инвесторов правительство страны может выстраивать отношения с китайскими госбанками или просто сделать ставку на внутренние ресурсы.

РЕЗЮМЕ

Аргентинские еврооблигации остаются высокорисковыми, излишне напоминать, что инвестировать в них стоит небольшую долю средств в рамках высокодиверсифицированного портфеля. Важной является точка входа. При текущих ценах около 30 % от номинала отношение доходность/риск выглядит привлекательным. Для правительства Аргентины низкие цены дают возможность выкупить свой долг с дисконтом. Низкие процентные ставки и длинные сроки до погашения делают нецелесообразным объявление нового дефолта или реструктуризации.

Доходность к погашению по аргентинским еврооблигациям 20–30 % годовых — вдвое выше, чем у популярных среди инвесторов турецких или египетских бумаг и сопоставима с выпусками Шри-Ланки, по которым уже объявлен дефолт (Рисунок 3).

Аргентина — страна с огромным потенциалом! При решении проблемы инфляции и балансировки бюджета без денежной эмиссии экономика может получить огромный импульс развития и приток свежих инвестиций. На мой взгляд, самыми вероятными сценариями развития будут либо сохранение текущего статуса-кво (хроническая стагфляция, ограничения движения капитала, но при этом страна будет обслуживать внешний долг); либо новый период экономического бума, за которым может последовать очередной кризис, но кто знает, может быть, в следующий раз стране танго повезет? И в том, и другом случае на горизонте ближайших двух лет аргентинские еврооблигации могут продолжить показывать динамику лучше среднерыночной.