

**FLASH NOTE**

## Плачь по долгам, Аргентина

В наших квартальных стратегиях мы уже не раз предупреждали, что развивающиеся страны с двойными дефицитами – бюджета и счета текущих операций – могут быть под высоким риском бегства капиталов и падения национальных валют на росте глобальной инфляции и ставок. Взлет доходностей 2-летних облигаций Казначейства США с 1,25% до 2,6% в сентябре-мае привел к цепному переосмыслению глобальными инвесторами рисков в активах развивающихся стран и росту кредитных спредов. При этом под ударом оказались две наиболее крупные развивающиеся экономики с двойными дефицитами – Турция и Аргентина, которые к тому же активно компенсировали все последние годы свои дефициты внешними займами.

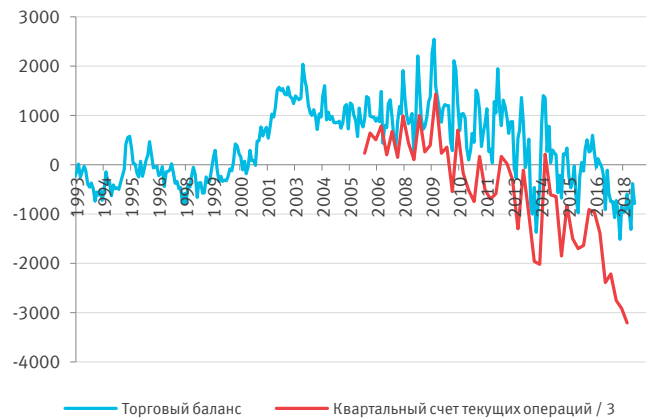
С февраля текущего года на взлете общей волатильности развивающиеся рынки начали испытывать коррекцию, а валюты Турции и Аргентины и вовсе сорвались в пике. В результате на годовом горизонте курс USD/TRY в моменте 13 августа показывал удвоение, касаясь отметки 7,2 лиры за доллар. А пара USD/ARS показала 30 августа фактическое удвоение курса с уровнем мая или +135% по отношению к уровням годичной давности. И если в отношении турецкой экономики и внешней торговли, на наш взгляд, уже можно говорить о признаках стабилизации, то в отношении Аргентины возникает гораздо больше вопросов.

За четыре месяца курс USD/ARS фактически удвоился (дневные свечи)



Источник: Reuters

Слабая внешняя торговля послужила поводом для девальвации песо, млн USD

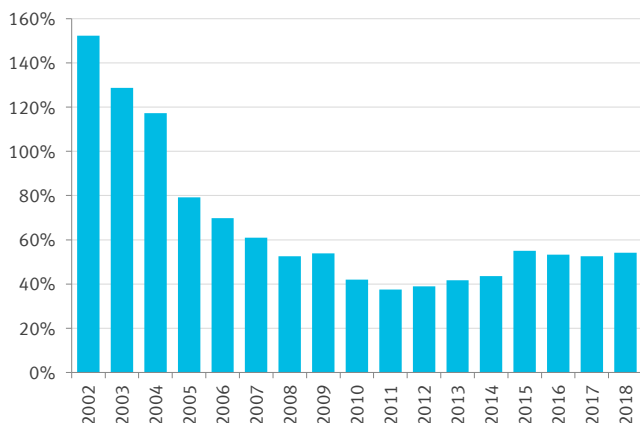


Источники: Reuters, расчеты Открытие Брокер

История Аргентины богата дефолтами – сейчас их уже насчитывается восемь. Самый масштабный из них произошел в декабре 2001 года (80 млрд долларов). А последний на 600 млн долларов был уже искусственно создан судом США летом 2014.

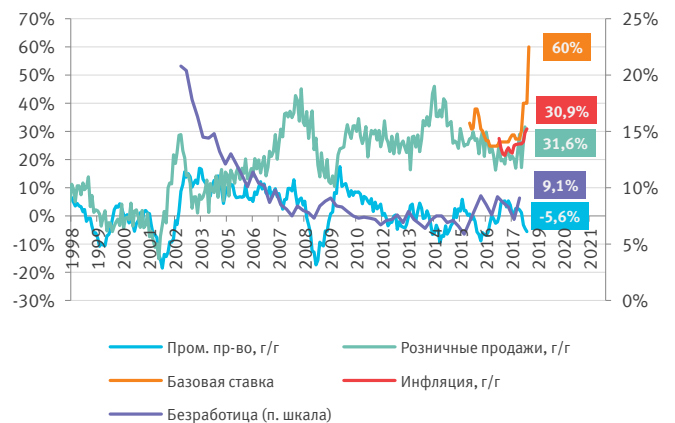
После дефолта 2001 года Аргентина испытала шок, но это стало отправной точкой нормализации экономики при президентах Эдуардо Дуальде и позже Несторе Киршнере. Впрочем, уже с 2007 года экономика вновь начала терять стабильность. Растущее население увеличивало розничные продажи на 20-40% в год при топчущемся возле нуля промышленном производстве. Это начало приводить к ухудшению сальдо торгового баланса и счета текущих операций – чрезмерный рост потребления населения компенсировался растущим импортом. Такая расточительная популистская политика привела к всплеску инфляции, данные о которой правительство Кристины Киршнер кратко занижало, что крайне разозлило глобальных инвесторов.

По сравнению с 2002 годом отношение долг/ВВП сейчас вполне умеренное



Источники: Reuters, расчеты Открытие Брокер

ЦБ Аргентины 30 августа поднял базовую ставку с 45% до 60%



Источники: Reuters, Banco Central de la Republica Argentina, расчеты Открытие Брокер

В конце 2015 года к власти пришел поддерживаемый США правоцентрист и крупный бизнесмен Маурисио Макри. Он пообещал исправить накопленные дисбалансы — высокий уровень бюджетного дефицита, хронически высокую инфляцию, многолетнее занижение цен на энергоресурсы и транспорт. Упор Макри делал на сохранении дефицита бюджета, который должен был быть сокращен в течение нескольких лет. Инвесторы поверили обещаниям.

В начале 2016 года курс аргентинского песо отправился в свободное плавание, а центральный банк страны начал проводить политику таргетирования инфляции. Аргентина прошла три квартала рецессии, но розничные продажи продолжали активный рост при стагнирующем производстве. Президент Макри воспользовался расположением США, и впервые за долгое время Аргентина вышла на долговые рынки с долгосрочными займами. Внешняя задолженность страны за два года выросла со 167 до 253 млрд долларов. Между тем, благом для экономики это не оказалось. Займы во многом опять ушли в потребление, импорт, что увеличило инфляцию и дефицит счета текущих операций. А глобальные инвесторы, поверившие Макри, при первых признаках ухудшения целей по инфляции начали выводить капиталы из страны.

8 мая Макри запросил помощи у МВФ на фоне резкого падения курса песо. В июне исполнительный совет МВФ одобрил соглашение о предоставлении республике кредита на сумму 50 млрд долларов в течение трех лет, из которых 15 млрд стали доступны стране немедленно.

Между тем в августе валюты вновь стало не хватать, и курс песо вновь вошел в пике. 30 августа ЦБ Аргентины взвинтил базовую ставку с 45% до 60%, фактически в 2 раза перекрыв текущую инфляцию (30,9% г/г). Курс USD/ARS в моменте обвалился до отметки 40, после чего началась стабилизация. При этом президент Макри заявил, что договорился с МВФ о досрочном предоставлении части кредита в связи с неблагоприятной экономической обстановкой в стране.

Сейчас до конца года Аргентине предстоит выплатить 11,9 млрд долларов по внешним займам и 15,9 млрд долларов в песо по внутренним.

Description	Maturity Date	Amount Outstanding	Issued Amount	Coupon	Coupon Class	Curr.	ISIN	Issue Date	Yield
LETES / ARGV 14-Sep-2018	14-Sep-2018	1 099 999 991	1 099 999 991	--	Discount/Zero Coupon	USD	ARARGE5204Y3	25-Aug-2017	4,875
LETES / ARGV 28-Sep-2018	28-Sep-2018	950 999 996	950 999 996	--	Discount/Zero Coupon	USD	ARARGE5204Z0	15-Sep-2017	4,075
LETES / ARGV 12-Oct-2018	12-Oct-2018	1 038 999 997	1 038 999 997	--	Discount/Zero Coupon	USD	ARARGE5204T3	14-Jul-2017	4,311
LETES / ARGV 26-Oct-2018	26-Oct-2018	899 999 995	899 999 995	--	Discount/Zero Coupon	USD	ARARGE520528	27-Oct-2017	5,202
LETES / ARGV 16-Nov-2018	16-Nov-2018	1 349 000 000	1 349 000 000	--	Discount/Zero Coupon	USD	ARARGE520536	10-Nov-2017	4,902
BODEN / ARGV 9. 29-Nov-2018	29-Nov-2018	3 374 359 680	3 374 359 680	9	Fixed Coupon	USD	ARARGE03H132	29-Nov-2011	11,447
LETES / ARGV 30-Nov-2018	30-Nov-2018	160 816 140	160 816 140	--	Discount/Zero Coupon	USD	ARARGE5205X2	07-Jun-2018	--
LETES / ARGV 30-Nov-2018	30-Nov-2018	1 098 266 193	1 098 266 193	--	Discount/Zero Coupon	USD	ARARGE5204L0	16-Jun-2017	4,401
LETES / ARGV 14-Dec-2018	14-Dec-2018	1 100 000 000	1 100 000 000	--	Discount/Zero Coupon	USD	ARARGE5204Q9	30-Jun-2017	5,202
YFPD 8.875 19-Dec-2018 MTN	19-Dec-2018	452 198 000	861 560 000	8,875	Fixed Coupon	USD	US984245AJ90	19-Dec-2013	8,792
METX 8.875 31-Dec-2018	31-Dec-2018	1 447 081	1 447 081	8,875	Fixed Coupon	USD	XS0948008031	25-Jul-2013	--
		11 935 449 073							

## Резюме

Учитывая текущий обвал курса песо, можно предположить, что торговый баланс Аргентины уже должен выходить по итогу августа в уверенный плюс, хотя вероятно это будет видно лишь со второй оценки. Счет текущих операций может сохранять дефицит в пределах 1,5-2,0%. При улучшении ситуации на рынках сои, кукурузы и пшеницы можно будет ждать и более сильных результатов аргентинской внешней торговли. Сейчас эти рынки демонстрируют стабилизацию, но пока без заметных признаков роста.

Отношение госдолга Аргентины к ВВП (54,1%) в целом является средним для развивающихся рынков и заметно ниже уровней перед дефолтом 2001 года. Суммы по внешним долгам, которые будет необходимо платить стране до конца года (11,9 млрд долларов) и в следующем году (~20,9 млрд), не выглядят неподъемными и не превышают резервы страны (51,3 млрд). Но высокая общая внешняя задолженность всех секторов (253,7 млрд долларов) будет требовать от инвесторов восстановления доверия к песо и финансовому рынку. Увеличение базовой ставки ЦБ Аргентины до 60% при текущей инфляции в 30,9% г/г открывает дорогу carry trade в национальную валюту.

Продолжение кредитования со стороны МВФ, на наш взгляд, будет вероятным при сохранении политической стабильности в стране. Кристина Киршнер, проводившая политику в пользу движения Аргентины к блоку BRICS, постоянно подвергалась обструкции на Западе. В то время как Макри сразу получил поддержку США, гарантии МВФ, новые долгосрочные дешевые займы для страны. В этом отношении падение правительства Макри на волне народных протестов может перекрыть доступ к новым кредитам МВФ. В то же время если МВФ досрочно оставит Макри, и его кабинет в результате этого падет, то это будет выглядеть геополитическим провалом.

В целом уже сейчас можно говорить, что для наиболее рискованных инвесторов в аргентинском песо может открываться крайне выгодный carry trade. Особенно с учетом того, что ЦБ страны пообещал не снижать базовую ставку до конца года.

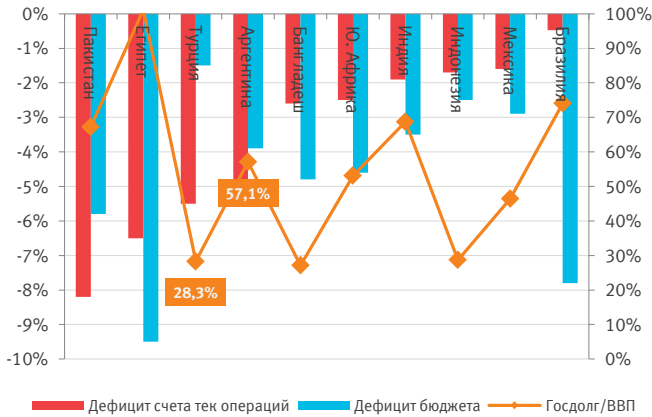
Между тем, сильный провал песо и взлет ставок может определенно урезать расходы населения и вновь погрузить экономику в рецессию (как это было, например, в России в 2015-м году после декабря 2014-го). При этом будет крайне важным, чтобы по итогам рецессии рост промышленного производства и розничных продаж стал сбалансированным. Ситуация, когда розничные продажи последние десять лет росли по 20-40%, а производство стояло в нуле, в принципе не могла закончиться хорошо.

Структура аргентинской экономики и ее завязка на низкомаржинальный сельскохозяйственный экспорт не обещает ничего перспективного стране в будущем, и без изменения структуры экономики вряд ли стоит надеяться на заметный рост показателя ВВП на душу населения. Хотя в ближайшие годы мы скорее ждем благоприятной конъюнктуры на сельскохозяйственных рынках.

### Влияние на другие страны и Россию

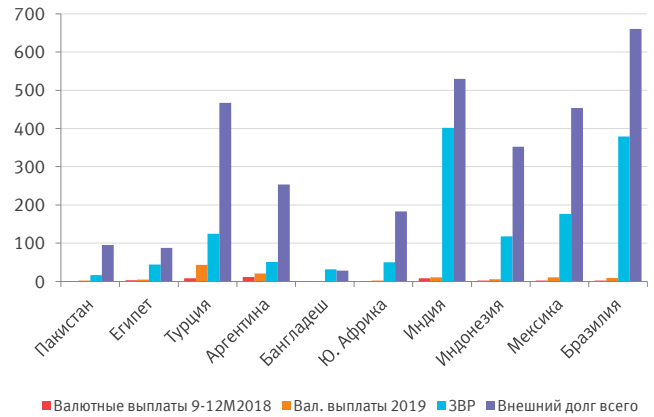
Несмотря на то, что ценные бумаги развивающихся стран с начала года находятся под сильным давлением, а агентство Bloomberg из-за снижения индекса MSCI Emerging markets на 20% объявило «медвежий» рынок в активах развивающихся стран, на наш взгляд, текущая ситуация скорее создает возможности для входа. Рынки наиболее проблемных стран с двойными дефицитами и высокими внешними долгами – Турции и Аргентины – стабилизируются. Внешние долги других развивающихся стран с заметными двойными дефицитами либо незначительны, либо перекрываются объемными золотовалютными резервами.

Крупнейшие развивающиеся страны с максимальными двойными дефицитами (в % к ВВП по состоянию на 01.01.2018)



Источник: TradingEconomics.com

Ожидаемые валютные выплаты правительств и госкорпораций дефицитных развивающихся стран в 2018-2019 относительно скромны, млрд долларов США

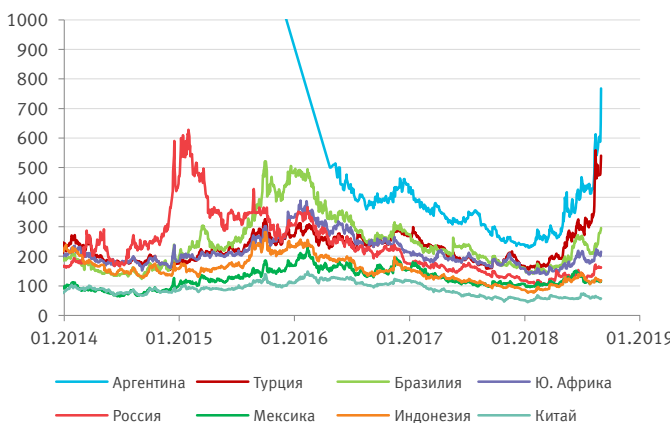


Источники: Reuters, расчеты Открытие Брокер

При этом ситуация с торговыми войнами постепенно выправляется. Трамп уже договорился с Жаном-Клодом Юнкером о политике «нулевых пошлин», договорился с Мексикой о новом торговом соглашении. Новые пошлины против Китая на объем в 200 млрд импорта вероятно будут введены, но они уже заложены в рынки. Китай заявил, что планирует вводить жесткое законодательство о защите интеллектуальной собственности, о котором просил Трамп. При этом комиссии Китая и США ищут точки соприкосновения позиций.

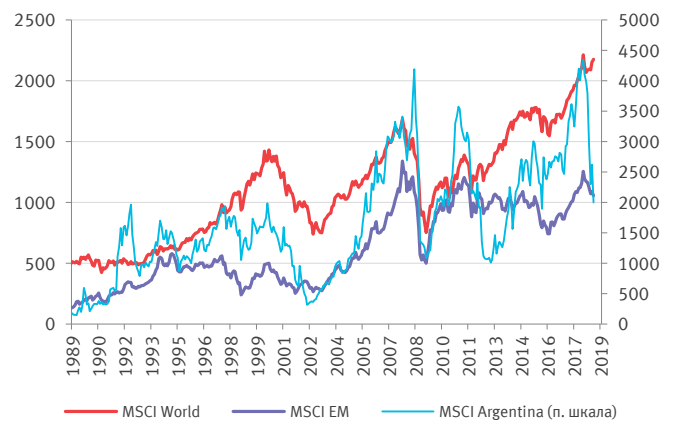
После взлета доходностей 2-летних U.S. Treasuries на 1,25% мы ожидаем периода «плато», когда они могут находиться на одном уровне в течение полугода-года. При этом Дональд Трамп уже выказал недовольство назначенному им Джерому Пауэллу в отношении неоправданно быстрого роста ставок. И последние высказывания главы ФРС в отношении ставок уже являются более мягкими. Таким образом, сейчас скорее можно говорить о некотором периоде возможностей на развивающихся рынках, чем о периоде бегства в безрисковые активы.

Цены страховок от дефолта (5-летние CDS) по Турции и Аргентине взлетели до уровня России и Бразилии в 2015-2016 годах, но заметно ниже максимумов



Источник: Reuters

Коррекция на развивающихся рынках (emerging markets) продолжается более полугода, паника вокруг Аргентины и Турции уже не влияет на индекс MSCI EM



Источники: Reuters, расчеты Открытие Брокер

В длительной перспективе, на наш взгляд, более существенными рисками для глобальных рынков могут оказаться плохие долги компаний с низкими рейтингами в развитых странах, стагнация госдолгов развитых стран, пузыри ряда компаний технологического сектора, потенциальные пузыри в недвижимости Австралии, Канады, Новой Зеландии. Резкое замедление экономики Китая может стать кошмаром для всей глобальной экономики, но пока что мы оцениваем вероятность реализации такого риска в ближайшие годы как низкую.

Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Ближайший офис:** <http://www.open-broker.ru/ru/branch/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

**Отдел продаж г. Москва**  
+7 (495) 223-02-02  
открытие счетов, консультации по продуктам и услугам  
[salesoffice@open.ru](mailto:salesoffice@open.ru)

**УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ****Отдел персонального  
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин  
Начальник отдела

Руслан Ситдеков  
Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87  
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**Отдел анализа рынков**

Константин Бушуев, PhD  
Начальник отдела, макроэкономика,  
глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD  
Главный аналитик, акции, облигации

Илья Мартыненко  
Технический аналитик

Андрей Кочетков, PhD  
Аналитик

Оксана Лукичева  
Аналитик, товарные рынки

Сергей Колесников, FRM  
Аналитик, международные рынки

Иван Авсейко  
Аналитик, международные рынки

Тимур Нигматуллин, MBA  
Аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2018

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

**ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ**

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.