

## PERSPEKTIVE

# Wschodząca Argentyna

czerwiec 26, 2018

Argentynska gospodarka borykała się w ostatnim czasie z pewnymi wyzwaniami, jednak ten miesiąc przyniósł dobre wieści dla inwestorów, gdy organizacja tworząca indeksy MSCI zapowiedziała awans Argentyny do kategorii rynków wschodzących. Rezydujący w Argentynie Santiago Petri z zespołu Franklin Templeton Emerging Markets Equity analizuje sytuację w tym kraju.

**Santiago Petri**  
**Starszy wiceprezes**  
**Starszy dyrektor wykonawczy**  
**Franklin Templeton Emerging Markets Equity**

Włączenie Argentyny do indeksu MSCI Emerging Markets (EM) Index nieco zaskoczyło niektórych obserwatorów rynku w świetle ostatnich trudności tego kraju takich jak mocna wyprzedaż argentyńskiej waluty czy konieczność skorzystania z pomocy finansowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) o wartości 50 mld USD.

Według oświadczenia MSCI, decyzję podjęto, gdy zagraniczni inwestorzy instytucjonalni zaczęli wykazywać większą wiarę w zdolność kraju do utrzymania obecnego poziomu dostępności argentyńskiego rynku akcji, która jest ważnym czynnikiem mającym wpływ na klasyfikację MSCI. Jednocześnie przedstawiciele MSCI zaznaczyli, że w świetle ostatnich wydarzeń mających wpływ na kondycję argentyńskiej waluty, organizacja ponownie rozważy swoją decyzję o zmianie klasyfikacji, jeżeli władze zdecydują się na jakiegokolwiek ograniczenie dostępu do rynku, np. wprowadzając elementy kontroli rynku kapitałowego lub walutowego.

Niezależnie od ewentualnych zmian, awans do kategorii rynków wschodzących ma nastąpić w połowie 2019 r. i wtedy także akcje argentyńskich spółek zostaną dodane do indeksu MSCI Emerging Markets Index.

Nie będzie to debiut Argentyny w gronie rynków wschodzących — status kraju został obniżony z rynku wschodzącego do nowego rynku wschodzącego w 2009 r.

Decyzja o awansie prawdopodobnie przyciągnie kapitał zarówno aktywnych, jak i pasywnych inwestorów, w tym nie tylko tych podążających za benchmarkiem MSCI Emerging Markets Index, ale także tych kierujących się benchmarkiem MSCI Latin America Index. Szacuje się, że portfele podążające za indeksem MSCI EM Index mają aktywa w zarządzaniu o wartości 1,5-1,9 bln USD, co oznacza duży strumień potencjalnych inwestycji zagranicznych napływających do kraju.[\[1\]](#)

W zależności od przypisanego Argentynie udziału w indeksie, który niektórzy szacują na 0,4%-0,5%, może to oznaczać od 1,5-1,9 mld USD w pasywnych inwestycjach oraz do 1,6 mld USD kapitału napływającego ze strony aktywnych zarządzających.[\[2\]](#)

Niemniej jednak, jeżeli udział Argentyny w indeksie będzie mniejszy niż się obecnie szacuje, może się okazać, że obecna ekspozycja aktywnych zarządzających na Argentynę szacowana na ok. 0,4% nie zostanie znacząco zwiększona.

**Powody do ostrożnego optymizmu**

Administracja prezydenta Mauricio Macriego, który objął urząd pod koniec 2015 r., musiała stawić czoła kilku złożonym problemom, takim jak zbyt duże rozmiary sektora publicznego, który na poziomie krajowym i regionalnym generował 42% produktu krajowego brutto (PKB), czyli niemal dwukrotnie więcej w porównaniu z 26% PKB w 2002 r., a także funkcjonowanie dwóch różnych kursów wymiany waluty umacniane przez kontrolę kapitału. Jednocześnie rząd federalny nadal nie był w stanie regulować zobowiązań wobec niektórych wierzycieli, co ograniczało jego dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych.

Argentyńska gospodarka była postrzegana jako nadmiernie regulowana i podlegająca ograniczeniom w kluczowych segmentach takich jak energetyka. Kraj, który dziesięć lat temu był eksporterem netto ropy i gazu, musiał zaspokajać swoje krajowe zapotrzebowanie drogim importem. W rezultacie dochód per capita zanotował zaledwie minimalny wzrost od 2011 r., a gospodarka weszła w stagflację.

Zespół prezydenta Macriego potrafił szybko wyeliminować wiele spośród tych ograniczeń, znosząc kontrolę kapitału, odbudowując relacje z wierzycielami i wprowadzając rynkowe reguły normalizujące warunki w nadmiernie regulowanych segmentach takich jak sektor energetyczny. Jednocześnie rząd zainicjował ambitny program odbudowy infrastruktury, by wzmocnić krajową dynamikę gospodarczą, zanim nie zaczną ponownie działać prawidłowe mechanizmy gospodarki rynkowej. Warto wspomnieć, że jedną z wyróżniających cech rządu Macriego jest transparentność, która pozwala wygenerować spore oszczędności przy inwestycjach publicznych w porównaniu z poprzednimi rządami.

W obliczu innych problemów wymagających rozwiązania, takich jak rozmiary sektora publicznego czy deficyt budżetowy, Macri poszedł drogą bardziej stopniowego procesu naprawczego. Zważywszy na delikatną kondycję gospodarki oraz mniejszość w Kongresie Macri postanowił polegać na międzynarodowych rynkach kapitałowych jako źródle finansowania transformacji prowadzącej do zmniejszenia względnych rozmiarów sektora publicznego i wzmocnienia wzrostu gospodarczego w dłuższej perspektywie. Ta strategia nie była jednak pozbawiona ryzyka.

Po udanych wyborach uzupełniających rząd wprowadził pakiet umiarkowanych reform mających znaleźć złoty środek pomiędzy potrzebami budżetowymi i tolerancją społeczeństwa. Program ten był jednak oparty na finansowaniu zewnętrznym.

W naszej ocenie wiarę rynków w długofalową skuteczność tych działań zachwiały dwa wydarzenia polityczne: a) bankowi centralnemu zasugerowano konieczność skorygowania restrykcyjnej polityki pieniężnej w momencie, w którym gospodarka notowała bardzo przyzwoitą stopę wzrostu oraz b) członkowie koalicji rządowej wyrazili zastrzeżenia co do tempa korygowania stawek opłat za usługi komunalne, czyli jednej z najbardziej wyraźnych zmian polityki budżetowej wprowadzonych przez administrację Macriego. W połączeniu z gorszymi warunkami na świecie, wzrostem 10-letnich stóp procentowych oraz wdrożeniem nowego podatku od zysków kapitałowych przełożyło się to na spadek kursu peso argentyńskiego. Inwestorzy wycofywali się także z argentyńskich instrumentów o stałym dochodzie i akcji. W rezultacie Argentyna została zmuszona do zwrócenia się do MFW z prośbą o pomoc finansową.

Przyznany w ramach programu standardowych umów pożyczkowych SBA (Stand-by Agreement) pakiet pomocowy o wartości 50 mld USD (1100% przydziału Argentyny) był wyrazem międzynarodowego poparcia dla normalizacji polityki rynkowej rządu Macriego. Niemniej jednak rząd Argentyny rozpoczął także ambitne działania na rzecz normalizacji kondycji budżetu, co wiąże się z pewnymi wyzwaniem, szczególnie w roku wyborczym — w 2019 r. w Argentynie przeprowadzone zostaną wybory prezydenckie.

Ambitna polityka rządu stymuluje i przyspiesza efekty działań, jakie administracja Macriego podejmuje od czasu objęcia urzędu przez prezydenta. Rząd zobowiązał się do zrównoważenia budżetu do 2020 r. Jesteśmy przekonani, że prezydent Macri zdoła wypracować porozumienie z bardziej konstruktywnie nastawionymi partiami opozycyjnymi, ponieważ racjonalna polityka jest także w ich interesie — w przeciwnym wypadku mogłyby utracić pozycje na rzecz bardziej radykalnych ugrupowań.

Napięta sytuacja finansowa była przyczyną korekty niektórych elementów polityki normalizacyjnej takich jak uwolnienie cen produkcji energii, które zostały zderegulowane pod koniec ubiegłego roku. Jest to, według nas, naturalna odpowiedź na nadzwyczajne wydarzenie, które mocno zaniżyło wskaźniki finansowe, ale jesteśmy przekonani, że rząd powróci do prorynkowej polityki, gdy tylko dane zostaną zrównoważone.

Rząd Argentyny zapowiedział ponadto, że pozwoli bankowi centralnemu skoncentrować się przede wszystkim na zarządzaniu polityką pieniężną. Za sterem banku postawiono uzdolnioną osobę, która prawdopodobnie będzie kontynuować politykę realizowaną przez równie profesjonalny zespół banku centralnego.

Uważamy, że Argentyna ma duży potencjał, by wykorzystać swój fizyczny i ludzki kapitał, a w konsekwencji odzyskać rolę regionalnego lidera, jaką odgrywała już w przeszłości.

## **Płynność rynku**

Argentyński rynek akcji jest wciąż mały w porównaniu z innymi rynkami wschodzącymi, zatem potencjalnie duży napływ kapitału inwestorów budzi także pewne obawy.

Rynek argentyński rzeczywiście ma mniejsze obroty w porównaniu z innymi rynkami zaliczanymi obecnie do wschodzących, jednak można to po części wytłumaczyć długotrwałą niedostępnością tego rynku dla inwestorów międzynarodowych.

Początkowo MSCI włączy do swojego indeksu rynków wschodzących tylko notowane na nowojorskiej giełdzie NYSE amerykańskie kwity depozytowe (ADR) spółek z Argentyny. MSCI zamierza stale monitorować dzienne obroty i włączać akcje argentyńskich spółek notowane na rynku lokalnym do indeksu wraz ze wzrostem płynności.

Wraz z integracją rynku z segmentem rynków wschodzących sytuacja powinna się, według nas, odmienić. Profil płynności rynku powinien się poprawić i zbliżyć do charakterystyki innych rynków wschodzących. Jednocześnie zgodnie z niedawno wprowadzoną poprawką do ustawy o rynkach kapitałowych rząd Argentyny aktywnie pracuje nad stymulowaniem rozwoju rynków kapitałowych, który umożliwi przedsiębiorstwom pozyskiwanie finansowania na rynkach akcji i powinien zwiększyć liczbę spółek giełdowych, dodatkowo pogłębiając rynek.

Przy założeniu oczekiwanego udziału Argentyny w indeksie rynków wschodzących na poziomie 0,4%-0,5%, nie sądzimy, by skala potencjalnego napływu kapitału zagranicznego zaburzyła równowagę rynku. Płynność zatem nie budzi naszych obaw na obecnym etapie.

*Komentarze, opinie i analizy zaprezentowane w niniejszym tekście są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani rekomendacji dotyczących inwestowania w jakiegokolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.*

## **Jakie jest ryzyko?**

**Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału.**

Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach.

[1] Źródło: MSCI, dane na dzień 31 grudnia 2017 r., opublikowane 31 marca 2018 r. przez eVestment, Morningstar i Bloomberg. Indeks MSCI Emerging Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Realizacja jakichkolwiek prognoz, założeń lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana. MSCI nie udziela żadnych gwarancji ani nie ponosi żadnej odpowiedzialności w związku z przedstawionymi danymi MSCI. Dalsze rozpowszechnianie lub wykorzystywanie jest zabronione. Niniejszy raport nie został zatwierdzony ani opracowany przez MSCI. Ważne uwagi i warunki dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

[2] Źródła: J.P. Morgan, Merrill Lynch. Realizacja jakichkolwiek prognoz, założeń lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.