



◀ **Анастасия ДЕРГУНОВА,**
руководитель проекта по рынку облигаций
Аргентины и Испании, Cbonds

Аргентина: на пути к очередному дефолту?

В «послужном списке» Аргентины 8 дефолтов, 21 договоренность о получении финансовой помощи от МВФ и сомнительное звание страны с самым высоким уровнем процентных ставок в мире в 2018 году. Лауреат Нобелевской премии по экономике Саймон Кузнец как-то заметил: «В мире существует четыре типа стран: развитые, развивающиеся, Аргентина и Япония». Вторая по величине страна южноамериканского континента — снова популярная тема для обсуждений. Аргентина в очередной раз борется с кризисом, и все чаще возникает вопрос, объявит ли страна девятый по счету дефолт.

ЭКОНОМИКА И ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

В 2018 году реальный ВВП Аргентины сократился на 2.5%. По прогнозам ОЭСР этот показатель продемонстрирует отрицательную динамику и в 2019 году, упав еще на 1.5%. В прошлом году в стране был зафиксирован самый высокий уровень инфляции за последние 27 лет — он составил 47.6%. Одной из причин роста цен стало повышение правительством таргета по инфляции на 3% (с 12 до 15%), что послужило тревожным сигналом как для населения, так и для иностранных инвесторов. Нестабильность финансовой системы и попытки властей остановить или хотя бы замедлить обвал национальной валюты привели к тому, что в 2018 году Аргентина стала страной с самым высоким уровнем процентных ставок в мире. Значение ключевой ставки (Tasa de politica

monetaria) достигло своего максимума в августе 2018 года (73.524%), который затем обновился в мае 2019 года (74.069%). Ни снятые ограничения на движение капитала, введенные еще правительством Кристины Киршнер, ни соблазнительные доходности, доступные на фондовом рынке Аргентины, не привлекли иностранных инвесторов — за срок президентства уже бывшего главы государства Маурисио Макри отток капитала превысил \$72 млрд.

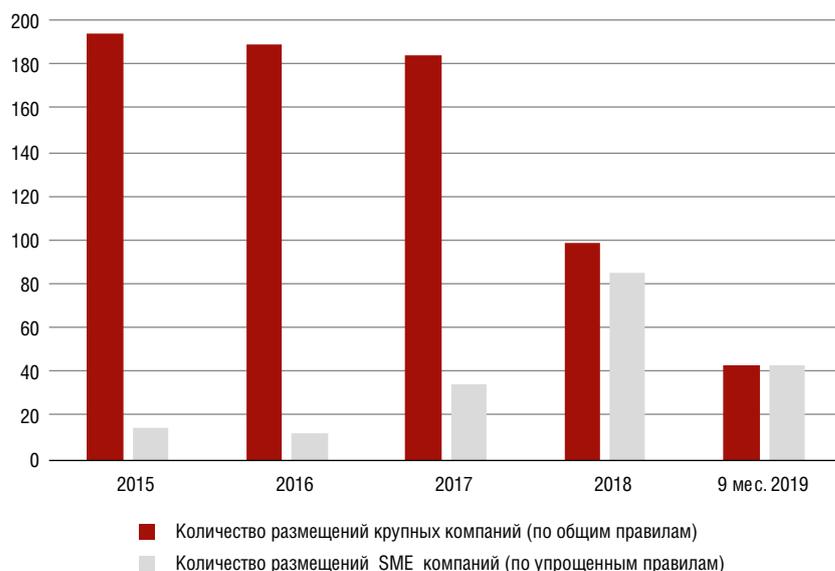
ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

На рынке корпоративного долга Аргентины можно встретить три типа инструментов: краткосрочные долговые бумаги (срок обращения которых не превышает одного года), облигации (бумаги со сроком обращения год и более) и ценные бумаги, выпущенные под обеспечение пула

активов, переданных в доверительное управление. Последние, в свою очередь, в зависимости от своей финансовой природы делятся на секьюритизированные ценные бумаги (инструменты долгового типа) и сертификаты участия (бумаги долевого природы, позволяющие получать часть прибыли, полученной от управления пулом активов).

За последние пять лет (с 2015-го по 2019 год) на рынке внутреннего корпоративного долга, по данным Комиссии по ценным бумагам Аргентины, было выпущено 905 эмиссий совокупным объемом более \$32.8 млрд. Наиболее распространенной валютой займов по объему обязательств среди аргентинских эмитентов является доллар США. Более 60% облигаций были выпущены с фиксированным купоном. По срокам обращения преобладают инструменты со сроком до погашения более 5 лет — такие облигации составляют 52% совокупного объема рынка. Крупнейшим эмитентом является нефтегазовый гигант YPF, который до 2012 года контролировался испанским Repsol, а затем был национализирован аргентинским правительством. Эмиссии компании составляют 23% выпущенного за пятилетний период внутреннего корпоративного долга. YPF также стал лидером и на рынке аргентинских еврообондов — его бумаги представляют 37% от совокупного объема обязательств, выпущенных аргентинскими эмитентами на международных рынках. В качестве защиты от инфляционных процессов на аргентинском рынке, в отличие от соседней по континенту, используется не эмиссия облигаций в условной валюте, учитывающей темпы роста цен (за 5 лет было выпущено всего 10 таких эмиссий), а индексация номинала в соответствии с ИПЦ.

Стоит отметить, что такой профиль рынка облигаций сформирован крупнейшими эмитентами в стране. Если же в качестве выборки рассматривать обязательства малых и средних компаний, то результаты будут иными. Ценные бумаги, эмитируемые фирмами, которые размещаются на рынке по льготным упрощенным правилам, в основном выпускаются в песо, с плавающей ставкой купона и сроком обращения в пределах трех лет. Несмотря на то что по объему выпусков такие компании не могут конкурировать с крупными эмитентами, на рынке Аргентины наблюдается тенденция к увеличению количества размещений компаний малого и среднего бизнеса.



Источник: Комиссия по ценным бумагам Аргентины

Крупные же эмитенты с каждым годом все реже выходят на долговой рынок.

Любопытный факт: в Аргентине для внутренних облигаций, номинированных в песо (а также бивалютных облигаций с выплатами в песо), метод фиксинга ставок, отличный от традиционных IBOR-продуктов, начал применяться еще до того, как на мировом денежном рынке зародилась тенденция по переходу от межбанковских ставок предложения, которые на протяжении долгого времени использовались в качестве рыночных бенчмарков, к их возможным альтернативам — безрисковым и около-безрисковым ставкам.

Правда, в качестве основной базовой ставки для флоатеров в Аргентине используется не безрисковая ставка, а средневзвешенная по объему ставка процента по срочным депозитам в песо со сроком от 30 до 35 дней, размещенных в банках Аргентины. Однако отсутствие подготовительной работы, которую необходимо было провести до применения столь неординарной практики, доставляет ряд неудобств участникам торгового процесса. Главной проблемой является отсутствие общепринятого порядка расчета НКД в течение купонного периода.

РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЗАЙМСТВОВАНИЙ

В структуре обязательств правительства, по оценкам Министерства финансов Аргентины, на конец сентября 2019 долговые ценные бумаги составляют около 72%, из них краткосрочные бумаги представляют 11% совокупного объема долга.

Однако в нынешнем году в связи с ростом стоимости займов и

Рисунок 1
Количество размещений корпоративных облигаций 2015–2019 гг. (данные на 30.09.2019)

■ ■ ■
КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ
СУВЕРЕННЫХ
БУМАГ АРГЕНТИНЫ
СИГНАЛИЗИРУЕТ
О ПРЕДЕФОЛТНОМ,
ПО МНЕНИЮ
УЧАСТНИКОВ РЫНКА,
СОСТОЯНИИ ГОСУДАРСТВА

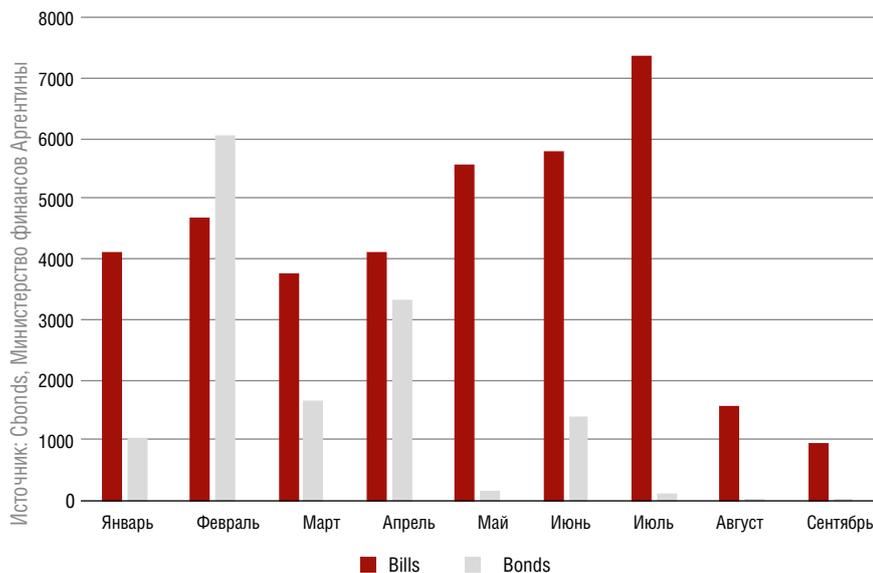
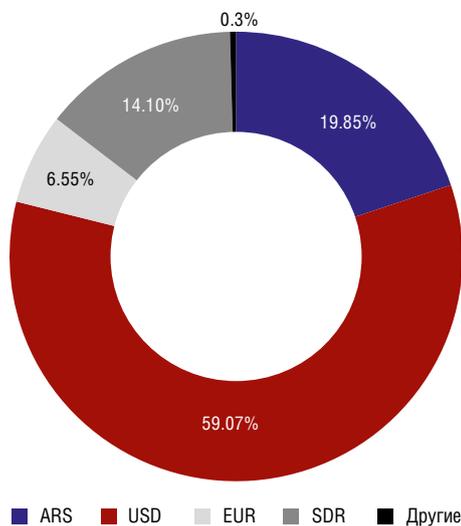


Рисунок 2
Объемы размещения государственных бумаг в 2019 г., \$ млн

снижением спроса со стороны инвесторов на бумаги с большой дюрацией, а также, вероятно, с появлением в прошлом году крупного долгосрочного источника финансирования в виде кредита от МВФ, власти Аргентины для привлечения средств эмитировали в основном билсы.

И без того достаточно рискованное решение использовать «короткие деньги» для финансирования государственных расходов в условиях экономической нестабильности очень некстати совпало с сильной девальвацией национальной валюты и ощутимым сокращением валютных резервов. Дело в том, что большая часть заимствований аргентинского правительства номинирована в иностранной валюте, а именно

Рисунок 3
Государственный долг Аргентины в разбивке по валюте на 30.09.2019



Источник: Министерство финансов Аргентины

в долларах США (59% долга). В то же время срок исполнения практически четверти совокупного объема обязательств (24.2%) приходится на вторую половину 2019-го и 2020 год. Аргентина, продолжая выплачивать долги по бумагам в валюте, номинал которых помимо прочего зачастую индексируется на уровень инфляции, что при нынешнем темпе роста цен в стране лишь усиливает давление долгового бремени, тратит все больший объем средств в обесценивающейся национальной валюте.

На рынке Аргентины кривая доходности суверенных бумаг инвертирована. Если в развитых странах такая форма кривой говорит о возможном начале рецессии, то для страны в положении, аналогичном положению Аргентины, это сигнализирует о растущей неуверенности инвесторов в платежеспособности и о предефолтном, по мнению участников рынка, состоянии государства.

Это демонстрирует и кривая CDS, которая к концу октября 2019 года также приняла инвертированный вид. На ее конфигурацию во многом повлияла победа популистского кандидата на праймериз 11 августа. За так называемый транзитный период между предварительными и итоговыми президентскими выборами стоимость страховки от дефолта всех сроков выросла более чем в 2 раза, а по шестимесячному CDS практически в 7 раз. Окончательную победу перониста Альберто Фернандеса на выборах 27 октября рынок воспринял более спокойно по сравнению с праймериз — стоимость контрактов в зависимости от срока выросла от 6 до 11%. Наибольший рост за 10 месяцев текущего года продемонстрировали шестимесячные CDS, цена которых выросла более чем в 33 раза.

При этом кривая доходности облигаций, выпущенных в рамках национального законодательства, имеет более ярко выраженную инверсию, нежели кривая доходности еврооблигаций. Это объясняется тем, что по вопросу урегулирования долгов в случае дефолта по первым судиться с правительством Аргентины придется непосредственно в Аргентине, а по вторым — в большинстве случаев в США, так как именно по законодательству штата Нью-Йорк эмитировано большинство еврооблигаций страны. Первый вариант может вылиться в долгие годы судебных разбирательств, а второй благодаря прецеденту 2014 года с большей вероятностью гарантирует держателям благоприятный исход.

ПORAЖЕНИЕ
ДЕЙСТВУЮЩЕГО
ПРЕЗИДЕНТА
НА ПРАЙМЕРИЗ
11 АВГУСТА
ПОВЛЕКЛО ЗА СОБОЙ
ЦЕПЬ СОБЫТИЙ,
СПРОВОЦИРОВАВШИХ
ПАНИКУ
НА ФИНАНСОВОМ
РЫНКЕ АРГЕНТИНЫ

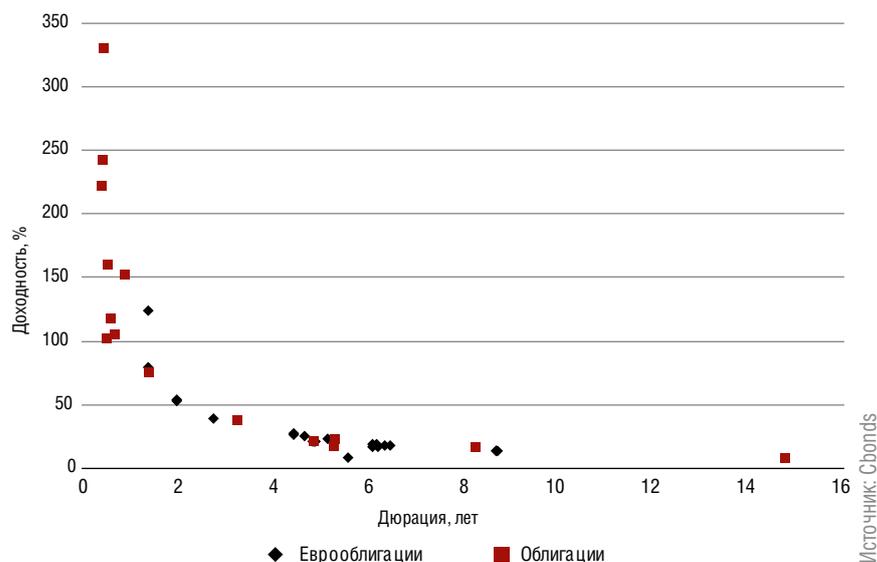
Уже дважды за последние два года правительство внедряло новые финансовые инструменты на долговом рынке страны. В начале 2018 года в обращение были введены новые краткосрочные инструменты, эмитируемые Центральным банком Аргентины, — LELIQ (краткосрочные бумаги по абсорбированию ликвидности). В отличие от своих предшественников — LEBAC (билсов Центрального банка Аргентины, вышедших из обращения в конце 2018 года), LELIQ номинированы исключительно в национальной валюте и могут приобретаться только банками и финансовыми институтами. Эти различия позволят с большей эффективностью (как по мнению представителей ЦБ Аргентины, так и по мнению специалистов МВФ) контролировать объем денежной массы в стране.

Так как у частных инвесторов и нефинансовых организаций стало на одну инвестиционную альтернативу меньше, а активы, номинированные в песо, в условиях обесценивания национальной валюты и роста уровня цен становились все менее привлекательными, 15 августа 2018 года Минфин Аргентины провел первый аукцион билсов, известных на рынке Аргентины как LECAP (от исп. Letras Capitalizables). Вопреки устоявшейся мировой практике, согласно которой билсы — это дисконтные краткосрочные бумаги, новый инструмент предполагает выплату процентов с ежемесячной капитализацией. Такие условия позволяют инвесторам получать доходность около 50% годовых. Это превышает показатель инфляции в стране, хотя и не защищает инвестора от риска девальвации.

В структуре торгов на организованном и внебиржевом рынке преобладают сделки с бумагами публичного сектора (государственными и муниципальными). Большой ликвидности данного сегмента долгового рынка во многом способствует тот факт, что именно государственные бумаги участники рынка используют для приобретения иностранной валюты в обход валютного рынка. При помощи долгового рынка процесс приобретения валюты сводится к покупке облигаций, номинированных в долларах, за национальную валюту и их дальнейшей продаже в долларах США.

РЕФОРМЫ ФОНДОВОГО РЫНКА И СЦЕНАРИИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ГОСДОЛГА

Для решения проблем низкой ликвидности и недостаточной вовлеченности населения и корпоративного сектора в

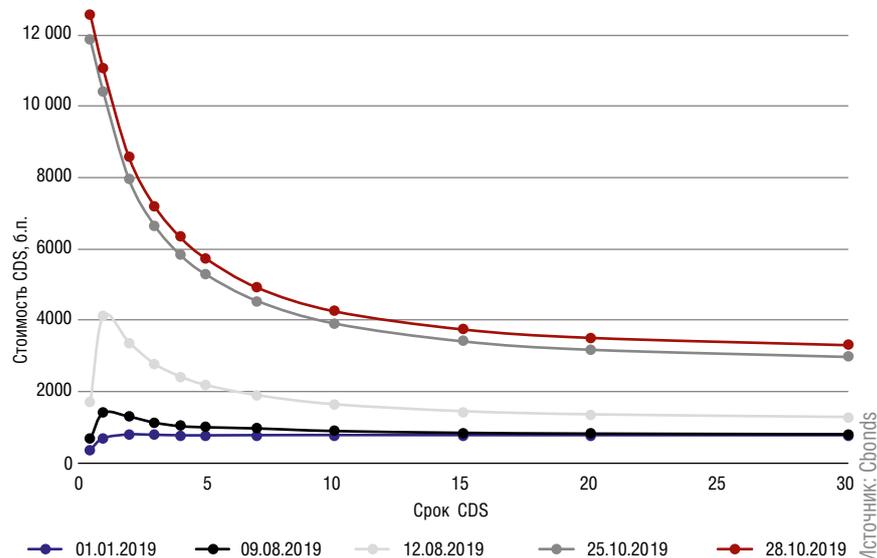


Источник: Cbonds

Рисунок 4
Суверенные еврооблигации и облигации Аргентины, номинированные в USD

деятельность на финансовом рынке правительство Аргентины в 2012 году начало процесс формирования единого организованного рынка ценных бумаг. Результатом данной инициативы стала созданная в августе 2013 года новая биржа Аргентины — Bolsas y Mercados Argentinos (БУМА), торги на которой начались в мае 2017 года. После проведенной реформы инвестор, имеющий счет у аккредитованного брокера, имеет доступ ко всем финансовым инструментам независимо от того, обращаются они на бирже Буэнос-Айреса или на любой другой бирже Аргентины. Следующим шагом интеграции стало подписанное в ноябре соглашение между биржей БУМА и ОТС-площадкой МАЕ, в соответствии с которым сделки между рынками будут осуществляться по принципу «поставка против платежа», что позволит снизить транзакционные издержки.

Рисунок 5
Стоимость CDS Аргентины, б.п.



Источник: Cbonds

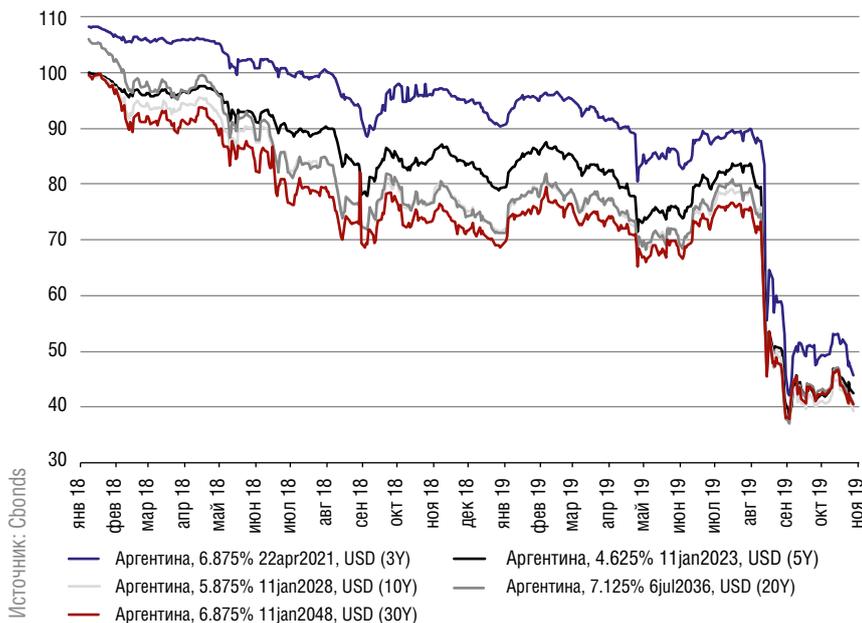


Рисунок 6
Цена еврооблигаций
Аргентины, % от номинала

Поражение действующего президента на праймериз 11 августа повлекло за собой цепь событий, спровоцировавших панику на финансовом рынке Аргентины. Для того чтобы остановить резкое сокращение международных резервов Центрального банка и обвал курса песо, власти ввели, а после октябрьских выборов ужесточили ограничение на максимально допустимый объем приобретаемой валюты и размер сумм, которые ежемесячно могут быть переведены с долларовых счетов в Аргентине на счета, находящиеся в другой юрисдикции. Решение повлекло за собой падение котировок аргентинских бондов, а компании начали допускать технические дефолты, после того как не смогли перевести средства иностранным инвесторам.

При нынешнем положении Аргентины реструктуризация государственного долга неизбежна. Страна может пойти по одному из двух сценариев развития событий. Первый предполагает реструктуризацию

«по-уругвайски». В начале нулевых Уругвай до объявления дефолта после согласия кредиторов установил новые сроки по своим обязательствам, при этом не изменяя остальные параметры долга. Второй, более агрессивный и неблагоприятный исход для инвесторов, — реструктуризация со списанием части долга и изменением ставки купона и сроков погашения.

Судя по действиям правительства — в конце августа в одностороннем порядке были продлены сроки по краткосрочным государственным бумагам, а в сентябре подготовлен проект, в случае принятия которого держатели внутренних бондов могут столкнуться и с уменьшением ставки купона, и со снижением суммы основного долга, — Аргентина может повторить свой собственный опыт и провести реструктуризацию с уменьшением суммы долга. И все же победа на президентских выборах Альберто Фернандеса увеличила шансы на дружественную для инвесторов перепрофилировку. Именно представитель перонистов является сторонником следования опыту соседей. Однако реализуемость этого сценария вызывает сомнения — Уругвай реструктурировал более скромные объемы долга (\$4.981 млрд), а успеху в переговорах с держателями способствовали профицит бюджета страны и благоприятная экономическая конъюнктура. Аргентина не может пока рассчитывать ни на первое, ни на второе.

Тем не менее, если Аргентина опять проведет агрессивную реструктуризацию, ей снова придется столкнуться с «фондами-стервятниками» (именно так окрестили в местной прессе хедж-фонды, не согласившиеся на условия реструктуризации), новыми исками со стороны не согласных на условия держателей бумаг и отсутствием доступа к международному рынку заимствований из-за вновь потерянного доверия. C

Рисунок 7
Ключевые события
на финансовом рынке
Аргентины (август —
октябрь 2019 г.)



Альфа-Банк — лучший российский банк на рынке синдикаций СНГ

Альфа-Банк получил престижную награду Loans Cbonds Awards — 2019 в номинации «Лучший российский банк на рынке синдикаций СНГ». Вручение награды состоялось в Москве в рамках X конференции Cbonds «Синдцированное кредитование в России и СНГ». Альфа-Банк удостоился этой награды второй год подряд.

Альфа-Банк был активным участником рынка синдцированного кредитования в течение всего года. Банк выступил организатором, букраннером, кредитным управляющим и документарным агентом нескольких крупных сделок, в частности для Беларусбанка общим объемом 151 млн евро и ГК «Альфа-Лизинг» общим объемом 7 млрд рублей. Банк также выступил уполномоченным ведущим организатором и букраннером синдцированного кредита для Уралкалия общим объемом \$ 725 млн и 650 млн евро.

«Эта награда — яркая демонстрация доверия рынка к Альфа-Банку как организатору синдцированных

кредитов. Мы очень дорожим этим доверием и делаем все возможное как для реализации потребностей наших клиентов и партнеров, так и для развития российского рынка синдцированного кредитования в целом», — подчеркнул директор отдела долгового капитала Альфа-Банка Алексей Чиркизянов.

Loans Cbonds Awards — профессиональная премия, созданная для оценки наиболее ярких достижений на рынке синдцированного кредитования. Победитель определялся путем открытого голосования участников рынка на сайте информационного агентства Cbonds. Премия вручается ежегодно.

УСПЕШНЫЙ ДЕБЮТ

Альфа-Банк выступил организатором, кредитным управляющим и букраннером синдцированного кредита в объеме 7 млрд рублей для Группы компаний «Альфа-Лизинг». Первоначально заявленный объем кредита был установлен на уровне 5 млрд рублей. Участниками сделки кроме Альфа-Банка стали четыре финансовых института: Газпромбанк, Банк «Открытие», Татсоцбанк, Банк «Аверс». Средства предоставляются на 3 года на развитие розничного направления Группы.

«Компания впервые вышла на рынок синдцированного кредитования, и сразу с большим успехом. Нам удалось увеличить первоначально заявленный объем сделки и привлечь не только крупных игроков, но и новых участников рынка синдикатов. Сделка показала высокий интерес инвесторов к компании», — подчеркнул директор отдела долгового капитала Альфа-Банка Алексей Чиркизянов.

«Успех сделки демонстрирует доверие инвесторов к «Альфа-Лизингу», которое открывает перед нами возможности для новых заимствований. Мы благодарны организатору за профессиональную реализацию сделки», — отметил финансовый директор ГК «Альфа-Лизинг» Сергей Касьянов.



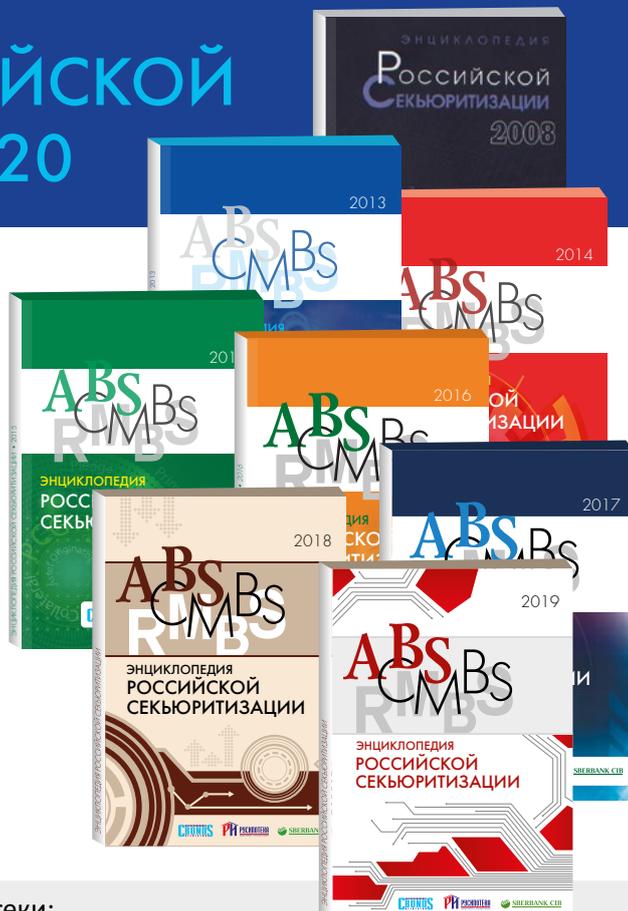
ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ • 2020



Cbonds совместно с компанией «РУСИПОТЕКА» начинают подготовку к выпуску сборника «Энциклопедия российской секьюритизации - 2020».

«Энциклопедия российской секьюритизации — 2020» станет девятым сборником тематических материалов, посвященных секьюритизации в России и за рубежом. В энциклопедию традиционно войдут материалы ведущих экспертов, посвященные актуальным тенденциям и прогнозам развития рынка секьюритизации, интервью с представителями originаторов, банков-организаторов сделок секьюритизации, профессиональных инвесторов на рынке структурных продуктов, юристов, рейтинговых агентств, представителей инфраструктуры.

Дата выхода Энциклопедии-2020: март 2020



КЛЮЧЕВЫЕ ТЕМЫ ЭНЦИКЛОПЕДИИ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2020

- Секьюритизация ипотеки;
- Рынок секьюритизации альтернативных классов активов;
- Case-studies: российский и мировой опыт сделок секьюритизации;
- Правовые и налоговые вопросы в сделках секьюритизации: роль юридического консультанта в 2020 году;
- Аналитический инструментальный рынок секьюритизации: оценка стоимости ИЦБ;
- Инфраструктура рынка секьюритизации

БУДЕМ РАДЫ РАССМОТРЕТЬ ВАШИ ИДЕИ ПО НАПОЛНЕНИЮ ИЗДАНИЯ И ТЕМАТИКЕ ОСНОВНЫХ РУБРИК.
ПРИГЛАШАЕМ ВАС ВОЙТИ В ЧИСЛО ПАРТНЕРОВ ПРОЕКТА ИЛИ СТАТЬ ОДНИМ ИЗ АВТОРОВ ИЗДАНИЯ!

ЭНЦИКЛОПЕДИЮ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ—2019 ПОДДЕРЖИВАЛИ ВЕДУЩИЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ:

Стратегический партнер:



Партнеры рубрик:



Партнеры:



При участии:



Контактная информация по вопросам участия:

Альберт Ипполитов: e-mail: project@rusipoteka.ru, тел.: +7(916) 113 8001

Константин Васильев: e-mail: kv@cbonds.info, тел.: +7(812) 336 9721 *105

Сергей Зобов: e-mail: szobov@cbonds.info, тел.: +7(812) 3369721 *103

Елена Авдоничева (редактор): e-mail: [e.avdonicheva\(at\)cbonds.info](mailto:e.avdonicheva(at)cbonds.info), тел.: +7(812) 336 9721 *14