



АриКаПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Алексей Третьяков
Генеральный директор УК Арикапитал

Суверенные еврооблигации Аргентины в августе резко упали с 70-75% до 40-45% от номинала после того, как оппозиционный политик Альберто Фернандес стал лидером в предвыборной гонке за пост президента страны. Предварительное голосование, прошедшее 11 августа, неожиданно показало, что Альберто Фернандес опережает действующего президента Маурисио Макри на 15% пунктов. Выборы президента Аргентины состоятся 27 октября 2019 года.

Альберто Фернандес был премьер-министром Аргентины с 2003 по 2008 год при президентах Несторе Киршнере и Кристине Киршнер. Инвесторы опасаются, что с приходом к власти Фернандес объявит дефолт по суверенному долгу Аргентины и введет ограничительные меры на движение капитала.

На наш взгляд, вероятность дефолта по еврооблигациям Аргентины высокая, но более чем 50% дисконт в цене компенсирует риски. В зависимости от того, в каком формате произойдет реструктуризация долга, облигации могут вырасти или упасть в цене. Если рассматривать три основных сценария (хаотичный дефолт, реструктуризация с частичным списанием по украинскому варианту 2015 года, реструктуризация долга только перед МВФ) как равновероятные, справедливый ценовой уровень для суверенных еврооблигаций Аргентины сейчас составляет около 60% от номинала.

Динамика котировок еврооблигаций Аргентины



Источник: Bloomberg

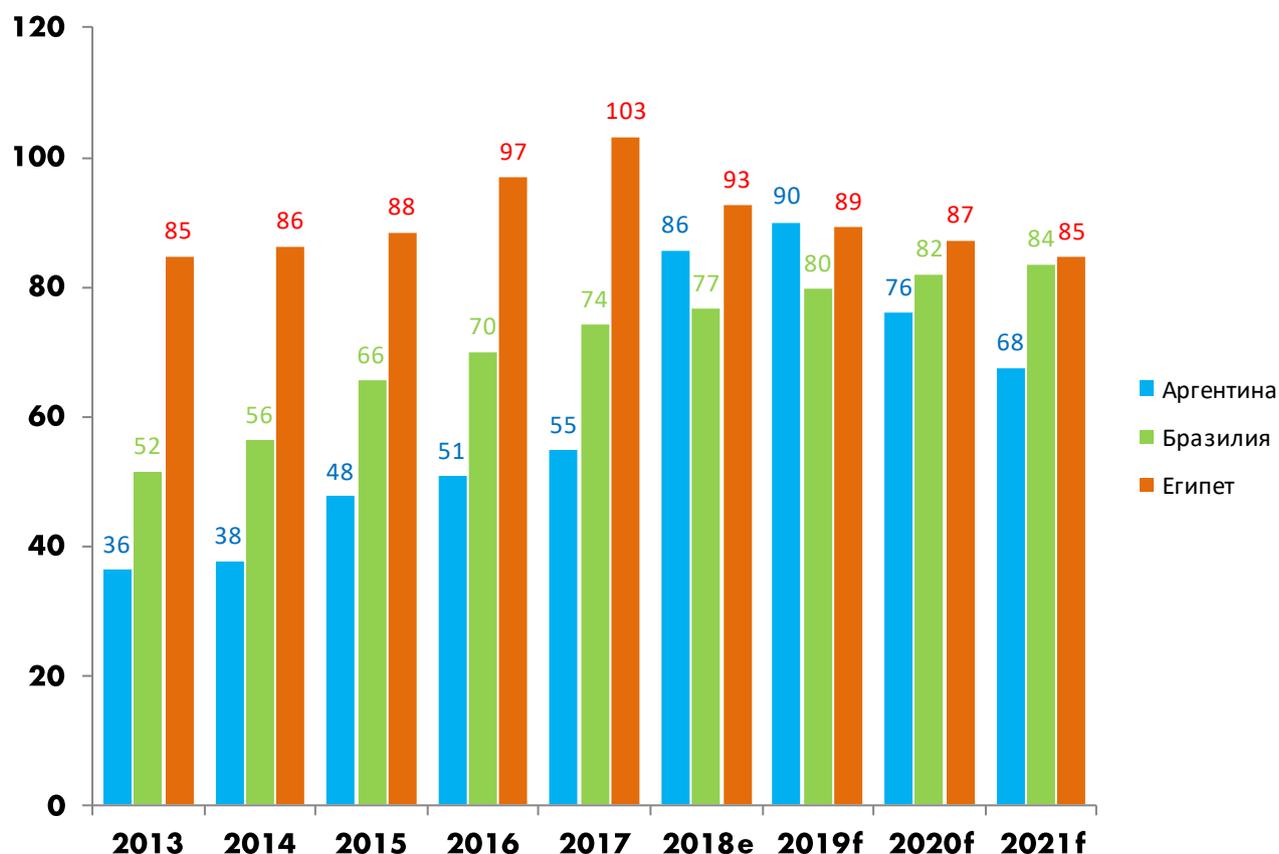
На самом деле, возможная победа на выборах левоцентриста Фернандеса не обязательно ухудшит положение инвесторов. Несмотря на обвинения предыдущего президента Кристины Киршнер в популизме и стремлении к госкапитализму, Аргентина середины 2000х годов отличалась консервативной бюджетной политикой и безупречной кредитной историей. Страна полностью расплатилась с МВФ по обязательствам, взятым после предыдущего дефолта в 2003 году и проводила выплаты по выпущенным после реструктуризации суверенным еврооблигациям, не осуществляя новых заимствований. Отношение долг к ВВП не превышало 40% вплоть до 2015 года.

За последние 5 лет при действующем президенте Макри отношение долг к ВВП выросло с 37% до 90% (прогноз S&P на конец 2019 года). В 2018 году МВФ выделил Аргентине рекордный кредит на \$57 млрд., большую часть которого предстоит вернуть уже в 2022-2023 годах. На рынке еврооблигаций Аргентина заняла более \$80 млрд.

Несмотря на значительное ухудшение показателей, «Мягкий» вариант реструктуризации долга перед МВФ и внутренними инвесторами, не затрагивая инвесторов в долгосрочные еврооблигации, остается достаточно вероятным. Если сравнить Аргентину с другими странами – клиентами МВФ, то можно отметить, что долговая нагрузка Аргентины не сильно отличается от Украины на момент реструктуризации и значительно меньше чем в Египте.

По прогнозам S&P за счет того, что песо отыграет часть ослабления, произошедшего в этом году, отношение долг/ВВП Аргентины улучшится с 90% в этом году до 76% в 2020, процентные расходы будут отнимать 14% от доходов бюджета, а в 2021 году сократятся до 11,6%. В Египте отношение долг/ВВП останется на уровне 85-87%, а процентные расходы отнимают более 40% бюджета.

Отношение долг/ВВП в Аргентине, Бразилии и Египте

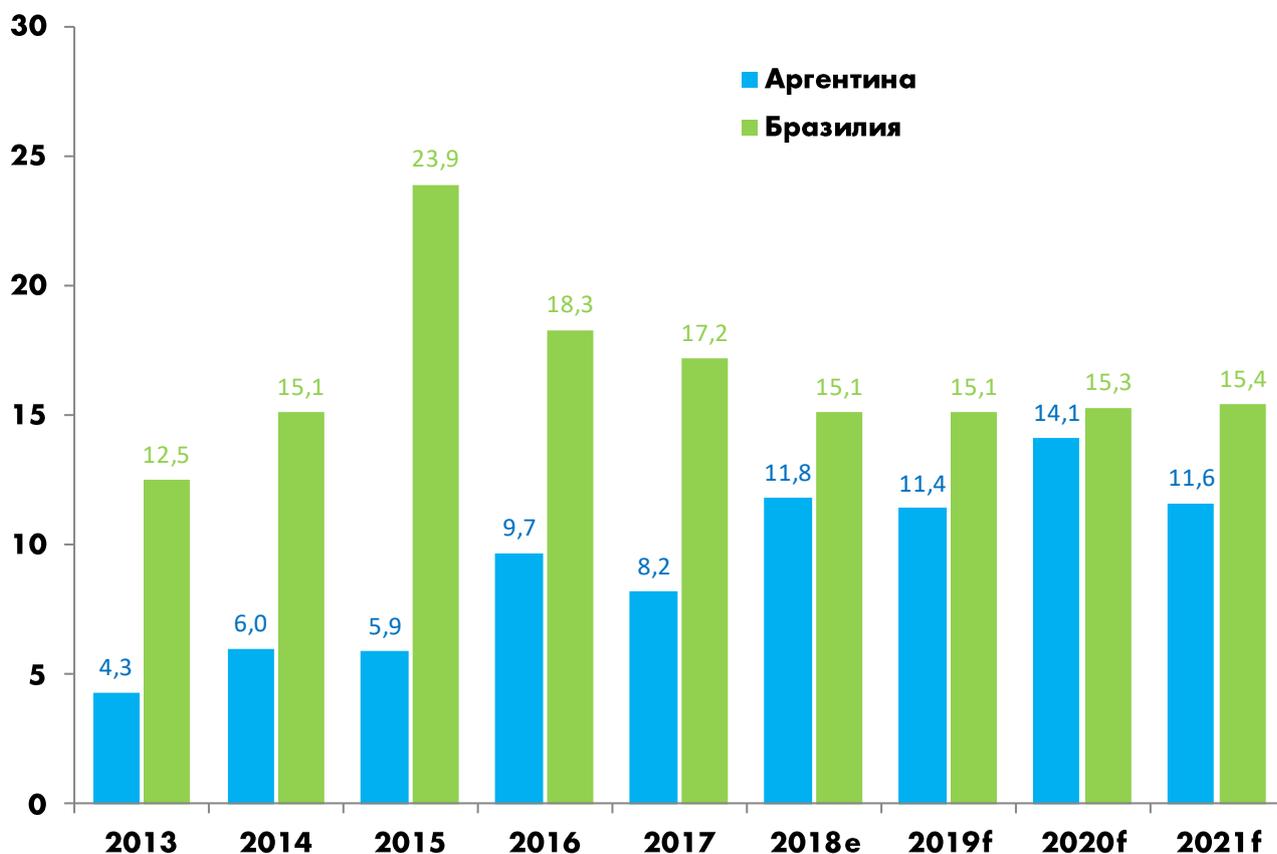


Источник: Standard & Poor's

Долговые показатели Аргентины близки к Бразилии, еврооблигации которой имеют рейтинг ВВ и торгуются с доходностью ниже 5%. Разница в том, что у Бразилии есть крупные

золотовалютные резервы и значительная часть долга внутренняя, а не внешняя. И все же, главный недостаток Аргентины по сравнению с Бразилией это крайне низкий уровень доверия к действиям правительства.

Доля процентных расходов относительно доходов бюджета в Аргентине и Бразилии



Источник: Standard & Poor's

Большинство стран, реализующие программы реформ совместно с МВФ, добивались если не улучшения, то по крайней мере стабилизации макроэкономических показателей. По прогнозам профицит торгового баланса Аргентины в этом году улучшится с -0,2% до +4%, дефицит бюджета сократится с 5,7% до 4,0%. В 2020 году Аргентина увеличит на 20% экспорт нефти, а [поставки сельскохозяйственных товаров \(пшеница, соя\) могут достичь рекордного уровня.](#)

Возможно, с некоторой задержкой реформы начинают давать результаты. В случае если новый президент не разорвёт отношения с МВФ (а предпосылок к этому нет), облигации начнут восстанавливаться в цене. При снижении доходности до 8-9%, котировки вырастут до 75-80% от номинала, где они и находились в течение последнего года.

Второй вариант реструктуризации по украинскому сценарию также вероятен. В 2015 году Международный Валютный Фонд одобрил Украине программу кредитования более чем на \$20 млрд., поставив одним из условий частичное списание долга перед держателями еврооблигаций. В конце 2015 года Украина согласовала с большинством держателей условия и провела реструктуризацию, в результате которой были списаны 20% долга, а оставшиеся 80% были конвертированы в новые еврооблигации со ставкой купона 7,75% и сроком погашения от 4 до 12 лет. Также инвесторам были выпущены ценные бумаги с переменным купонным доходом, зависящим от динамики роста ВВП.

В отличие от Украины еврооблигационный долг Аргентины представлен достаточно длинными выпусками. Средний срок до погашения составляет 14 лет. В 2021 и 2022 году предстоят погашения на \$4,5 и \$4,6 млрд., после чего в 2023-2025гг. к погашению приходится менее \$3 млрд. в год. Около \$5 млрд. составляют ежегодные процентные платежи.

Таким образом, расходы по обслуживанию еврооблигационного долга (проценты +

основное тело долга) в ближайшие годы не превысят 2% от ВВП или 6-7% от бюджетных доходов. Если МВФ будет настаивать на разделении бремени поддержки с частными инвесторами, наиболее вероятное предложение, которое может сделать Аргентина, будет заключаться не в списании долга, а переносе сроков погашения и сокращении ставок купонного дохода.

Если Аргентина повторит условия, согласованные с инвесторами Украиной (в обмен на 100% старых облигаций инвесторы получают на 80% новые облигации со сроком погашения 8 лет и ставкой купона 7,75%), то с учетом того, что новые аргентинские облигации начнут торговаться ниже номинала (в случае с Украиной на уровне доходности к погашению ~9% годовых), это дает оценку текущих облигаций Аргентины на уровне 75% от номинала. Также 75% от номинала составит текущая справедливая стоимость облигаций Аргентины в случае реструктуризации без списания, но с удлинением срока до 10 лет и снижением купонной доходности до 5% годовых.

Худший сценарий неконтролируемого дефолта чреват затяжным кризисом и потерями до 70% средств. Однако данный вариант не дает существенной экономии стране. Даже если власти добьются такого списания и сократят 2% от ВВП в год, которые нужно тратить сейчас на еврооблигации до 0,7% ВВП, потери от прекращения притока в страну портфельных и прямых инвестиций будут более существенными. С учетом того, что крупные выплаты предстоят с 2022 года, у Аргентины есть еще 2 года на то, чтобы определиться с окончательным решением по долгу.

Резюме

Облигации Аргентины – высокорискованный актив. Тем не менее, сочетание более высокого потенциального дохода по сравнению с возможным убытком при более высокой вероятности положительного исхода, делают целесообразной покупку на небольшой объем (на наш взгляд, не более 2-3% от размера портфеля). При цене 45-48% от номинала еврооблигации Аргентины дают возможность заработать 60% при благоприятных вариантах (восстановление котировок к уровню 70-75% от номинала) либо потерять 30-37% в худшем сценарии (recovery около 30% при неконтролируемом дефолте).

Данный отчет может использоваться только в информационных целях и не является предложением, рекомендацией или офертой на покупку или продажу ценных бумаг. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации. Компания может совершать любые операции с ценными бумагами, упомянутыми в данном отчете, и до, и после публикации данного отчета.

Данный отчет может быть использован только инвесторами на территории РФ с учетом законодательства РФ.

Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Арикапитал» – Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Чистые деньги» – Правила доверительного управления зарегистрированы ФСФР России 14 марта 2013 г. за номером 2565.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Глобальные инвестиции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 06 сентября 2016 г. за номером 3208.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Рублевые сбережения» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 26 июля 2018 г. за номером 3542.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Харизматичные акции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 27 ноября 2018 г. за номером 3606.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23.

Получить подробную информацию о деятельности управляющей компании, о паевых инвестиционных фондах, о работе пункта приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев, ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23, по телефону: (495) 123-32-77, на сайте в сети Интернет: www.aricapital.ru, а также, в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, в периодическом печатном издании «Приложение к Вестнику Федеральной службы по финансовым рынкам».

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки (скидки) к расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче (погашении). Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.