

Сделка с ПК - новый раунд переговоров в марте

Валентина Крылова

VKrylova@alfabank.ru

(7 095) 780 - 4724

1 марта 2005

www.alfabank.ru

Москва

Основные положения

- В марте состоится очередное заседание Парижского клуба, на котором продолжится обсуждение досрочного погашения долга РФ перед ПК

Франция и Италия, которые нашли способы сократить дефицит бюджета ниже требуемых Еврокомиссией 3% ВВП, займут более жесткую позицию на предстоящих переговорах. Германия, наоборот, будет активным сторонником максимального объема досрочного погашения, при этом также требуя более высокую премию выкупа.

- Досрочное погашение долга остается выгодным для России при премии в пределах 7,4%

При более высокой премии для России будет целесообразнее производить досрочный выкуп еврооблигаций на вторичном рынке. Наиболее чувствительными к результатам сделки будут облигации Aries.

- Полное погашение долга РФ перед Парижским клубом переводит Aries в категорию германского долга.

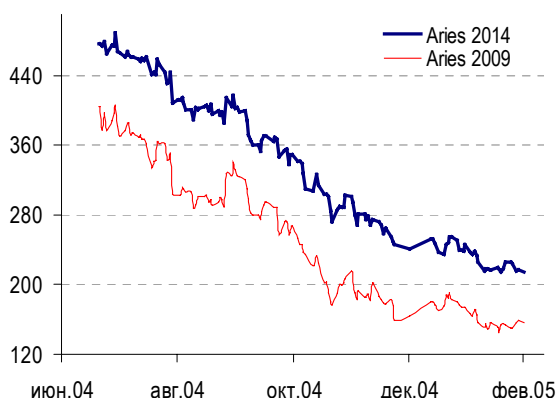
При полном погашении долга РФ Германия обязуется в срок и в полном объеме производить выплаты по Aries. Переход в категорию германского долга приведет к росту Aries 2009 на 4%, Aries 2014 – на 8,5%.

- Погашение части долга снижает риск и объемы вероятных сделок по монетизации долга

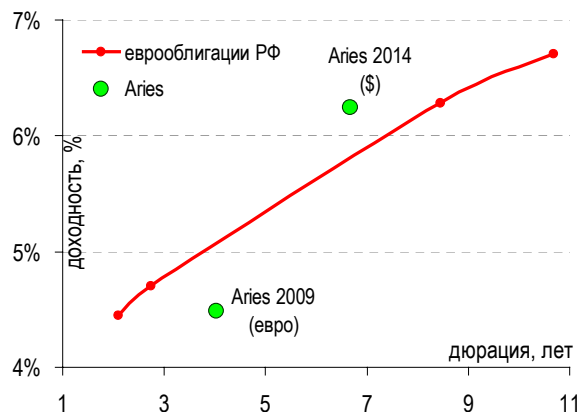
В этом случае по Aries сохраняются кредитные риски России. Спреды Aries к суверенным еврооблигациям РФ не претерпят существенных изменений, так как этот сценарий уже заложен в рыночные цены.

- Срыв сделки с ПК открывает дорогу для несанкционированного выпуска облигаций, обеспеченных долгом РФ.

Такое развитие событий будет наихудшим для Aries, доходности которых приблизятся к кривой еврооблигаций Газпрома. В частности, доходность Aries 2009 может увеличиться 30-40 б.п., Aries 2014 - в среднем на 20 б.п.

Илл. 1. Спред Aries к КО США и ЕС


Источник: Bloomberg, расчеты Альфа-Банка

Илл. 2. Доходности долговых обязательств


Источник: Reuters, расчеты Альфа-Банка

Отдел продаж:

 Тел: (7 095) 786-48-92, 788-67-17 Игорь Панков Факс: (7 095) 788-67-17;
 Тел: (7 095) 788-74-05 Олег Артеменко; Тел: (7 095) 785-74-09 Кирилл Пестов

Исследовательский отдел:

 Тел: (7 095) 785-96-78 Екатерина Леонова (корпоративные облигации) e-mail: E.Leonova@alfabank.ru;
 Тел: (7 095) 780-47-24 Валентина Крылова (ГКО-ОФЗ и еврооблигации) e-mail: VKrylova@alfabank.ru

СОДЕРЖАНИЕ:

Позиция стран – членов Парижского клуба	3
Франция может занять жесткую позицию	3
В интересах Германии – полное погашение долга	4
7,4% - максимально допустимая премия при выкупе долга	5
Юридические аспекты эмиссии облигаций Aries	6
Сделка с ПК определит кредитный риск Aries	7
Досрочное погашение всего долга РФ перед ПК	7
Погашение части долга РФ	8
Срыв сделки с ПК – наихудший сценарий	8

Позиция стран – членов Парижского клуба

В марте возобновятся переговоры РФ с Парижским клубом

В марте состоится очередное заседание членов Парижского клуба, на котором продолжится обсуждение досрочного погашения долга РФ. Помимо, России о подобных планах заявили Польша (в объеме 12,3 млрд евро) и Перу (около \$1,5 млрд). После получения предварительного согласия Парижского Клуба, Россия должна будет подписать с каждым из кредиторов двустороннее соглашение. В этой связи, позиция стран – крупнейших кредиторов России будет исключительно важна для результатов переговоров.

Для европейских стран главным стимулом для досрочного погашения долга РФ является жесткая позиция Еврокомиссии по вопросу максимально допустимого дефицита бюджета для стран ЕС. В этом году как с Франции, так и с Германии были сняты штрафные санкции в обмен на обязательства сократить дефицит бюджета до 3% ВВП в 2005 г и ниже 3% ВВП начиная с 2006 г.

Илл. 3. Структура долга России перед странами Парижского клуба, млрд \$

	Объем долга к январю 2005 г	% долга РФ перед ПК
Германия	18.8	43.8%
Италия	5.2	12.1%
Япония	3.5	8.2%
США	3.3	7.7%
Франция	3.1	7.2%
Австрия	2.8	6.5%
Канада	1.6	3.7%
другие	4.6	10.7%
Всего	42.9	

Источник: Минфин РФ

Франция может занять жесткую позицию

Франция планирует крупнейшую в истории Европы приватизацию, ...

Мы полагаем, что наиболее жесткую позицию на предстоящих переговорах займет Франция, которая предпочла решить проблему дефицита бюджета посредством проведения крупнейшей в истории Европы приватизации. В 2005 г на продажу будут выставлены госпакеты акций в четырех компаниях, три из которых — европейские лидеры в области энергетики, четвертая — один из крупнейших операторов платных автодорог. Наиболее крупный аукцион - продажа электроэнергетического гиганта Electricite de France пройдет в конце года. От частичной приватизации этой компании правительство надеется получить от 8 до 11 млрд евро, общий объем доходов – около 19 млрд евро.

... что позволит решить проблему дефицита бюджета

В 2004 г дефицит бюджета Франции составил 44 млрд евро или 3,6% ВВП. Для того, чтобы уложиться в требуемые 3% необходимо сокращение дефицита как минимум на 7,7 млрд евро. Таким образом, планируемые доходы от приватизации в размере около 19 млрд евро полностью решают эту проблему на ближайшие два года. (Продажа электроэнергетического гиганта Electricite de France планируется на конец года, поэтому 8-11 млрд евро могут быть отражены в доходах бюджета 2006 г).

Решение проблемы дефицита бюджета резко снижает необходимость досрочного погашения долга РФ перед Францией. По этой причине на предстоящем заседании Парижского клуба Франция ужесточит свою

**Дефицит бюджета
Италии
соответствует
требованиям ЕС**

позицию, либо отказываясь от досрочного погашения, либо требуя более высокую премию.

Италия – второй по величине кредитор России – также не испытывает серьезных финансовых трудностей. По предварительным данным, в 2004 г дефицит бюджета не превысил 3% ВВП, требуемые Еврокомиссией. Официальные оценки на 2005 г 2,7-2,9% ВВП также «укладываются» в 3%-ный барьер.

В интересах Германии – полное погашение долга

**Позиция Германии –
крупнейшего
кредитора РФ – будет
определяющей**

Определяющей позицией по вопросу погашения долга будет решение Германии, которая владеет 44% всего долга РФ перед ПК. В отличие от Франции, Германии пока не удалось найти действенные способы сокращения дефицита бюджета до необходимых 3% ВВП. В числе планируемых мер называются:

- 1) сокращение расходов министерств и отказ от повышения зарплаты госслужащим, что позволит сэкономить около 3 млрд евро;
- 2) продажа задолженности Deutsche Telekom и Deutsche Post перед государством в объеме 18 млрд евро за 5,5 млрд евро (размер дисконта – около 70% - вызывает серьезную критику)
- 3) сокращение числа праздничных нерабочих дней за счет переноса на выходные.

**Дефицит бюджета –
серьезная проблема
для Германии, ...**

Во-первых, объявленные меры уже сейчас вызывают недовольство населения, во-вторых, позволяют высвободить лишь порядка 13 млрд евро. При этом в 2006 г проблема дефицита бюджета сохранит свою актуальность. Для сравнения, в 2004 г дефицит бюджета Германии составил 80,3 млрд евро или 3,7% ВВП. Для того, чтобы уложиться в 3% необходимо сокращение дефицита на 15 млрд евро. Таким образом, полное погашение долга РФ перед Германией полностью решает проблему дефицита бюджета.

**... что делает ее
сторонником
досрочного погашения
долга РФ**

Несмотря на то, что монетизация долга, подобная проведенной в июле 2004 г, выгодна для Германии, правительство будет использовать эту возможность лишь в крайнем случае. Монетизация долга позволяет профинансировать нехватку средств, но формально не снижает показатели дефицита бюджета. Для того чтобы уложиться в требуемые Еврокомиссией 3% Германии потребуются официальное погашение всего долга РФ в рамках ПК, при этом основной объем выплат должен приходиться на 2006 г. Разумеется, более высокая премия при погашении долга еще более улучшит финансовое положение Германии.

7,4% - максимально допустимая премия при выкупе долга

Используя обеспечение по Aries, можно оценить рыночную стоимость долга перед ПК

Мы полагаем, что даже с премией – досрочное погашение долга Парижскому клубу остается выгодным для России. Для оценки максимально допустимой премии будем использовать долг РФ перед Германией в рамках ПК. Во-первых, долг перед Германией составляет 44% общего долга РФ перед ПК. Во-вторых, в условиях эмиссии Aries сообщаются объем и сроки платежей РФ Германии в рамках долга ПК, что позволяет оценить дюрацию.

Илл. 4. Выплаты РФ Германии в рамках долга Парижскому клубу

Дата	Платеж *, млн евро
20.02.05	887.5
20.08.05	891.3
20.02.06	830.5
20.08.06	817.8
20.02.07	823.9
20.08.07	830.9
20.02.08	837.3
20.08.08	843.0
20.02.09	849.5
20.08.09	856.9
20.02.10	862.0
20.08.10	869.4
20.02.11	876.0
20.08.11	881.8
20.02.12	888.3
20.08.12	895.5
20.02.13	901.7
20.08.13	908.6
20.02.14	914.5
20.08.14	920.9

Источник: проспект эмиссии облигаций Aries

** - информация об уровне процентов по кредитам ПК является закрытой, поэтому платежи включают в себя выплаты по основной сумме долга и проценты.*

При премии свыше 7,4% выгоднее выкупать еврооблигации на вторичном рынке

Дюрация долга РФ перед Германией – 4,7 лет, что соответствует доходности на кривой суверенных еврооблигаций РФ – 5,3% годовых. По неофициальной информации, процентная ставка по долгу перед ПК составляет 7-10%. Таким образом, если смоделировать еврооблигацию с купонной ставкой 7% годовых, дюрацией 4,7 лет и амортизацией основного долга, то при доходности 5,3-5,4% годовых ее рыночная цена составит 107,4-107,8% от номинала. Таким образом, при премии свыше 7,4% от номинала для российского правительства будет выгоднее сокращать объем внешнего долга посредством выкупа суверенных еврооблигаций на вторичном рынке.

Юридические аспекты эмиссии облигаций Aries

Изменение долга РФ перед ПК, в том числе его полное погашение, не влияет на выплаты по Aries

Согласно условиям эмиссии облигаций Aries, обеспечением по Aries служат выплаты Германии со стороны России в рамках долга Парижскому клубу (в дальнейшем под долгом РФ перед Германией подразумевается именно долг в рамках ПК). **В случае достижения новых соглашений с Парижским клубом долг России перед Германией может быть скорректирован, досрочно погашен, замещен новыми обязательствами без согласования с держателями Aries.**

Изменение графика выплат Россией Германии (включая погашение части или всего долга) не влияет на поток платежей по Aries. Даже при погашении всего долга РФ перед Парижским клубом Германия обязуется проводить платежи по Aries в срок и в полном объеме.

При дефолте со стороны России держатели Aries получат 20% от номинала

Облигации Aries несут в себе кредитные риски России, так как **при невыполнении Россией своих обязательств, т.е. в “случае дефолта” держатели облигаций получают 20% от номинала.** На этом претензии инвесторов к эмитенту Aries Vermögensverwaltungs GmbH, а также к правительствам Германии и России заканчиваются.

“Случай дефолта” объявляется в результате:

- 1) невыплаты Россией Германии 50 млн евро в течение 60 календарных дней,
- 2) либо как только общая сумма просроченных платежей достигнет 250 млн евро.

При этом **невыплатой считается любой просроченный платеж в рамках всего долга РФ перед Германией,** который составляет сейчас 16,5 млрд евро (см таблицу 4), а не только по выпущенным облигациям Aries.

Риски германской стороны сравнимы с рисками госдолга Германии

Другой причиной для досрочного погашения облигаций Aries может быть невыполнение своих обязательств германской стороной, включая Aries Vermögensverwaltungs GmbH, являющегося эмитентом облигаций. В этом случае досрочное погашение инициируется держателями облигаций (не менее 50%). Сумма погашения представляет наименьшую из:

- 1) основная сумма долга и накопленные проценты
- 2) оценка, сделанная Deutsche Bank, выступающим как Trustee при выпуске Aries, либо специально назначенным агентом

Мы полагаем, что вероятность невыполнения своих обязательств германской стороной сравнима с рисками гособязательств Германии.

Сделка с ПК определит кредитный риск Aries
Досрочное погашение всего долга РФ перед ПК

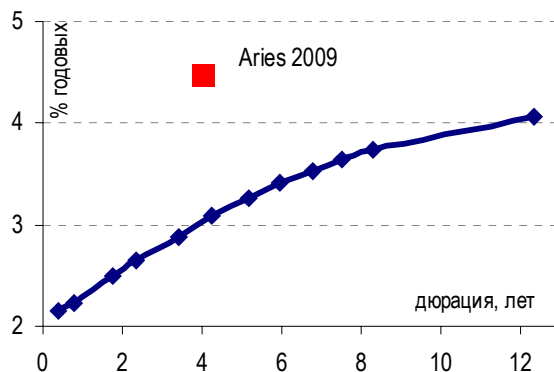
Досрочная выплата Россией всего долга Парижскому Клубу означает полное погашение долга и перед Германией. Данный сценарий сводит к нулю вероятность наступления “случая дефолта”, оговоренного в условиях эмиссии Aries (при котором инвесторы получают 20% основного долга). Таким образом, риски по облигациям сокращаются до рисков германской стороны, что неминуемо приведет к соответствующему уменьшению доходностей.

4% - потенциал роста Aries 2009

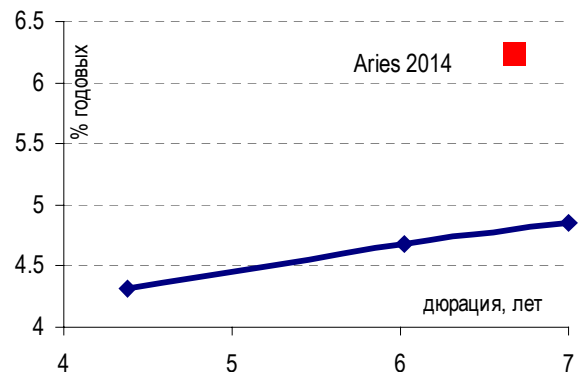
В частности, доходность Aries 2009 (4,5% годовых) в настоящий момент почти на 140 б.п. превышает доходность суверенных еврооблигаций Германии. Так как Aries все же формально не будут являться суверенными обязательствами, то некоторая премия к госдолгу Германии сохранится. Однако разница в доходностях, по нашему мнению, не превысит 40 б.п. Таким образом, сокращение доходности Aries 2009 на 100 б.п. приведет к росту котировок на 3,8% - до 117,7% от номинала.

8,5% - потенциал роста Aries 2009

Оценка перспектив ценового роста Aries 2014 затруднена из-за отсутствия гособлигаций Германии номинированных в долларах. Тем не менее, доходности еврооблигаций германского правительственного агентства Deutsche Hahn (4,7% годовых при дюреции 6 лет), а также провинции Nordrhein-West (4.3-4,4% годовых при дюреции 4,4 года) позволяют сформировать кривую доходностей и оценить премию по Aries как 140-150 б.п. Таким образом, заключение сделки с ПК приведет к сокращению доходностей как минимум на 120 б.п. или ценовому росту на 8,5% - до 134,5% от номинала.

Илл. 5. Премия Aries 2009 к госдолгу Германии


Источник: Bloomberg

Илл. 6. Премия Aries 2014


Источник: Bloomberg

Погашение части долга РФ

При погашении части долга спреда Aries к еврооблигациям РФ не изменятся

Погашение части долга РФ не приведет к переоценке кредитных рисков Aries, так как вероятность наступления “случая дефолта” сохраняется, пока существует долг России перед Германией, хотя и в уменьшенном объеме. (В условиях эмиссии Aries, случаем дефолта признается невыплата или просроченный платеж по любому из платежей Германии со стороны России.)

Тем не менее, досрочное погашение даже части долга РФ перед Парижским Клубом будет позитивно для рынка, так как снижает риск и объемы проведения дальнейшей монетизации долга странами-членами ПК. В этом случае, спреда Aries к суверенным еврооблигациям РФ в долгосрочной перспективе останутся на текущих уровнях.

Срыв сделки с ПК – наихудший сценарий

Несанкционированная монетизация увеличивает ценовые риски Aries

Срыв сделки с Парижским клубом станет самым неблагоприятным для Aries сценарием развития событий. Так как для проведения монетизации долга формально не требуется одобрение правительства России или Парижского клуба, то нельзя исключать несанкционированный выпуск облигаций, обеспеченных долгом РФ. В этом случае, доходности Aries вырастут, что выведет их к кривой еврооблигаций Газпрома. В частности, доходность Aries 2009 приблизится к Газпром-10, увеличившись на 30-40 б.п. Доходность Aries 2014 вырастет в среднем на 20 б.п.

Германия – первый кандидат на выпуск облигаций

В числе первых можно ожидать монетизацию долга РФ от Германии, которая наиболее остро нуждается в финансовых ресурсах. Ранее официальные представители германского правительства заявляли, что Германия воздержится от проведения монетизации долга в период переговоров между Парижским клубом и Россией. Таким образом, отказ от сделки будет воспринят как сигнал к действию. Кроме того, согласно условиям эмиссии Aries с начала 2005 г Германия имеет право выпустить новую серию обязательств, обеспеченных российскими платежами по долгу перед ПК.

Информация

Департамент рынка капиталов	Сергей Родионов, Директор Департамента (7 095) 745-7896
Управление ценных бумаг с фиксированной доходностью	Олег Белов, начальник Управления (7 095) 785-7403
Организация новых выпусков	Артур Сарибеков (7 095) 786-4897 Ольга Гороховская (7 095) 786-4877
Торговые операции	Игорь Панков (7 095) 786-4892 Кирилл Пестов (7 095) 785-7409 Константин Зайцев (7-095) 785-7408
Операции РЕПО и финансирование	Олег Артеменко (7 095) 785-7405
Управление производных инструментов	Саймон Вайн, начальник Управления (7 095) 792-5844
Управление валютно-финансовых операций	Игорь Васильев, начальник Управления (7 095) 788-6497
Аналитический отдел	Андрей Богданов, начальник отдела (7 095) 795-3613
Корпоративные облигации, новости	Екатерина Леонова (7 095) 785-9678
Рынки ГКО-ОФЗ, еврооблигаций	Валентина Крылова (7 095) 780-47-24
Адрес	Проспект Академика Сахарова, 12 Москва Россия 107078
Alfa Securities (Лондон)	Максим Шашенков (4420) 7588-8400
Отдел международных продаж	City Tower, 40 Basinghall Street
Телефон	London, EC2V 5DE
Адрес	

© Альфа-Банк, 2005 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Содержащаяся в настоящем отчете информация была получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Тем не менее, мы не гарантируем точность данной информации, которая может быть сокращенной или неполной. Все мнения и оценки, содержащиеся в настоящем материале, отражают наше мнение на день публикации и подлежат изменению без предупреждения. Информация, представленная в настоящем материале, не предлагается в качестве единственного основания для принятия каких-либо решений в отношении рассматриваемых в настоящем материале ценных бумаг или компаний. Альфа-Банк может иметь длинные или короткие позиции по ценным бумагам и компаниям, упомянутым в настоящем отчете, или иметь в них финансовый интерес. Альфа-Банк не несет ответственность за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений или заявлений, или неполноты информации.