

29 мая, 2013

Макроэкономика

Продажа ГТС как фактор валютной стабильности

Продажа части украинской ГТС России, всегда выглядевшая как нечто теоретическое, похоже, становится основной целью украинского правительства. Данный шаг является самым простым решением основной задачи – сохранить стабильность украинской валюты для поддержания рейтинга президента перед выборами 2015 года.

Александр Паращий
ap@concorde.com.ua

- Балансирование дефицита счёта текущих операций при стабильной гривне является довольно рискованной задачей, с учётом того, что покрытие дефицита за счёт внешних заимствований может затрудниться в любой момент. Отложенные переговоры с МВФ указывают на нежелание проводить превентивную девальвацию и повышать тарифы на газ для населения. В то же время, рассчитывать на неограниченный спрос на украинские Евробонды, как источник балансирования валютного рынка, выглядит самонадеянно. На этом фоне мы пришли к выводу, что руководство страны на определенном этапе окажется перед нелёгким выбором – принимать условия МВФ или идти на уступки перед Россией.
- Инициатива снятия моратория с продажи украинской ГТС как нельзя кстати подтвердила и дополнила наше понимание сложившейся ситуации. Очевидно, что традиционно высокие валютные риски второго полугодия пугают руководство страны. Видимо поэтому было принято решение провести подготовительную работу для потенциальных переговоров с Россией. Мы пока не склонны говорить о том, что «трубу» уже продали, однако для того, чтобы иметь возможность оперативно принимать решение в случае такой необходимости – Кабмину критично снять мораторий на продажу.
- Пока что преждевременно говорить об условиях продажи ГТС. Однако, с учётом сложившихся валютных проблем Украины и приближающихся президентских выборов, мы ожидаем, что основной акцент в переговорах будет сделан на валютной выручке от сделки. За нашими оценками, Украина сможет выручить USD 7-9 млрд. от продажи 50% «трубы», и этого будет достаточно для поддержания валютной стабильности до 2015го года. Очевидно, что при таком развитии событий Виктор Янукович имеет высокие шансы сохранить президентский пост до 2020го года.
- Такой вывод говорит о важности снятия моратория на приватизацию трубы для правительства, как и о критичности для оппозиции не дать такую возможность Кабмину. Более того, принимая во внимание цели украинского правительства, преследуемого возможной продажей ГТС, мы понимаем, что у российской стороны более сильная переговорная позиция в данном вопросе.

Украинскую ГТС готовят к продаже России

Инициатива снятия моратория на продажу газотранспортной системы Украины направлена на разблокирование возможности для Кабмина свободно распоряжаться ГТС, и не преследует каких либо евро-интеграционных целей. К такому выводу мы приходим, исключая все другие возможные цели такой инициативы:

Приватизация ГТС второстепенна для ЕС

(Европейская) Энергетическая хартия, на которую ссылаются инициаторы снятия моратория, не придаёт значения форме собственности на объекты энергетической сферы. Основная миссия Энергетической хартии – создание и поддержание равных условий для всех игроков энергетического сектора. То есть, для ЕС важен принцип равного доступа к «трубе» для всех операторов, кто бы ни был владельцем ГТС.

Реформа «Нафтогаза» реализуема без снятия моратория на продажу ГТС

Задекларированные в объяснительной записке к законопроекту цели – разделение бизнеса по добыче, транспортировке и поставке газа, в соответствии с нормами европейских правил, – не требует снятия моратория на приватизацию. Все представленные цели достижимы в рамках существующего законодательства. В частности, прозрачность и независимость транспортировки газа достигается выделением «Укртрансгаза» в независимую структуру (с сохранением компании в госсобственности).

Снятие моратория второстепенно и для потенциального консорциума

Украинское правительство объясняет необходимость снятия моратория на продажу ГТС желанием создать трёхсторонний консорциум по её управлению. Однако, ключевой партнер в таком консорциуме – Россия – не подтвердила свое согласие управлять ГТС по европейским правилам, и тем более создавать трехсторонний консорциум с ЕС. Таким образом, если бы действительно был шанс создать консорциум, логично было бы ожидать публичное представление его концепции и декларацию «европейских» принципов его работы, чего не было сделано. И уже вторым шагом могло бы стать изменение законодательства в отношении ГТС.

России не интересно работать по европейским правилам

Ключевой помехой созданию консорциума является неприятие Россией требований ЕС в энергетической сфере. Россия отказалась ратифицировать Энергетическую хартию. Москве не интересно «дробить» Газпром на добывающую, транспортирующую и поставляющую компании, как того требует Европа. В таких условиях, заявления о том, что снятие моратория на продажу ГТС открывает путь для создания консорциума с Россией на основании (Европейской) Энергетической хартии, не имеет под собой оснований.

ЕС не нужна украинская труба без российского газа

Россия держит курс на снижение зависимости от транзитных стран и целенаправленно снижает объём транзита газа через Украину. Поменять свою позицию Москва готова только при условии получения контроля над ГТС. В таких условиях, любые договоренности по ГТС между ЕС и Украиной (без России) не имеют смысла. ЕС вряд ли будет инвестировать в «трубу» без гарантий ее наполнения российским газом.

Таким образом, мы видим, что украинское правительство пошло на серьёзный политический шаг - снятие моратория на приватизацию ГТС - без каких-либо гарантий создания консорциума на основании (Европейской)

Энергетической хартии (так звучит обоснование законодательной инициативы). В условиях жёсткой позиции России относительно судьбы украинской ГТС, и с учётом сохранения значительных проблем с платёжным балансом Украины, такой шаг имеет смысл, только если на серьёзном уровне рассматривается продажа части украинской газотранспортной системы российской стороне.

Продавать по обстоятельствам

Снятие моратория на продажу развязывает руки украинской власти для более эффективного проведения торгов в энергетической сфере, как с Россией, так и с ЕС. При постоянном риске падения ликвидности на внешнем долговом рынке, являющимся ключевым фактором стабильности Украинской валюты, открытие возможности для продажи ГТС станет предохранительным инструментом для удержания курса в будущем. Продажа части «трубы» российской стороне, хоть и не выглядит популярным шагом, политически более приемлема для власти, по сравнению с альтернативой пойти на ещё более непопулярные уступки перед МВФ.

Цена: ТС или продажа с дисконтом

Очевидно, что условия сделки по продаже части ГТС российской стороне будут определяться в процессе переговоров, и конечный вариант договора может включать множество сюрпризов. Однако, на основании уже задекларированных позиций двух стран, мы можем оценить ключевые переговорные моменты и очертить наиболее вероятный вариант соглашения.

Ключевым моментом потенциального договора является «цена вопроса». Если наше понимание ситуации верно и продажа ГТС действительно продиктована желанием обезопасить валютную стабильность на предвыборный период, тогда сумма сделки будет иметь ключевое значение для украинской стороны.

В нашем исследовании от 22 декабря 2011 года мы пришли к выводу, что 50% украинской ГТС могут быть оценены в USD 11 млрд. При этом, последняя озвученная через СМИ оценка половины ГТС колеблется в пределах USD 13-15 млрд.

Однако, данные оценки выглядят «оптимальными» для Украины, у которой переговорная позиция в данном вопросе намного слабее российской:

- Первый фактор, который будет играть против Украины – это насчитанные Газпромом штрафные санкции в размере USD 7 млрд. за недобр газа в 2012м году. Очевидно, российская сторона вряд ли рассчитывает получить компенсацию, однако это может стать весомым аргументом для снижения цены ГТС.
- Следующий момент, который будет давить на переговорную позицию Украины – это необходимость достаточно оперативного принятия решения по ГТС, в случае потери доступа Украины к внешним рынкам заимствований (являющимся ключевым фактором стабильности гривны на сегодня) на фоне приближения президентских выборов в Украине. Очевидно, острая необходимость показывать «стабильность» любой ценой в преддверии выборов открывает возможность для Москвы требовать значительный дисконт за «трубу».

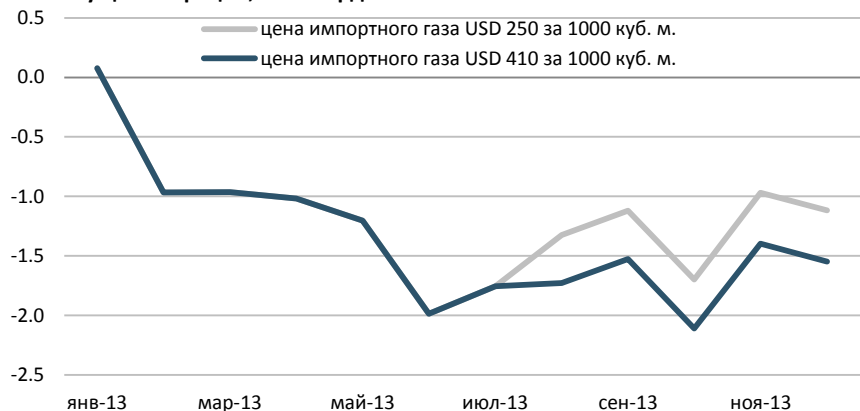
При слабой переговорной позиции и временных ограничениях, получение максимально возможной денежной выгоды от продажи ГТС (за нашими оценками USD 11 млрд. за 50% ГТС) представляется возможным только при условии дополнительных «бонусов» для России. Очевидно, что таким «бонусом» для Москвы является присоединение Украины к Таможенному Союзу.

Однако, на данном этапе мы такой вариант не рассматриваем как базовый, и придерживаемся мнения, что Украина получит выгоду от продажи части ГТС в размере от USD 7 - 9 млрд.

Вариант оплаты: деньги + скидка на газ

Наши оценки показывают, что украинской стороне будет интересно взять часть своей выгоды от продажи ГТС в виде одноразового трансферта, и часть выгоды реализовать через скидку на газ в течение двух-трех лет. Такая потребность обусловлена необходимостью получить незамедлительный эффект от реализации ГТС на приток валюты в страну. Эффект же от скидки на газ будет сильно растянут во времени. Однако сама скидка тоже важна для Украины, которая всё ещё не оставляет надежды договориться с МВФ о возобновлении кредитования. Факт предоставления скидки может стать важным аргументом для власти для обоснования нецелесообразности повышения тарифов на газ для населения, требуемых МВФ.

Счёт текущих операций, USD млрд.



Источник: НБУ, исследование Concorde Capital

Таким образом, мы считаем, что реализация потенциальной выгоды от продажи ГТС (USD 7-9 млрд.) будет осуществлена через:

- разовый платёж в сумме USD 3-5 млрд.
- скидку на российский газ в 2013 и 2014гг (ориентировочно, газ может импортироваться по цене USD 300 за 1000 куб. м.)

При снижении цены российского газа до USD 300 за 1000 куб. м. с осени 2013го года (по сравнению с текущей ценой в USD 410), товарный импорт Украины будет уменьшен на USD 1.4 млрд. до конца года, и ещё на USD 3.3 млрд. в 2014м году. В то же время, общий эффект на платёжный баланс будет несколько меньше, так как часть доходов от транзита газа через Украину будет принадлежать новому собственнику «трубы».

В 2012м году доходы Украины от транзита российского газа составили USD 2.9 млрд., и в случае продажи 50% «трубы» упущенная выгода страны от такого шага составит USD 1.45 млрд. в год (при сохранении текущего

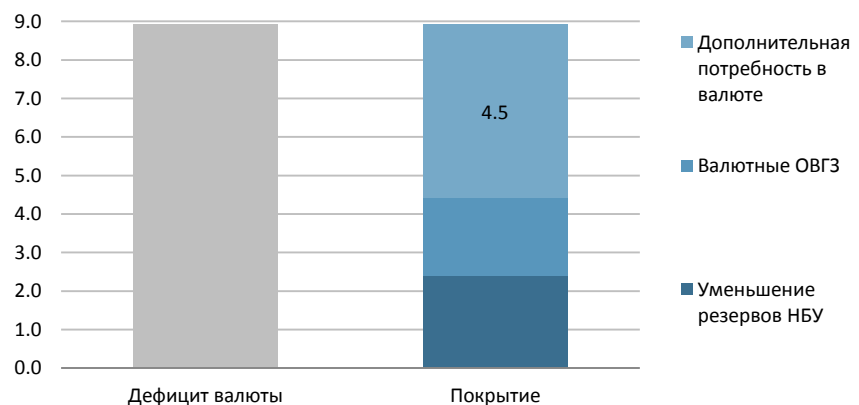
объёма транзита). Таким образом, при реализации выгоды через скидку, мы можем ожидать снижение дефицита счёта текущих операций на USD 0.8 млрд. от потенциального уровня в 2013м году и на USD 1.9 млрд. в 2014-м году.

Экономические последствия: среднесрочная поддержка валютной стабильности

Ключевым экономическим последствием продажи украинской ГТС является среднесрочное (ориентировочно до 2015го года) решение проблемы платёжного баланса и поддержка фиксированного обменного курса гривны.

Мы ожидаем, что основной ресурс от продажи будет направлен на балансирование валютного рынка в 2013-2014 годах. За нашими расчётами, для сохранения контроля над обменным курсом во втором полугодии 2013го года правительству нужно привлечь извне дополнительно USD 4-5 млрд. В случае проблем с размещением Евробондов во втором полугодии, продажа ГТС может закрыть этот дефицит. На 2014й год, снижение торгового дефицита на USD 1.9 млрд. не полностью покрывает ожидаемый дефицит валюты, однако при снижении цены на газ мы можем ожидать возобновление сотрудничества с МВФ и получение дополнительного стабилизационного кредита.

Покрытие дефицита валюты, июнь-декабрь 2013, USD млрд.



Источник: НБУ, исследование Concorde Capital

Однозначным негативом продажи «трубы» является снижение стимулов для иностранных компаний инвестировать в разработку сланцевого газа на территории Украины. Кроме вопроса о доступе независимых добывающих компаний к транспортировке газа (напомним, Россия не соглашается на равные права доступа к объектам энергетической инфраструктуры), станет острым вопрос эффективности инвестиций при резком снижении цены газа на внутреннем рынке. Однако, этот эффект будет иметь последствия уже после президентских выборов 2015го года. На данном этапе, для правительства он имеет второстепенное значение.

Политические последствия: высокие шансы Виктора Януковича на выборах 2015

Основным политическим последствием возможной продажи ГТС России является получение достаточного валютного ресурса для удержания стабильности гривны и демонстрации экономического процветания в преддверии президентских выборов. Также очень вероятно, что продажа ГТС откроет путь для подписания договора с МВФ без поднятия тарифов на газ и выполнения других болезненных требований Фонда. Другими словами, в случае продажи ГТС на выгодных условиях, очень высока вероятность роста политических рейтингов нынешней власти и, как следствие, сохранение за Виктором Януковичем поста президента до 2020-го года.

Ввиду этого, мы ожидаем решительных мер от оппозиции для блокирования снятия моратория на продажу ГТС. Пока что общественность на их стороне – по последним опросам Центра Разумкова, почти 60% украинцев не поддерживают идею продажи «трубы». Тем не менее, украинской власти «не привыкать» проводить относительно непопулярные меры, являющиеся, по их мнению, «меньшим из зол».

Контакты

CONCORDE CAPITAL

Мечникова 2, 16й этаж
 Бизнес центр Парус
 Киев 01601, Украина
 Тел.: +380 44 391 5577
 Факс: +380 44 391 5571
 www.concorde.ua
 Bloomberg: CONR <GO>

Генеральный директор

Игорь Мазепа

im@concorde.com.ua

ПРОДАЖИ

Андрей Герус
 Юрий Товстенко
 Максим Слободской
 Екатерина Шевченко

ga@concorde.com.ua
 ytovstenko@concorde.com.ua
 sm@concorde.com.ua
 ksh@concorde.com.ua

АНАЛИТИКА

Руководитель аналитического отдела

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

АПК, Электроэнергетика, Телеком

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

Машиностроение, Нефть и газ

Роман Дмитренко

rd@concorde.com.ua

Горно-металлургический комплекс

Роман Тополук

rt@concorde.com.ua

Макроэкономика

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

Политика

Зенон Завада

zzawada@concorde.com.ua

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

ЭТОТ ДОКУМЕНТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН ИК CONCORDE CAPITAL НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИЙ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРЕДМЕТАМИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ВСЕ ПОЗИЦИИ, ИЗЛОЖЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ В ОТНОШЕНИИ КАКОЙ-ЛИБО ЦЕННОЙ БУМАГИ ИЛИ ЭМИТЕНТА, ТОЧНО ОТРАЖАЮТ ЛИЧНЫЕ ВЗГЛЯДЫ ЭТОГО АНАЛИТИКА КАСАТЕЛЬНО ЛЮБОГО АНАЛИЗИРУЕМОГО ЭМИТЕНТА/ЦЕННОЙ БУМАГИ.

ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ИЛИ МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ЯВЛЯЮТСЯ СУЖДЕНИЕМ НА МОМЕНТ ПУБЛИКАЦИИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИИ, И ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ И МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ОТРАЖАЮТ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ТОЧКУ ЗРЕНИЯ АНАЛИТИКА. ПРИ ВСЕЙ ОСТОРОЖНОСТИ, СОБЛЮДАЕМОЙ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ТОЧНОСТИ ИЗЛОЖЕННЫХ ФАКТОВ, СПРАВЕДЛИВОСТИ И КОРРЕКТНОСТИ ПРЕДСТАВЛЕННЫХ РЕКОМЕНДАЦИЙ И МНЕНИЙ, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ УСТАНАВЛИВАЛИ ПОДЛИННОСТЬ СОДЕРЖАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА И, СООТВЕТСТВЕННО, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ НЕСУТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА СОДЕРЖАНИЕ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА, В СВЯЗИ С ЧЕМ ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, НЕ МОЖЕТ СЧИТАТЬСЯ ТОЧНОЙ, СПРАВЕДЛИВОЙ И ПОЛНОЙ.

НИ ОДНО ЛИЦО НЕ НЕСЕТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА КАКИЕ-ЛИБО ПОТЕРИ, ВОЗНИКШИЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ КАКОГО-ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА ИЛИ ЕГО СОДЕРЖАНИЯ, ЛИБО ВОЗНИКШИЕ В КАКОЙ-ЛИБО СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ОТЧЕТОМ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК И/ИЛИ СВЯЗАННЫЕ С НИМИ ЛИЦА МОГ ПРЕДПРИНЯТЬ ДЕЙСТВИЯ В СООТВЕТСТВИИ ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ИНФОРМАЦИЮ, СОДЕРЖАЩУЮСЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, А ТАКЖЕ РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЫ, НА ОСНОВАНИИ КОТОРЫХ СОСТАВЛЕН НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ, ДО ЕГО ПУБЛИКАЦИИ. ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ ЛЮБЫМ ЕГО ПОЛУЧАТЕЛЕМ ИЛИ ИНЫМ ЛИЦОМ В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОЦЕНКОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ, ЕЕ АКТИВОВ ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ, ПРЕДУСМОТРЕННЫХ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ УКРАИНЫ И ИНЫХ СТРАН СНГ В СФЕРЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО НИКАКАЯ ЧАСТЬ ПОЛУЧЕННОГО ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ НЕ БЫЛА, НЕ ЯВЛЯЕТСЯ И НЕ БУДЕТ СВЯЗАНА ПРЯМО ИЛИ КОСВЕННО С ОПРЕДЕЛЕННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (ЯМИ) ИЛИ МНЕНИЕМ (ЯМИ), ПРЕДСТАВЛЕННЫМИ В ДАННОМ ОТЧЕТЕ. ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ АНАЛИТИКАМ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УСЛУГ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВЫГОДЫ ИНВЕСТОРАМ, ЯВЛЯЮЩИМСЯ КЛИЕНТАМИ CONCORDECAPITAL, А ТАКЖЕ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ («ФИРМА»). КАК И ВСЕ СОТРУДНИКИ ФИРМЫ, АНАЛИТИКИ ПОЛУЧАЮТ ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ, КОТОРАЯ ВКЛЮЧАЕТ ВЫРУЧКУ ОТ ВЕДЕНИЯ ПРОЧИХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯМИ ФИРМЫ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК, АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ ЛИБО ИНЫЕ ЛИЦА ЯВЛЯЮТСЯ ИЛИ МОГУТ ЯВЛЯТЬСЯ ЧЛЕНАМИ ГРУППЫ АНДЕРРАЙТЕРОВ В ОТНОШЕНИИ ПРЕДЛАГАЕМЫХ К ПРОДАЖЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ИМЕЕТ ПРАВО В БУДУЩЕМ УЧАСТВОВАТЬ В ПУБЛИЧНОМ ВЫПУСКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ.