

Россия – ЕС – Украина: новый узел противоречий

Очередное обострение отношений между Москвой, Брюсселем и Киевом в газовой сфере имеет давнюю экономическую подоплёку¹

Андрей КОНОПЛЯНИК,
доктор экономических наук, советник генерального директора
ООО «Газпром экспорт», профессор;
Мария ЛАРИОНОВА,
магистрант
(кафедра «Международный нефтегазовый бизнес» РГУ нефти и газа
им. И. М. Губкина);
Екатерина ОРЛОВА,
старший эксперт сектора «Газовые рынки» Энергетического департамента Фонда
«Институт энергетики и финансов»

В 2009 г. страны ЕС «проснулись» в новом энергетическом мире. Кардинальные изменения произошли по четырём основным векторам: в экономике – как по линии спроса, так и предложения, в институциональной и политической сферах. Резкое изменение энергетической ситуации в зависящем от импорта энергоресурсов ЕС привело к «эффектам домино» и «эффектам матрицы» в рамках «Большой энергетической Европы». Она охватывает географическое пространство, покрытое стационарной инфраструктурой (трубопроводы, подземные хранилища, линии электропередачи), обеспечивающей функционирование цепочек энергоснабжения – от устья скважины за пределами ЕС до конечных потребителей внутри Евросоюза. То есть это пространство включает ориентированные на ЕС страны-производители, транзитные государства и, наконец, самих членов ЕС, представляющих собой рынки потребления. Каким образом отреагировали на эти изменения государства «Большой энергетической Европы», включённые в цепочки поставок российского газа в ЕС, а именно страны Евросоюза, Украина и Россия?

В первых трёх частях статьи («Нефть России», 2014, № 6, № 7–8, № 9) мы проанализировали реакцию на эти изменения государств ЕС и Украины. В данной, завершающей части мы анализируем реакцию России.

Россия: диверсификация для экспортера

Каковы новые риски, новые вызовы, новые ответные меры и «точки невозврата» для России?

О рисках **экспортных поставок** на Украину было сказано ранее². Во-первых, это неплатежи. Во-вторых, неисполнение Киевом своих контрактных обязательств (неполная выборка контрактных объёмов газа и намерение в дальнейшем заместить их реверсными поставками), что имеет негативные инвестиционные последствия для России (ухудшение окупаемости заблаговременно осуществлённых капиталовложений в добычу газа для обеспечения исполнения контрактных обязательств по поставкам в течение всего срока действия 10-летнего контракта). И всё это в условиях широкой антироссийской кампании нынешнего украинского руководства.

Транзитные риски (через территорию Украины) можно разделить на реальные (или прецедентные, то есть имевшие место в недавнем прошлом) и предполагаемые (ожидаемые в ближайшем будущем).

К реальным мы относим несанкционированный отбор транзитного газа Украиной (как минимум, два доказанных эпизода – в январе 2006-го и январе 2009 г.), который мог иметь следующие правовые последствия. В соответствии с контрактами на поставку российского газа в ЕС, ответственность за его доставку в пункты сдачи-приёмки, расположенные глубоко внутри ЕС, лежит на поставщике («Газпроме») вне зависимости от транзитных или иных проблем на пути до указанных пунктов³. Поэтому существует реальный риск судебных исков европейских покупателей к «Газпрому» в случае не(до)поставки газа, даже если их истинная причина будет связана с действиями третьей (транзитной) стороны.

Европейские покупатели не выдвигали таких исков «Газпрому» после январских событий 2006-го и 2009 г., но нет гарантий, что они не выдвинут их в случае очередного транзитного кризиса, ес-

¹ Статья подготовлена на базе презентаций А. Конопляника: Russia, Ukraine, the EU & the new pipelines in the new post-2009 gas world: a way towards new equilibrium. – Presentation at the Plenary Session of the Energy Transition Conference / University of Eastern Finland, Joensuu, Finland, 3 March 2014; Russia and the EU in search of new equilibrium within the new post-2009 gas world. – Presentation at the Conference "Europe at the crossroads – Future perspectives for sources of energy supply in Central and Western Europe" / Diplomatic Academy of Vienna, Wien, 12 March 2014; Russia and the EU: in search for new equilibrium in the new post-2009 European gas world? – Presentation at the Budapest Energy Club meeting, Budapest, Hungary, 27 March 2014; Россия – Украина – ЕС: современный узел противоречий в газовой сфере и его экономическая подоплёка. – Лекция в рамках 7-го модуля программы «МВА Газпром: правление нефтегазовой корпорацией в глобальной среде» / Высшая экономическая школа СПбГУ. Санкт-Петербург. 2014. 23 мая; Russia, Ukraine and the EU in the new Broader European gas world: what search for equilibrium? – Presentation at the "Russian Energy Forum London 2014: Finance & Investment". London, UK, 25 June 2014; Russia, EU, Ukraine, gas: whether real cooperation still possible? What prevents it today? / Выступление на «Экономическом конгрессе: Германия – Россия / Германия – Украина 2014 (сессия «Сотрудничество в сфере энергетики как гарант безопасности и сотрудничества в Европе»). Берлин. Германия 2014. 7 июля. (См.: www.konoplyanik.ru)

Исследование, материалы которого использованы при подготовке статьи «Россия – ЕС – Украина: новый узел противоречий», опубликованной в №№ 6–10 журнала «Нефть России», осуществляется при финансовой поддержке РГНФ в рамках проекта «Эволюция системы ценообразования на мировом энергетическом рынке: экономические последствия для России», проект № 14-02-00355а.

² См. предыдущую часть статьи в № 9.

ли таковой произойдёт нынешней зимой. Хочется надеяться, что его не случится. Однако Европейское объединение операторов ГТС (ENTSOG) по поручению Еврокомиссии провело стресс-тест, исходя из такой возможности. Причём оно моделировало ситуацию не только прерывания украинского транзита, но и полного прекращения (?) всех российских поставок газа на экспорт в Европу (результаты были доложены на очередном 26-м заседании Мадридского форума 15–16 октября нынешнего года⁴).

К **предполагаемым** мы относим риски, появившиеся в результате необратимых изменений, которые начали происходить и неизбежно будут продолжаться как следствие присоединения Украины к ДЭС. Отметим два ключевых, на наш взгляд. Это, во-первых, риск, связанный с грядущим разделением НАК «Нафтогаз Украины» и передачей прав оператора национальной ГТС сначала выделенной из её состава компании «Укртрансгаз»⁵, а затем и консорциуму иностранных (европейских и американских) компаний с её участием. То есть налицо риск фактических односторонних изменений (вплоть до «исчезновения» одной стороны) 10-летнего транзитного контракта до его завершения (украинское правительство и «Нафтогаз» активно требуют пересмотра данного соглашения).

Во-вторых, риск применения оператором ГТС Украины принципа «обязательного доступа третьих сторон» (ОДТС) к транзитным поставкам в рамках существующих и уже законтрактованных газотранспортных мощностей. В результате у грузоотправителя (в данном случае –



«Газпрома») появляется риск возникновения так называемого контрактного несоответствия – между контрактом на поставку газа в ЕС и обеспечивающим его транзитным контрактом.

ОБЪЕКТИВНЫЙ ХАРАКТЕР УКРАИНСКИХ РИСКОВ

Политическая риторика создаёт видимость, что транзитные проблемы – порождение исключительно политической неприязни нынешнего украинского руководства к России. Но транзитные риски, отнесённые нами к категории «предполагаемых», являются объективно обусловленными. Они вызваны необходимостью Киева выполнять обязательства по имплементации, в частности, положений Третьего Энергопакета ЕС в связи с членством Украины в ДЭС. Однако это означает, что надо не рубить сплеча (требуя немедленного пересмотра действующих договорённостей), а искать взаимоприемлемые развязки на «переходный период», то есть до истечения срока действия существующих контрактов. Но украинское руководство уже впрямую говорит, что Киев не может гарантировать бесперебойный транзит российского газа в Европу при действующем транзитном контракте. Об этом на заседании правительства 16 октября заявил премьер-министр А. Яценюк: *«Украина декларирует ещё раз, что мы – государство, которое гарантирует бесперебойный транзит природного газа. Но для того, чтобы этот транзит гарантировать нашим европейским партнёрам, нам необходимо подпи-*

*сать соглашение именно с европейскими компаниями»*⁶. Фактически это озвучивание «новой», желанной (по Яценюку и по вновь принятому украинскому Закону «О санкциях» против России⁷) схемы транзита российского газа в ЕС. Она предусматривает перенос пунктов сдачи-приёмки поставляемого в ЕС газа на российско-украинскую границу и обеспечение его дальнейшего транзита через территорию Украины нероссийскими компаниями. Для этого Украине действительно было бы *«необходимо подписать соглашение именно с европейскими компаниями»*.⁸

Итак, существуют риски нарушения положений транзитных поставок (имеющие ныне прецедентную основу), а также новые риски, связанные с призывами нынешнего украинского руководства и его односторонними действиями, нацеленными на смену существующей кон-

⁶ Forberussia.ru, 16.10.2014.

⁷ См. предыдущую часть статьи в № 9.

⁸ Но для этого, сначала, надо убедить Россию (страну-экспортера – суверенного «принципала», собственника экспортных природных ресурсов) и Газпром (его государственную компанию – уполномоченного «агента») по осуществлению экспортных операций с целью извлечения максимальной монетизируемой ресурсной ренты) перенести ВСЕ пункты сдачи-приёмки в российских контрактах на поставку газа в ЕС изнутри ЕС на российско-украинскую границу, то есть досрочно отказаться от действующей с 1968 г. схемы организации поставок сначала советского, а сейчас российского газа в ЕС, то есть переписать ВСЕ существующие контракты на поставку и контракты на транзит, фактически ликвидировав (закрыв) последние. Для любого человека, мало-мальски понимающего пусть даже не в газовом бизнесе, а в экономике в целом, должно быть понятно, что такое предложение, а тем более озвученное официальным лицом (премьером Правительства) на официальном заседании Правительства, это либо осознанное приглашение к рукотворному хаосу, либо фигура речи, заставляющая в очередной раз усомниться в понимании последствий предлагаемых этим лицом мер для всей «Большой Энергетической Европы».

³ Эта ситуация является результатом неоднократной пролонгации ранее заключённых контрактов в условиях передвижения на восток внешней границы ЕС, в результате чего после 2004 г. пункты сдачи-приёмки российского газа, расположенные на западных границах стран-членов СЭВ в первоначально заключаемых контрактах, оказались в глубине территории ЕС. При заключении первоначальных контрактов с западноевропейскими компаниями-покупателями расположение пунктов сдачи-приёмки обеспечивало советскому внешнеторговому объединению «Союзгазэкспорт» (и стоящим за его спиной хозяйственным, партийным и иным структурам СССР) возможность контроля и гарантий бесперебойности поставок газа в эти пункты (находящиеся за пределами СССР, но в пределах СЭВ). Но после распада СЭВ и СССР возможность прямого контроля оказалась утраченной. Возникли объективно обусловленные транзитные риски (риски транзитной транспортировки через территорию суверенных государств). Но ответственность за поставку в пункты сдачи-приёмки (в рамках контрактов на поставку), как и ранее, сохранилась за экспортёром.

⁴ См.: http://ec.europa.eu/energy/gas_electricity/gas/forum_gas_madrid_en.htm

⁵ Подал иск против «Газпрома» в Стокгольмский арбитраж, НАК «Нафтогаз» в первую очередь просит изменить и заместить недействительные, на его взгляд, положения контракта на транзит. В частности, речь идёт о передаче прав и обязанностей «Нафтогаза» по транзитному договору украинскому оператору газотранспортной системы, а именно ОАО «Укртрансгаз».

Модернизация ГТС vs ОБОДНЫЕ ТРУБОПРОВОДЫ

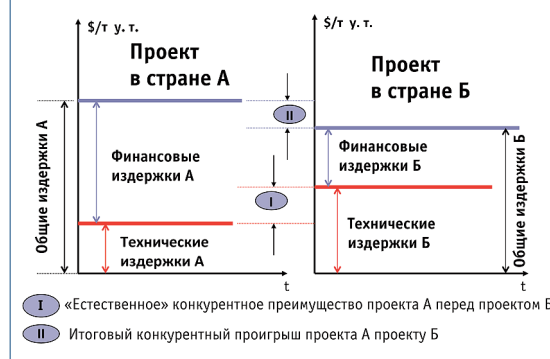
Возникает естественный вопрос: является ли строительство обходных российских трубопроводов политически или экономически мотивированным?

Западная (и украинская) пресса не устаёт повторять, что и «Северный поток», и «Южный поток» не имеют под собой никакой экономики, являются чисто политическими предприятиями, разорительными для России. Основная мотивировка при этом сводится к тому, что суммарная мощность даже действующих трубопроводов превышает объёмы stagnирующего европейского импортного спроса на российский газ. Зачем в этих условиях строить новые трубы, которые обойдутся гораздо дороже реконструкции действующей украинской ГТС?

Всё это было бы так, если бы не два «но».

Первое «но». Следует понимать, что в силу фактической смены российской экспортной концепции (транзитной парадигмы) речь идёт не о новых трубах для нового газа, а о новых трубах для перенаправления по ним на те же рынки существующих газовых потоков. Это является одним из элементов трёхэлементной матрицы, лежащей в основе понятия «международная энергетическая безопасность». В период работы одного из авторов в Секретариате Энергетической Хартии (СЭХ), в порядке подготовки к Саммиту «Группы восьми» (G-8) 2006 г. в Санкт-Петербурге, велась активная дискуссия на тему международной энергетической безопасности (данная тема была впервые внесена в повестку дня саммитов G-8). В её ходе шла речь о необходимости дополнить понятие «надёжность предложения» (security of supply), обеспечение которой является актуальным для стран-импортёров, понятием «надёжность спроса» (security of demand), которая нужна государствам-экспортёрам. В рамках этой дискуссии СЭХ предложил третий элемент – «надёжность доставки» (security of infrastructure/delivery), чтобы довести понятие «международная энергетическая безопасность» до всеобъемлющей триады. Это означало и означает: формирование альтернативных путей транспортировки энергоресурсов (в том числе от существующих поставщиков на существующие рынки) так же укрепляет международную энергетическую безопасность, как и диверсификация источников поставки, поставщиков, рынков (географических и товарных), потребителей...

Рис. 12. Инвестиционные проекты: роль технических и финансовых издержек в обеспечении конкурентного преимущества



Не все политики это признают. Так, тому же автору неоднократно приходилось вести очную и заочную полемику с Й. Фишером, бывшим министром иностранных дел ФРГ. Он не готов считать «надёжность доставки» (альтернативные пути доставки – alternative pipelines) элементом укрепления энергетической безопасности, ибо рассматривает последнюю лишь как «supply security», то есть учитывает лишь один элемент триады. Но это означает игнорирование интересов других – помимо потребителей – участников цепочки энергоснабжения (поставщиков и транзитёров). Похожей логики придерживается еврокомиссар по энергетике Г. Эттингер. По его мнению, «Южный поток» не является приоритетом Евросоюза. «Этот новый газопровод больше, чем другие. Но это не будет неким новым газом. "Южный поток" будет всё так же поставлять газ "Газпрому". Вместо Украины он пройдёт по Чёрному морю, чтобы достичь Европейского союза. Это неплохо, но чудом не станет», – заявил Г. Эттингер на пресс-конференции в Брюсселе¹⁰.

Однако такой подход совершенно не учитывает факта наличия транзитных рисков, которые оказывают своё негативное влияние на обеспечение надёжного предложения и спроса.

Второе «но». При проектном финансировании учитываются не только «технические», но и «финансовые» издержки (стоимость привлечения заёмных средств). При этом, как правило, в крупных инфраструктурных нефтегазовых проектах (предусматривающих освоение месторождений, строительство трубопроводов) на заёмные средства (долговое или «проектное» финансирова-

ние) приходится порядка 70% капиталовложений.

Поэтому проект с низкими техническими, но высокими финансовыми издержками, отражающими более высокие риски невозврата заёмных средств, может оказаться менее конкурентоспособным (по совокупному уровню издержек) по сравнению с проектом с более высокими техническими, но более низкими финансовыми издержками (см. рис. 12). На наш взгляд, ситуация с модернизацией ГТС Украины и строительством «Южного потока» может оказаться как раз тем самым случаем.

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ СТРАНЫ И КОМПАНИИ

Общепринято считать, что «технические» (прямые) затраты на модернизацию ГТС Украины намного меньше, чем такие же затраты на создание «Южного потока». Допустим. Но это справедливо, если не учитывать стоимости привлечения заёмных средств и рисков их невозврата для инвесторов обоих проектов.

Существует правило (закон) проектного финансирования: финансовый рейтинг проекта не может быть лучше рейтинга компаний, его осуществляющих, который, в свою очередь, не может быть лучше рейтинга «принимающей страны» (на территории которой строится объект). С этих позиций реализация на территории Украины с участием «Нафтогаза» инвестиционных проектов с привлечением заёмных средств резко ухудшает их конкурентоспособность.

Существуют три основных международных рейтинговых агентства: Moody's, Fitch и Standard & Poors (S&P). Общее правило таково: понижение рейтинга ведёт к ускоренному повышению ставки заимствования, особенно если заёмщик расположен в нижней части рейтинговой шкалы. В одном из номеров журнала Project Finance в своё время была приведена диаграмма, воспроизведённая нами на рис. 13. На ней виден прогрессирующий рост процентных ставок (LIBOR+) по мере снижения инвестиционных рейтингов принимающей страны-заёмщика. Различия сегодняшних уровней кредитных рейтингов России и Украины делало бы разрыв между ставками заимствования для этих двух государств, в соответствии с указанной диаграммой, трёхкратным (см. рис. 13).

¹⁰ Интерфакс, 16.10.2014 г.

Рис. 13. Россия и Украина на шкале основных международных рейтинговых агентств (долгосрочные кредитные рейтинги в иностранной валюте)

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch IBCA	Краткое описание	LIBOR→
Инвестиционные категории рейтингов	Aaa	AAA	AAA	Макс. степень безопасности	< 4,25%
	Aa1	AA+	AA+	Высокая степень надёжности	
	Aa2	AA	AA		
	Aa3	AA-	AA-	Степень надёжности выше средней	< 6%
	A1	A+	A+		
	A2	A	A		
	A3	A-	A-		
Baa1 (РФ: с 08.10.2008)	BBB+	BBB (РФ: с 04.02.09, отриц.прогноз с 21.03.14)	БВВ (РФ: с 08.12.08)	Степень надёжности ниже средней	< 6%
Baa2	BBB-	BBB-			
Baa3	BBB-	BBB-			
Спекулятивные категории рейтингов	Ba1	BB+	BB+	Неинвестиционная, спекулятивная степень	< 14%
	Ba2	BB	BB		
	Ba3	BB-	BB-		
	B1	B+	B+	Высокоинвестиционная степень	< 19%
	B2	B	B		
	B3	B-	B-		
	Caa	CCC+	CCC (Упр.: 21.02.14)	CCC (Упр.: 07/28.02.14)	Существенный риск, эмитент в тяжёлом положении
Caa2 (Упр.: 31.01.14)	CCC (Упр.: 21.02.14)	CCC (Упр.: 07/28.02.14)			
Ca	CCC-	CC	--	Сверхспекулятивная степень, возможен отказ от платежей	< 204%
Cb	C	--	--		
Cc	C-	--	--		
Для справки: LIBOR 1Y 19.03.2014: USD=0,56, GBP=0,90 14.03.2014: EUR=0,52	--	DD	DDD	Отказ от платежей	< 204%
	--	DD	DD		
	--	D	D		
	--	--	--		

Долгосрочный кредитный рейтинг Украины в иностранной валюте устойчиво падает с осени 2012-го (Moody's, S&P) – осени 2013 г. (Fitch) и находится сейчас на пред-дефолтном уровне в оценке всех трёх агентств: «Caa3» – Moody's и на ступень ниже («CCC») – Fitch и S&P¹¹ (см. рис. 14).

Ставка Лондонского межбанковского процента LIBOR на 1 год в долларах сейчас составляет порядка 0,5%, выровненная (по странам ОЭСР) ставка LIBOR+ для заёмщиков высшей категории надёжности – менее 2%, а для заёмщиков категории Caa3 (сегодняшний украинский рейтинг) – уже 8% (расчёт М. Ларионовой, по данным ОАО ИК «Еврофинансы»¹²). Это – базисные ставки для стран ОЭСР (для Украины будут заметно выше),

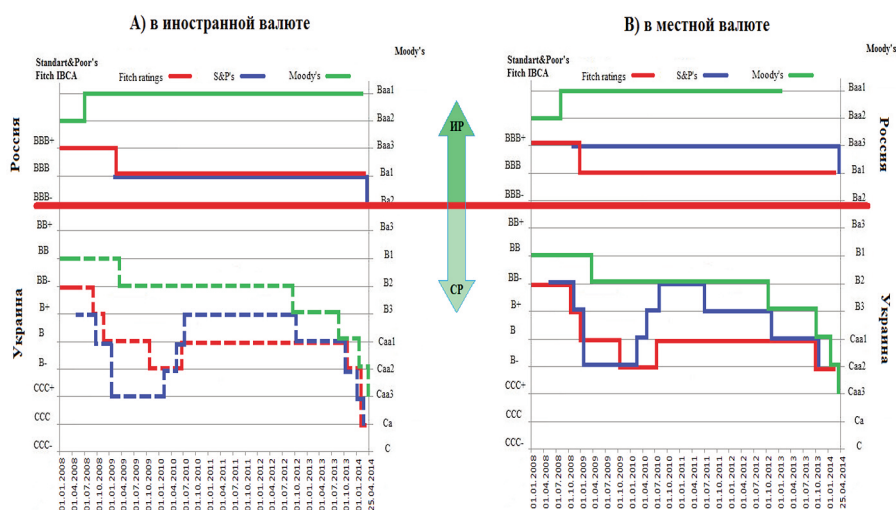
на которые накладываются риски компаний и самого проекта. Если наложить на кривые зависимости фактического LIBOR+ (в данном случае – по состоянию на конец мая 2014 г.) от уровня кредитного рейтинга для стран ОЭСР фактические страновые долгосрочные кредитные рейтинги РФ и Украины в иностранной валюте, то для РФ LIBOR+ составит 3–4%, а для Украины – уже 6,5–9,5%. То есть разрыв более чем вдвое (см. рис. 15).

С рейтингом «Нафтогаза» дело обстоит ещё хуже: обе рейтинговые компании, которые выставляли ему долгосрочный кредитный рейтинг, перестали его котировать – одна с начала 2010 г. (Moody's с уровня «B-»), вторая с начала 2012 г. (S&P с уровня «Caa2») (см. рис. 16). И непонятно, что будет с рейтингами компаний, образованных после разделения «Нафтогаза» в соответствии с требованиями европейского законодательства (например, «Укртрансгаз»). На кого из них и в какой мере перейдут его долги? Новая схема организации европейско-американско-украинского газотранспортного консорциума, конечно, даст возможность его европейским и американским участникам принять на себя риски и долги, перешедшие от «Нафтогаза». Но захотят ли они брать на себя эти обременения, ухудшающие их собственные финансовые показатели?

ИНДЕКС ВЕРОЯТНОСТИ СБОЯ ТРАНЗИТА

И совсем плохо обстоит дело с оценкой «проектного» риска для украинского транзитного проекта. Его мы оценили по разработанной совместно А. Конопляником и М. Ларионовой методике. Взяв за основу градацию кредитных рейтингов трёх указанных рейтинговых агентств, мы оценили по аналогии по 10-балльной шкале (10 – максимальный риск, 1 – минимальный) длинный ряд сообщений украинских информационных агентств (не российских или иных иностранных – чтобы избежать хотя бы отчасти подозре-

Рис. 14. Долгосрочный кредитный рейтинг России и Украины

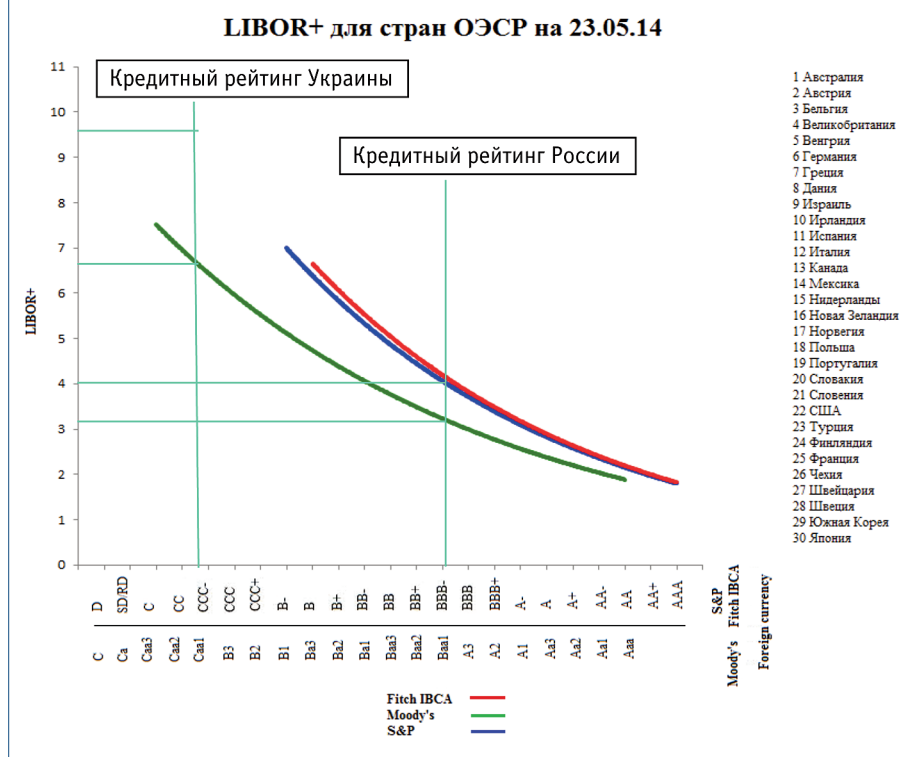


Рассчитано М. Ларионовой, магистрантом РГУ нефти и газа (программа 2013–2015 гг.), кафедра «Международный нефтегазовый бизнес», по данным рейтинговых агентств

¹¹ Источники кредитных рейтингов: www.moody.com, www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com, http://countryeconomy.com/ratings/

¹² Значения LIBOR+: значения ставки первичного размещения государственных десятилетних облигаций, полученные на терминале Bloomberg (были собраны все имеющиеся данные по значениям государственных десятилетних облигаций для 34 стран ОЭСР, нет данных по Люксембургу и Эстонии) в период с 2.01.1962 г. по 26.05.2014 г.; для анализа зависимости между кредитным рейтингом страны и ставкой LIBOR+ были собраны значения LIBOR+ на 23.05.2014 г. для 30 стран ОЭСР (без Люксембурга, Эстонии – нет данных; Исландии, Чили – мало данных) и их долгосрочные кредитные рейтинги в иностранной валюте в этот период. Далее была построена зависимость и получена линия тренда, имеющая экспоненциальное приближение. (Авторы выражают свою благодарность А. О. Андрющенко, ведущему аналитику ОАО ИК «Еврофинансы», за помощь на данном этапе работы).

Рис. 15. LIBOR+ для стран ОЭСР на 23 мая 2014 г.



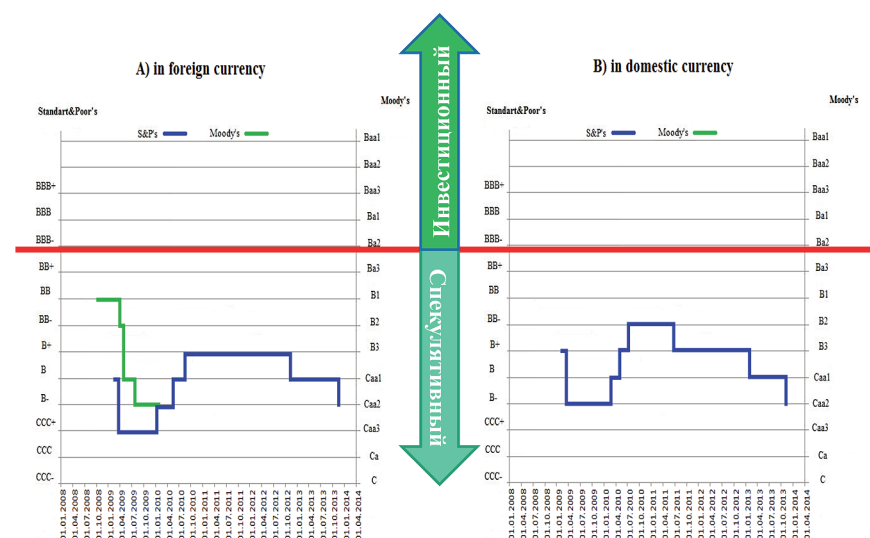
При этом интерес иностранной прессы к событиям/информационным поводам, которые могут оказывать влияние на бесперебойность транзита, после февральского переворота в стране является более высоким, чем в самой Украине. При переходе к другому (российскому) информационному источнику (для сравнения) и оценке его информационного ряда за период с 28.02.2014 г. по 10.10.2014 г. мы получили (по данным <http://km.ru/>) 640 дополнительных сообщений (против 221 за тот же период у <http://newsukraine.com.ua/>), которые отразили до дополнительных 90 групп новостей (против дополнительных 80 групп при обращении к украинским электронным СМИ). Такой разрыв информационных сообщений при незначительной разнице в числе групп новостей вполне объясним: для российской стороны проблема надёжности и бесперебойности транзита является, по-видимому, более значимой, чем для наших украинских друзей, контролируемых электронные СМИ, к которым мы обращались в ходе анализа. Поэтому в российских электронных СМИ плот-

ний в возможной предвзятости информационного ряда). Анализировались те сообщения, которые будут влиять на оценку риска невозврата вложенных средств в модернизацию украинской ГТС (вследствие вероятности прерывания транзита), проводимую аналитиками финансовых институтов для целей проектного финансирования.

Для составления индекса мы оценили 590 сообщений, относящихся к газовым отношениям России и Украины за период с 30.12.2008 г. по 13.10.2014 г. Эти сообщения взяты с ленты <http://newsukraine.com.ua>. Они были обобщены (до 160 групп новостей) и отранжированы по степени их ожидаемого воздействия (в случае реализации) на бесперебойность транзита российского газа в ЕС через Украину (см. рис. 17).

Следует отметить, что плотность информационного ряда, взятого из одного источника, резко возросла в 2014 г. Рассчитывая этот индекс за период с 30.12.2008 г. по 18.03.2014 г. (21 квартал)¹³, мы оценили 369 сообщений и об-

Рис. 16. НАК «Нафтогаз Украины»: долгосрочный кредитный рейтинг



Рассчитано М. Ларионовой, магистрантом РГУ нефти и газа (программа 2013–2015 гг.), кафедры «Международный нефтегазовый бизнес», по данным рейтинговых агентств.

общили их до 80 групп новостей, учтённых в рейтинге. Продление периода оценки ещё на два квартала (менее 10% к первоначальному периоду) дало 221 дополнительное сообщение (590 – 369 = 221), или 37% к их первоначальному числу. А число обобщений выросло вдвое: с 80 до 160 групп новостей.

ность потока сообщений оказалось приблизительно втрое более интенсивной при примерно одинаковом количестве групп новостей.

Нас, конечно, при желании можно обвинить в предвзятости. Но, как видно из данных рис. 17, наш «индекс вероятности нарушения бесперебойности

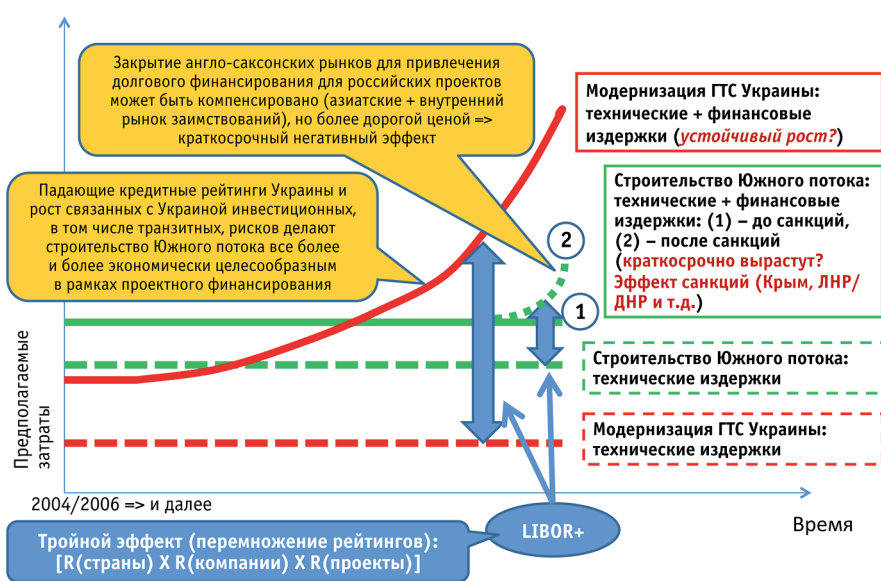
¹³ См.: Konoplyanik A., Orlova E., Larionova M. What is the Future of Russian Gas Strategy for Europe after the Crimea? //Oil, Gas, Energy Law Intelligence (OGEL), June 2014 (Provisional issue); Конопляник А. Современные газовые войны. Экономическая подоплека нарастания разногласий в поставках «голубого топлива» // Независимая газета. НГ-Энергия. 2014. 9 сентября. С. 9, 12–13.

Рис. 17. Украина: индекс вероятности нарушения бесперебойности транзита



Рассчитано М. Ларионовой, магистрантом РГУ нефти и газа им. И. М. Губкина (программа 2013–2015 гг.), кафедры «Международный нефтегазовый бизнес», по данным новостной ленты <http://newsukraine.com.ua/> по разработанной совместно с А. Коноплянником методике на основе методологии расчёта кредитных рейтингов международными рейтинговыми агентствами.

Рис. 18. Строительство «Южного потока» и модернизация ГТС Украины: иллюстративный пример сравнения технических и финансовых издержек в рамках проектного финансирования до и после санкций США, ЕС и других государств против России



транзита» находится на максимальном уровне.

Южный поток, ГТС Украины и финансовые издержки

Таким образом, падающие кредитные рейтинги Украины и «Нафтогаза» и рост связанных с Украиной инвестиционных рисков делают строительство трубопроводной системы «Южный поток» всё более и более экономически целесообраз-

ным в рамках проектного финансирования (см. рис. 18).

Конечно, введённые против РФ санкции западных стран привели к фактическому закрытию для российских долгосрочных заёмщиков финансовых рынков англосаксонской группы стран, откуда приходило основное заёмное финансирование. Однако, на наш взгляд, это может быть компенсировано за счёт азиатских заимствований и заимствований

на внутреннем рынке. Но цена, конечно, будет дороже. То есть это окажет краткосрочный негативный эффект на улучшавшуюся в пользу «Южного потока» сравнительную конкурентоспособность двух проектов, если мерить её в терминах проектного финансирования (см. рис. 18).

«Газпром» продолжает оценивать влияние санкций США и Евросоюза, введённых 12 сентября. Но, как говорится в отчёте концерна за I полугодие 2014 г. по МСФО, они не окажут «существенного влияния на финансовое положение или результаты деятельности группы». «Газпром» имеет возможность и продолжает занимать. Хотя ставки, по мнению финансовых аналитиков, выросли, в том числе из-за негативной внешней конъюнктуры (снижающиеся цены на нефть, слабый рубль, высокие политические риски и санкции, которые заставляют иностранцев выходить из российских бумаг), а также из-за отсутствия возможности кредитоваться на традиционных для компаний внешних рынках. «Газпром», привыкший занимать на Западе, ищет ему альтернативу и рассматривает возможность заимствований в Китае, договариваясь о выпуске облигаций в юанях с китайским ICBC.¹⁴ То есть кризис финансирования «Южного потока» компании, по-видимому, не грозит.

Возникает вопрос: что мешает созданию и, главное, последующей эксплуатации «Южного потока»? И что нужно сделать, чтобы он не повторил печального опыта трубопровода OPAL, когда труба построена, но не может эксплуатироваться на полную мощность (и окупать сделанные инвестиции как в сам OPAL, так и в недозагруженный поэтому «Северный поток») из-за административных и/или регулятивных ограничений ЕС? На наш взгляд, если оставить в стороне сегодняшние политические разногласия между Россией и ЕС (Еврокомиссия, среди прочего, увязывает российско-европейские вопросы по «Южному потоку» в пакет с российско-украинскими газовыми проблемами), то взаимоприемлемое для Москвы и Брюсселя экономико-правовое решение этой проблемы существует. По крайней мере, пока не подошёл момент начала эксплуатации данной трубопроводной системы. Но это — тема для самостоятельной статьи.

¹⁴ Дзячко Т. «Газпрому» санкции не помеха. 15.10.2014. <http://rbcdaily.ru/industry/56294992650092>