

| ФОНДОВЫЕ РЫНКИ | | | ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ | | | ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ | | |
|----------------|---------|-------|--------------------------------|---------|-------|----------------------|--------|-------|
| S&P 500 | 3329,62 | ↑1,3% | S&P Global Infrastructure | 2854,92 | ↑1,8% | S&P Green Bond Index | 142,15 | ↑0,1% |
| MSCI EM | 1145,68 | ↑0,1% | S&P EM Infrastructure | 2313,36 | ↑0,9% | | | |
| MSCI Russia | 856,75 | ↑1,2% | S&P High Income Infrastructure | 1406,61 | ↑2,1% | | | |

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (20 января 2020 года). Данные о динамике индекса за последнюю неделю (с 13 по 20 января 2020 года).

Источник: S&P Global, MSCI

Екатерина Якунина
yakunina@infraone.ru

Алексей Жундриков
zhundrikov@infraone.ru

Weekly #2 2020

Инвестиции в инфраструктуру: забалансовые обязательства по ГЧП в России и зарубежный опыт

Тему забалансовых обязательств государства, причин их возникновения и объемов выплат активно обсуждают в российском правительстве последние несколько месяцев. Впрочем, дискуссия об обязательствах, не отражающихся в структуре госдолга, идет в основном в отношении инвестиций в инфраструктуру.

Из мирового опыта сработавших забалансовых обязательств следует, что для ГЧП и концессий выплаты по ним возникают гораздо реже и в заметно меньшем объеме, чем, например, при экстренной помощи финансовому сектору или госпредприятиям.

Каков объем подобных обязательств на российском рынке инвестиций в инфраструктуру, и насколько они рискованны для экономики?

Где появляются забалансовые обязательства?

Согласно исследованиям Международного валютного фонда (МВФ), забалансовые обязательства государства могут быть поделены на семь основных категорий:

- обязательства, возникающие в финансовом секторе;
- экстренная помощь госпредприятиям;
- экстренная помощь региональным властям;
- расходы на ликвидацию природных катаклизмов;
- поддержка стратегически важных частных предприятий в нефинансовом секторе;
- обязательства по исполнению юридических требований;
- ГЧП- или концессионные обязательства.

«Забаланс» и российский рынок концессий.

Забалансовые обязательства возникают у государств во многих случаях (см. вынос). Они не отражаются в структуре государственного долга и превращаются в реальные выплаты далеко не всегда. Публичный учет таких обязательств ведут лишь около 13% стран, но и они не всегда собирают и раскрывают полную информацию. В большинстве стран ведут управленческий учет «забаланса», это связано в основном с тем, что международные финансовые институты могут учесть эти показатели в составе госдолга, если те есть в открытом доступе, а также со сложностью сбора такой статистики и формирования дальнейших оценок на ее основе. Первое может быть довольно чувствительно: например, сказаться на международном кредитном рейтинге страны и ее возможности наращивать долг.

«Забаланс» состоит из прямых обязательств, которые предполагают расходы бюджета в заранее определенном объеме, и условных, которые зависят от срабатывания рисков в проектах.

Три сценария развития сделаны для рынка концессионных соглашений, заключенных в рамках 115-ФЗ и с объемом инвестиций более 100 млн руб. Объем рынка ГЧП-соглашений составляет пока менее 10% концессионного и вряд ли заметно вырастет в ближайшие годы. Прогнозы не учитывают возможность запуска ранее обсуждавшихся и требующих дополнительного согласования сверхкрупных проектов.

Впрочем, 100%-й учет забалансовых обязательств на балансе избыточен: только прямые долги в их составе подлежат выплате в полном объеме, а необходимость выплат по условным может никогда не наступить или произойти лишь частично. Так, по данным Международного валютного фонда, на рынке ГЧП в мире заметные для экономики страны убытки случаются не чаще одного раза в 11 лет, а средний объем выплат по ним не превышает 1,2% ВВП, или лишь 0,1% ВВП ежегодно (подробнее см. «Доля ГЧП в «забалансе»: мировой опыт»).

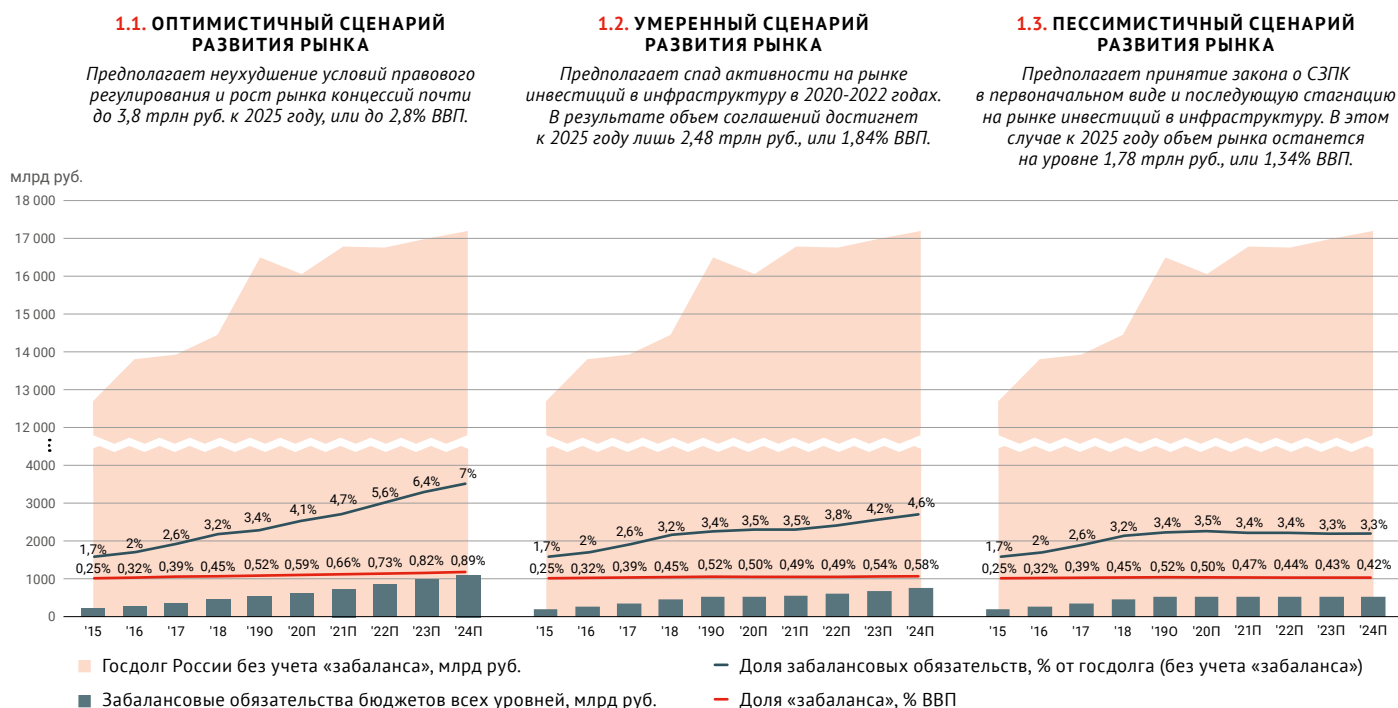
В России забалансовые обязательства бюджетов всех уровней, касающиеся ГЧП и концессий, по итогам 2019 года, по нашей оценке, достигли порядка 560 млрд руб. Это 3,4% госдолга, или 0,5% ВВП.

Впрочем, обязательства, которые принимает на себя государство, заключая концессии и ГЧП, в большинстве случаев выходят за бюджетный цикл и далеко не всегда срабатывают. В реальности в случае срабатывания рисков сумма выплат по условным обязательствам будет в разы меньше и вряд ли превысит 55 млрд руб. Этот расчет основан на данных МВФ о срабатывании рисков по «забалансу» в пяти странах по отношению к их ВВП.

По оптимистичному сценарию (см. рисунок 1.1) российский рынок концессий и ГЧП может вырасти с 1,6% ВВП в 2019 году до 2,8% в 2024 году. К этому времени объем забалансовых обязательств государства, вероятно, не превысит 1% ВВП (1,2 трлн руб.), а объем экстренных выплат на практике может быть даже ниже 0,05% ВВП (около 68 млрд руб.).

В случае реализации умеренного сценария (см. рисунок 1.2) развития концессионного рынка забалансовые обязательства государства по таким соглашениям вырастут лишь до 0,58% ВВП, или 4,6% госдолга (или порядка 785 млрд руб.). Этот сценарий предполагает «просадку» рынка в 2020-2022 годах вследствие неопределенности с законопроектом о СЗПК и существенную корректировку последнего, после чего проекты появятся (в этом сценарии не учтено вероятное подписание сверхкрупных концессий).

Рисунок 1. Динамика госдолга и прогноз роста забалансовых обязательств по концессионным и ГЧП-соглашениям в России, 2015-2024 годы



Источник: данные Минфина, анализ, расчеты и прогноз InfraONE Research

Если в следующие четыре года рынок концессионных и ГЧП-проектов не будет расти из-за принятия законопроекта о СЗПК в нынешнем виде (*пессимистичный сценарий*, см. рисунок 1.3), то забалансовые обязательства федеральных и региональных властей, по нашей оценке, составят не более 530-570 млрд руб., или около 0,4% ВВП.

Пока уровень «забаланса» в России невысок, что дает возможность наращивать обязательства государства для реализации инфраструктурных проектов. Впрочем, уже сейчас можно выработать грамотную политику в отношении внутреннего учета таких обязательств.

Доля ГЧП в «забалансе»: мировой опыт. После кризисов в 2008-2015 годах государственный долг в мире, по данным Международного валютного фонда (МВФ), вырос на 25%. Как минимум четверть этого роста была связана с реализацией условных обязательств правительств в отношении частного сектора.

Вероятность того, что в определенной стране в конкретном году такие обязательства сработают, составляет в среднем 9%, то есть такое событие случается не чаще одного раза в 11 лет, согласно исследованию МВФ «Стоимость условных обязательств» (The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset, 2016). При этом объем сработавших обязательств может достигать около 6% ВВП. Впрочем, среднее значение почти в три раза меньше – 2,3% ВВП. Эти оценки фонд сделал на основе анализа 174 случаев срабатывания скрытых обязательств, произошедших в 1990-2014 годах: все они фигурировали в отчетах МВФ и повлияли на экономику соответствующих государств. В выборку вошли 80 стран: 34 развитых и 46 развивающихся.

На непредвиденные выплаты по обязательствам государства по ГЧП- и концессионным проектам приходится лишь 3% случаев выплат по «забалансу». Из исследованных 174 «срабатываний» лишь пять относились к обязательствам по ГЧП- и концессионным проектам и по ним потребовались выплаты. Объем последних составил в среднем 1,2% ВВП, а максимальный объем – 2% ВВП.

Намного чаще – в 82% случаях – государству приходилось поддерживать финансовый сектор, госпредприятия и финансировать ликвидацию последствий природных катаклизмов. Еще в 15% случаев власти помогли региональным правительствам, частным компаниям нефинансового сектора и оплачивали юридические требования. Расходы по всем этим обязательствам в среднем обходились странам заметно дороже, чем по обязательствам в концессиях и ГЧП (см. таблицу 1). Например, по самому частому риску – поддержке финансового сектора – объем выплат в среднем составлял 9,7% ВВП, а максимальный достиг 56,8% ВВП.

Таблица 1. Последствия срабатывания забалансовых обязательств в мире в зависимости от вида в 1990-2014 годах

| Тип забалансового обязательства | Количество случаев, когда обязательства сработали | Средняя стоимость последствий для бюджета (% ВВП) | Максимальная стоимость последствий для бюджета (% ВВП) |
|---|---|---|--|
| Поддержка финансового сектора | 82 | 9,7 | 56,8 |
| Исполнение юридических требований | 9 | 7,9 | 15,3 |
| Помощь региональным властям | 9 | 3,7 | 12 |
| Поддержка госпредприятий | 31 | 3 | 15,1 |
| Расходы на ликвидацию последствий природных катаклизмов | 29 | 1,6 | 6 |
| Поддержка частных предприятий нефинансового сектора | 6 | 1,7 | 4,5 |
| Обязательства по ГЧП/концессиям | 5 | 1,2 | 2 |
| Прочее | 3 | 1,4 | 2,5 |
| Всего | 174 | | |

Источник: исследование МВФ «Стоимость условных обязательств» (The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset, 2016)

Таблица 2. Объемы срабатывания забалансовых обязательств по концессионным и ГЧП-проектам

| Страна | Период | Объем сработавших забалансовых обязательств для бюджета, % ВВП | Объем рынка ГЧП на момент срабатывания обязательств, % ВВП | Проекты, по которым были выплаты | ВВП на последний год в указанном периоде, млрд долл. (текущие цены) |
|----------------|-----------|--|--|---|---|
| Мексика | 1997 | 1,6% | Н/д | По проектам платных дорог | 500,4 |
| Венгрия | 2005 | 1,5% | Н/д | По одному проекту: трасса М1/М15 | 113 |
| Колумбия | 1995-2004 | 2% | Н/д | В отношении контрактов в энергетике, телекоме и платных дорогах | 117,1 |
| Португалия | 2009-2011 | 0,6% | 12% | Почти весь рынок ГЧП страны | 244,8 |
| Великобритания | 2008-2010 | 0,2% | Н/д | В отношении проекта лондонского метро | 2475 |
| Для сравнения | | | | | |
| Россия | 2005-2019 | – | – | 1,7%* | 1675** |

* Оценка InfraONE Research на начало 2020 года.

** Оценка InfraONE Research по данным федерального бюджета на 2019-2021 годы переведены по средневзвешенному курсу доллара США за 2019 год.

Источник: исследование МВФ «Стоимость условных обязательств» (The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset, 2016), World Bank, федеральный бюджет на 2019-2021 годы, анализ и оценка InfraONE Research

Зарубежный опыт срабатывания рисков по «забалансу». Согласно исследованию МВФ, срабатывание рисков по разным типам обязательств (поддержке госкомпаний, местных властей, экстренной помощи системообразующим предприятиям, а также по концессиям и ГЧП) в большинстве случаев взаимосвязано, что в итоге наносит куда более серьезный урон бюджету государства. Но обязательства по ГЧП и концессиям, как правило, стоят в конце цепочки и сами по себе не могут спровоцировать кризис в экономике.

Последнее хорошо демонстрирует пример **Португалии**. Эта страна столкнулась с наиболее широким набором проблем из-за срабатывания забалансовых обязательств в 2003-2015 годах (см. рисунок 2).

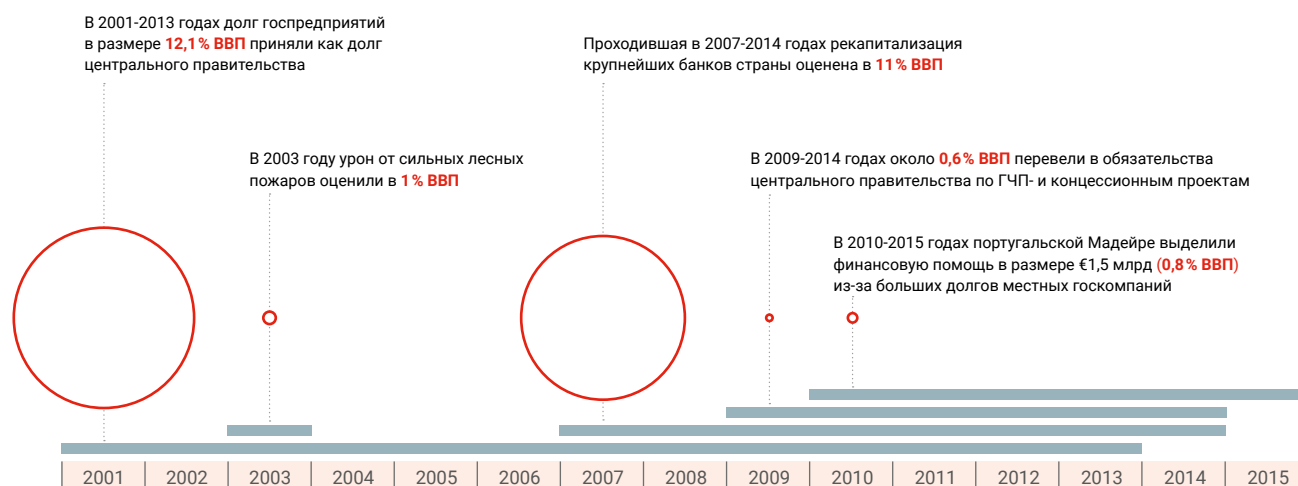
Долг центрального правительства в Португалии вырос с 76% ВВП в 2009 году до 130% ВВП в 2014 году. Половина этого роста стала результатом бюджетного дефицита. Другая половина – итогом реклассификации предприятий, которые ранее центральное правительство не учитывало в своих отчетах (главным образом государственных железнодорожных и транспортных компаний), расходов на поддержку финансовых институтов, а также срабатывания обязательств по ГЧП. Причем объем выплат на поддержку госпредприятий и финансовых институтов превысил 23% ВВП менее чем за 10 лет, а по ГЧП составил лишь 0,6% ВВП.

Португалия к 2011 году лидировала среди европейских стран по доле инвестиций в ГЧП- и концессионные проекты, достигавшей почти 12% ВВП страны. Пик нагрузки на бюджет со стороны таких проектов должен был прийти на 2014-2016 годы, а платежи длиться до 2040 года. Причем к тому времени экономика уже была «расшатана» проблемами госпредприятий и банков.

Растущая долговая нагрузка на государственный бюджет привела страну к кризису, как следствие, проблемы начались и с ГЧП-проектами. За 2008-2011 годы объем расходов на ГЧП/концессии увеличился в четыре раза и достиг 1% ВВП ежегодно.

Европейская «тройка» (Европейская комиссия, Европейский центральный банк и Мировой валютный фонд) выдала в 2011 году Португалии финансовую помощь на определенных условиях: власти должны были переоценить существующие государственные обязательства, урегулировать их бюджетирование, в том числе по ГЧП-соглашениям и упорядочить заключение последних.

Рисунок 2. Как и когда «сработали» забалансовые обязательства в Португалии



Источник: исследование МВФ «Стоимость условных обязательств» (The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset, 2016)

Тем не менее, даже в условиях кризиса проекты были «поставлены на баланс» не по полной стоимости, переоценка обязательств по основным транспортным проектам помогла сэкономить более €6,6 млрд на протяжении всего срока действия соглашений. Только в 2014 году экономия от переоценки составила €250 млн.

В 2013 году Португалия опубликовала данные о количественных показателях забалансовых обязательств, включающих гарантии правительства перед финансовым сектором и нефинансовыми госкомпаниями; долговые и финансовые показатели местных госкомпаний; будущие чистые требования по ГЧП/концессиям (безусловные обязательства, без учета штрафов, форс-мажоров и прочего); требования по незавершенным судебным процессам.

Пример Португалии, когда реализовались сразу несколько рисков выплат по забалансовым обязательствам, скорее является исключением, чем правилом. Кризис в банковском секторе и долги госпредприятий, ослабили экономику, что повлияло и на устойчивость ГЧП-проектов. В других странах, в особенности в отношении концессий и ГЧП, происходили единичные срабатывания таких рисков.

В Венгрии в сентябре 1993 года была создана первая компания-концессионер Епка, которая подписала соглашение на 35 лет по финансированию, строительству и эксплуатации автодорог М1 и М15. После открытия дороги М1 пользователи посчитали плату высокой, и ожидаемого уровня трафика достигнуть не удалось. Правительство страны решило не поддерживать концессию, саму дорогу в 1999 году национализировали, долг концессионера перевели в суверенный, а компания, реализовывавшая проект, была заменена государственной NyuMA.

Государство оплачивало дальнейшую стройку и второй дороги (М15, затраты выросли на €500 млн), хотя стало понятно, что она будет также неприбыльной из-за ошибки в прогнозировании трафика. В сентябре 2005 года Евростат определил, что перевод существующей дороги и наполовину завершенной второй дороги не может не учитываться в бюджете, что увеличило дефицит страны на 1,5% ВВП.

Риск для экономики России от «забаланса» в концессиях и ГЧП

Из зарубежного опыта и особенностей российского рынка инвестиций в инфраструктуру следует, что:

- Основные проблемы с выплатой по забалансовым обязательствам в ГЧП чаще возникали в странах с небольшой экономикой и крупными относительно нее проектами.
- Более серьезную угрозу для экономической устойчивости несут забалансовые обязательства, возникающие при экстренной помощи государственным компаниям или системообразующим финансовым организациям. На поддержку финансового сектора, в соответствии со статистикой МВФ, может потребоваться порядка 0,88% ВВП в год. В случае с ГЧП потенциальный риск для бюджета по «забалансу» составляет менее 0,1% ВВП ежегодно.
- В России забалансовые обязательства бюджетов всех уровней, касающиеся ГЧП и концессий, по итогам 2019 года, по нашей оценке, достигли порядка 560 млрд руб. или 0,5% ВВП. В реальности в случае срабатывания рисков сумма выплат по условным обязательствам, вероятно, будет в разы меньше и вряд ли превысит 55 млрд руб., если опираться на статистику МВФ.
- Массовые дефолты по ГЧП-проектам, согласно мировой статистике, не происходят сами по себе, а обычно являются следствием масштабного кризиса в экономике страны. Причем в мире зафиксировано лишь два случая – в Португалии и Колумбии, в остальных странах проблемы возникали в отдельных проектах.
- Даже если за основу расчетов взять выплаты в Колумбии, которые были максимальными относительно других известных примеров срабатывания забалансовых обязательств и масштабов местной экономики, то нагрузка на бюджет составит не более 0,2% ВВП, или около 10% от объемов отечественного концессионного рынка.
- В России рынок концессий и ГЧП как минимум в ближайшие пять лет будет далек от объемов, представляющих проблему для экономики: его размер не превышает 2% ВВП (для сравнения, в Португалии на момент кризиса он составлял 12% ВВП). Размер каждого из двух самых крупных российских проектов в сфере концессий и ГЧП составляет менее 0,2% ВВП (предусмотренные в них госвложения еще меньше), то есть единичные дефолты по проектам не повлияют на экономику страны, а риск массовых дефолтов низок.

Оговорка

Обзор подготовлен InfraONE Research, аналитическим подразделением инвестиционной компании InfraONE, и публикуется в целях информирования участников рынка и других заинтересованных лиц о наиболее актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций.

Приведенные выводы, экспертные оценки и прогнозы, если не указано иное, отражают позицию аналитиков InfraONE Research, а не профильных подразделений компании, не претендуют на полноту анализа той или иной отрасли, проекта или финансового инструмента и актуальны по состоянию на дату публикации.

Авторы не несут ответственность за точность и актуальность данных, оценок и прогнозов. Обзор не может служить основанием для принятия каких-либо инвестиционных решений, не является рекламой или офертой, а публикуется исключительно в информационных целях.

Об InfraONE

Инвестиционная компания InfraONE («Первая инфраструктурная компания») специализируется на прямых инвестициях в инфраструктуру. Компания в своих интересах или интересах третьих лиц осуществляет организацию проектов и сделок, управление ими, финансирование проектов, а также предоставляет сервис инвестиционного консультирования, аналитической поддержки и продвижения проектов.

В первую очередь, интерес для InfraONE представляют инвестиции в проекты, структурированные через ГЧП, концессии, проектное финансирование. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

Об InfraONE Research

InfraONE Research – исследовательская группа инвестиционной компании InfraONE. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных отраслях инфраструктуры. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Аналитические материалы InfraONE Research распространяются на ключевых деловых форумах страны – Петербургском международном экономическом форуме, Российском инвестиционном форуме, на «Транспортной неделе», «Российской неделе ГЧП» и других.

Подписаться на аналитические отчеты InfraONE Research можно на сайте infraone.ru