

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	4226,52	↑1,5%	S&P Global Infrastructure	2736,68	↑0,9%	S&P Green Bond Index	155,88	↑0,9%
MSCI EM	1380,59	↑5,3%	S&P EM Infrastructure	1826,87	↑3,8%			
MSCI Russia	782,4	↑6,8%	S&P Asia Infrastructure Index	1799,43	↑0,03%			

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (7 июня 2021 года). Данные о динамике индекса за период с 17 мая до 7 июня 2021 года.

Источник: S&P Global, MSCI

Алексей Жундриков
zhundrikov@infraone.ru

Екатерина Якунина
yakunina@infraone.ru

Weekly #10 2021

Инвестиции в инфраструктуру: какие проекты претендуют на средства ФНБ и поможет ли фонд отрасли?

Несмотря на падение нефтяных цен, приостановившее на некоторое время поступление дополнительных нефтегазовых доходов в бюджет, объем Фонда национального благосостояния в 2020 году рекордно вырос. На это повлияли курсовая разница и приобретение правительством ценных бумаг Сбербанка почти на минимуме их цены в течение года. Ликвидная часть фонда в том же 2020-м «пробила» планку в 7% ВВП, после которой возможно инвестирование в инфраструктурные проекты.

Какие отраслевые инициативы претендуют в 2021 году на средства фонда? Насколько значимым будет эффект от вложений ФНБ для инфраструктуры? Могут ли оказаться среди поддержанных проектов концессии и финансируются ли последние с помощью средств от аналогичных фондов за рубежом?

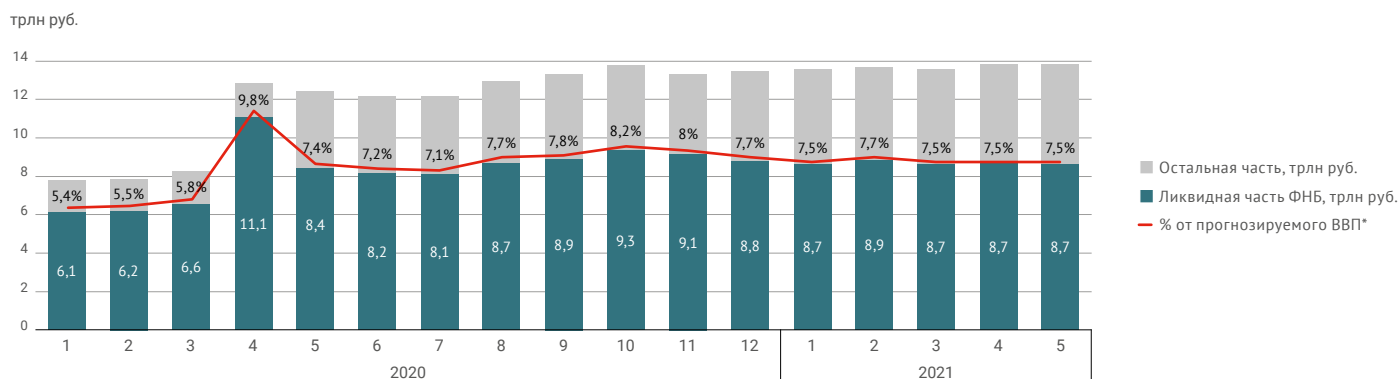
- Общий объем средств ФНБ в 2020 году вырос на 74%, до 13,6 трлн руб. Около 64% суммы, или 8,7 трлн руб., составляли ликвидные активы, «излишек» которых свыше 7% ВВП можно инвестировать в инфраструктуру. К 1 мая 2021 года, объем такого «превышения» достиг, по нашим расчетам, почти 580 млрд руб.
- Но пока власти рассчитывают расходовать меньшие объемы. Ежегодный объем инвестиций в отрасль и стратегические инициативы будет, по заявлениям правительства, составлять не более 400 млрд руб., или примерно 1 трлн руб. на горизонте трех лет. Не исключено, впрочем, что в 2022 году при стабильном наполнении ФНБ планка по расходам может быть повышена. По нашим расчетам, дополнительные вложения из ФНБ в объеме 300–350 млрд руб. сопоставимы с ростом бюджетных расходов на инфраструктуру на 10–15%.

- Наиболее крупные проекты, претендующие в 2021 году на средства ФНБ, — третий этап развития БАМа в Якутии (из фонда может быть выдано 188 млрд руб.), модернизация коммунальной отрасли (150 млрд руб.), строительство автодороги М-12 Москва — Нижний Новгород — Казань (150 млрд руб.) с продлением до Екатеринбурга (50 млрд руб.), развитие железнодорожной инфраструктуры Центрального транспортного узла (105 млрд руб.) и теплоэнергетики на Дальнем Востоке (56 млрд руб.). По нашей оценке, деньги суверенного фонда в основном хотят направлять на проекты, реализуемые государством или зависимыми от него инфраструктурными компаниями, нежели на проекты со значительным участием частных инвесторов.
- Текущие инвестиции фонда помогли конкретным инициативам, но значимо не увеличили общие расходы на инфраструктуру. Вложения в проекты, которые были выбраны для финансирования за счет ФНБ в 2013–2015 годах, составили 686 млрд руб., или 70,5% от запланированных на них средств. В 2020 году до восьми инициатив, софинансируемых фондом, дошло почти 73 млрд руб. На наш взгляд, это менее 3% от годовых бюджетных вложений в отрасль, а на фоне общих расходов государства и частного бизнеса на инфраструктуру — и вовсе менее 1,2%.
- В правительстве планируют ограничить объем вложений со стороны фонда. Он должен составлять не более 25% от внебюджетного финансирования проекта и не более 40% от объема заемных средств. Если судить по проектам, претендующим на реализацию, помощь ФНБ может превратиться в дофинансирование инвестпрограмм естественных монополий и крупных компаний, а, следовательно, приток дополнительных средств в инфраструктуру будет меньше, чем если бы проект реализовывали на условиях концессии или ГЧП. Но для последних такая возможность привлечения средств остается непопулярной из-за долгого ожидания решений, возможности одностороннего отказа государства от финансирования и общего ухудшения условий запуска проекта.
- За рубежом фонды благосостояния или аналогичные им суверенные фонды могут напрямую инвестировать в инфраструктуру, включая проекты в сфере ГЧП. Один из новейших примеров — созданный в начале 2021 года Indonesia Investment Authority, который государство профинансировало почти на \$ 6,5 млрд, и \$ 24 млрд может быть привлечено от зарубежных финансовых структур. Фонд будет инвестировать в концессии в сфере автодорог, коммунальной инфраструктуры и переработки отходов.

Как ФНБ рос в пандемию. Ключевую роль в «открытии» Фонда национального благосостояния для инвестирования сыграли падение цен на нефть весной 2020 года и пандемия. До этих событий — в течение первого квартала 2020-го — объем фонда составлял менее 5,9% ВВП и до уровня в 7% ему было далеко.

Изменение курсов валют, приобретение правительством контрольного пакета акций Сбербанка у ЦБ РФ по низкой цене (менее 190 руб. за обычную акцию) и последующий рост их стоимости (выше 270 руб.

Рисунок 1. Объем ликвидной части Фонда национального благосостояния в 2020–2021 годах



* Прогнозный объем ВВП из соответствующего закона о федеральном бюджете.

Источник: данные Минфина, расчеты InfraOne Research

в конце 2020-го) увеличили объем фонда с 7,8 трлн руб. в конце 2019 года до 13,5 трлн руб. в конце 2020-го. В самом начале пандемии ликвидная часть ФНБ достигла почти 9,8% ВВП, а в следующие месяцы хоть и снижалась, но все равно была устойчиво выше 7,5% ВВП.

На этом фоне «антикризисные» расходы фонда составили меньше 2,5% от его общего объема и были меньше доходов ФНБ от размещения средств в разрешенные финансовые активы (345 млрд руб.). По нашей оценке, в январь-декабрь 2020 года на цели, предусмотренные Бюджетным кодексом, из ФНБ потратили 293,5 млрд руб.: 289,8 млрд руб. пошло на финансирование дефицита федерального бюджета и 3,7 млрд руб. — на софинансирование пенсионных накоплений.

В Минфине считают, что с сохранением нынешних котировок цен на нефть и валюту фонд может пополниться до конца года еще на 2 трлн руб. и за счет этого достигнуть объема примерно 15,6–15,8 трлн руб. Вместе с тем в Счетной палате отмечают, что дополнительные нефтегазовые доходы смогут попасть в фонд лишь в 2022-м.

Бюджетное правило, по которому ограничивается расходование нефтегазовых доходов, на 2021 год смягчили, и теперь государство может тратить из этих средств почти втрое больше, чем раньше, то есть почти 1,5 трлн руб. Но «отправка» этих денег на покрытие дефицита бюджета автоматически снизит и наполнение ФНБ.

Рисунок 2. Динамика изменения объема Фонда национального благосостояния в 2008-2021 годах



Источник: данные Минфина, расчеты InfraOne Research

Фонд в 2021 году хотят сделать более устойчивым к санкционным рискам. Структура размещения средств ФНБ к июлю должна заметно измениться: чтобы избежать проблем в операциях с американской валютой, Минфин планирует избавиться от долларовых накоплений (на начало июня их доля была почти 35%), увеличить долю вложений в евро (с 35% до 40%), золото (с 0% до 20%) и юани (с 15% до 30%). Доля вложений в британский фунт уменьшится вдвое: до 5%. Такое перераспределение средств вряд ли сильно скажется на ликвидности средств и возможности инвестировать из фонда.

ФНБ-2021 и инфраструктура. По данным на 1 мая 2021 года, объем ликвидной части Фонда национального благосостояния составлял 8,66 трлн руб. Это примерно 7,5% от ВВП, прогнозируемого на 2021 год в законе о федеральном бюджете.

По нашей оценке, избыток средств, которые можно инвестировать в новые самокупаемые инфраструктурные проекты без изменения федерального законодательства, на эту дату составлял около 577 млрд руб.

Вместе с тем в правительстве заявили, что годовая планка вложений из ФНБ в проекты составит примерно 400 млрд руб., а трехлетний лимит вложений – 1 трлн руб. В Минфине исходят из того, что безопасными для денежно-кредитной политики будут вложения из фонда в размере до 350 млрд руб. в год. Но при этом необязательно, что все эти средства пойдут именно на инфраструктурные проекты.

Одно из существенных условий инвестирования средств – доля ликвидной части ФНБ на горизонте трех лет должна превышать 7% ВВП. При распределении средств будут учитывать прогноз Минэкономразвития по изменению этого параметра на ближайшие три года.

К середине мая правительство отобрало 32 проекта, которые могли бы быть профинансированы из средств ФНБ. Список был составлен на основе предложений отраслевых министерств и ведомств.

Таблица 1. Примеры проектов, претендующих в 2021 году на софинансирование из ФНБ

№	Проект	Сфера	Стоимость, млрд руб.	Предполагаемые объем вложений ФНБ, млрд руб.	Период реализации
1	Развитие восточной части БАМа в Якутии (третий этап модернизации)	Железные дороги	752,4	188	2022–2027
2	Развитие железнодорожной инфраструктуры Центрального транспортного узла	Железные дороги	~267	105	2021–2024
3	Строительство скоростной автомобильной дороги М-12 Москва – Нижний Новгород – Казань	Автодороги	623	150	2021–2024
4	Строительство скоростной автомобильной дороги Казань – Екатеринбург	Автодороги	439	50	2021–2024
5	Модернизация объектов коммунальной инфраструктуры в регионах (включая системы тепло- и водоснабжения)	ЖКХ	н/д	150 (через Фонд содействия реформированию ЖКХ)	н/д
6	Опережающее социально-экономическое развитие Ангаро-Енисейского макрорегиона	Многие сферы – комплексное развитие территорий	1800	155 (через субсидии Фонду «Центр стратегических разработок»)	2022–2035
7	Программа развития водородного и электротранспорта	Городской наземный транспорт	776,8	26,1	2021–2030
8	Строительство трех ТЭС на Дальнем Востоке	Энергетика	226	56,5	2021–2026

Источник: данные правительства, СМИ

Среди тех проектов, которые могут быть частично профинансированы за счет средств фонда, назывались строительство автодороги Москва – Казань, развитие железнодорожной инфраструктуры в Якутии, расширение и модернизация Восточного полигона, развитие Центрального транспортного узла, модернизация коммунальной инфраструктуры за счет вложений из Фонда содействия реформированию ЖКХ, модернизация теплоэлектростанций на Дальнем Востоке, развитие водородного транспорта (см. таблицу 1). Впрочем, список может быть еще пересмотрен и дополнен Минфином и Минэкономразвития.

По нашей оценке, деньги суверенного фонда в основном будут направляться на крупные и давно планируемые транспортные проекты, которые реализует государство или подконтрольные ему естественные монополии.

Правительство также планирует немного изменить подход к вложению средств ФНБ в инфраструктуру. Ранее никак не регулировался предельный размер инвестиций со стороны фонда в проекты.

Новые правила использования средств ФНБ, которые обсуждали в правительстве в начале весны и еще не утвердили, предполагают, что за счет них может быть профинансировано не более 25% внебюджетных вложений в проект, а доля средств фонда в объеме заемного финансирования не должна превышать 40%. До пандемии Минфин предлагал ограничить инвестиции со стороны ФНБ 20% от внебюджетного финансирования.

Пока бóльшая вероятность получить средства ФНБ – у компаний, реализующих проекты по поручениям правительства в рамках своих инвестиционных программ.

Компаниям, которые хотят реализовать концессионные проекты, возможность обратиться к ФНБ тоже не закрыта, но все-таки мы полагаем, что концессионные соглашения с участием средств фонда по-прежнему будут, скорее, исключением, чем правилом.

Получение средств из ФНБ подразумевает более строгий контроль, казначейское сопровождение и возможность государства в любой момент отказаться от предоставления запланированных средств. Кроме того, низкие процентные ставки по предоставленным средствам ухудшают общую банкуемость проекта, а высокие – делают бессмысленным само обращение за деньгами фонда. Длительное ожидание решения по поводу финансирования может негативно сказаться на судьбе проекта. Поэтому интерес к этой возможности со стороны авторов большинства концессионных инициатив в ближайшие годы останется невысоким из-за доступности более «комфортных» способов получить финансирование на рынке.

В целом экономический эффект от вложений в концессионные проекты без учета упомянутых недостатков был бы заметно выше, так как в инфраструктуру направляется больший объем средств «извне» (привлеченных от финансовых организаций), нежели в случае проектов, реализуемых в рамках инвестпрограмм (где деньги чаще «крутятся» в отрасли).

По нашим расчетам, дополнительные ежегодные вложения из ФНБ в объеме 300–350 млрд руб. будут сопоставимы с 10–15% расходов государства на инфраструктуру в год. Но не обязательно, что все эти средства государство решит инвестировать именно в отрасль – часть может пойти на реализацию стратегических инициатив из других сфер.

Как ранее ФНБ помогал инфраструктурным проектам?

ФНБ обычно выкупает облигации или привилегированные акции компаний, реализующих инфраструктурный проект, либо размещает субординированные депозиты в банках, а те уже сами покупают ценные бумаги соответствующих организаций.

Расходы на проекты, отобранные для финансирования из ФНБ в 2013–2015 годах, предусматривались в объеме почти 1 трлн руб. Но финансирование за эти годы шло только по восьми из них, требующим вложений в размере 845,8 млрд руб. Всего в связанные с ними ценные бумаги и инструменты в 2020 году было переведено 72,8 млрд руб., а суммарно из ФНБ в них уже вложили 686,4 млрд руб. (при этом 28,2 млрд руб., находящиеся в виде субординированного депозита в ВТБ, пока не направлены на финансирование проектов).

Мы полагаем, что такие вложения (70–80 млрд руб. ежегодно) хоть и позволили реализовать ряд конкретных отраслевых проектов, но в целом не сильно увеличили общие расходы на инфраструктуру. Такая «прибавка» сравнима с 3% бюджетных расходов на отрасль, или 1,2% от всех инфраструктурных расходов государства и частных инвесторов.

Таблица 2. На какие инфраструктурные проекты расходовали средства ФНБ в 2014–2020 годах

№	Проект	Предельный объем вложений средств ФНБ*, млрд руб.	Размещено на конец 2020 года*, млрд руб.	Механизм вложений	Доходность	Редакция распоряжения правительства 2044-р
1	Строительство ЦКАД	150	132,25 (+39,6 млрд руб. в 2020 году)*	Облигации ГК «Автодор»**	Инфляция+1%	05.11.2013
2	Модернизация железнодорожной инфраструктуры Байкало-Амурской и Транссибирской железнодорожных магистралей с развитием пропускных и провозных способностей	150	134,5 (+45 млрд руб. в 2020 году)	Привилегированные акции РЖД	0,01% в 2015–2019 годах, 2,98% – начиная с 2020 года	24.10.2014
3	Строительство железной дороги Элегест – Кызыл – Курагино и угольного портового терминала на Дальнем Востоке в увязке с освоением минерально-сырьевой базы Тувы***	86,86	–	Облигации ТЭПК	Инфляция+1%	16.06.2014
4	Строительство «интеллектуальных сетей» в регионах России	1,1	1,1	Облигации «Инфраструктурные инвестиции – 3»	Инфляция+1%	16.06.2014
5	Ликвидация цифрового неравенства в малонаселенных пунктах России	27	4,05	Облигации «Инфраструктурные инвестиции – 4»	Инфляция+1%	16.06.2014
6	Строительство комплекса по добыче и подготовке газа, завода сжиженного природного газа и мощностей по отгрузке сжиженного природного газа и газового конденсата Южно-Тамбейского газоконденсатного месторождения на полуострове Ямал	150	150	Облигации «Ямал СПГ»	Большее из: (LIBOR+3%, но не более 5%) или (инфляция в США+1%, при значении >5% доход выплачивается по ставке (инфляция в США+1%))	27.12.2014
7	Развитие железнодорожной инфраструктуры Восточной части БАМа***	7,5	–	Облигации РЖД	Инфляция+1%	27.12.2014
8	Развитие железнодорожной инфраструктуры на подходах к портам Азово-Черноморского бассейна***	10,3	–	Облигации РЖД	Инфляция+1%	27.12.2014
9	Развитие железнодорожной инфраструктуры на подходах к портам Северо-Запада России***	22	–	Облигации РЖД	Инфляция+1%	27.12.2014
10	Приобретение тягового подвижного состава	60,2	60,2	Облигации РЖД	Инфляция+1%	27.12.2014
11	Сооружение АЭС «Ханкииви-1» в Финляндии	Эквивалент 2,4 млрд евро в рублях, но не более 150 млрд руб.	57,5	Привилегированные акции «Атомэнергопром»	–	30.12.2014
12	Строительство интегрированного нефтехимического комплекса «Западно-Сибирский нефтехимический комбинат» в Тобольске	Эквивалент 1,75 млрд долл. США в рублях, но не более 157,5 млрд руб.	118,6	Облигации «Западно-Сибирский Нефтехимический Комбинат»	Инфляция в США + 1%, но не менее 2%	17.10.2015

* Включая средства ФНБ, размещенные в Банке ВТБ и Газпромбанке в виде субординированных депозитов и направленные указанными кредитными организациями на финансирование проектов путем приобретения облигаций инициаторов проектов.

** Выплата купонного дохода по облигационному займу 2015 года и первому облигационному займу 2017 года осуществляется с 2022 года, выплата купонного дохода по остальным облигационным займам, размещаемым после 2015 года, осуществляется с седьмого года обращения облигационных займов.

*** Размещенных средств ФНБ, по данным Счетной палаты и Минфина, на конец 2020 года не было.

Источник: данные Минфина, Счетной палаты, распоряжения правительства от 05.11.2013 N 2044-р (в редакции от 07.07.2017)

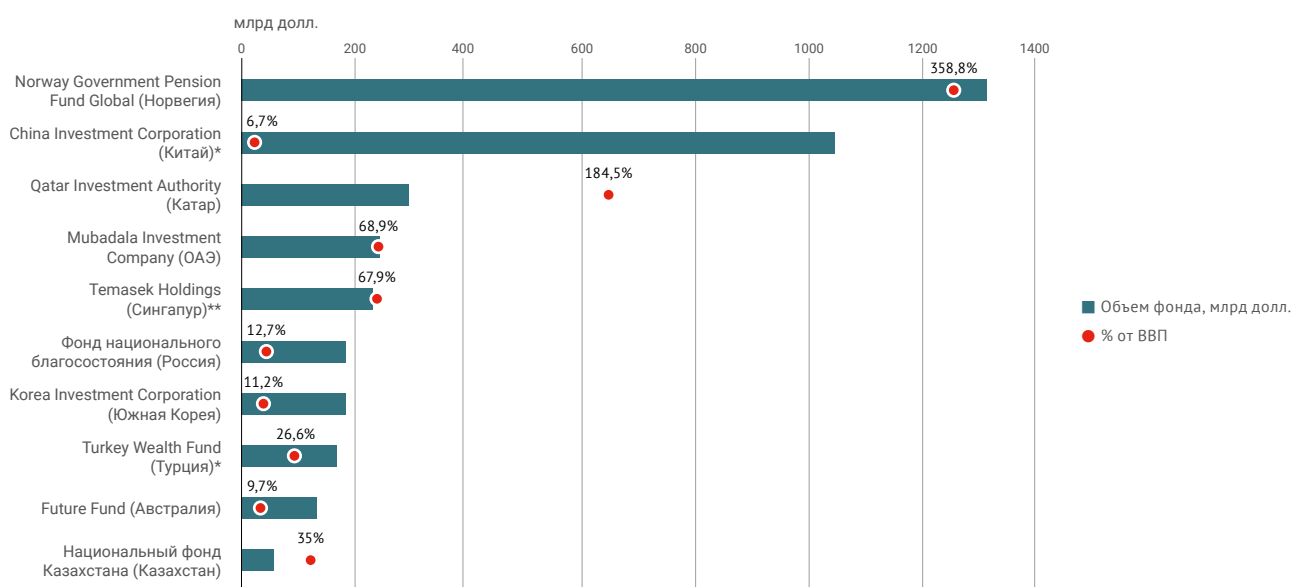
ФНБ на мировом фоне

Общий объем ФНБ (не только ликвидная часть) на 1 мая 2021 года составлял примерно 13,8 трлн руб., что соответствует порядка \$ 185,9 млрд, или 12,7% ВВП страны.

В абсолютном выражении это в семь раз меньше, чем у мирового лидера – Norway Government Pension Fund Global (\$ 1,29 трлн) или в пять раз меньше крупнейшего среди азиатских фондов China Investment Corporation (\$ 1,05 трлн). ФНБ также уступает Temasek Holdings из Сингапура (\$ 417 млрд) или Mubadala Investment Company из ОАЭ (\$ 244 млрд). При этом ФНБ, например, больше своих аналогов из Южной Кореи (Korea Investment Corporation, \$ 183,1 млрд на конец 2020-го) или Австралии (Future Fund, \$ 132,4 млрд).

По отношению к ВВП страны ФНБ обгоняет китайский и австралийский фонды (6,5% ВВП и 9,7% ВВП своих стран соответственно). Но уступает, например, национальному фонду Казахстана (превышает треть ВВП страны). Наиболее устойчивыми и обеспеченными являются суверенные фонды в Норвегии и Катаре: их объемы в 3,6 раза и 1,8 раза больше ВВП соответствующих государств.

Рисунок 3. Соотношение активов некоторых суверенных фондов к ВВП страны в 2020 году



* Данные за 2019 год.

** Данные на конец первого квартала 2020 года.

Источник: данные фондов, СМИ, расчеты и анализ InfraOne Research

Зарубежный опыт: благосостояние «идет» за ГЧП. За рубежом у суверенных фондов благосостояния также есть широкие возможности для вложений своих средств, но некоторые из них могут быть изначально сосредоточены на инфраструктуре и государственно-частном партнерстве.

Один из недавних примеров – запущенный в феврале 2021 года в Индонезии фонд Indonesia Investment Authority. Его общий объем на данном этапе составит 90 трлн индонезийских рупий (\$ 6,5 млрд), причем 15 трлн из них (\$ 1,1 млрд) перечислили в него из бюджета страны в 2020 году, а остальные 75 трлн рупий (\$ 5,4 млрд) направят в 2021-м.

В целом фонд будет управлять активами в размере около \$ 31 млрд. Партнерами фонда планируют выступить финансовые структуры из США, Японии, Объединенных Арабских Эмиратов (эта страна планирует вложить \$ 10 млрд), а также ряд зарубежных пенсионных фондов.

Министерство общественных работ и жилищного строительства Индонезии в течение ближайших месяцев объявит конкурсы по 14 проектам в сфере ГЧП, относящимся к строительству автодорог, развитию водоснабжения и переработке отходов с суммарным объемом инвестиций \$ 12,8 млрд. Проекты будут профинансированы в том числе средствами из нового фонда.

Например, их планируют вложить в концессии на строительство платных дорог общей стоимостью \$ 2,6 млрд. В конце 2020 года в стране было более 2,3 тыс. км таких автомагистралей, до конца 2024 года их протяженность хотят увеличить почти вдвое, до 4,5 тыс. км.

Стимулом к созданию такого фонда стала невозможность полагаться только лишь на расходы государственного бюджета и внешний долг страны. Кроме того, в стране через создание инфраструктуры планируют развивать экономику и сменить тренд с портфельного инвестирования, традиционно очень чувствительного к кризисам, на более долгосрочное и устойчивое привлечение средств.

Любопытно, что «государственная» часть фонда (\$ 6,5 млрд), или 0,6% ВВП страны, примерно совпадает с «избытком» средств ФНБ, которые хотят направить на развитие российской инфраструктуры. Однако в Индонезии, по крайней мере в случае первых проектов, хотят сделать ставку на концессии. Это, с одной стороны, позволяет расширить круг инвесторов и увеличить общую сумму вложений, а с другой – обеспечить более высокую возвратность инвестиций в долгосрочной перспективе.

Примечательно, что доля государственных вложений в инфраструктуру в Индонезии в целом выше, чем в России: в бюджете запланировано потратить на отрасль 3,2% ВВП страны в 2021 году против ожидаемых у нас 2,4% ВВП.

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.

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

InfraOne

infraone.ru

119049, Россия, Москва,
ул. Коровий Вал, 5, БЦ «Оазис»
тел.: +7 495 231 32 18
research@infraone.ru