

## Инвестиции в инфраструктуру: ждуть ли масштабных вложений в 2019 году?

- ▲ **Экономика:** помогут ли инфраструктурным проектам Фонд развития и ФНБ
- ▲ **НДС и строители:** угрожает ли повышение ставки исполнению госконтрактов
- ▲ **Проекты:** как менялся рынок в 2018 году и чего ждать от него в 2019-м

| ФОНДОВЫЕ РЫНКИ |          |       | ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ       |          |       | ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ   |        |       |
|----------------|----------|-------|--------------------------------|----------|-------|----------------------|--------|-------|
| S&P 500        | 2 578,93 | ↑0,2% | S&P Global Infrastructure      | 2 373,57 | ↑3,7% | S&P Green Bond Index | 135,13 | ↑0,6% |
| MSCI EM        | 1 001,11 | ↑3,7% | S&P EM Infrastructure          | 2 120,32 | ↑5,4% |                      |        |       |
| MSCI Russia    | 612,07   | ↑7,3% | S&P High Income Infrastructure | 1 199,01 | ↑5,4% |                      |        |       |

Данные индексов на последний рабочий день (14 января 2019 года). Данные о динамике индекса за последние две недели (31 декабря 2018 года - 14 января 2019 года).

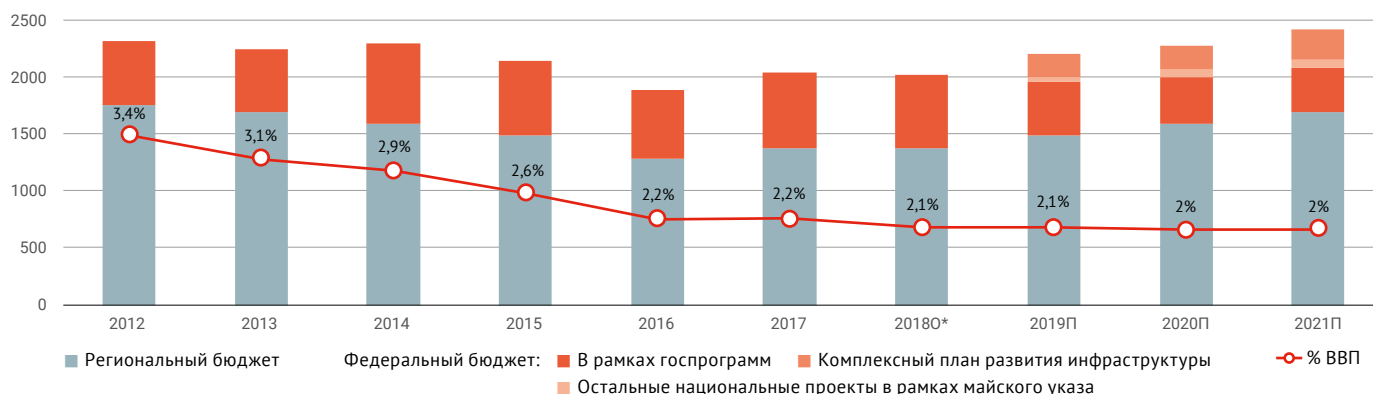
Источник: S&P Global, MSCI

### ЭКОНОМИКА

**Бюджет и инфраструктура.** Несмотря на озвученные в прошлом году масштабные планы властей развивать инфраструктуру, по нашим прогнозам, общая сумма вложений бюджетной системы в отрасль в 2019 году почти не вырастет и составит порядка 2,2 трлн руб. Это только на 8,9% или на 180 млрд руб. больше, чем в 2018-м. В расчётах на 2019 год мы учитывали, как традиционные расходы федерального и регионального бюджетов на капитальное строительство и ремонт, так и вложения в национальные проекты в рамках майского указа и комплексного плана модернизации магистральной инфраструктуры.

Доля инфраструктурных трат государства по отношению к ВВП в 2019 году, по нашей оценке, фактически не изменится – в 2018-м она так же составляла 2,1%. Последние шесть лет этот показатель устойчиво снижался – с 3,4% в 2012 году (см. рисунок 1).

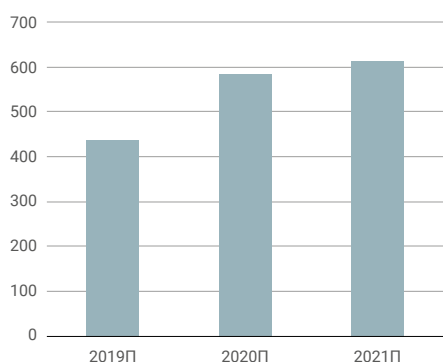
Рисунок 1. Расходы бюджетной системы России на инфраструктуру с учётом комплексного плана модернизации, млрд руб.



\* расчёт инвестиций в инфраструктуру в денежном выражении сделан по ежемесячным отчетам Федерального казначейства, итоговая оценка появится в мае 2019 года

Источник: данные Росстата, Казначейства, Минфина, расчёты InfraONE Research

**Рисунок 2. Ежегодный объём Фонда развития, млрд руб.**



Источник: данные Минфина, закона «О Федеральном бюджете на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов», расчёты InfraONE Research

Не очень значительное увеличение вложений связано с тем, что проектов, готовых к финансированию недостаточно как на рынке в целом, так и в частности в комплексном плане развития инфраструктуры. Основная часть инвестиций для реализации майского указа придёт, на наш взгляд, на вторую половину 2020-го – 2022 годы даже по тем проектам, которые удастся запустить в 2019 году.

Мы полагаем, что из-за отсутствия большого числа готовых проектов пока не в полной мере будут задействованы и новые инструменты финансирования инфраструктуры – например, созданный в 2018 году Фонд развития. Предполагается, что его объём должен составить 3,5 трлн руб. за шесть лет. В ближайшие три года, согласно бюджету, предельный уровень Фонда развития составит 1,633 трлн руб. (см. рисунок 2). Около 41% запланированных средств Фонда пойдут на проекты из комплексного плана развития инфраструктуры, но это всего 201 млрд руб. в 2019 году и 669 млрд руб. на всю трёхлетку.

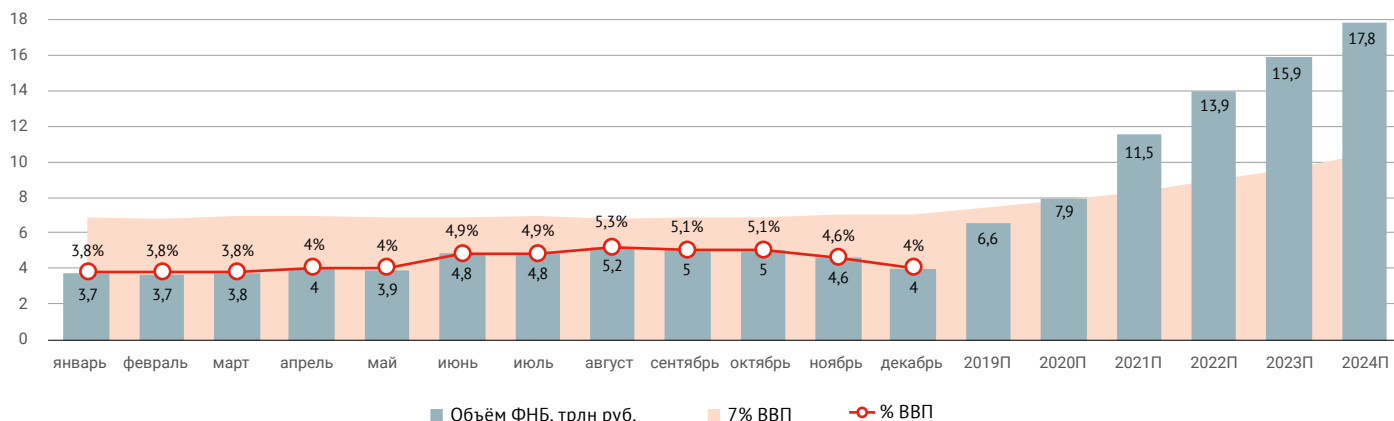
*Фонд национального благосостояния в 2019 году в качестве источника средств для новых инфраструктурных проектов, по нашей оценке, будет по-прежнему закрыт. По данным на 1 января 2018 года, объём ФНБ составлял немногим более 4 трлн руб. или 4% ВВП. При этом за год он вырос на 247 млрд руб. или 0,1 п. п., а своего годового максимума достигал в сентябре 2018-го (5,16 трлн руб. или 5,3% ВВП). В минувшем году средства ФНБ расходовали на покрытие дефицита пенсионной системы и бюджета. Но на ближайшую трёхлетку бюджет запланирован профицитный, а на поддержку пенсионной системы хотят направить лишь 11,5 млрд руб.*

*По прогнозам Минфина, к началу 2020 года объём ФНБ может составить 7,9 трлн руб. (7,1% ВВП), а к началу 2021-го – 11,5 трлн руб. (10,4% ВВП). Согласно Бюджетному кодексу, после достижения фондом объёма в 7% ВВП избыток средств можно инвестировать. Мы полагаем, что даже если прогноз Минфина осуществится, ожидать того, что ФНБ «распечатывают» можно лишь в 2021-2022 годах при условии благоприятной макроэкономической ситуации.*

*Подробнее о том, как мы оценивали возможность строительной отрасли освоить дополнительные средства в рамках майского указа, читайте в аналитическом обзоре InfraONE Research «Инвестиции в инфраструктуру. Строительство» на [infraone.ru](http://infraone.ru).*

На наш взгляд, в 2019 году объём инвестиций в инфраструктуру по-прежнему будет определяться не нехваткой средств, а количеством готовых для финансирования проектов. Но даже при наиболее оптимистичном развитии событий – если в ближайшие год-два дефицит удастся преодолеть благодаря усилиям игроков рынка и властей – новым ограничителем развития инфраструктуры могут стать возможности строительной отрасли. По нашей оценке, даже если за шесть лет правительство дополнительно направит в инфраструктуру хотя бы 3,2 трлн руб, подрядчики не смогут «переварить» все поступающие средства.

**Рисунок 3. Динамика объёма ФНБ в 2018 году и прогноз до 2024 года**



Источник: данные Росстата, Казначейства, Минфина, расчёты InfraONE Research

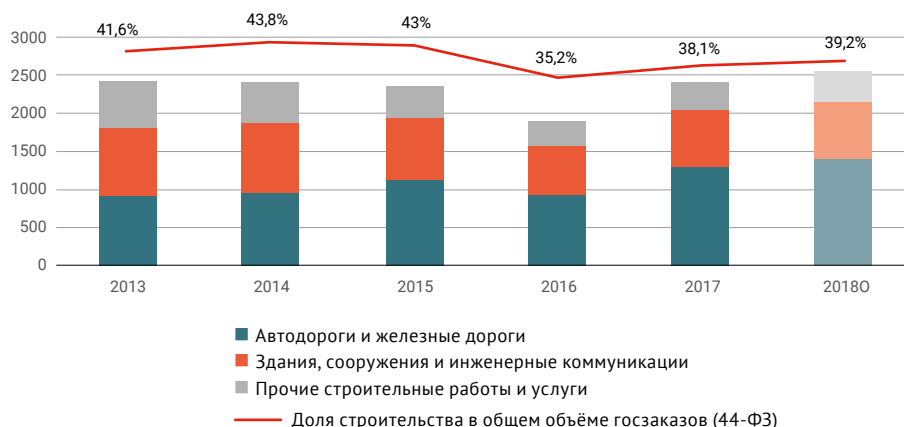
**НДС, госконтракты и строители.** Цены заключённых в 2018 году и ранее госконтрактов учитывают старую ставку НДС – 18%. Но в проектах, рассчитанных на несколько лет, с 2019 года исполнитель должен будет платить налог уже по новой ставке в 20%. Поскольку 44-ФЗ в большинстве случаев не допускает пересмотра существенных условий контрактов, а заказчик не может платить больше, чем указано в договоре, то риск изменения налоговых условий падает на поставщика работ, товаров и услуг. И тот должен будет оплатить разницу в ставке из собственных средств.

Подобная ситуация задевает практически всех исполнителей госзаказа, а в сфере инфраструктуры сильнее всего пострадают строительные компании, работающие по госконтрактам, рассчитанным на несколько лет – например, в сфере дорожного или социального строительства.

Согласно постановлению правительства об изменении существенных условий госконтракта, они могут быть пересмотрены, если это ставит под угрозу выполнение соглашения, в редких случаях: федеральный проект должен быть дороже 10 млрд руб. и рассчитан более чем на три года, региональный – более 1 млрд руб. и такой же срок, а муниципальный – от 500 млн руб. и более чем на 1 год. Для пересмотра условий необходимо постановление соответствующего уровня власти. То есть, основной урон понесут средние и мелкие компании с небольшими госконтрактами, а крупные подрядчики, хоть, вероятно, и получают компенсацию, но будут вынуждены искать оборотные средства, чтобы покрыть кассовые разрывы, возникающие из-за повышения налога. Всё это может стать еще и причиной смещения сроков строительства.

По нашей оценке, удорожание может превышать 1,4% от суммы заключенного госконтракта, но будет тем меньше, чем больший объём работ в рамках госзаказа исполнитель выполнил до конца 2018 года. Поскольку общий объём заключенных госконтрактов в строительстве по 44-ФЗ в 2018 году составил свыше 2,5 трлн руб., вероятно, именно они почувствуют на себе повышение ставки в последующие годы. Суммарный убыток для отраслевых компаний при их реализации может составить от 30-35 млрд руб. А с учётом «эха» от незавершенных проектов предыдущих лет сумма может вырасти ещё на 10-15 млрд руб., на практике удорожание может быть ещё выше за счет кассовых разрывов у подрядчиков и других косвенных эффектов.

**Рисунок 4. Динамика объёмов строительных госконтрактов и их доля в госзаказе, млрд руб.**



Источник: данные zakupki.gov.ru, расчёты и оценка InfraONE Research

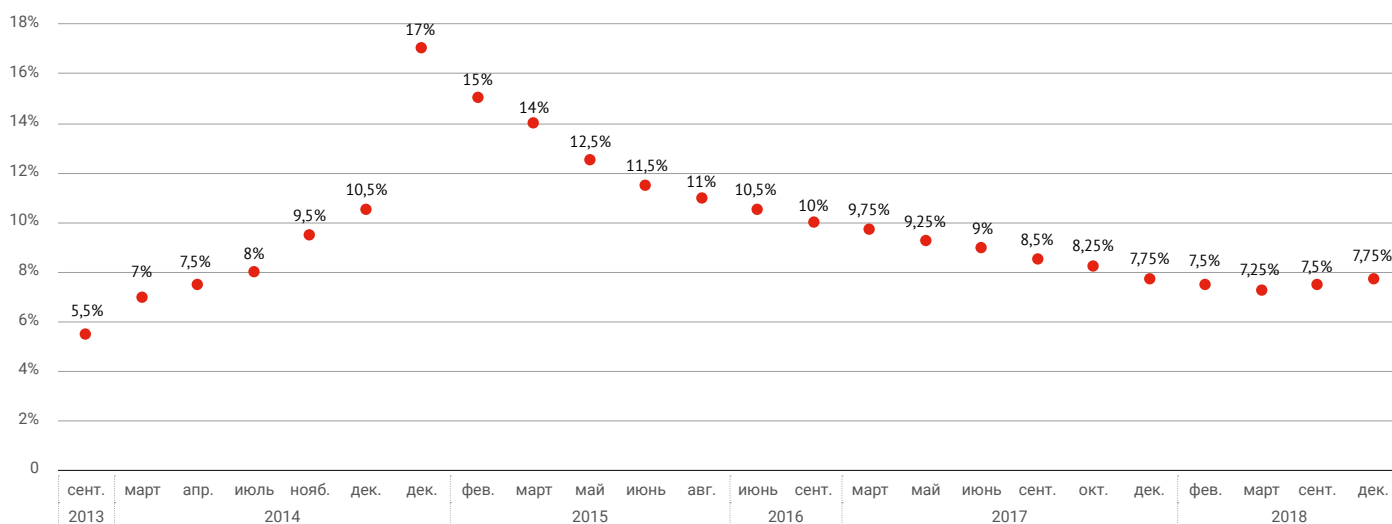
## КАПИТАЛ

**Ключевая ставка.** Банк России 14 декабря 2018 года повысил ключевую ставку на 0,25 п. п. до 7,75%. Это второе её повышение в минувшем году – до этого с февраля 2015-го ставка последовательно снижалась.

Регулятор объяснил, что его решение носит упреждающий характер и направлено на ограничение инфляционных рисков. По прогнозу Банка России, из-за повышения НДС и ослабления рубля в конце 2018-го, инфляция в 2019 году ускорится и составит 5,0-5,5% против 4% годом ранее. К прежнему уровню она может вернуться лишь в первой половине 2020 года, отмечается в материалах ЦБ. Неопределённость могут внести и внешние факторы – в частности, цена на нефть. Прогноз регулятора учитывает закупку валюты в рамках бюджетного правила с 15 января.

В следующий раз величину ключевой ставки объявят 8 февраля 2019 года. По оценкам Райффайзенбанка, её ждёт незначительное повышение (порядка 0,25 п. п.). Это, в свою очередь, означает, что начальные и конечные условия финансирования инфраструктурных проектов в начале 2019 года, скорее всего, будут несколько выше, чем в 2018-м и, по всей вероятности, начнут снижаться лишь к началу 2020 года.

Рисунок 5. Динамика ключевой ставки ЦБ



Источник: данные ЦБ

Таблица 1. Начальные и конечные условия финансирования инфраструктурных проектов

| Показатель  | 2010-2014                          |                               | 2015                               |                               | 2016                               |                               | 2017                               |                               | 2018                               |                               |
|---|------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|
|   | Начальные, «маркетинговые» условия | Конечные, «подписные» условия | Начальные, «маркетинговые» условия | Конечные, «подписные» условия | Начальные, «маркетинговые» условия | Конечные, «подписные» условия | Начальные, «маркетинговые» условия | Конечные, «подписные» условия | Начальные, «маркетинговые» условия | Конечные, «подписные» условия |
| <b>Доходность на частный капитал</b><br>(на собственный капитал инвесторов)         | 12-15%                             | 18-25% и выше                 | 12-15%                             | 10-15%                        | 10-12%                             | 11-15%                        | 10,1-12,1%                         | 10,6-12,8%                    | 10,9-15%                           | 11-15,5%                      |
| <b>Процентная ставка по основному долгу</b><br>(в рублях по среднесрочному кредиту) | 8-10%                              | 12-13%                        | 12-13%                             | 15-15,5%                      | 10-12%                             | 9,75-13%                      | 8,75-12,0%                         | 9,75-12,9%                    | 9,5-10,6%                          | 9,5-11%                       |
| <b>Различные комиссии по кредиту</b><br>(скрытые и явные)                           | 0,5-1%                             | 1,5-2%                        | 1%                                 | 1,5-1,7%                      | 0,5-1,1%                           | 0,95-1,95%                    | 0,5-1,0%                           | 0,84-1,96%                    | 0,5-1,0%                           | 1-1,56%                       |

■ Начальные, «маркетинговые» условия      ■ Конечные, «подписные» условия

Источник: анализ InfraONE Research по заключённым и заключаемым концессионным соглашениям

## ПРОЕКТЫ

**Поствыборная лихорадка.** В 2018 году рынок инвестиций в инфраструктуру вырос и по количеству проектов – с 35 шт. до 45 шт. (здесь и далее мы учитывали концессии дороже 100 млн руб.), и по их общей стоимости, которая увеличилась почти в 2,4 раза по сравнению с предыдущим годом (219 млрд руб.) и достигла почти 512 млрд руб.

**Рисунок 6. Отраслевой срез концессионных проектов за 2017 и 2018 годы**

По количеству, шт.



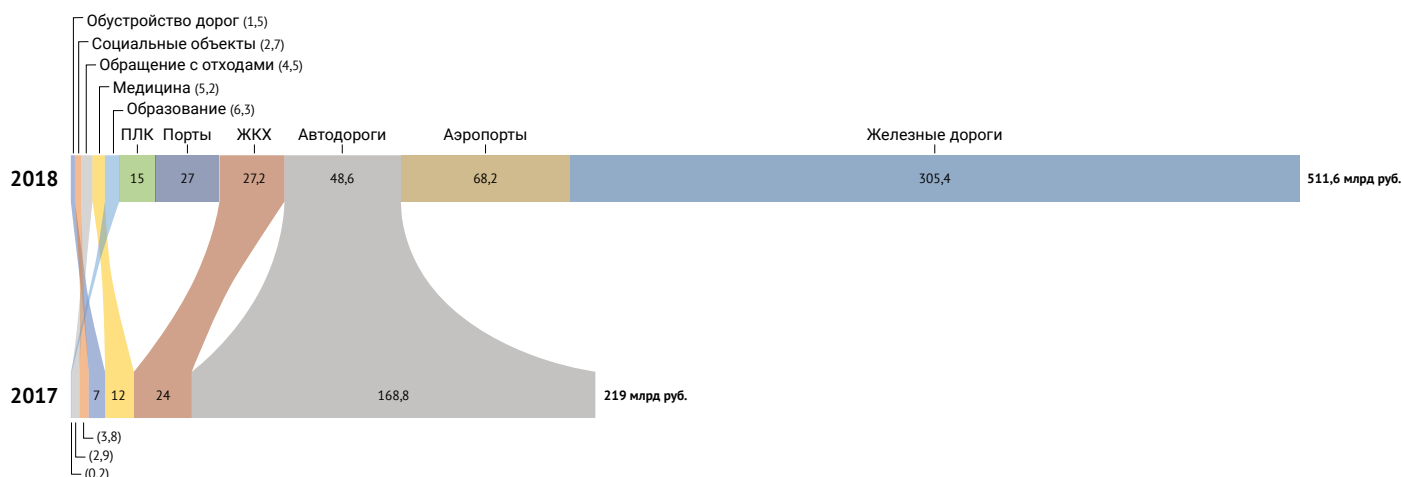
Этот скачок был предсказуем, так как наиболее дорогие и сложные проекты перед выборами так и не запустились. Самыми крупными и ожидаемыми стали концессии в сфере железнодорожного транспорта: строительство ветки Элегест – Кызыл – Курагино (192,4 млрд руб.) и Северного широтного хода (113,1 млрд руб.). В конце декабря, наконец, подписали вторую аэропортовую концессию – на 49 лет инвесторам передан аэропорт «Шереметьево» (61 млрд руб.), причем о таких намерениях заговорили ещё в прошлом десятилетии. Первой оборонной концессией стало соглашение по созданию промышленно-логистического комплекса «Архангельск» (15 млрд руб.).

С отраслевой точки зрения лидерами по объёму инвестиций в 2018 году стали железные дороги, аэропорты и автодороги. На эти три сферы пришлось около 83% всех инвестиций, вложенных в инфраструктуру через концессии или порядка 426 млрд руб. Годом ранее впереди были автодорожные, коммунальные и медицинские проекты. Причем, только на автодороги в 2017-м пришлось 77% от общего объёма соглашений.

Больше всего проектов в 2018 году заключили в сфере ЖКХ, автодорог и социальных объектов – эти же сферы были в лидерах по количеству проектов в 2017-м.

Мы полагаем, что в 2019 году рынок инвестиций в инфраструктуру продолжит расти как по количеству, так и по объёму заключаемых соглашений. Вероятно, продолжат запускаться проекты, которые отложили из-за выборов, – в частности штрафные концессии (например, системы весогабаритного контроля), а также новые соглашения в железнодорожной и аэропортовой сферах, легкорельсовом транспорте и информационных технологиях. Мы не исключаем, что часть проектов в рамках комплексного плана развития магистральной инфраструктуры для привлечения частных инвесторов будут готовить и запускать именно в формате концессий, так как он наиболее понятен участникам рынка.

По объёму, млрд руб.



Проекты стоимостью более 100 млн руб., по которым уже подписано концессионное соглашение (115-ФЗ), по данным на 31 декабря 2018 года

Источник: torgi.gov.ru, органы власти, данные компаний, СМИ, анализ и расчёты InfraONE Research

## 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 экономическом форуме, Российском инвестиционном форуме, на «Транспортной неделе», «Неделе ГЧП» и других.

---

**INFRAONE**

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