

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	3352,09	↑0,7%	S&P Global Infrastructure	2847,99	↓0,2%	S&P Green Bond Index	142,39	↑0,2%
MSCI EM	1086,93	↓5,1%	S&P EM Infrastructure	2126,44	↓8,1%			
MSCI Russia	766,60	↓10,5%	S&P High Income Infrastructure	1359,55	↓3,3%			

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (10 февраля 2020 года). Данные о динамике индекса за последние три недели (с 20 января по 10 февраля 2020 года).

Источник: S&P Global, MSCI

Алексей Жундриков
zhundrikov@infraone.ru

Екатерина Якунина
yakunina@infraone.ru

Александра Галактионова
galaktionova@infraone.ru

Weekly #3 2020

Инвестиции в инфраструктуру: удастся ли привлечь 30 трлн руб. в проекты по СЗПК?

В Минфине рассчитывают, что соглашения о защите и поощрении капиталовложений (СЗПК) помогут привлечь до 2024 года инвестиции в объеме 30 трлн руб., причем ежегодно будут заключать 100-150 сделок на 7-10 трлн руб.

Есть ли в стране такой объем дополнительных средств для вложения в проекты? Сколько, для сравнения, инвестируют в других странах? И хватит ли проектов для этих целей?

- Свободных средств в объеме 30 трлн руб. нет ни у частных компаний, ни у квазигосударственных структур. Привлечь деньги от населения и иностранных компаний мешает отсутствие нормального регулирования.
- Будущие соглашения рассчитаны на привлечение акционерного капитала (equity) в проекты, в то время как большую часть проектов в России реализуют через долговое финансирование. Это связано с тем, что первое в стране заметно дороже.
- Объем средств, которые, по мнению Минфина, будут поступать в экономику ежегодно после принятия закона о СЗПК, нереалистичен и сравним с 45-50% доходов бюджета. Такой приток денег может привести к «перегреву» экономики со всеми негативными последствиями.
- Ни одна страна мира не запускала новые проекты в таком объеме и в столь сжатые сроки. Только Китай в рекордный для себя год инвестировал в объеме 7 трлн руб., но не удерживал такие инвестиции в течение нескольких лет.
- Для запуска всех проектов придется как минимум удвоить имеющиеся строительные мощности, при этом зарубежные компании привлечь будет сложно: (а) не все умеют работать на российском рынке и (б) подрядчики не успеют так быстро мобилизовать ресурсы.
- Количество крупных проектов, которые хотят запустить с помощью еще не отлаженного СЗПК за три года, в 10-20 раз превышает число сопоставимых по объему проектов, запущенных с помощью уже работающих инструментов.
- Теоретически компании могут «добрать» планируемый объем инвестиций за счет малого числа сверхкрупных проектов (дороже 1 трлн руб.), но каждый из них будет представлять заметную угрозу для экономики в случае своего дефолта.

Средства и национальные цели. Планы по привлечению 30 трлн руб. за три-четыре года выглядят нереалистично: у компаний и государства нет таких средств, банки ограничены в масштабных вложениях, а население и иностранные инвесторы слишком осторожны и недоверчивы для инвестиций в российские проекты в подобных объемах. Помимо этого, существует целый ряд других ограничений, включая отсутствие нужного числа проектов для финансирования.

Ограничение первое: дополнительных свободных денег у компаний в объеме 7-10 трлн руб. ежегодно нет.

По данным ЦБ РФ, на счетах и депозитах юридических лиц в стране на 1 декабря 2019 года находилось 28,2 трлн руб. По нашей оценке, на сферы, попадающие под действие СЗПК (промышленность и инфраструктура), приходится от 65% до 75% денег на счетах и депозитах: то есть до 19-22 трлн руб.

Общая задолженность по кредитам юридических лиц на эту же дату составляла 33,2 трлн руб. (из них 27,7 трлн руб. в российской валюте), а просроченная достигла 2,4 трлн руб. К «сферам СЗПК» здесь также относится до 18-22 трлн руб. и 1,6-1,7 трлн руб. соответственно. Вряд ли компании смогуткратно увеличить объемы своей задолженности, чтобы инвестировать помимо того, что уже вкладывается.

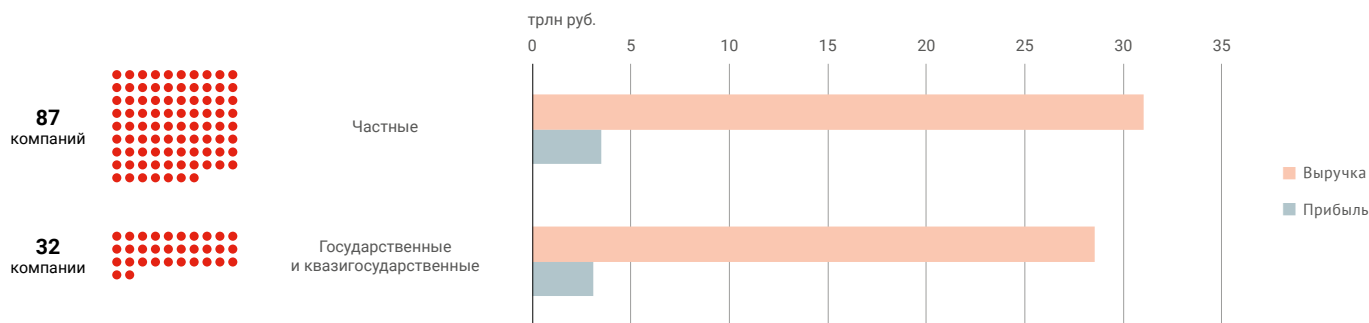
Если предположить, что инвестиции ожидаются со стороны наиболее крупных компаний страны, то здесь ситуация не лучше. В списке РБК топ-500 крупнейших компаний России лишь у 140 выручка превышает 100 млрд руб. по итогам 2018 года.

Из них к промышленности и инфраструктуре можно отнести 119 компаний и групп с общей выручкой 59,5 трлн руб. (причем 27% по количеству и 48% по выручке из них приходится на предприятия госсектора – см. второе ограничение).

Прибыль этих компаний, по оценке РБК, составила в 2018 году 6,9 трлн руб. Анализ с помощью СПАРК позволяет получить более подробные финансовые данные лишь по 86 основным компаниям с общей выручкой за 2018 год 31,5 трлн руб. и чистой прибылью 4 трлн руб. На счетах этих компаний в конце 2018 года было 2,6 трлн руб., а краткосрочные вложения (по 56 компаниям) достигали 3,5 трлн руб. Совокупный долг этих компаний составлял 28 трлн руб., и как минимум половина этих средств – долгосрочные займы (14,2 трлн руб. по известным 67 компаниям).

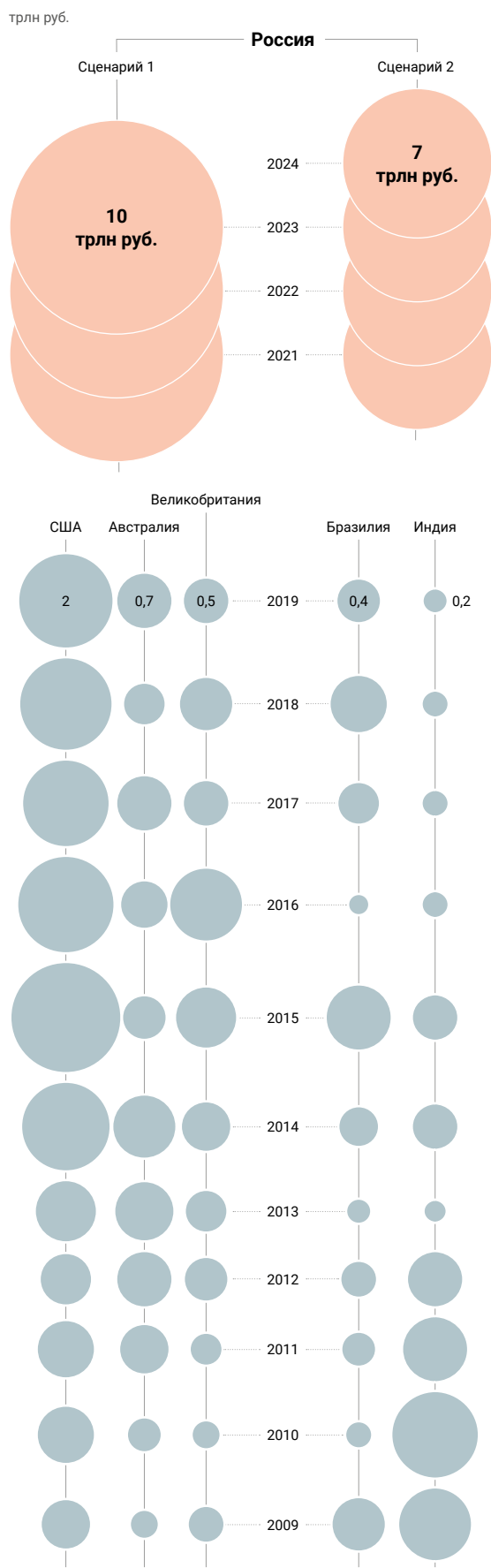
Рисунок 1. Крупнейшие промышленные и инфраструктурные компании

С выручкой от 100 млрд руб. за 2018 год.



Источник: данные СПАРК, рейтинг РБК топ-500, анализ и расчеты InfraOne Research

Рисунок 2. Планируемые объемы инвестиций в новые проекты в России по сравнению с фактическими вложениями за рубежом



Источник: данные IJGlobal, Минфина, анализ и расчеты InfraOne Research

Для запуска проектов на 30 трлн руб. (до 10 трлн руб. ежегодно) компаниям придется увеличить долговую нагрузку почти вдвое за три-четыре года. Такой быстрый рост обязательств предприятий (причем почти всех крупнейших промышленных, транспортных и инфраструктурных групп и компаний) «перегреет» экономику, включая банковский сектор, рынок облигационных заимствований, а затем это отразится на строительном рынке страны.

Так как среди перечисленных инвестиционных групп велика доля государственных и квазигосударственных компаний, рост обязательств станет заочным ростом задолженности самого государства. А впоследствии это может помешать властям делать внешние заимствования и сказаться на кредитном рейтинге страны. Последнее ведет к снижению темпов экономического роста и уменьшению объема частных инвестиций в экономику (несмотря на то что с помощью закона предполагают достигнуть обратного).

Ограничение второе: государство и государственные компании таких дополнительных средств тоже не имеют.

Объемы госзакупок по 44-ФЗ в течение последних трех лет находились в пределах 6,5-8 трлн руб. ежегодно, закупки госкомпаний и регулируемых организаций (223-ФЗ) превышали 12 трлн руб. Но далеко не все эти расходы подразумевали реализацию проектов по созданию новых объектов в сфере промышленности или инфраструктуры. Ориентировочно траты на последние две сферы составляют менее 40% всех контрактов, то есть порядка 8 трлн руб. Но эти расходы государство и госкомпании и так уже несут. Их рост в полтора-два раза будет связан с аналогичным увеличением финансовой нагрузки на само государство.

Найти дополнительные деньги (или недостающую до 30 трлн руб. часть) на инвестирование в проекты государство могло бы у банков, иностранных компаний или населения, у которого на счетах и депозитах на 1 декабря 2019 года, по данным ЦБ РФ, было 29,7 трлн руб.

Но первых в этом ограничивают нормы «Базеля III», а остальных – отсутствие доверия к действиям властей, институциональной среды и нормального регулирования, которое в рамках СЗПК тоже не обеспечивается.

Среди компаний с выручкой более 100 млрд руб. (согласно списку РБК топ-500) только 32 компании относятся к промышленным и инфраструктурным предприятиям с квазигосударственным владением. Их суммарная выручка в 2018 году составила 28,5 трлн руб., а объем совокупного долга 25 из них был на уровне 20,8 трлн руб. (данные СПАРК).

Если компании, связанные с государством, будут запускать крупные проекты, то им, скорее всего, понадобятся кредиты или дополнительное вливание средств из бюджета. Государство теоретически может предоставить им льготное финансирование (например, из средств ФНБ – однако «кизлишки» последнего пока далеки даже от 1 трлн руб. в год; либо за счет увеличения госдолга), а если они будут достаточно надежными заемщиками, то и госбанки смогут выдать им кредиты.

Но поддержка проектов квазигосударственных промышленных и инфраструктурных холдингов в итоге приведет к росту объемов обязательств самого государства – как конечного бенефициара. Госкомпании, которые чаще всего являются естественными монополиями, и крупнейшие банки, согласно принципу too big to fail («слишком крупные, чтобы обанкротиться»), почти автоматически становятся объектом защиты со стороны государства и значительно увеличивают финансовую нагрузку на него в случае экономических кризисов.

Ограничение третье: до 10 трлн руб. в год – слишком большой объем для того, чтобы российская экономика могла его «переварить».

Заявленный объем сделок должен достигнуть до 8-9% ВВП в предстоящие годы и будет сопоставим с 45-50% доходов, заложенных в федеральный бюджет на ближайшие три года. Ни одна из стран мира за последние десятилетия не вкладывала в новые проекты суммы такого масштаба – причем даже в абсолютных значениях инвестиции были меньше.

Согласно данным IJ Global, который собирает статистику по сделкам промышленного и инфраструктурного проектного финансирования, в Великобритании общий объем инвестиций в такие проекты в 2010-2019 годах был эквивалентен 5,4 трлн руб. по ежегодному средневзвешенному курсу (сюда включены сделки, имеющие целью строительство новых объектов, а не рефинансирование).

В Австралии за те же 10 лет было заключено сделок на 5,9 трлн руб., а в США – на 15 трлн руб. В среднем Великобритания, Австралия и США ежегодно заключали сделки на суммы, эквивалентные 519 млрд руб., 555 млрд руб. и 1,4 трлн руб. соответственно. Если брать развивающиеся страны, то, например, в Бразилии, Индии и Мексике ежегодные инвестиции в аналогичные сделки были эквивалентны 380 млрд руб., 515 млрд руб. и 200 млрд руб.

По данным UNCTAD, ни в одной стране мира годовые инвестиции в гринфилд-проекты не превышали 7 трлн руб. Подобные объемы уже сами по себе являлись рекордными: так инвестировал только Китай в 2018 году. Однако и он не мог вкладывать такие суммы несколько лет подряд.

Ограничение четвертое: строительная отрасль страны не справится с такой нагрузкой.

В России строительная отрасль в постоянных ценах все еще не достигла докризисного уровня не только 2014-2015-го, но и 2008 года: по данным Росстата, объем выполняемых строительными организациями работ составляет порядка 7,5-8 трлн руб. в год. Дополнительно строители могут «переварить» не более трети этих объемов, то есть лишь 2,6 трлн руб. ежегодно.

Передать значительный объем работ зарубежным строительным компаниям не получится. Во-первых, они не смогут столь стремительно (за два-три года) мобилизовать ресурсы для выхода на российский рынок, а во-вторых, круг тех, кто может и согласен строить по российским правилам, ограничен.

Если предположить, что такой строительный «рывок» будет сделан, то после расширения мощностей (в том числе и строительных) возникнет необходимость постоянной плановой загрузки отрасли. Иначе начнутся простои и очередная волна банкротств на строительном рынке.

Ограничение пятое: такого количества готовых для финансирования проектов нет.

Из требований проектного режима СЗПК вытекает, что заявленным инвестициям в объеме 7-10 трлн руб. ежегодно смогут удовлетворять до 200 крупных (дороже 50 млрд руб.) или до 100 сверхкрупных (свыше 100 млрд руб.) проектов в промышленности и/или инфраструктуре либо большее число еще более мелких. Причем это должны быть не просто идеи, а готовые к запуску проекты с полным пакетом документов, способные привлечь финансирование.

Как показывает опыт использования других инструментов, согласование деталей, мер поддержки и обязательств по крупным и сверхкрупным соглашениям затягивается на месяцы и даже годы, и это может не зависеть от сферы. За 15 лет существования концессий («инфраструктурного» инструмента) было заключено 10 соглашений дороже 50 млрд руб., а за четыре года существования СПИК («промышленного» инструмента) дороже такой же суммы – шесть.

Вероятность того, что новый инструмент заработает сразу без дополнительной отладки и в полную силу, крайне низка.

Если указанный объем инвестиций будут «добирать» за счет проектов стоимостью более 0,5-1 трлн руб. и выше (объем инвестиций, характерный для промышленности), то это создаст заметно более высокие риски срабатывания «экстренных» забалансовых обязательств государства, чем в случае инфраструктурных инициатив. Дефолт одного сверхкрупного проекта более вероятен, чем массовое банкротство десятков на ту же сумму инвестиций, а потому сильнее угрожает стабильности экономики.

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