

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	3281,06	↓ 4,3%	S&P Global Infrastructure	2205,97	↓ 4,3%	S&P Green Bond Index	151,57	↑ 0,5%
MSCI EM	1090,35	↓ 0,4%	S&P EM Infrastructure	1523,57	↓ 1,0%			
MSCI Russia	561,80	↓ 3,8%	S&P High Income Infrastructure	1075,95	↓ 3,8%			

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (21 сентября 2020 года). Данные о динамике индекса за период с 7 по 21 сентября 2020 года.

Источник: S&P Global, MSCI

Екатерина Якунина  
yakunina@infraone.ru

Алексей Жундриков  
zhundrikov@infraone.ru

## Weekly #19 2020

# Инвестиции в инфраструктуру: изменяют ли власти финансирование нацпроектов?

*Несмотря на то что нынешние темпы вложений в национальные проекты по-прежнему обгоняют прошлогодние, власти планируют пересмотреть и снизить федеральные расходы на мероприятия в рамках майского указа в ближайшие два года. Замещать выпадающие средства для инфраструктуры правительство пока рассчитывает с помощью новых инструментов и традиционных закупок.*

*Насколько серьезным ожидается сокращение финансирования? Есть ли отрасли, которые способны этого избежать? Какие «подводные камни» могут обнаружиться при использовании новых и старых инструментов и почему?*

- Бюджетное исполнение комплексного плана за восемь месяцев 2020 года составило около 44,6% против 32,1% за тот же период прошлого года (или 160,2 млрд руб. и 121,5 млрд руб. соответственно). В августе до проектов в рамках плана дошло 13,5 млрд руб., что стало минимальным значением за последние пять месяцев. Аналогичное, но не рекордное уменьшение вложений наблюдалось в мае.
- Лидером по исполнению в комплексном плане уже пятый месяц подряд остается федеральный проект «Коммуникации между центрами экономического роста». На него направили почти 52% запланированных средств (102,5 млрд руб.). Сильнее всего отстает «Европа – Западный Китай» с 4% освоенных средств (около 0,8 млрд руб.) и «Транспортно-логистические центры», куда вложения (всего лишь 0,3 млрд руб.) еще не поступали.
- Другой инфраструктурный нацпроект – «Безопасные и качественные автомобильные дороги» – пока уступает по исполнению (35%) и комплексному плану, и собственным результатам за восемь месяцев 2019-го (около 39%). Но в августе государство решило увеличить расходы на него почти на четверть: до 149 млрд руб. А по сравнению с планами на начало 2020-го рост произошел почти на 43%.

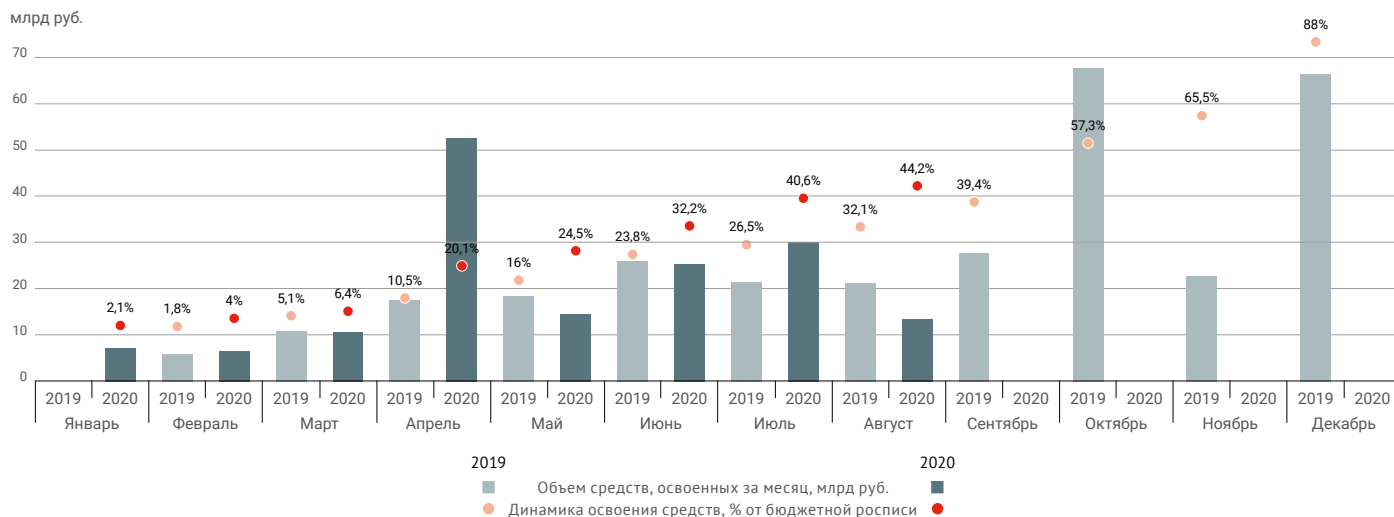
- В целом в январе – августе 2020 года нацпроекты без учета комплексного плана были исполнены на 49,1%, тогда как год назад за те же месяцы – на 49,3%. Правда, в денежном выражении это 1,06 трлн руб. против 0,81 трлн руб. Опережение по исполнению и расходам продемонстрировал даже постоянно отстающий по этим показателям проект «Цифровая экономика» (17,8% и 20,2 млрд руб. за восемь месяцев 2020-го против 10,6% и 11,5 млрд руб. за аналогичный период 2019-го).
- В случае утверждения известных рынку параметров бюджета снижение вложений в комплексный план в 2021–2022 годах может составить около 13%. Тогда на него направят лишь около 940 млрд руб. вместо предусмотренных в предыдущем законе о бюджете 1,08 трлн руб. Причем если бюджетное исполнение плана не вырастет, то в отрасль может попасть лишь около 800–820 млрд руб. От сильных сокращений и недоисполнения пока застрахован БКАД, что дает возможность избежать большего падения вложений в инфраструктуру.
- Власти планируют более активно привлекать средства в отрасль с помощью долговых инструментов (в частности, инфраструктурных облигаций). Их использование, например, госкомпаниями вполне возможно, но в случае слишком активного применения может способствовать более быстрому наращиванию скрытого долга страны, чем если бы это происходило за счет проектного финансирования с участием частных инвесторов.
- С помощью выпуска ценных бумаг государство планирует привлечь в отрасль до 1 трлн руб. На наш взгляд, достижение этого показателя будет сдерживаться осторожностью потенциальных инвесторов, а также отсутствием нужного количества готовых проектов на рынке. Одновременно запуск большого количества «сырых» инициатив может привести к тому, что средства будут потрачены неэффективно.

**Национальные проекты и бюджетное исполнение.** По данным Счетной палаты, за восемь месяцев 2020 года бюджетное исполнение комплексного плана составило 44,6%. Объем средств, направленных на финансирование его мероприятий, составил 160,2 млрд руб. Причем за август было освоено лишь 13,5 млрд руб., что более чем в два раза меньше июльских вложений (30,1 млрд руб.). Это минимальная сумма за последние пять месяцев. До этого схожее «проседание» было в мае: тогда в проекты попало ненамного больше (14,5 млрд руб.)

То есть за последний месяц лета в 2020 году израсходовано на 36% меньше, чем в августе 2019-го, когда было вложено 21,2 млрд руб. Но если брать оценку за январь – август, то федеральные расходы на комплексный план на 24% превышают прошлогодние за тот же период (121,5 млрд руб.).

По бюджетному исполнению комплексный план все еще отстает от остальных национальных проектов. За восемь месяцев 2020-го в последние направления в среднем 49,1% от запланированных средств (год назад примерно столько же – 49,3%), или почти 1,06 трлн руб. Впрочем, говорить о замедлении трат пока рано, поскольку «планка» бюджетных расходов поднята заметно выше. В прошлом году на 12 нацпроектов и комплексный план рассчитывали потратить 1,78 трлн руб., а в этом году даже после пересмотра планов – почти 2,2 трлн руб.

**Рисунок 1. Динамика федеральных расходов на комплексный план и нацпроекты в 2019-м и за восемь месяцев 2020 года**



Источник: данные единого портала бюджетной системы России, Счетной палаты, расчеты и анализ InfraOne Research

Как следует из данных Счетной палаты, наиболее высокий уровень бюджетного исполнения по итогам восьми месяцев наблюдается у нацпроектов «Здравоохранение» (62,5%, или 191,7 млрд руб.) и «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы» (60,9%; 39,5 млрд руб.).

Еще у трех проектов уровень исполнения можно оценить, как «выше среднего» (49,1%): «Жилье и городская среда» (55,5%; 66 млрд руб.), «Наука» (53,4%; 24,4 млрд руб.) и «Демография» (51,9%; 381,6 млрд руб.).

Меньше всего средств по итогам восьми месяцев поступило в нацпроект «Цифровая экономика» (17,8%; 20,2 млрд руб.). Но ситуация и здесь лучше, чем год назад, когда уровень его бюджетного исполнения был почти в полтора раза меньше (10,6%; 11,5 млрд руб.). При этом в августе проекту в очередной раз снизили планируемый объем вложений: со 126,9 млрд руб. до 113,4 млрд руб., или почти на 10%.

Связанный с развитием транспортной инфраструктуры национальный проект «Безопасные и качественные автомобильные дороги» (БКАД) к началу сентября исполнен на 34,7%, что даже ниже уровня исполнения комплексного плана. За август до него были доведены еще 12,6 млрд руб., а всего за восемь месяцев направлено 52,2 млрд руб. В прошлом году за этот же срок в него поступило 50 млрд руб., а уровень бюджетного исполнения был немного выше (38,6%). Однако основные перечисления бюджетных средств в этой сфере традиционно происходят ближе к концу года.

В августе уровень плановых расходов на БКАД вырос со 120 млрд руб. до 149 млрд руб., или на 24%. А с начала года, несмотря на негативные факторы (пандемия коронавируса и экономический кризис), он вырос почти на 43%. В начале 2020-го на этот нацпроект планировали потратить до конца года лишь 104 млрд руб.

По итогам 2019 года бюджетное исполнение БКАД было одним из самых высоких среди нацпроектов – 97,1%, что обеспечило поступление средств в инфраструктуру в размере 138,2 млрд руб.

Мы полагаем, что подобное повышение «страхует» национальный проект от возможного сокращения трат в течение как минимум этого года. На наш взгляд, заметного ускорения финансирования по БКАДу следует ждать в течение четвертого квартала, если ситуация в экономике к этому времени серьезно не ухудшится.

Подробнее о том, как государство тратило на национальные проекты и комплексный план в июле, а также за семь месяцев 2020 года, читайте в [InfraOne Research Weekly 2020 #16](#).

В целом на инфраструктурные направления (БКАД и комплексный план) в августе 2020 года пришлось более четверти федеральных вложений в национальные проекты: 26 млрд из 97,2 млрд руб.

**Рисунок 2. Федеральные расходы на проекты комплексного плана на 31 августа 2020 года**

млрд руб.



Источник: данные единого портала бюджетной системы России, комплексного плана, расчеты и анализ InfraOne Research

**Комплексный план и федеральные проекты.** В августе 2020-го общий объем средств, предусмотренных до конца года на комплексный план, незначительно вырос: на 0,6 млрд руб., до 361,8 млрд руб.

Такое увеличение было связано с появлением в планах межбюджетного трансферта в размере 1 млрд руб. от Росавтодора для реализации федерального проекта «Коммуникации между центрами экономического роста». В свою очередь, другой федеральный проект – «Северный морской путь» – «потерял» из своего будущего финансирования 0,4 млрд руб. Эти средства должны были поступить через Росжелдор в качестве капитальных вложений в объекты госсобственности. После такого уменьшения в «Северный морской путь» рассчитывают направить до конца года 35,1 млрд руб.

«Внутри» комплексного плана лидерство по бюджетному освоению средств продолжают удерживать «Коммуникации между центрами экономического роста»: за восемь месяцев 2020-го вложения в самый капиталоемкий федеральный проект плана составили 51,6%, а всего до него доведено 102,5 млрд руб. В прошлом году за аналогичный период эти показатели были меньше: 33,7% и 82,7 млрд руб. соответственно.

Причем «Коммуникации» лидируют по объему доведенных за август средств: 7,5 млрд руб., или 56% от остальных вложений в проекты комплексного плана за этот месяц.

На втором месте по освоению бюджетных средств в январе – августе 2020 года находятся «Внутренние водные пути», которые исполнены почти на 47% (или на 16,4 млрд руб.).

Минимальное бюджетное исполнение (если не считать проект «Транспортно-логистические центры», куда из запланированных 330 млн руб. еще не поступило ничего) по-прежнему у федерального проекта «Европа-Западный Китай». За восемь месяцев 2020 года оно составило 4% (или 0,78 млрд руб.). Впрочем, в августе на него израсходовали даже больше (0,43 млрд руб.), чем в предыдущие семь месяцев (0,35 млрд руб.). Мы полагаем, что такой рост связан с намерениями правительства в скором времени начать строительство трассы.

**Сокращение расходов и последствия для инфраструктуры.** В ближайшие два месяца станет ясна судьба финансирования многих проектов из комплексного плана не только на ближайшую трехлетку, но и на более долгий срок, уходящий за пределы 2024 года.

С одной стороны, будет опубликован проект федерального бюджета на 2021–2023 годы. А с другой — в правительстве должны обсудить и принять план по реализации мероприятий в рамках майского указа с учетом появления его июльского «обновления» до 2030 года, которое понадобилось из-за экономического кризиса и пандемии.

На наш взгляд, наибольшие шансы сохранить финансирование будут у проектов с высоким уровнем бюджетного исполнения и уже налаженным механизмом их реализации. Однако и они не застрахованы от возможного «урезания» расходов в среднем на 10%.

Потери комплексного плана от сокращения в ближайшие два года, по предварительным данным, могут превысить 140 млрд руб., а по одному из его федеральных проектов — «Коммуникации между центрами экономического роста» — способны составить около 40 млрд руб.

Для комплексного плана ситуация выглядит не очень радужной. Во-первых, объем средств, не дошедших до него в 2019-м году из-за относительно невысокого бюджетного исполнения (88%), составил около 42 млрд руб. Теперь же предполагается, что за два года в него планово «недопустит» в три раза больше. Во-вторых, расходы на план в 2021–2022 годах в прошлом проекте бюджета предусматривались в объеме 1,08 трлн руб. А значит, он может потерять более 13% своего объема. Основными пострадавшими могут стать проекты по строительству морских портов.

Если предположить, что исполнение плана будет на уровне 2019 года, то в его проекты в 2021–2022 годах в итоге может попасть максимум 800–820 млрд руб.

Несколько лучше обстоят дела с национальным проектом «Безопасные и качественные автомобильные дороги», о сокращении средств на который ничего не известно, а нынешний уровень вложений позволяет надеяться, что такого в итоге не произойдет. Власти планировали реализовать его ускоренно — в течение четырех лет вместо пяти оставшихся — и пока не отказались от этой идеи.

Мы полагаем, что подобные тенденции — по «сокращению» средств на одно направление и увеличению на другое — могут компенсировать друг друга. Тогда расходы на инфраструктуру в целом если и снизятся, то не слишком значительно. Однако есть угроза увеличения инфраструктурного разрыва между различными отраслями (например, в большей степени будут улучшаться автодороги, а в меньшей степени — инфраструктура морского транспорта), а также регионами.

**Государство в поисках денег на инфраструктуру.** Выпадающие из планов федеральные средства власти планируют замещать «извне». На отечественном рынке в последние несколько месяцев стали появляться новые инструменты, с помощью которых деньги могут напрямую поступать на строительство и обновление инфраструктуры.

К таким инструментам можно отнести первые в отрасли выпуски вечных облигаций (этим дважды воспользовалась РЖД), а также закрепленные в законодательстве инфраструктурные и зеленые облигации. На эти инструменты сейчас строят большие планы, но эффективность привлечения средств через них может быть ограничена, если государство при запуске проектов будет отказываться от проектного финансирования в пользу традиционных госзакупок или госзаказа.

*По внесенным весной изменениям в стандарты эмиссии ценных бумаг, инфраструктурные облигации выпускаются под проекты, реализуемые по 115-ФЗ и 224-ФЗ. Но тогда они (как, например, облигации СОПФ или концессионные бонды) должны быть «привязаны» к конкретному проекту и иметь целевое назначение. Пока из заявлений властей об инфраструктурных облигациях следует, что средства, вероятнее всего, будут заимствоваться госкомпаниями и расходоваться по «котловому» принципу. В этом случае неясно отличие инфраструктурных облигаций, по крайней мере, в том виде, в котором их анонсируют, от корпоративных аналогов.*

*За рубежом для финансирования инфраструктурных проектов используются муниципальные облигации. Например, в США они разделены на две группы: general obligation bonds (обеспечены поступлениями налогов и прочих платежей в бюджет) и revenue bonds (обеспечены поступлением дохода от объекта). Вторая группа примечательна тем, что эти бумаги не повышают кредитную нагрузку муниципалитета: выплаты по ним производятся за счет платежей пользователей после ввода объекта в эксплуатацию (например, за проезд по платной дороге). Перечень объектов для таких бондов широкий: госпитали, аэропорты, мосты, системы водоснабжения, канализации, энергообъекты и даже жилые дома.*

Например, правительство планирует за счет инфраструктурных облигаций финансировать строительство автомобильной трассы Москва – Казань (входит в федеральный проект «Европа – Западный Китай»). Ранее предполагалось, что проект будет реализован в том числе в рамках концессионных или долгосрочных инвестиционных соглашений, но в сентябре стало известно, что дорогу построят через обычные закупки (заказ по 223-ФЗ). ГК «Автодор» уже выбрала подрядчиков для создания семи участков трассы.

В правительстве считают, что «Автодор» сможет финансировать стройку за счет как возможного выпуска вечных бумаг (при наличии необходимого высшего рейтинга кредитной надежности), так и за счет эмиссии инфраструктурных облигаций (хотя по недавним изменениям в законодательстве такие бумаги могут выпускаться под финансирование строительства проектов по 115-ФЗ и 224-ФЗ).

Ожидается, что компания может привлечь на рынке через такие ценные бумаги до 500 млрд руб. на горизонте двух лет. Но во-первых, она уже и так довольно серьезно закредитована, а во-вторых, зависима от поддержки из бюджета. Инвесторам в инфраструктурные бонды ГК «Автодор» нужны будут гарантии выплат купонов в будущем, и, вероятнее всего, как в случае с вечными облигациями РЖД, такие гарантии должен будет предоставить бюджет.

На наш взгляд, реализация инфраструктурных проектов госкомпаниями самостоятельно за счет привлечения заимствований через облигации в ряде случаев возможна, но наращивать долг они могут только до определенного уровня, который не покрывает потребностей в инвестициях.

Такие облигации, как и займы госструктур в иных формах, увеличивают скрытый долг страны, даже если не обеспечены прямыми бюджетными гарантиями (при дефолтах и кризисных явлениях спасение компаний, как правило, «ложится на плечи» бюджета). И если, например, в концессиях и соглашениях о ГЧП часть рисков принимает на себя частная сторона, сами риски локализованы на проекте, условия реализации которого могут меняться в процессе переговоров, то в случае с госзаказом и заказом по 223-ФЗ ответственность перед кредиторами полностью несет государство и подконтрольные ему структуры.

Поэтому мы считаем, что инфраструктурные облигации в обсуждающемся в правительстве варианте могут применяться весьма ограниченно: их плюс в кризис в том, что часть проектов таким образом сможет запуститься в короткие сроки. Впрочем, никакой защиты от «заморозки» (и даже отмены) этих проектов в случае новых экономических потрясений инструмент не содержит.

Эмитентами инфраструктурных облигаций могут стать регионы или муниципалитеты. Уже обсуждается возможность выпуска таких бумаг Нижегородской областью в объеме до 170 млрд руб. для финансирования инфраструктурных проектов в регионе. Однако и тут главную роль будут играть экономические возможности региона (отсутствие критического уровня долга и возможность повышения нагрузки).

Еще около 200 млрд руб. для инфраструктурных проектов уже других сфер может быть получено через выпуск облигаций ВЭБ. РФ, которые в том числе могут быть и зелеными. По заявлениям правительства, на горизонте трех лет через выпуск облигационных ценных бумаг рынок может получить до 1 трлн руб. Средства хотят направить на дороги, социальную и коммунальную инфраструктуру.

Даже если такие планы сбудутся, мы полагаем, что на рынке пока нет достаточно качественных и проработанных проектов и в следующие год-полтора их вряд ли появится много. Также вызывают вопросы способность рынка «поглотить» предложенные объемы денег и наличие соответствующего интереса со стороны потенциальных инвесторов.

В случае выпуска инфраструктурных облигаций под проекты, которые реализуются через госзаказ и заказ по 223-ФЗ, не ясен механизм защиты вложений для инвесторов. Кроме того, сохраняются риски непрозрачного выбора подрядчиков, кассовых разрывов, затягивания авансирования стройки и прочих бюрократических преград. Такие риски можно было бы минимизировать путем привлечения денег под проекты, запускаемые с помощью проектного финансирования.

### **Новые претенденты на зарубежные кредиты**

*Часть российской инфраструктуры может строиться за счет кредитных линий международных банков развития. Помимо кредитов Нового банка развития БРИКС, выделявшего средства на проекты в коммунальной отрасли, поддержку малых городов и автодорогу Восточный выезд из Уфы, в конце 2019 года в стране появился новый иностранный игрок.*

*AIBV (Азиатский банк инфраструктурных инвестиций) 12 декабря 2019 года одобрил кредит для российской транспортной отрасли. Транши по нему будут проводить в течение пяти лет. Они составят \$100 млн ежегодно, или примерно 1% от годового бюджета Федерального дорожного агентства. Для Росавтодора этот проект – первый опыт работы с международным банком развития и возможность показать, что сектор, который в минимальной степени (по оценке AIBV) финансируется внебюджетными средствами, может привлечь международные вложения.*

*Первым подпроектом, прошедшим социально-экологическую экспертизу AIBV, стала 26-я секция автодороги Р-21 «Кола» Санкт-Петербург – Петрозаводск – Мурманск – Печенга – граница с Норвегией. В рамках подпроекта планируется строительство участка длиной 14,8 км на 406–422 км трассы, а ее финансирование от AIBV составит \$98 млн. Автодорога Р-21 входит в федеральный проект «Морские порты России» комплексного плана модернизации и расширения магистральной инфраструктуры.*

*Также известно, что в рамках заявки рассматриваются подпроекты на автодорогах «Скандинавия» (возможное финансирование от AIBV в размере \$300 млн) и «Уссури» (\$89,5 млн). Еще \$12,5 млн заложено на операционные затраты. Строительство каждой дороги рассчитано почти на три года. Все одобренные проекты планируют реализовывать в рамках госзаказа.*

*Впрочем, общий объем кредита для отрасли пока невелик: за пять лет он составит лишь около 37,5 млрд руб. по курсу на середину сентября. Поэтому мы считаем, что пока иностранный капитал может рассматриваться в качестве источника средств на развитие отечественной инфраструктуры лишь в долгосрочной перспективе.*

## 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](http://infraone.ru)**

# InfraOne

[infraone.ru](http://infraone.ru)

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