

## Финансирование инфраструктуры в современных условиях

© 2013 Мохамад Ариф Салим

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

E-mail: arif.mokhamad@gmail.com

Мировой экономический кризис оказал серьезное влияние на роль традиционных инвесторов проектов инфраструктуры. С одной стороны, проблемы, связанные с состоянием государственных финансов, сдерживают финансирование инфраструктуры со стороны правительств, с другой – банки в настоящее время не способны предоставлять долгосрочное финансирование по приемлемым ставкам.

*Ключевые слова:* инфраструктура, инфраструктурные проекты, государственный долг, банки, проектное финансирование, институциональные инвесторы.

В условиях нестабильной внешней конъюнктуры и замедления темпов экономического роста вложения в инфраструктурные проекты страны или региона становятся одним из важнейших факторов оживления экономической деятельности. Реализация инфраструктурных проектов ведет к созданию новых рабочих мест, поскольку сопряжена с крупными инвестициями в процесс создания основных средств и последующей эксплуатацией сооруженных объектов, что вызывает спрос на продукцию смежных отраслей.

жек производства и обращения, увеличивая эффективность производства. Во-вторых, хорошее состояние инфраструктурного комплекса повышает производительность других факторов производства, включая капитал, рабочую силу и совокупную факторную производительность. Соответственно, повышается эффективность производства при надежной системе производственной инфраструктуры, а производительность труда становится гораздо выше в рамках эффективно функционирующей инфраструктуры здравоохра-

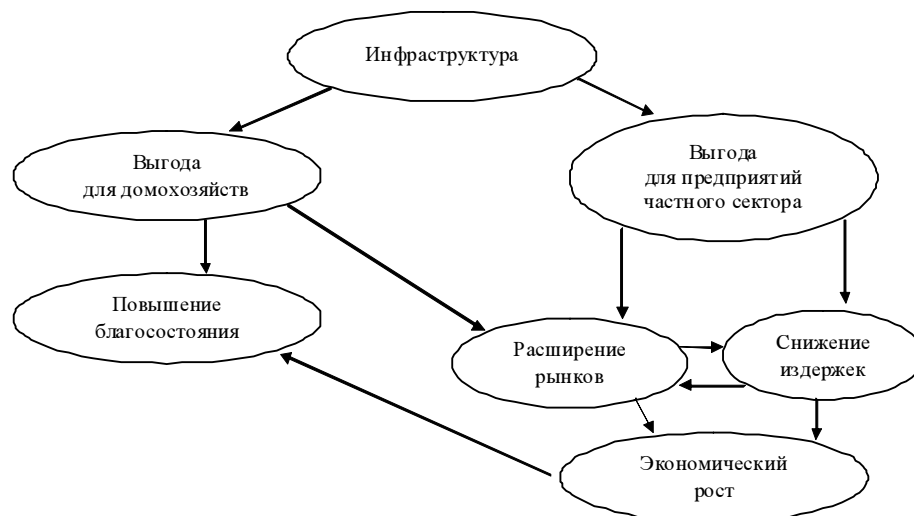


Рис. 1. Инфраструктура как фактор экономического роста

Источник. Greene W.H. Econometric Analysis. 5<sup>th</sup> ed. Prentice Hall, 2003.

На рис. 1 инфраструктура представлена в виде “отправной” точки экономического роста. Можно выделить следующие факторы воздействия инфраструктуры на темпы экономического роста.

Инфраструктура может рассматриваться как прямой вклад в воспроизводственный процесс, а увеличение инфраструктурного потенциала способствует росту ВВП. Во-первых, модернизация инфраструктуры приводит к снижению издер-

жения, образования и иных сфер социальной жизни общества. С другой стороны, необходимость совершенствования инфраструктуры, в свою очередь, стимулирует развитие факторов производства. Например, накопление человеческого капитала есть функция факторов социальной инфраструктуры – система образования, здравоохранения и пр.

Таким образом, воздействие инфраструктуры на экономический рост состоит либо в сти-

мулировании накопления факторов производства, либо в повышении их производительности<sup>1</sup>.

В условиях глобализации мировой экономики происходит трансформация категории “инфраструктура”. Она перестает быть подчиненной категорией, а становится важнейшим фактором конкурентоспособности национальной экономики. При этом с позиций экономических агентов инфраструктуру можно определить как “пучок возможностей”, который может быть также привлекателен не только для хозяйствующих субъектов, но и для инвесторов.

Необходимость слаженного взаимодействия отраслей инфраструктуры при прочих равных условиях обусловлена, прежде всего, структурой общественного потребления. Потребляются только те товары и услуги, которые произведены и доведены до конечных потребителей, что диктует необходимость развития результативных взаимосвязей различных отраслей инфраструктуры.

Процесс взаимодействия инфраструктурных отраслей, по сути, означает *синхронность функционирования* всех задействованных объектов инфраструктуры, которая выражается в бесперебойном обслуживании процесса потребления. Можно сказать, что степень взаимодействия отраслей инфраструктурного комплекса, обслуживающих общественное производство и потребление внутри национального хозяйства, определяет степень готовности страны к международной кооперации.

По оценкам Глобального института международной консалтинговой компании McKinsey, потребности мировой экономики в инвестициях в инфраструктуру за период с 2013 по 2030 г. могут составить от 57 до 67 трлн долл.<sup>2</sup> Данные расчеты произведены на основе потребностей в

инвестициях в такие виды инфраструктуры, как транспортная, телекоммуникационная и коммунальная. При этом потребности в инвестициях в социальную инфраструктуру компанией McKinsey не принимались в расчет, следовательно, реальная потребность в инвестиционных ресурсах в инфраструктуру значительно выше.

Традиционно основными инвесторами проектов инфраструктуры являются правительства стран, на территории которых реализуются проекты, а также финансовые институты, в частности и банки. Однако мировой финансовый кризис внес определенные изменения в устоявшуюся практику.

На протяжении последнего десятилетия правительствам не удалось проводить эффективную, равномерную, своевременную и сбалансированную инвестиционную политику в отношении всех отраслей инфраструктуры по политическим или иным соображениям.

Средний показатель, характеризующий инвестиционную активность государства по отношению к отраслям инфраструктуры (соотношение государственного финансирования к ВВП), в странах ОЭСР за последнее время снизился. В 80-х гг. XX в. данный показатель составлял в среднем 4 % ВВП, в течение 2000-х гг. инвестиции в инфраструктуру не превышали 3 % ВВП, что, по мнению экспертов, является недостаточным уровнем для удовлетворения всевозрастающего общественного спроса на объекты инфраструктуры.

Долговой кризис отчасти объясняет уменьшение государственного финансирования инфраструктурных проектов в развитых странах. По данным Международного валютного фонда, к 2012 г. совокупный государственный долг семи

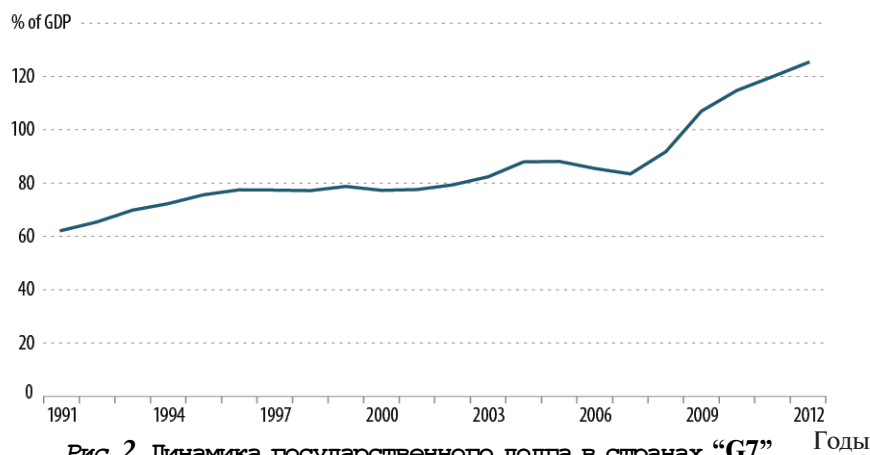


Рис. 2. Динамика государственного долга в странах “G7” (США, Канада, Япония, Великобритания, Германия, Франция, Италия) за период 1991-2012 гг. в виде соотношения долга к ВВП соответствующей страны

Источник. International Monetary Fund // World Economic Outlook. 2012. October. P. 6.

крупнейших экономик мира составлял более 120 % их ВВП. Очевидно, что подобное положение дел весьма негативный фактор, препятствующий полноценному участию правительств соответствующих стран в процессе развития инфраструктуры (см. рис. 2).

Государственный же долг стран с развивающимися рынками находится на значительно более низком уровне по сравнению с развитыми странами (рис. 3). Более того, МВФ в средне-

Тенденция сокращения участия банков в инфраструктурных проектах прослеживается и на глобальном уровне. Объем сделок в 2012 г. составил 382,3 млрд долл., в то время как в 2011 г. - 406,5 млрд долл., т.е. уменьшение объема сделок произошло на 6 %.

География реализуемых проектов выглядит следующим образом: до 50 % сделок приходится на регионы Азии и Океании, 26 % сделок - на Европу, Ближний Восток и Африку, 24 % - на

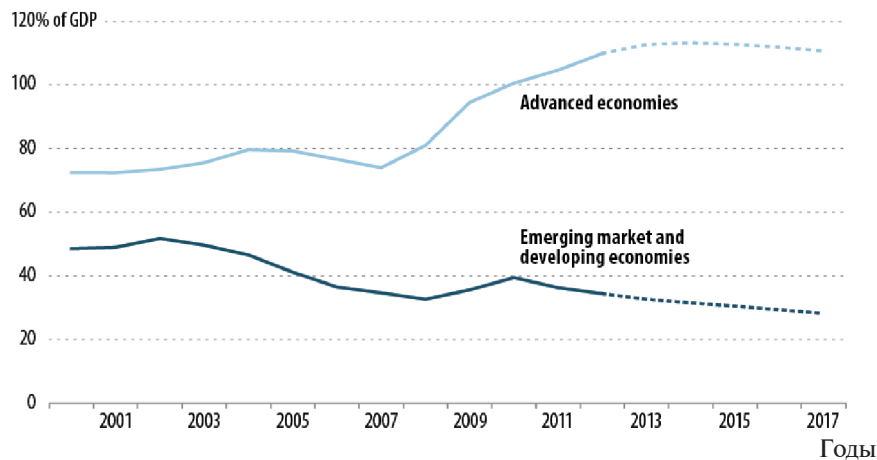


Рис. 3. Сравнение динамики уровня государственного долга в странах с развитой экономикой и в странах с развивающейся экономикой

Источник. International Monetary Fund // World Economic Outlook. 2012. October. P. 6.

срочной перспективе прогнозирует дальнейшее снижение уровня государственного долга этих стран. В данной связи можно предположить, что в указанных странах, если не произойдет существенного ухудшения макроэкономических условий, объемы финансирования инфраструктуры будут расти.

Участие банков в финансировании инфраструктурных проектов также претерпевает определенные изменения. В банковской системе развитых странах, особенно в странах ЕС, на сегодняшний момент нарастают диспропорции между величиной потребностей в инвестициях в инфраструктуру и имеющимися долгосрочными ресурсами у банков по приемлемым для заемщиков ставкам. Кризис банковской системы развитых стран привел в 2012 г. к существенному сокращению количества финансируемых инфраструктурных проектов. Так, только по 901 проекту был достигнут этап финансового закрытия<sup>3</sup>, что меньше на 8 % по сравнению с количеством проектов, достигших финансового закрытия в 2011 г. В период 2011-2012 гг. объем сделок с участием европейских банков сократился с 102,9 млрд долл. до 63,5 млрд долл. (или на 38 %).

Северную и Южную Америку. При этом тенденция уменьшения объема сделок проектного финансирования в Европе и соответствующее увеличение сделок в Азии и Океании наблюдаются с 2007 г.

Одна из причин сокращения объемов банковского проектного финансирования заключается в том, что кредитные портфели финансирующих инфраструктуру банков состоят из долгосрочных вложений, совершенных еще до кризиса, а в настоящее время их крайне сложно рефинансировать. В связи с этим оживление рынка проектного финансирования в будущем зависит от того, насколько успешно и эффективно банки смогут реструктурировать свои "предкризисные" вложения.

Сокращение объемов финансирования инфраструктурных проектов со стороны традиционных инвесторов и отсутствие у них необходимого объема финансовых ресурсов привели к активизации поиска иных путей и инновационных подходов к финансированию развития инфраструктуры.

Многие эксперты рассматривают резервы институциональных инвесторов как новый ис-

точник долгосрочного финансирования инфраструктурных проектов и связывают дальнейшее развитие инфраструктурных отраслей с инвестиционной активностью этих участников финансового рынка.

Пенсионные фонды, страховые компании, фонды взаимных инвестиций (mutual funds), суверенные государственные фонды являются важными игроками финансовых рынков. Только в странах ОЭСР по состоянию на конец декабря 2011 г. данные инвесторы располагали активами в размере 70 трлн долл.<sup>4</sup>, 40 % из которых были сосредоточены в руках институциональных инвесторов США.

Роль институциональных инвесторов в развитии национальных экономик можно оценить посредством сопоставления их активов и объемов ВВП соответствующих стран. Например, совокупные активы пенсионных фондов и страховых компаний (без учета активов иных институциональных инвесторов) в таких странах, как Нидерланды, Великобритания, Канада, США, составляют порядка 60 % от величины ВВП.

Развивающиеся же страны не имеют таких колоссальных активов в распоряжении институциональных инвесторов, за исключением Бразилии и Южной Африки. Эти страны среди других государств с развивающимися рынками имеют более мощные в финансовом отношении пенсионные фонды и фонды взаимных инвестиций. Например, объем активов институциональных инвесторов Южной Африки составляет более 60 % ВВП.

Инвестиции в инфраструктуру для институциональных инвесторов привлекательны, помимо всего прочего, тем, что они дают возможность сбалансировать портфели инвесторов. Это связано с тем, что обязательства институциональных инвесторов, в частности пенсионных фондов, имеют долгосрочный характер, как и вложения в инфраструктуру.

Вложения в инфраструктуру по сравнению с другими активами имеют низкую волатиль-

ность, что обеспечивает приемлемый уровень рыночного риска для институциональных инвесторов. К тому же на фоне мирового финансового кризиса инвестиции в инфраструктурные проекты позволяют диверсифицировать вложения, снизив тем самым риски. Но, несмотря на эти положительные свойства вложений в инфраструктуру, нельзя сказать, что институциональные инвесторы очень активны в данном направлении.

Институциональных инвесторов разных стран характеризует отнюдь не однородная активность вложений в эти объекты. Так, пенсионные фонды Канады и Австралии к настоящему моменту вложили порядка 10-15 % своих активов в инфраструктурные проекты, в то время как пенсионные фонды других стран выглядят гораздо скромнее (см. таблицу).

Фонды национального благосостояния являются более активными инвесторами в объекты инфраструктуры. По имеющейся информации, эти фонды вкладывают около 10-15 % своих активов в инфраструктурные проекты. Наиболее крупными из них являются фонд Абу Даби (Abu Dhabi Investment Authority) с инвестициями в инфраструктуру на уровне 10 % от объема своих активов, фонды Сингапура (Инвестиционная корпорация правительства Сингапура), у которого инвестиции составляют 10 %, фонд "Темасек Холдингс" (Temasek Holdings) с инвестициями на уровне 12 %. Часть фондов США и Канады также отмечают активность в инфраструктурных отраслях, например, "Постоянный Фонд штата Аляски" (Alaska Permanent Fund) и фонд канадской провинции Альберта (Alberta's Heritage Fund), у которых инвестиции в инфраструктуру составляют 12 и 15,4 % от объемов активов, соответственно.

В свою очередь, крупнейшие страховые компании инвестируют свои резервы в энергетическую инфраструктуру, например в сооружение возобновляемых источников энергии, тем самым занимая определенную нишу на рынке. Так, стра-

#### Инфраструктурные инвестиции пенсионных фондов Канады и Австралии

ховая группа “Альянс” по состоянию на март 2012 г. разместила 1,3 млрд евро<sup>5</sup> в европейские проекты развития системы возобновляемой энергии. В целом, страховая группа имеет в своем активе вложений в сооружение 34 ветровых электростанций с общей производительностью 658 МВт и 7 парков солнечной электроэнергии с производительностью 74 МВт.

Немецкая страховая компания Munich Re также объявила о планах инвестирования 2,5 млрд евро в следующие несколько лет в энергетическую инфраструктуру. Американская страховая компания Metlife на сегодня уже инвестировала порядка 2,2 млрд долл. в “зеленую” энергетику.

Однако, несмотря на определенный интерес к инфраструктурным проектам со стороны институциональных инвесторов, имеются некоторые препятствия на пути расширения масштабов инвестирования:

- отсутствие стандартизированных механизмов финансирования. Только самые крупные институциональные инвесторы имеют возможность финансировать инфраструктурные проекты напрямую. Менее крупные такой возможности не имеют: они могут финансировать инфраструктурные проекты через обособленные инфраструктурные фонды, но значительные по сумме комиссионные платежи и использование финансового рычага делают такую возможность непривлекательной. Пенсионные фонды некоторых стран Латинской Америки решают эту проблему следующим образом: в Чили пенсионные фонды финансируют инфраструктурные проекты посредством покупки инфраструктурных облигаций со страховой гарантией, в Перу - через коллективные трастовые структуры, в Бразилии - через совместно созданные инфраструктурные компании;

- незначительные объемы финансирования объектов инфраструктуры посредством эмиссии облигаций. Это обстоятельство создает препятствия для пенсионных фондов на пути финансирования инфраструктурных проектов, поскольку именно облигации являются основным долговым инструментом в портфелях фондов. Однако в связи со снижением объемов проектного финансирования ожидается, что в ближайшее время инициаторы проектов будут привлекать капитал посредством размещения облигаций;

- отсутствие необходимых компетенций и профессиональных навыков у управляющих пенсионными фондами в сфере оценки и управления рисками инфраструктурных проектов негативно влияет на способность осуществления прямых инвестиций;

- недостаточный объем информации по отраслевым сделкам финансирования инфраструктурных проектов создает проблемы для качественной оценки инвестиций. Пока на финансовом рынке не существует единой базы данных о размещенных активах пенсионных фондов и иных институциональных инвесторов непосредственно в инфраструктурные проекты или другие инструменты, связанные с объектами инфраструктуры;

- недостаточный уровень управления рисками: институциональные инвесторы руководствуются долгосрочными консервативными стратегиями инвестирования. Для них важно участвовать как в структуре акционерного капитала проектной компании, так и в структуре заемного капитала для адекватной оценки административных и коммерческих рисков.

Таким образом, в заключение можно отметить, что, несмотря на определенный интерес со стороны институциональных инвесторов к вложениям в инфраструктурные проекты, существует довольно много препятствий как институционального, так и организационного толка, не позволяющих вкладывать значительные объемы в этот сегмент финансового рынка, а следовательно рассматривать институциональных инвесторов их как основных “драйверов” финансирования инфраструктуры несколько преждевременно.

<sup>1</sup> Мостов М.Ю. Роль государства в формировании механизмов развития региональной инфраструктуры: зарубежный опыт и российская практика : автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2012. С. 11.

<sup>2</sup> McKinney Global Institute. Infrastructure productivity: how to save \$1 trillion a year. 2013. January.

<sup>3</sup> OECD. The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in long-term financing for growth and development. 2013. February. P. 26.

<sup>4</sup> Ibid. P. 15.

<sup>5</sup> OECD. The Role of Institutional Investors in Financing Clean Energy / C. Kaminker, F. Stewart. 2012. P. 18.

Поступила в редакцию 05.02.2013 г.