Том МАНДИ,
главный стратег, «ОТКРЫТИЕ Капитал»

Новость о вероятном возвращении Владимира Путина на пост президента в 2012 году не окажет значительного влияния на рынок в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Хотя инвесторы надеялись на второй срок Дмитрия Медведева и более многочисленное присутствие либералов в Думе и правительстве, мы полагаем, что связанная с данной ситуацией неопределенность адекватно отражена в более чем 50-процентном дисконте по котировкам российских акций по сравнению с активами стран emerging markets.

Рынок после выборов 2012 года

Понятно, что мы обеспокоены отставкой Алексея Кудрина с поста министра финансов, хотя, по нашему мнению, в краткосрочной перспективе (если не принимать во внимание текущие настроения) она окажет незначительное влияние на рынок. На данном этапе исполняющий обязанности министра финансов РФ Антон Силуанов, похоже, поддерживает позицию своего предшественника в вопросах бюджетной политики. Если говорить о более долгосрочной перспективе, то очевидно, что Кудрин, по крайней мере, оставил Министерство финансов в хорошей форме, и сейчас есть несколько потенциальных кандидатов в министры, которые находятся на хорошем счету у иностранных инвесторов, начиная с Сергея Шаталова и заканчивая Аркадием Дворковичем.

В конечном итоге, преемнику Кудрина придется с боем зашищать жесткую налогово-бюджетную политику своего предшественника, которую так высоко ценили иностранные инвесторы и часто критиковали представители популистского лобби. Мы вряд ли будем корректировать премию за риск по акциям только на основании отставки Кудрина. Однако в случае если стремление правительства увеличить расходную часть бюджета начнет расти и будет перечеркнуто все хорошее, что сделал Кудрин, России совершенно точно будет сложнее избавиться от исторически завышенного дисконта, который существует при оценке российских компаний по сравнению с мультипликаторами на развивающихся рынках.

Многие аналитики недовольны тем, что Путин не использовал значительный политический капитал, накопленный в течение первого президентского срока, чтобы ускорить осуществление реформ. И хотя мы согласны, что можно было сделать и больше для проведения либеральной политики и, в частности, для создания более стабильного и понятного климата для иностранных инвесторов, мы хотели бы вспомнить о ряде серьезных историй успеха, имевших место в последние десять лет. Эти перемены, на наш взгляд, были задуманы как элементы более радикальной реформы, запланированной на 2008 год, но отложенной в связи с мировым финансовым кризисом. Мы считаем, что Путин достиг большего, чем полагают многие, на посту президента в 2000–2008 годах и премьер-министра в 2008–2011 годах. Первые два года его следующего президентского срока будут ключевыми для того, чтобы убедить инвесторов в том, что он готов продолжить начатую работу и ускорить проведение реформ.

- **Монетизация льгот.** В 2005 году Владимир Путин обратился к реформированию российской системы социальных льгот, которая предусматривала бесплатное пользование местным транспортом и льготы в области здравоохранения для различных групп населения, от пенсионеров до военных и бывших политических заключенных. Данная система, которая являлась наследием СССР и получила дальнейшее развитие в 90-е годы, была заменена повышением зарплат и пенсий, что компенсировало отмену льгот. И хотя сначала эта замена вызвала протест, в основном из-за чрезмерной бюрократизации процесса, препятствовавшей эффективной монетизации льгот, недовольство этим шагом прошло по мере того, как новый закон начал работать и население стало получать денежные компенсации.
- **Поддержка автомобильной промышленности.** С прекращени-

ем регулирования автомобильного рынка государством в 90-е годы российский автопром, представлявший собой наследие советского периода, был вынужден конкурировать с более качественной импортной продукцией. Сначала российским производителям удавалось удерживать разумную долю рынка, однако с появлением в России таких иностранных компаний, как Ford, GM и Renault, российские автопроизводители быстро утратили былые позиции. Принимая во внимание такой элемент советского прошлого, как города с одним градообразующим предприятием, Владимир Путин предпринял шаги для поддержки сотрудничества с местными производителями, чтобы поддержать конкурентоспособность отрасли. И хотя это был, без сомнения, политический процесс, сам по себе он стал весьма обнадеживающим. Поддерживая создание совместных предприятий с иностранными партнерами, Россия прошла трудный путь по сохранению конкурентоспособности российского автопрома и избежала высокого уровня безработицы в городах, которые исторически зависели от местной неэффективной и неконкурентной автомобильной промышленности.

• **Улучшение инвестиционного климата для иностранных инвесторов.** Стратегическое партнерство между Exxon и «Роснефтью» стало не только ключевым фактором для изменения котировок акций «Роснефти», но и оказало серьезное влияние на рынок акций в целом, подчеркнув заинтересованность правительства в привлечении иностранных инвестиций и опыта для развития стратегически важных активов. По нашему мнению, данное соглашение направлено не только на расширение международного присутствия «Роснефти» и ее последующее развитие. Скорее, эта сделка является индикатором явного стремления правительства привлечь международное инвестиционное сообщество. Возможно, этого недостаточно, чтобы снизить завышенную премию за риск по акциям российских компаний, но наряду с изменениями в российской налоговой системе этот шаг должен способствовать росту прибылей в отрасли, увеличению объема производства и повышению оценок компаний.

• **Разумная налогово-бюджетная политика.** Возможно, самым большим успехом за последние 11 лет стала поддержка, оказанная бывшему министру финансов Алексею Кудрину в проведении чрезвычайно консервативной фискальной политики для сохранения уровня доходов, которые российский бюджет получал от экспорта нефти. Минфину пришлось выдержать серьезное давление, чтобы получить возможность использовать средства из огромных международных резервов России. Очевидно, с уходом Кудрина достигнутые им блестящие результаты оказались под угрозой, однако первые шаги текущего исполняющего обязанности министра финансов обнадеживают и, похоже, подтверждают то, что министерство будет следовать взятому Кудриным курсу. Мы предпочитаем подождать, пока уляжется пыль, прежде чем делать более долгосрочный прогноз относительно российской налогово-бюджетной политики, который будет заложен в нашу премию за риск по российским акциям.

• **Повышение зарплат бюджетникам и либерализация тарифов.** Мы рассматриваем первое как необходимое условие для второго. И хотя повышение пенсий и зарплат бюджетникам, проведенное в конце 2008 – 2009 году, оказало давление на дефицит бюджета, эта мера была необходимым шагом для следующего этапа российских реформ — либерализации тарифов. Более высокие зарплаты и пенсии стали не просто подарком для поддержки популярности и создания политического капитала для президента (хотя это, без сомнения, тоже удалось), эта мера предоставила россиянам средства для оплаты счетов за электроэнергию, что, в свою очередь, освобождало правительство от необходимости финансировать данные расходы из бюджета. Из-за кризиса 2008 года либерализация тарифов была отложена, что в сочетании с уже запланированным повышением зарплат оказало значительное давление на дефицит бюджета. Однако мы не расцениваем текущую ситуацию как постоянную.

Мы считаем, что по окончании текущего политического цикла правительство приступит к более полной реформе по либерализации тарифов. По мнению нашей команды экономистов, отмена государственных субсидий снимет давление на бюджет и позволит правительству серьезно рассмотреть такие возможные меры налогового стимулирования, как снижение налогов и прочие налоговые привилегии, необходимые для поддержки экономического роста. В то же время, благодаря либерализации тарифов и увеличению свободного денежного потока компании из сферы ЖКХ и газового сектора смогут получать более высокую и стабильную прибыль, которую затем можно будет инвестировать для того, чтобы устранить последствия двадцатилетнего постсоветского периода, связанного с устареванием материальной базы.

• **Налоговая реформа.** Одним из самых крупных достижений Путина как президента стали налоговые реформы, в частности введение фиксированной ставки подоходного налога и механизма экспортных пошлин на нефть и газ. Обе эти меры дали правительству возможность повысить доходы бюджета. В то время как для 90-х был характерен значительный дефицит бюджета и рост госдолга, в эпоху Путина эта тенденция изменилась, в основном благодаря пересмотру налоговой политики. Мы разделяем позицию нашей команды экономистов относительно того, что вероятным кандидатом для пересмотра после выборов станет налог на недвижимость, который во время президентства Путина в целом не изменялся.

Мы считаем, что речь Путина на съезде партии «Единая Россия», который прошел в конце сентября и в целом не освещался большинством западных средств массовой информации (что неудивительно, принимая во внимание другие происходившие в тот момент события), показала понимание необходимости реформ. В особенности Путин упомянул о необходимости повышения налогов, отметил готовность к либерализации тарифов и рассмотрел шаги для ускорения темпов роста экономики до 6–7%, в основе которого будут лежать инвестиции, а не зависимость от экспорта природных ресурсов. В то же время, мы хотим подчеркнуть, что двигателем реформ в следующем политическом цикле, на наш взгляд, станут не либеральные экономические идеи, а острая потребность в модернизации значительно устаревшей инфраструктуры страны, особенно в свете длинного списка недавних трагедий, которые стали прямым следствием состояния инфраструктурной базы в России.