

Что ждет экономику России после выборов?

В отличие от декабря прошлого года рынки сейчас значительно спокойнее воспринимают российские политические риски. Возможно, это связано с общим ростом спроса на рискованные активы - в последнюю неделю января EPFR (Emerging Portfolio Fund Research), отслеживающий потоки движения средств глобальных фондов, зафиксировал приток в акции развивающихся рынков в размере 2,6 млрд долларов, в том числе Россия получила рекордный с апреля прошлого года приток иностранных средств - 237 млн. Это следствие смягчения денежно-кредитной политики основных центробанков - рынкам дан сигнал, что деньги долго будут оставаться дешевыми, а долговые проблемы будут «заливать деньгами» - значит, можно попытаться заработать на более доходных активах. Немаловажным фактором привлекательности российского рынка служат ожидания высоких цен на нефть из-за рисков военного конфликта в Иране. Снижение напряжения на финансовых рынках в целом смягчает опасения шока, аналогичного глобальному кризису 2008-2009 годов.

Таким образом, настроения в отношении отечественной экономики и фондового рынка несколько улучшились, хотя внешние риски на самом деле никуда не исчезли. Они связаны с долговыми и бюджетными проблемами развитых стран, возможным повторением финансовых шоков, негативным влиянием на экономику Европы и США вынужденной борьбы правительств с бюджетными дефицитами (что означает урезание расходов, сокращение рабочих мест в госсекторе, повышение налоговой нагрузки, увеличение пенсионного возраста) и сокращения банковского кредитования, резким торможением экономики Китая. В среднесрочной перспективе влияние внешних факторов на российскую экономику и рынок по-прежнему будет преобладающим. Однако впервые за много лет появляются новые внутренние факторы неопределенности.

Докризисная модель роста ВВП на 6-7% в год больше не работает даже при высоких ценах на нефть. После провала российского ВВП в 2009 году на 7,8% (один из худших результатов для G20) экономика в течение двух лет восстанавливается скромными темпами - 4,3% в год, и среднесрочные прогнозы не предполагают выход на более высокий рост.

Структура ВВП показывает, что основным фактором роста в прошлом году стали

инвестиции в прирост товарных запасов. Реальные доходы населения стагнируют (+0,8%), а в течение части года снижались, рост инвестиций существенно замедлился (+6,2% против двузначных темпов 2003-2007 годов), относительно приличные показатели розничной торговли (+7,2%) достигаются за счет сокращения нормы сбережений и увеличения заимствований (объем кредитов банков населению вырос в 2011-м на 35,9%).

На наш взгляд, основные причины слабости роста - ухудшение экономических ожиданий на фоне затяжного кризиса в мировой экономике, перекосы в бюджетной политике, усиление налоговой нагрузки на компании (повышение единых страховых взносов с 2011 года), сохраняющиеся высокие риски для бизнеса, в последнее время - еще и неопределенность, связанная с парламентскими и президентскими выборами.

Основные проявления предвыборного периода - рекордный с 2008 года отток капитала (84,2 млрд долларов), усилившийся после сентябрьского решения о «рокировке» президента и премьера, подавленная до рекордно низких значений инфляция, антикоррупционная кампания, увеличение социальных выплат. К условно популистским мерам можно отнести перенос сроков повышения тарифов с января на июль, обещания 30-процентной скидки на ГСМ для сельхозпроизводителей, уникальное предложение премьера и кандидата в президенты по выкупу акций ВТБ у участников «народного» IPO по цене размещения 2007 года (13,6 копейки) при текущей рыночной цене в районе 7 копеек.

Приметой предвыборного сезона стал и кредитный бум в условиях дефицита ликвидности - рост корпоративных кредитов на 26%, розничных - на 36%. Это рекордные цифры с 2008 года. Одна из причин - закрытие внешних долговых рынков для российских корпоративных заемщиков во второй половине 2011-го, в результате которого спрос компаний на кредиты существенно вырос. Вторая причина - изменение потребительского поведения граждан (на фоне низких депозитных ставок в течение большей части 2011 года и недостатка надежных финансовых инструментов они стремились больше тратить, чем сберегать). Третья - банки всеми силами стимулировали рост кредитования населения, пытаясь заработать на наиболее доходных продуктах. Это и поддержало потребительский спрос при стагнации реальных доходов россиян.

Просматривается несколько серьезных послевыборных экономических проблем в России: 1) риски рецессии / слабого роста мировой экономики не будут способствовать благоприятному внешнему фону в России в ближайшие годы; 2) в структуре расходов

бюджета ближайших трех лет опережающими темпами растет доля расходов на силовые структуры в ущерб доле национальной экономики, образования и здравоохранения; 3) зависимость бюджета от нефтяных цен существенно возросла в последние годы - цена, при которой достигается бездефицитный бюджет, увеличилась с 65-70 до 117 долларов за баррель; 4) повышение эффективности госрасходов - наиболее правильный путь, но малореалистичный в рамках действующей модели; 5) выход на более высокие темпы экономического роста затруднен низкой конкурентоспособностью промышленности и возросшей монополизацией, неэффективностью системы управления, пробелами в законодательной базе и произволом в правоприменительной практике.

Рейтинг Владимира Путина, по данным ВЦИОМ, существенно выше, чем у других кандидатов, и на последнюю дату превышает 50%, что означает высокую вероятность его победы в первом туре президентских выборов. Одновременно в последние месяцы заметно растут протестные настроения - впервые с 1991-1993 годов отмечается столь массовая активность оппозиционных митингов. Контрмитинг на Поклонной горе в поддержку Путина говорит о том, что власть не собирается сдавать позиции и действует по плану, причем также готова непосредственно апеллировать к улице, недовольству бюрократией, коррупцией, опасениям развала страны.

Таким образом, хотя основным сценарием представляется победа Путина в первом туре, неопределенность реакции общества и дальнейших последствий сохраняется.

Сценарий 1. Победа Путина в первом туре в целом воспринимается как легитимная, протестная активность затухает. Краткосрочное влияние на фондовый рынок - положительное.

Последствия для экономики - по информации в СМИ, правительственные эксперты уже активно обсуждают варианты «налогового маневра», осознавая риски несбалансированности бюджетов ближайших лет. Рассматриваются варианты повышения налоговой нагрузки (увеличение ставки НДС, возврат к ставке страховых взносов в 34% с 2014 года после ее временного снижения до 30%, введение шкалы прогрессивного налога). Со временем вероятно и повышение пенсионного возраста, хотя сейчас Путин отвергает эту идею. При этом вероятно постепенное снижение доли государства в экономике и социальной сфере. Вариант сокращения бюджетных обязательств, устранения «военно-полицейского» перекоса не исключен, но вряд ли правительство на него легко согласится.

Экономическая модель едва ли существенно изменится, сырьевая ориентация сохранится, уязвимость к внешним рискам будет расти. По мере разочарования в экономической политике может повышаться социальное недовольство. Неизбежно возрастет политическая конкуренция, и система управления усложнится.

Сценарий 2 - второй тур (наиболее вероятные соперники - Путин и Зюганов). Исход станет менее предсказуемым, что может вызвать **снижение рынка между двумя турами**. На наш взгляд, вероятность этого сценария сейчас очень мала.

Сценарий 3 (поствыборный). Недоверие к результатам выборов, рост протестной активности. Активная часть общества не признает легитимной победу Путина в первом туре. Массовые акции протеста, гражданское неповиновение, забастовки, требования новых выборов. **Краткосрочно дестабилизация политической ситуации может вызвать резкое падение рынка и усиление оттока капитала.**

Власти придется выбирать между жесткими действиями и уступками. Вероятность повторных выборов с более широким набором кандидатов существенно возрастет. Дальнейшие последствия пока непредсказуемы.

Одним из вариантов уступок могут стать досрочные парламентские выборы с получением представительства частью внесистемной оппозиции и частичное смещение полномочий от президента к парламенту (некий компромиссный вариант между президентской и парламентской республикой). Это снизит концентрацию властных полномочий, может ограничить возможности «ручного управления» (что в кризисной ситуации не всегда хорошо), затруднить принятие непопулярных решений. От властных групп потребуются умение и желание находить компромиссы, что всегда непросто. Однако расширение групп, участвующих в управлении государством, способно привести к более публичному процессу управления и ускорению реформ, что в итоге может положительно отразиться на рынке и экономике.

Вывод: хотя опасения инвесторов в отношении мартовских президентских выборов

ослабли, они, учитывая неопределенность развития событий, предпочтут дождаться прояснения ситуации. Фундаментально российский рынок акций остается одним из наиболее дешевых среди глобальных конкурентов (по $P/E_{12}=5,2$ дисконт составляет около 45%), и снижение рискованной премии может сократить этот разрыв.