

## Путин 4:0



**Владимир Цупров**  
Управляющий директор  
по инвестициям –  
Заместитель  
генерального директора



**Артем Перминов**  
Младший эксперт по  
инвестиционным продуктам

18 марта в России прошли президентские выборы. Владимир Путин ожидаемо одержал на них убедительную победу, что, на наш взгляд, гарантирует продолжение взвешенной макроэкономической политики, проводимой нынешним правительством и включающей в себя поддержание консервативных параметров бюджета, сохранение независимости Центрального банка, его политики таргетирования инфляции, плавающего валютного курса и свободного движения капитала.

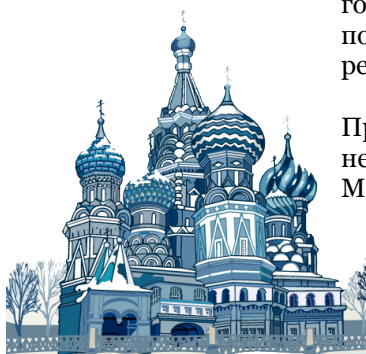
Проведение указанного курса, по нашему мнению, обезопасит российский фондовый рынок от таких неблагоприятных мер, как резкое смягчение денежно-кредитной политики, контроль над движением капитала и т.д., предлагаемых некоторыми бизнесменами и политиками. При этом ожидаемый постепенный переход от умеренно жесткой к нейтральной монетарной политике, при прочих равных условиях, должен повлечь за собой рост оценочных мультипликаторов акций российских компаний и оказать поддержку облигационному рынку.

В общем и целом, мы ожидаем, что Владимир Путин по-прежнему будет играть одну из ключевых ролей в российской политике и после президентских выборов 2024 года (согласно Конституции, он не сможет в них участвовать), на что указывает его высокий избирательный рейтинг и влияние на результаты выборов аффилированных с ним лиц и политических групп.

### Бюджетная политика

Владимир Путин всегда был сторонником проводимой российским Министерством финансов консервативной бюджетной политики. Так, именно команда президента в 2000 году под руководством Алексея Кудрина (на тот момент министра финансов) разработала налогово-бюджетные правила, согласно которым нефтяные сверхдоходы должны перечисляться в резервные фонды. Последний проект трехлетнего бюджета опирается на консервативное предположение о стоимости нефти в 40 долларов США за баррель. Нефтяные доходы, полученные при превышении рыночной цены на нефть указанного значения, будут направляться в резервы. Данное правило было поддержано президентом, и он подписал соответствующий законопроект. Кроме того, текущий закон о бюджете, также подписанный президентом, предполагает замораживание государственных расходов в реальном выражении. Придерживаясь такой политики, российское правительство сможет вернуться к чистому накоплению резервов в течение года при сохранении текущего уровня цен на нефть.

При этом российский бюджет часто подвергался жесткой критике за недостаточные расходы на человеческий капитал. Согласно данным Министерства финансов и ОЭСР за 2016 год в России государственные расходы на



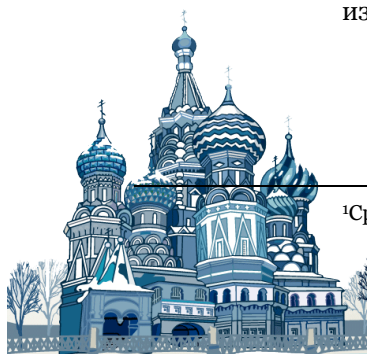
здравоохранение и образование составили по 3,6% ВВП, тогда как в ОЭСР средние цифры составили 6,5% на здравоохранение и 4,4% на образование<sup>1</sup>. В послании Федеральному собранию 1 марта Владимир Путин подчеркнул, что за следующие 6 лет необходимо увеличить расходы на образование, здравоохранение и инфраструктуру. Подобные меры ранее были предложены Кудриным и поддержаны действующим премьер-министром Дмитрием Медведевым в ходе недавнего инвестиционного форума в Сочи. Среди предлагавшихся источников финансирования указанной меры сокращение расходов на правоохранительные органы и административный аппарат. Повышение пенсионного возраста – непопулярная, но, на наш взгляд, неизбежная мера, которая также позволит высвободить дополнительные средства в федеральном бюджете для финансирования роста расходов на человеческий капитал. По оценкам аналитиков из Министерства финансов, оно может почти вдвое уменьшить отчисления госбюджета в Пенсионный фонд с нынешних 4% до 2,2% ВВП.

### Денежно-кредитная политика

Центральный банк России является одним из наиболее часто критикуемых в стране экономических ведомств. На падение нефтяных цен в конце 2014 года регулятор отреагировал введением плавающего обменного курса, а на последовавшую девальвацию рубля и рост инфляционных рисков – увеличением ключевой процентной ставки. Вскоре после этого ряд российских политиков и бизнесменов стали призывать к принятию популистских мер, таких как снижение процентных ставок, введение контроля над движением капитала и фиксации обменного курса. Некоторые из них заявляли, что высокие процентные ставки оказывают давление на реальный сектор экономики, другие обвиняли спекулянтов в обесценивании рубля, что, по их мнению, можно было пресечь путем контроля над движением капитала и введением фиксированного обменного курса. Однако ни одна из этих мер правительством серьезно не рассматривалась. Сам Путин одобрял и не раз поддерживал взвешенную денежно-кредитную политику ЦБ РФ и его усилия по совершенствованию регулирования финансового сектора. Так, например, в конце 2017 года, президент отметил заслугу Эльвиры Набиуллиной, главы ЦБ РФ, в достижении рекордно низкой инфляции в 2,5% в 2017 году, что стало возможным во многом благодаря проведению умеренно жесткой монетарной политики. Выступая на форуме «Россия зовет» осенью прошлого года, Путин выразил одобрение осторожным действиям ЦБ РФ в отношении инфляции, подчеркнув важность сохранения ценовой стабильности. Мы полагаем, что это свидетельствует о сохранении независимости ЦБ РФ в принятии решений по денежно-кредитной политике.

Что касается свободно плавающего курса рубля, то в 2014 году президент назвал его введение «единственно верным шагом», а в 2017 году заявил, что регулятор не вернется к интервенциям на валютном рынке для поддержки обменного курса. Еще один компонент монетарного регулирования в России – свободное движение капитала – также получил полную поддержку со стороны президента. Отвечая на вопросы иностранных инвесторов в 2016 году, он заявил, что правительство не планирует вводить ограничения на движение капитала, отметив неблагоприятные последствия подобных мер как в среднесрочной, так и в долгосрочной перспективе. Недавнее предложение Министерства финансов рассмотреть возможность введения контроля за движением капитала в случае возникновения кризиса встретило сопротивление со стороны Министерства экономического развития, и более оно не обсуждалось. Указанные заявления президента свидетельствуют о совпадении его взглядов и взглядов Центрального банка на денежно-кредитную политику, вследствие чего мы не видим оснований для изменения текущего курса в течение следующего президентского срока.

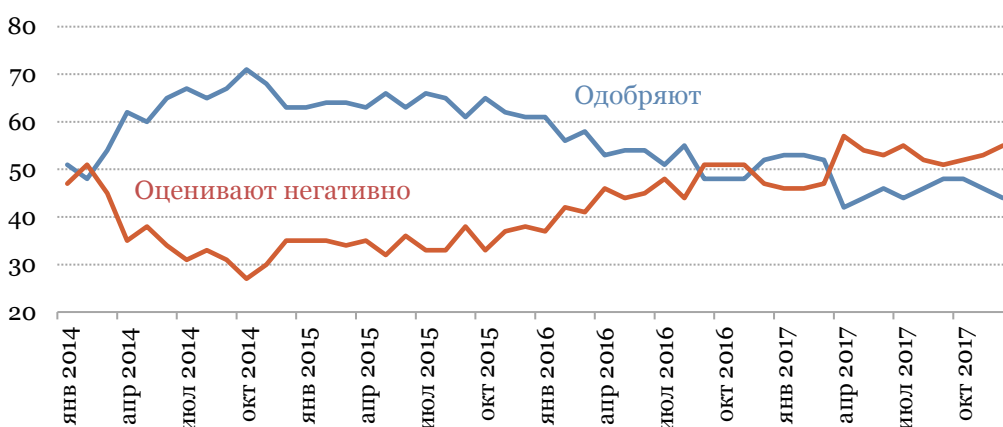
<sup>1</sup>Средние расходы стран ОЭСР на образование представлены за 2014 г. (последняя доступная цифра)



### Что может измениться?

В России перед каждой президентской кампанией разгораются споры о необходимости экономических реформ. Нынешняя не является исключением. Однако любые иные меры в экономической политике, кроме указанных выше, гораздо сложнее предсказывать. На фоне замедления экономического роста некоторое увеличение спроса на реформы может быть ожидаемым. Тем не менее вопрос о реакции правительства и президента на этот запрос остается открытым. Еще одно потенциально возможное изменение, широко обсуждаемое в последние месяцы, это назначение нового премьер-министра из-за череды публичных скандалов в 2016 и 2017 годах вокруг действующего премьер-министра Дмитрия Медведева, подрывавших уровень его поддержки со стороны населения (см. рис. 1).

Рис. 1: Уровень поддержки Дмитрия Медведева (в процентах от общего числа респондентов)

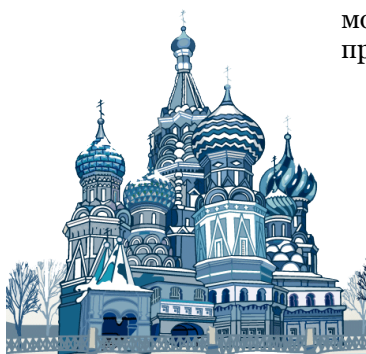


Источник: «Левада-Центр», данные на 30 ноября 2017 г.

В качестве кандидатов на пост председателя правительства в СМИ называются имена Алексея Кудрина, Антона Силуанова (действующего министра финансов), Максима Орешкина (действующего министра экономического развития), Дениса Мантурова (действующего министра промышленности и торговли) и Эльвиры Набиуллиной. Если правительство начнет кампанию за реформы, то, по нашему мнению, это повысит вероятность смены премьер-министра, поскольку для проведения реформ ему необходимо заручиться доверием общества.

### Больше плюсов для фондового рынка

Мы считаем, что политическая стабильность и текущая макроэкономическая политика, которые с большой вероятностью сохранятся после президентских выборов, ограничат риски принятия неблагоприятных мер, предлагавшихся некоторыми политиками, таких как резкое смягчение денежно-кредитной политики, масштабная национализация, введение контроля за движением капитала или неконтролируемый рост государственного долга. При этом постепенный переход от умеренно жесткой к нейтральной монетарной политике, при прочих равных, должен обеспечить рост оценочных коэффициентов акций публичных российских компаний, а также привести к росту стоимости облигаций на фоне снижения их доходности к погашению. Экономические реформы также могли бы подтолкнуть их оценку вверх, однако предугадать действия правительства в этом направлении после выборов не представляется возможным.

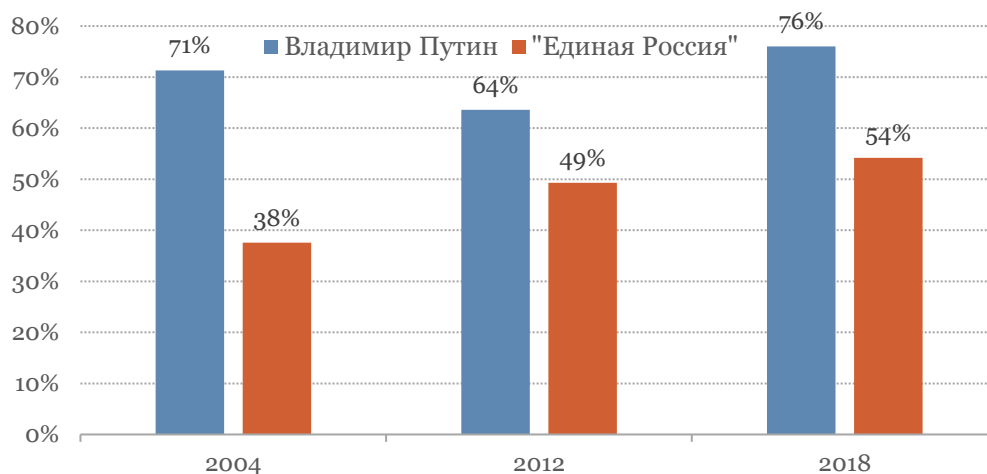


## Путин остается надолго

Следующие президентские выборы должны состояться в 2024 году. Если до этого момента не случится значительных перемен, Путин, скорее всего, продолжит оказывать значительное влияние на российскую политику и после этого срока. Для этого, без внесенных правок в конституцию, позволивших бы избираться третий раз подряд, ему может понадобиться сменить пост президента на другую должность, например, председателя правительства, как это было в 2008 году.

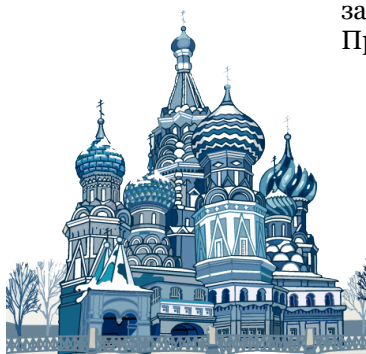
Мы полагаем, что вероятность ухода Путина с политической сцены после окончания ближайшего шестилетнего срока крайне низка, учитывая его большую популярность и влияние на результаты выборов связанных с ним политических сил. Высокие рейтинги президента свидетельствуют о том, что россияне пока не видят альтернативы правлению Путина. Ни у кого из российских политиков нет рейтинга, который бы позволил ему или ей пройти даже через первый тур президентских выборов. Стоит заметить, что связанные с Путиным политические силы и лица не пользуются такой же популярностью. Например, на последних парламентских выборах «Единая Россия», крупнейшая политическая партия страны, набрала лишь 54,2% (см. рис. 2). При этом по данным опросов «Левада-Центра» 63% респондентов не поддерживают действия нынешнего парламента, где «Единая Россия» имеет большинство.

Рис. 2: Сравнение рейтинга среди избирателей В.В. Путина и «Единой России»



Примечание: представлены годы президентских выборов. Соответствующие выборы в парламент проводились в 2003, 2011 и 2016 гг. Источники: Центризбирком, ВЦИОМ; февраль 2018 г.

Также показательным примером стали последние выборы мэра Москвы, где Сергею Собянину, соратнику Путина, с трудом удалось победить в первом туре голосования с незначительным большинством в 51,4%. Вполне вероятно, что без статуса аффилированных с Путиным сил участники указанных выборов потеряли бы значительную часть своего электората, и в результате «Единая Россия» осталась бы без парламентского большинства, а в Москве состоялся бы непредсказуемый второй тур выборов мэра. В то же время, с официальной поддержкой Путина во время президентской кампании 2008 года Дмитрий Медведев выиграл со значительным перевесом в более чем 70%. С другой стороны, снижение способности политических сил и отдельных фигур близких к Путину уверенно побеждать на выборах в случае его ухода делает их заинтересованными в сохранении Путиным своего влияния как можно дольше. При этом почти вся российская элита в настоящее время состоит из таких групп.



# В фокусе

## Март 2018

## Контакты

ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)

Тел.: 8 800 700 07 08

(812) 332 73 32

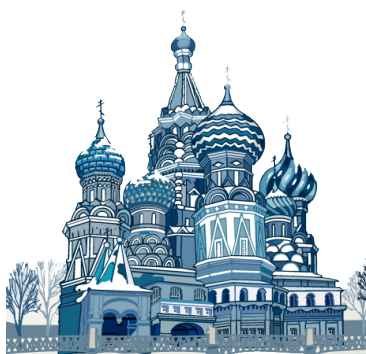
[www.tkbip.ru](http://www.tkbip.ru)

[info@tkbip.ru](mailto:info@tkbip.ru)

Следите за нашими новостями:



[facebook.com/TKBIPRU](https://facebook.com/TKBIPRU)



## Дисклеймер

Данный материал подготовлен ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) (TKB Investment Partners (JSC)).

Этот материал создан исключительно в информационных целях и не является: 1. Офертой или предложением о покупке или продаже каких-либо ценных бумаг или финансовых инструментов; 2. Информацией, на которую его получатель может полагаться в связи с каким-либо контрактом, соглашением или договором; 3. Финансовым или инвестиционным советом или консультацией.

Любые мнения, включенные в настоящий материал, если прямо не указано иное, даны специалистами ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) в указанное время и могут быть изменены без предварительного уведомления.

ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) оставляет за собой право по своему усмотрению изменять либо не актуализировать информацию и мнения, содержащиеся в данном материале.

Инвесторы должны самостоятельно консультироваться со своими юридическими и налоговыми советниками в отношении любых юридических, бухгалтерских и налоговых вопросов при инвестировании в какие-либо финансовые инструменты для того, чтобы принять самостоятельное решение о соответствии таких инвестиций их собственным требованиям и о последствиях таких инвестиций.

Пожалуйста, обратите внимание на то, что различные виды инвестиций, информация о которых может содержаться в настоящем материале, обладают различной степенью риска, и могут не иметь гарантий по возврату инвестированных средств, могут быть не подходящими либо невыгодными для какого-либо конкретного клиента или потенциального клиента, либо для конкретного инвестиционного портфеля. Принимая во внимание экономические и рыночные риски, может не быть никакой гарантии, что какая-либо инвестиционная стратегия, упомянутая в настоящем материале, достигнет своих инвестиционных целей.

Этот материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды. Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов. На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и существенные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом. Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале. Стоимость инвестиционного пая может снижаться либо расти. Инвесторы могут не получить назад сумму, которую они первоначально инвестировали. Существует вероятность полной потери изначально инвестированной суммы. Данные о доходности или иных результатах, отраженные в материале, не учитывают комиссии, налоговые сборы и иные расходы.

ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) является юридическим лицом, зарегистрированным в соответствии с законодательством Российской Федерации (ОГРН 1027809213596), адрес места нахождения: Российская Федерация, 191119, Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 69-71, лит. А, Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, выдана ФКЦБ России 17 июня 2002 г. за № 21-000-1-00069, срок действия Лицензии — без ограничения срока действия; Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, выдана ФСФР России 11 апреля 2006 г. за № 040-09042-001000, срок действия Лицензии — без ограничения срока действия. Телефон: (812) 332-7332, факс: (812) 324-6557.