ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК КАК ИНСТРУМЕНТ СТРУКТУРНО-ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ

ЕКАТЕРИНА РОЖКОВСКАЯ,
доцент БГЭУ, кандидат экономических наук

Вот уже несколько лет Беларусь существует в условиях всеобъемлющих санкций. Их первичные последствия были относительно безболезненно преодолены за счет реализации Правительством комплекса мер: обеспечения финансовой стабильности, перестройки производственно-логистических цепочек, государственной поддержки импортозамещающих, а также интеграционных кооперационных проектов и т.д. Однако дальнейшие перспективы структурной трансформации всецело зависят от финансово-инвестиционных возможностей. Компенсировать их недостаток может рынок ценных бумаг.

ОСОБЕННОСТИ ПОДХОДОВ

Принятые Правительством решения по поддержке экономики, бизнеса и населения быстро купировали внешние шоки, обеспечили положительную деловую динамику и позволили уже в 2023 году восстановить досанкционный уровень ВВП. Однако политика ограничений не исчерпывается краткосрочными эффектами. С течением времени постепенно разворачивается и усиливается их отложенное негативное воздействие, связанное с осложнением доступа к передовым технологиям и оборудованию, что ведет к замедлению динамики производительности труда и сокращению потенциала долгосрочного роста.

В текущих условиях решение названных проблем монетарным и фискальным регулированием вряд ли осуществимо. Дело в том, что введенные против Беларуси **запретительные меры** являются идеологически мотивированным инструментом давления, искусственно минимизирующим возможности роста. По нашему мнению, их отрицательное **влияние на макроэкономическую динамику реально устранить** (или смягчить) **только посредством структурной политики**, которая за счет оперативной перегруппировки имеющихся ресурсов и их концентрации в приоритетных сферах запускает механизмы адаптации к вызовам.

Структурная политика может осуществляться на основе различных финансовых стратегий: с опорой на внешние источники, как в Сингапуре, Израиле, Ирландии, или на внутренние (Япония, Южная Корея или Китай).

Аннотация. В статье рассматриваются проблемы функционирования финансового сектора и рынка ценных бумаг Беларуси, их роль в формировании инвестиционных ресурсов государства. Анализируется зарубежный опыт развития фондового рынка как инструмента стимулирования структурно-технологических преобразований и политики борьбы с санкциями.

Abstract. The article discusses the problems of the functioning of the financial sector and the securities market in Belarus, their role in the formation of the state's investment resources. Foreign experiences in the development of the stock market as a tool for stimulating structural and technological transformations and anti-sanctions policies are analyzed.

Сейчас РБ оказалась в значительной степени отрезанной от международных рынков капитала. Привлечение заимствований из дружественных государств тоже сопряжено с рядом сложностей. Например, Россия сама нуждается в денежных вливаниях. Другие партнеры, потенциально желающие ослабить давление на Беларусь, рискуют оказаться под вторичными санкциями.

В данных обстоятельствах **реализация государственной структурно-инвестиционной политики предполагает задействование преимущественно внутренних источников**. Но каких? Надо понимать, что средства бюджета не безграничны, а сложное финансовое положение предприятий не позволяет рассчитывать на резкий рост их инвестиционной активности.

НАКОПЛЕННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ

В этих условиях **наиболее перспективным источником инвестиций выступает внутренний финансовый рынок**. Современные исследования [1, 2] убедительно доказывают его исключительную роль в генерировании долгосрочных инвестиционных ресурсов и повышении агрегированной производительности труда на макроуровне. Рост экономики, сопровождаемый насыщением деньгами и разнообразными финансовыми инструментами, обеспечивает повышение доступности капитала для субъектов хозяйствования, диверсифицируя риски и снижая волатильность ВВП.

Имеется ли сейчас в Беларуси соответствующий потенциал? Согласно Индексу финансового развития (FDI) МВФ за 2021 год, среди 192 стран мировыми лидерами в соответствующем рейтинге являлись США, Австралия, представители Европы и Азии. В списке аутсайдеров – преимущественно государства Африки и Центральной Азии (Кыргызстан, Таджикистан, Туркменистан).

Беларусь, несмотря на положительную динамику индекса FDI с 0,06 в 2000 году до 0,17 в 2021 году, **серьезно отстает** здесь не только от «передовиков», но и от государств с близкими характеристиками: России (0,53), Казахстана (0,35) и др.

Текущая оценка РБ свидетельствует о недостаточной способности аккумулировать временно свободные денежные ресурсы с последующей трансформацией их в инвестиции в производство и технологии, что сдерживает потенциал увеличения ВВП.

Создавшаяся картина негативно сказывается и на эффективности ВЭД, поскольку затрудняет выстраивание новой системы расчетов и платежей, направленной на обход ограничений при проведении межгосударственных операций.

Одна из причин низких позиций – несбалансированность сектора, т.е. гипертрофированный рост сегмента финансовых институтов в ущерб финансовым рынкам. Если индекс «развития финансовых институтов» (0,31) близок к развивающимся экономикам (0,45), то «развитие финансовых рынков» в РБ (0,02) десятикратно отстает от их среднемировых значений (0,21). Намного впереди нас тут и дружествен-

РИС. 1. FDI В ОТДЕЛЬНЫХ СТРАНАХ В 2021 г.

Источник: авторская разработка на основе [3].

ные государства: Россия (0,44), Турция (0,56), Китай (0,64), Казахстан (0,24), Азербайджан (0,21) и др. Имеющаяся разбежка затрудняет деловое взаимодействие и сдерживает процесс противостояния внешнему давлению.

АКТУАЛЬНЫЕ АЛЬТЕРНАТИВЫ

В финансовой сфере традиционно выделяют два крупных сегмента: сектор посредников (банки, страховые организации) и фондовый рынок, которые предоставляют отличающиеся друг от друга услуги и оказывают различное воздействие на деловую конъюнктуру.

Доминирование одного из них определяет становление преобладающей структуры: банковско-ориентированной (как, например, в Беларуси, России, Китае и др.) или рыночно-ориентированной (США, Великобритания и т.д.).

Мировой опыт показывает, что с развитием экономики роль банковского сегмента в формировании инвестиций снижается. Параллельно усиливается значимость быстрорастущих иных финансовых компаний, положительное влияние которых на ВВП гораздо сильнее.

В Беларуси банковский сектор, составляя в структуре финансового рынка около 75%, обеспечивал в последние годы не более 10% совокупных инвестиций в основной капитал. Учитывая преимущественно краткосрочный характер кредитов (в 2022 году доля новых кредитов юрлицам на срок свыше трех лет зафиксирована в размере 2,9% в национальной валюте и 3,5% в иностранной) и ограниченность ликвидности банковской системы, **в ближайшей перспективе важнейшим источником привлечения долгового и долевого финансирования должен стать рынок ценных бумаг (РЦБ)**.

Рынок положительно сказывается на росте ВВП через несколько каналов:

- за счет большей емкости по сравнению с банковским сегментом он позволяет привлекать значительный объем долгосрочных ресурсов, тем самым способствуя накоплению капитала, повышая предпринимательскую активность и эффективность производства;
- формирует условия для финансирования рискованных высокодоходных проектов, стимулируя инновации и технологии;
- диверсифицирует портфель инвестиционных вложений;
- усиливает конкуренцию для банков, вынуждая их уменьшать процентные ставки по кредитам;
- аккумулирует избыточную денежную массу, сдерживая инфляционные процессы и предотвращая накопление различных дисбалансов.

РИС. 2. ИНДЕКС РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ И РЫНКОВ В ОТДЕЛЬНЫХ СТРАНАХ И РЕГИОНАХ МИРА В 2021 г.

Источник: авторская разработка на основе [3].

В разное время многие правительства прибегали к фондовому рынку для стимулирования роста экономики и структурно-технологической модернизации производства. Например, в Китае в 1990-е годы он рассматривался преимущественно как инструмент политики приватизации, обеспечивающий прозрачность процесса формирования частной собственности и привлечения денег в государственный сектор.

Подстегиваемый высокой скоростью индустриализации и увеличения ВВП, китайский РЦБ в 2000-е годы получил мощный толчок к прогрессу. Его капитализация, составляющая в 1993 году только 9,2% ВВП, в 2020–2021 годы превысила 80%. В результате фондовый рынок Китая стал крупнейшим: на начало 2024 года его доля в индексе MSCI составила 25,1% [4].

Между тем проблемы в КНР (замедление роста ВВП, сокращение численности населения, ухудшение делового климата, трудности в сфере недвижимости) привели к оттоку иностранного капитала и повышению привлекательности для глобальных инвесторов рынка Индии, капитализация которого в конце 2023

года достигла рекордных 3,6 трлн USD.

НЕЗАДЕЙСТВОВАННЫЙ РЕЗЕРВ

Опыт стран, оказавшихся под частичными или всесторонними запретами, показывает, что **наличие крепкого фондового рынка смягчает и частично нейтрализует негативные эффекты от санкций**.

Как правило, стоимость заимствований на РЦБ заметно ниже цены банковских кредитов. Данный факт, наряду с длительным характером привлекаемых средств на фондовом рынке, способствует притоку «длинных» денег в экономику, поддерживая производителей.

В этом отношении любопытен опыт Ирана, находящегося под всеобъемлющими санкциями с 2010 года. За 2015–2022 годы капитализация его РЦБ повысилась в 18 раз (с 22 до 390% ВВП), а численность граждан, имеющих счета на бирже, увеличилась с 4,5 до 50 млн человек.

Рост активности фондового рынка Ирана позволил, во-первых, заметно повысить финансирование частных и особенно государственных предприятий: доля валовых инвестиций возросла с 33 до 40% ВВП. Во-вторых, удалось защитить сбережения населения от девальвации и гиперинфляции. В-третьих, дополнительные налоговые поступления от торговли ценными бумагами (в 6,7 раза, до 595 млн USD) помогли частично компенсировать дефицит государственного бюджета.

В свою очередь, в России финансовый сектор и РЦБ выступают одним из приоритетных направлений антисанкционной политики государства, нацеленным на привлечение внутренних источников трансформации экономики и ее технологическую независимость.

Здесь есть определенные позитивные результаты. После спада в 2022 году, вызванного блокировкой иностранных активов и уходом глобальных инвесторов, фондовый рынок РФ в 2023 году адаптировался к изменениям. Цена активов на нем сложилась в размере 647,3 млрд USD, или 34% ВВП, что соответствует ее средним значениям за 2010–2021 годы.

Активизация российского РЦБ связана с рядом причин: сокращением оттока капитала и переориентацией спроса на национальные ценные бумаги; массовым приходом розничных инвесторов (в 2023 году было открыто около 7 млн новых брокерских счетов); государственной поддержкой финансового сектора.

Отметим, что Президентом РФ поставлена задача об удвоении капитализации РЦБ к 2030 году (до 66% ВВП) и для ее достижения уже предприняты определенные шаги. Начала действовать программа долгосрочных сбережений, предусматривающая формирование накоплений за счет средств обязательного пенсионного страхования, введен новый тип долгосрочных инвестиционных счетов, реализуется стратегия развития финансового рынка до 2030 года.

РЕАЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕЙ

Фондовый рынок Беларуси находится в стадии становления.

РИС. 3. КАПИТАЛИЗАЦИЯ РЦБ В ОТДЕЛЬНЫХ ГОСУДАРСТВАХ В 2000–2022 гг., % ВВП

Источник: авторская разработка на основе [5].

Его капитализация, составляя в 2015 году лишь 0,9% ВВП, возросла в 2021-м до 4,1% и в 2022 году – до 3,4% ВВП. Несмотря на положительные изменения, уровень сферы на порядок ниже, чем у дружественных стран.

Масштабы фондового рынка в Беларуси пока отстают от производственного сектора, что сдерживает инвестиционные возможности и потенциал роста ВВП. Доказано, что РЦБ способен обеспечить до 40–65% инвестиций в основной капитал.

В отдельных странах (США, Великобритания) только за счет первичного размещения акций финансируется до 15–20% всех вложений. По данным Минфина РФ, в 2021 году инвестиции, привлеченные с помощью фондового рынка, достигли 5% их совокупного объема (к 2030 году должны вырасти до 11%).

По нашим оценкам, в Беларуси в 2016–2022 годы доля привлеченных через РЦБ капиталовложений составляла в среднем около 3%. В том числе в 2022 году за счет новых выпусков акций – 0,6%, первичного размещения корпоративных облигаций (предприятий) – 1,2% валового объема инвестиций.

Приведенные данные, с одной стороны, свидетельствуют о недостаточной роли РЦБ в обеспечении ресурсной базы инвестиций и структурно-технологических изменений в экономике, а с другой – о наличии значительных неиспользуемых возможностей.

Какие факторы сдерживают сферу? Тут комплекс причин, в том числе неразвитость институтов коллективного инвестирования и инфраструктуры РЦБ, низкая прозрачность отчетности предприятий, невысокая финансовая грамотность населения, недостаточное количество быстрорастущих высокодоходных компаний и др.

Между тем в настоящее время у нас **сложились уникальные условия для ускоренного совершенствования фондового рынка**.

Во-первых, на руках у населения имеются существенные валютные и рублевые накопления: согласно опросам Национального банка около 30–35% сбережений домохозяйств хранится в неорганизованной форме.

Во-вторых, отмечаемое резкое снижение процентных ставок по депозитам при повышенных инфляционно-девальвационных ожиданиях делает менее выгодным хранение накоплений в банках.

В-третьих, отсутствие реальных альтернатив для сбережений и инвестирования на фоне деловой неопределенности стимулирует спрос на ценные бумаги.

В-четвертых, после осложнения с приобретением ценных бумаг западных эмитентов для россиян повысилась привлекательность Беларуси.

В-пятых, имеется спрос и со стороны реального сектора. При завышенных процентных ставках по кредитам эмиссия облигаций и акций позволяет компаниям привлечь дополнительное фондирование с наименьшими издержками.

Таким образом, на фоне усиливающихся внешних ограничений развитие фондового рынка является необходимым условием активизации структурно-технологических изменений. Главное, что **успехи** в данном направлении – не банальные пожелания, а **выглядят вполне достижимой задачей**, но только в случае разработки комплекса взаимосвязанных мер экономического, нормативно-правового, регуляторного и институционального характера.

Список использованных источников:

1. *Данилов, Ю. А. Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития / Ю. А. Данилов // Вопросы экономики. – 2019. – № 3. – С. 29–47.*

2. *Криничанский, К. В. Понятие и перспективы финансового развития / К. В. Криничанский, Н. Е. Анненская // Вопросы экономики. – 2022. – № 10. – С. 20–36.*

3. *Financial Development Index Database [Electronic resources]. – Mode of access: https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b. – Date of access: 15.03.2024.*

4. *MSCI Emerging Market Index [Electronic resources]. – Mode of access: https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01-226fd5678111. – Date of access: 10.03.2024.*

5. *World Bank Open Data [Electronic resources]. – Mode of access: https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS. – Date of access: 10.03.2024.*