

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА



С. Н. КАБУШКИН, М. Е. НИКОНОВА

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

В статье проводится анализ показателей динамики и структуры широкой денежной массы, монетизации экономики, капитализации рынка акций, реальных располагаемых доходов населения с точки зрения их влияния на процессы становления белорусского фондового рынка.

Ключевые слова: фондовый рынок; фондовая биржа; широкая денежная масса; коэффициент монетизации экономики; платежеспособный спрос.

УДК 336.761(476)

Введение. Изучение вопросов формирования фондовых рынков в разных государствах, проведение сравнительного анализа макроэкономических условий их функционирования позволяют выявить определенные закономерности, которые было бы целесообразно учитывать при формировании фондового рынка в Республике Беларусь. Начиная со второй половины XIX в. на роль главной формы денег с точки зрения масштабов их распространения в мировой экономике стали претендовать ценные бумаги. В конце XX в. данный статус ценных бумаг полностью утвердился, так как на их долю стало приходиться более 65 % совокупного объема денежной массы в мировом денежном обороте. Акции коммерческих организаций, государственные и корпоративные облигации, производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и др.) стали важнейшим объектом сделок купли-продажи, заключаемых между эмитентами и инвесторами при посредничестве профессиональных участников фондового рынка.

Дефиницию «фондовый рынок» в экономической литературе чаще всего отождествляют с понятием «рынок ценных бумаг», так как, с точки зрения ее экономического содержания, речь идет о совокупности экономических отно-

Сергей Николаевич КАБУШКИН (S.N.Kabushkin@yandex.ru), кандидат экономических наук, доцент кафедры денежного обращения, кредита и фондового рынка Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь);

Марина Евгеньевна НИКОНОВА (M.Nikonorova@yandex.ru), кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского дела Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

шений между участниками фондового рынка по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. На первых этапах становления фондового рынка он был тесно связан с финансированием государственных расходов, формированием торгового, а затем и промышленного капитала. По мере развития движение ценных бумаг на нем приобретало самостоятельный характер, все дальше отдаляясь от потребностей реальной (создающей материальные блага и услуги, кроме финансовых) экономики [1, с. 28].

В 90-е гг. XX в. объемы внешних займов на международных фондовых рынках каждый год прибавляли от 20 до 50 %, в то время как средние темпы роста ВВП оценивались показателем 5–8 %. Так, если еще в 1975 г. соотношение международных операций с основными ценными бумагами (акциями, облигациями) и ВВП той или иной страны составляло от 1 до 5 %, то к концу 90-х гг. оно увеличилось до 100–700 %. За 1990–2000 гг. зарубежные эмиссии акций выросли примерно в 45 раз: с 7,4 млрд до 318 млрд дол., а задолженность по международным долговым ценным бумагам выросла почти в 4 раза: с 1,6 трлн до 6,3 трлн дол. США [2, с. 354].

Сравнение торговых оборотов товарно-сырьевых и финансовых рынков также подтверждает данный тезис. Так, если в 2015 г. среднеспособный оборот мировых товарно-сырьевых рынков составлял около 250 млрд дол. США, то аналогичный показатель международных финансовых рынков характеризовался уровнем приблизительно в 4 трлн дол. США, т. е. в 16 раз больше. Многократно опережающий рост стоимости финансовых активов, главным образом ценных бумаг, и объемов заключаемых с ними сделок по сравнению с ростом национальных экономик в значительной степени привел к формированию макроэкономических дисбалансов, проявивших себя в долговых, бюджетных, валютных и фондовых кризисах. В то же время во многом благодаря интенсивному развитию фондового рынка, формирующему в отличие от банковского кредитования массовый характер инвестиционного процесса, обеспечивался рост мирового ВВП.

По данным МВФ, в 2018 г. объемы государственных и частных долгов достигли рекордных значений в 182 трлн дол. США, или 224 % мирового ВВП, что примерно на 60 % выше, чем в 2007 г.

Капитализация мирового рынка акций и объемы торговли ими также растут существенными темпами. По данным Международной федерации фондовых бирж (WFE), с 2014 по 2018 гг. рыночная капитализация выросла с 78,8 до 106,4 % мирового ВВП [3] (табл. 1).

Таблица 1. Данные о развитии фондового рынка Международной федерации фондовых бирж, 2014–2018 гг.

Показатель	Год				
	2014	2015	2016	2017	2018
Капитализация рынка акций, трлн дол. США	51,47	61,90	65,00	79,22	85,35
Рыночная капитализация, % от ВВП	78,76	84,21	89,34	86,42	106,4
Оборот торговли акциями, трлн дол. США	70,10	99,79	77,49	77,56	95,42

Примечание: наша разработка на основе [3].

Следует также отметить рост стоимости регулярно котирующихся и обращающихся на мировом фондовом рынке акций за 5 лет приблизительно в 1,7 раза. Это означает, что доходность от совершаемых сделок купли-продажи акций на биржевом фондовом рынке в среднем значительно превышает доходность альтернативных вариантов инвестирования, например долгосрочного банковского кредитования (табл. 2).

Таблица 2. Количество и объем сделок с акциями на некоторых фондовых биржах мира в 2017 г.

Мировая биржа	Количество сделок, тыс. шт.	Средний дневной объем сделок, млн дол. США	Объем торговли акциями за год, млрд дол. США
Нью-Йоркская	1 337 001,0	57 910	14 535,35
NASDAQ	1 559 867,0	45 165	11 336,30
Франкфуртская	140 309,3	5 687	1 467,25
Токийская	821 212,0	23 501	5 804,70
Гонконгская	243 654,7	7 963	1 958,82
Корейская	1 958 940,6	7 824	1 901,32
Австралийская	274 544,2	3 284	827,50
Канадская	231 172,3	4 977	1 244,26
Лондонская	258 709,3	6 375	1 606,70
Московская	111 356,8	571	143,83

Примечание: наша разработка на основе [3].

Приведенные в табл. 2 данные свидетельствуют о наибольшей активности инвесторов, которая наблюдается на северо-американском и азиатских международных фондовых рынках. Средняя величина заключаемой на развитых фондовых рынках сделки с акциями находится в интервале 7 500—10 000 дол. США.

Хотя мировая экономика продолжает расти, рост распределяется неравномерно, практически достигнув своих предельных значений. Поэтому проблемы мировой экономики должны рассматриваться не только в контексте ее финансовых аспектов, но и с точки зрения необходимости обеспечения социальной справедливости, технологического совершенствования и устойчивости.

Обеспечить устойчивость экономической системы на мировом, региональном и национальном уровнях возможно только при стремлении проводимой макроэкономической политики к сбалансированности. Сбалансированность — важнейшая качественная характеристика экономического роста, когда (применительно к теме статьи) показатели развития фондового рынка должны коррелировать с такими показателями, как объем и темпы роста ВВП, его размер на душу населения, величина широкой денежной массы и ее агрегатов, реальные располагаемые доходы населения, уровень потребления и сбережения и др.

Фондовый рынок Республики Беларусь и особенно рынок акций не оказывает должного положительного влияния на рост макроэкономических показателей национальной экономики. В то же время условия функционирования участников рынка и проводимая Национальным банком Республики Беларусь и правительством Беларуси в 2015—2019 гг. денежно-кредитная политика, направленная на ограничение денежной массы в обращении, не могут способствовать развитию фондового рынка. Эти обстоятельства объясняют весьма скромные по международным меркам значения показателей капитализации рынка акций по отношению к ВВП в Республике Беларусь. Так, по данным статистики Международной федерации бирж стран СНГ, по состоянию на

01. 01. 2017 г. значение данного показателя в Беларуси составляло 2,6 %, в России — 48,9, в Казахстане — 31,2, в Кыргызстане — 4,5, в Узбекистане — 3,7, в Армении — 2,9 % [4].

Важнейшим фактором развития национального фондового рынка наряду с развитой инфраструктурой и правовым регулированием данной сферы экономических отношений является наличие свободных денежных средств у потенциальных внутренних инвесторов и привлекательных финансовых инструментов по сравнению с другими инвестиционными альтернативами. И если на состояние денежной массы и ее отдельных агрегатов способен повлиять Национальный банк Республики Беларусь при проведении денежно-кредитной политики, то вторую составляющую в значительной степени определяют тенденции развития мирового фондового рынка.

Приходится констатировать, что после ряда валютных кризисов 2009 г., 2011 г., 2014—2015 гг. Национальный банк Республики Беларусь в течение последних четырех лет проводит политику жесткого контроля за объемом денежной массы. Несмотря на поэтапное снижение процентных ставок с 25 % в январе 2015 г. до 9 % в настоящее время, эта положительная тенденция не сопровождается достаточным для активного развития национальной экономики денежным предложением. Так, за 2016 г. широкая денежная масса (М3) увеличилась всего на 3,7 %. В 2017 г. прирост составил уже 17,4 %, а за 2018 г. — 8,4 %. Рублевая денежная масса (М2*) прирастала большими по сравнению с М3 темпами на 19,4; 30,1 и 20 % соответственно [5].

Вместе с тем обращает на себя внимание тот факт, что рост денежной массы протекает не равномерно в течение года, а преимущественно приходится на осенние месяцы и декабрь. Так, если рассматривать период с 01. 01. 2016 г. по 01. 09. 2016 г., то широкая денежная масса М3 выросла всего на 1% , а М2* на 4,7 %. За аналогичный период 2017 и 2018 гг. прирост данных агрегатов денежной массы также весьма незначительный. За январь — август 2017 г. он составил 6,6 и 10,9 %. За январь — август 2018 г. всего 1,18 и 10 %. За январь — август 2019 г. М3 и М2* приросли на 3,3 и 11,1 % соответственно. При этом рублевая денежная масса М2* в 2017—2019 гг. росла более быстрыми темпами в результате проводимой регулятором политики дедолларизации экономики и трансформации части валютных депозитов в рублевые, а не за счет увеличения денежного предложения со стороны Национального банка Республики Беларусь. С учетом инфляции можно утверждать, что ликвидности в обороте в течение января — августа 2016—2019 гг. становилось даже меньше, чем на начало года.

Таким образом, субъекты белорусской экономики вынуждены строить свою деятельность в условиях жесткого дефицита ликвидности, что является основным фактором, сдерживающим возможности формирования фондового рынка в нашей стране.

Важнейшим показателем, во многом определяющим перспективы роста фондового рынка, является коэффициент монетизации экономики. Он рассчитывается как отношение совокупной денежной массы к ВВП страны. Среднемировой уровень этого показателя составляет около 125 %. Государства с развитыми фондовыми рынками характеризуются значениями коэффициента монетизации экономики 120 % и выше. Так, большинство стран Центральной и Восточной Европы по данному показателю находятся на уровне 60—80 %. Государства Западной Европы и США имеют уровень 120—140 %. Максимальные значения коэффициента монетизации экономики демонстрируют Китай и Япония 250—300 %. Значение данного показателя 20—50 % по международным подходам характеризуется как недостаток денег.

Средние значения коэффициента монетизации экономик постсоветских государств в 2015—2018 гг. находились в пределах 15—45 %. Наиболее высокими значениями этого показателя обладают Россия и Казахстан в среднем 38—45 %. По состоянию на 01. 01. 2019 г. коэффициент монетизации экономики Республики Беларусь составил 35,7 %. Если рассчитывать данный показатель на основе денежной массы в национальной валюте, то его значения окажутся существенно ниже. В нашей стране по состоянию на 01. 01. 2019 г. — всего 13,9 %.

Как правило, существует четкая закономерность: чем выше монетизация, тем выше темпы экономического роста при прочих равных условиях. В противном случае капитал выводится из страны и работает на экономику других государств. Хронический дефицит ликвидности приводит к формированию макроэкономических диспропорций, в рамках которых создается порочный круг причинно-следственных связей и закономерностей.

Дефицит денежной массы стимулирует повышение стоимости займов на финансовом рынке. Высокая цена на деньги и дорогие банковские кредиты ведут к удорожанию удельной стоимости единицы производимой продукции, товаров, услуг и капиталов, порождая рост цен. Рост цен ведет к снижению платежеспособного спроса. Пониженный платежеспособный спрос ограничивает масштабы производства, что увеличивает безработицу и приводит к удорожанию себестоимости единицы производимой продукции, работ и услуг. Это ведет к росту цен, который снова ограничивает платежеспособный спрос и, как следствие, приводит к новому сокращению объемов производства. И так до глубокого экономического кризиса по спирали сверху вниз.

Выходом из этого замкнутого круга видится повышение платежеспособного спроса субъектов национальной экономики, в том числе путем контролируемой денежной эмиссии Национального банка Республики Беларусь. Учитывая специфику экспортно-ориентированной белорусской экономики, когда около 70 % производимых товаров реализуется на внешних рынках, повышение внутреннего платежеспособного спроса может показаться на первый взгляд второстепенной задачей. Ее решение к тому же может привести к дополнительному давлению на валютный рынок и увеличению импорта товаров и услуг, что потенциально способно ухудшить структуру платежного баланса и привести к другим экономическим проблемам. Вместе с тем продолжение Нацбанком Республики Беларусь в обозримой перспективе политики денежной рестрикции будет выглядеть дискриминационно по отношению к населению и организациям нашей страны. Белорусскому фондовому рынку в таких условиях ничего не останется как находиться в зачаточном состоянии и ждать «лучших времен».

Поскольку в условиях недостатка минерально-сырьевых и топливно-энергетических природных ресурсов основной производственной мощностью в Республике Беларусь является трудоспособное население, важными показателями, определяющими возможности формирования фондового рынка в стране, становятся объемы и структура реальных располагаемых доходов населения, склонность к сбережению, структура расходов населения, динамика величин средней и медианной заработной плат, уровень безработицы. При средней численности населения в 2018 г. 9 475,6 тыс. человек, численность занятых в экономике составила 4 336,0 тыс. человек, или 45,7 %. По данным правительства Республики Беларусь, за 2018 г. реальные доходы населения увеличились на 8 %, реальная заработная плата повысилась на 11,6 %. В январе 2019 г. средняя зарплата составила 982 р. [6]. Медианная заработная плата, характеризующая такой ее уровень, по отношению к которому 50 % занятых в экономике получают больше, а 50 % — меньше, будет существенно (примерно на 30 %) ниже величины средней заработной платы.

По состоянию на начало 2019 г. самый большой удельный вес в структуре доходов населения приходился на заработную плату — 64,1 %, доходы от предпринимательской и иной деятельности, приносящей доход, составили 8 %, трансферты населению (пенсии, пособия, стипендии и др.) — 23,5 %, доходы от собственности и прочие доходы — 4,4 %. В структуре расходов среднестатистического белорусского домохозяйства удельный вес трат на покупку продуктов питания составляет около 40 %, на приобретение промышленных товаров — 35 %, а на оплату услуг приходится приблизительно 25 % совокупных расходов.

При такой структуре доходов и расходов, когда доходы от собственности составляют всего 4 %, а основной удельный вес расходов приходится на продовольственную корзину, инвестиционный потенциал населения крайне низок. Бесспорно, существуют в белорусской экономике сферы деятельности, в которых величина заработных плат в 2,5—3,5 раза превышает средний уровень по стране. Речь идет о компетенциях в сферах информационных и телекоммуникационных технологий, финансовой и страховой деятельности, авиаперевозок и некоторых других областях. Вероятнее всего, именно эти специалисты могут составить основу класса внутренних инвесторов в Республике Беларусь, однако рассчитывать на массовый инвестиционный процесс пока не приходится.

Характеризуя потенциал инвестирования в финансовые инструменты белорусского фондового рынка со стороны отечественных организаций, следует отметить высокую зависимость финансовых результатов их деятельности от внешнеэкономической конъюнктуры. Если 2018 г. в этом отношении для белорусских предприятий сложился относительно благополучно (выручка от реализации выросла почти на 17 % по сравнению с 2017 г.), гарантировать продолжение такой тенденции в 2019—2020 гг. невозможно. При этом выросли и их затраты за год почти на 18 %, что в совокупности с другими факторами привело к сокращению прибыли организаций (до налогообложения) на 16,6 % по сравнению с 2017 г. В результате удельный вес убыточных организаций за год почти не изменился и составил 16,2 %, а как известно, именно прибыль организаций является важнейшим инвестиционным ресурсом.

Государственный долг и объемы эмиссии государственных облигаций в отличие от других макроэкономических показателей имеют непосредственное отношение к функционированию фондового рынка.

Государственный долг Республики Беларусь по состоянию на 01. 01. 2019 г. составил 45,4 млрд р., или 37,5 % ВВП. Несмотря на тенденцию его увеличения, он пока еще не достиг предельно допустимых значений. При этом внешний государственный долг составил 16,9 млрд дол. США, а внутренний — 8,9 млрд р.

По данным Министерства финансов Республики Беларусь, объем сделок с государственными облигациями на первичном рынке в 2017 г. составил 611,7 млн р., на вторичном рынке — 1 040,4 млн р., а объем операций РЕПО с государственными облигациями оценивался уровнем 1 176,1 млн р. при общем объеме сделок с облигациями на организованном рынке — 7 809,8 млн р. [7].

В 2018 г. было размещено внутренних валютных государственных облигаций для юридических и физических лиц на сумму 529,5 млн дол. США, а эмиссии рублевых государственных облигаций не проводилось.

Следует отметить, в структуре государственного долга удельный вес привлеченных средств юридических и физических лиц в результате эмиссии государственных облигаций на внутреннем рынке весьма незначительный, что характеризует его малую емкость и низкий потенциал развития.

Информация об объемах сделок со всеми видами ценных бумаг, совершенных на организованном фондовом рынке в 2016—2017 гг., свидетельствует

о полном отсутствии сделок с акциями на первичном рынке и сделок с государственными облигациями, номинированными в рублях в 2017 г. Сегмент срочного рынка существует лишь номинально. Несмотря на рост вторичного рынка акций с 50,3 млн р. в 2016 г. до 84,2 млн р. в 2017 г., значения этих показателей примерно в 13,5 раза меньше среднедневного объема торгов акциями на Московской бирже.

В отличие от рынка акций рынок облигаций, эмитентами которых выступают банки, предприятия и местные исполнительные органы власти, демонстрирует рост количества и объемов выпусков. Так, объемы эмиссии этих финансовых инструментов за 3 года увеличились с 10,9 млрд р. (на 01. 01. 2015 г.) до 16,8 млрд р. (на 01. 01. 2018 г.). При этом удельный вес облигаций банков составил 42,8 %, предприятий — 41,6, местных займов — 21,4 % их общего объема выпуска [7]. Из общего объема выпусков корпоративных облигаций, находящихся в обращении по состоянию на 01. 01. 2018 г., 75,1 % являлись облигациями без обеспечения, что потенциально увеличивает риски инвесторов — владельцев таких облигаций. Вместе с тем именно данный сегмент фондового рынка в сложившихся макроэкономических условиях нашей страны характеризуется наибольшей жизнеспособностью.

Выводы. Одной из целей «Стратегии развития финансового рынка Республики Беларусь до 2020 г.» является повышение роли рынка ценных бумаг. В рамках данного направления за последние годы достигнуты определенные положительные результаты. С принятием в 2015 г. закона «О рынке ценных бумаг» в основном сформировано законодательство, регулирующее деятельность участников рынка. Созданы и развиваются важнейшие элементы его инфраструктуры: депозитарная, биржевая и расчетно-клиринговая системы. Все чаще используются каналы дистанционного обслуживания клиентов при заключении сделок с ценными бумагами, что позволяет расширить круг инвесторов. Активно обсуждаются профессиональным сообществом проблемы интеграции фондовых рынков стран Единого экономического пространства. Создаются экономико-правовые условия для формирования института коллективных инвестиций, механизмов секьюритизации активов и, как результат, появления новых финансовых инструментов — инвестиционных паёв и облигаций специализированных финансовых организаций. Вместе с тем данные меры могут оказаться недостаточными без соответствующих положительных изменений макроэкономических условий функционирования участников фондового рынка Республики Беларусь.

Литература и электронные публикации в Интернете

1. Кабушкин, С. Н. Этапы становления и развития биржевого фондового рынка / С. Н. Кабушкин // Банк. вестн. — 2013. — № 10 (591). — С. 27–35.
2. *Kabushkin, S. N. Etapy stanovleniya i razvitiya birzhevogo fondovogo rynku [Stages of formation and development of the stock exchange] / S. N. Kabushkin // Bank. vestn. — 2013. — N 10 (591). — P. 27–35.*
3. Рубцов, Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 926 с.
4. *Rubtsov, B. B. Sovremennye fondovye rynki [Modern stock markets] / B. B. Rubtsov. — M.: Al'pina Biznes Buks, 2007. — 926 p.*
5. WFE Statistical Bulletin, December 2018 [Electronic resource] // World Federation of Exchanges. — London, 2019. — Mode of access: <http://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>. — Date of access: 10.01.2019.
6. Бюллетень биржевой статистики, 2017 [Электронный ресурс] // Международный ассоц. бирж стран СНГ. — М., 2017. — Режим доступа: <https://mab-sng.org/publications/>. — Дата доступа: 01.02.2019.
7. Статистический бюллетень. Ежегодник, 2018 [Электронный ресурс] // Национальный банк Респ. Беларусь. — Минск, 2018. — Режим доступа: <http://www.nbr.by>.

nbrb.by/publications/bulletinyearbook/statistics_bulletin_yearbook_2018.pdf. — Дата доступа: 15.02.2019.

6. *Бахуревич, Л.* Правительство займется госсектором / Л. Бахуревич // Беларусь и рынок. — 2019. — 23 февр. — С. 1–2.

Bakhurevich, L. Pravitel'stvo zaumetsya gossektorom [The government will deal with the public sector] / L. Bakhurevich // Belorusy i rynek. — 2019. — 23 fevr. — P. 1–2.

7. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2018 г. [Электронный ресурс] // Министерство финансов Респ. Беларусь. — Минск, 2018. — Режим доступа: http://www.minfin.gov.by/securities_department/reports/doc/4703278e19964c5b.html. — Дата доступа: 20.02.2019.

SERGEY KABUSHKIN, MARYNA NIKANORAVA

MACROECONOMIC CONDITIONS FOR STOCK MARKET FORMATION IN THE REPUBLIC OF BELARUS

Authors affiliation. *Sergey KABUSHKIN* (S.N.Kabushkin@yandex.ru), *Belarus State Economic University (Minsk, Belarus)*; *Maryna NIKANORAVA* (M.Nikonorova@yandex.ru), *Belarus State Economic University (Minsk, Belarus)*.

Abstract. The article analyzes the indicators of the dynamics and structure of the broad money supply, monetization of the economy, capitalization of the stock market, real disposable incomes of the population from the point of view of their influence on the formation of the Belarusian stock market.

Keywords: stock market; stock exchange; broad money supply; monetization rate of the economy; effective demand.

UDC 336.761(476)

*Статья поступила
в редакцию 11.12. 2019 г.*

М. В. МАРКУСЕНКО

СТИМУЛЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ПОВЕДЕНИЯ УЧАСТНИКОВ ВАЛЮТНОГО РЫНКА

В статье раскрывается, как инструменты валютной политики оказывают воздействие на движение валютных потоков в экономике и результаты деятельности участников валютного рынка. Выявлено, что рынок испытывает потребность в иностранной валюте из-за уменьшения валютных инвестиций и необходимости выплаты внешних долгов крупными предприятиями и банками. Предлагаются новые косвенные инструменты

Марина Викторовна МАРКУСЕНКО (markusenko@mail.ru), кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского дела Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).