

# Потенциал и направления развития финансовых рынков в Беларуси

Дмитрий КРУК



Центр экономических исследований «БЕРОК», старший научный сотрудник, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: kruk@beroc.by

Алёна ЦИУЛЯ



Центр экономических исследований «БЕРОК», младший научный сотрудник, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: tsiulya@beroc.by

УДК 336.7 338.001.36 338.1 338.24.021.8

**Ключевые слова:**

*финансовый сектор; финансовая система и экономический рост; институциональные характеристики финансового сектора; меры по развитию финансового сектора.*

**Ф**инансовый сектор (ФС)<sup>1</sup> страны чрезвычайно важен для генерирования экономического роста. Впервые особую роль финансового посредничества (ФП) в контексте долгосрочного роста отметил Й. Шумпетер, для которого оно было важно в контексте механизма «созидательного разрушения» [1, с. 178]. Базой современного видения роли и места ФП являются работы [2; 3], в которых шумпетерианская идея получает как теоретическую формализацию, так и эмпирическое подтверждение. На теоретическом уровне они выделили три основных канала, через которые ФС может способствовать усилению экономического роста: 1) оценка потенциальных инвестиционных возможностей и осуществление корпоративного контроля; 2) предоставление ликвидности и упрощение аккумуляции сбережений; 3) создание инструментов диверсификации рисков и снижение совокупных рисков в экономике. Концептуальный характер этих функций обусловлен тем, что практически каждая из них напрямую влияет на ключевой индикатор экономического роста – общефакторную производительность. Например, осуществляя отбор инвестиционных проектов для последующего финансирования, финансовые посредники одновременно способствуют повышению технологического уровня в экономике, технической эффективности, а также качеству распределения ресурсов между

фирмами и отраслями экономики. Исполнение этих функций связано с двумя основными атрибутами ФС: масштабом (глубиной) и эффективностью.

За последние 30 лет важнейшая роль ФС и ФП для экономического роста получила многократное эмпирическое подтверждение [4]. В этот период зачастую именно страны, в которых увеличивался масштаб ФП и росла его эффективность, демонстрировали наилучшие с точки зрения величины и устойчивости темпы экономического роста.

Данная статья посвящена анализу «пробелов» в функционировании ФС Беларуси и выработке рекомендаций по их устранению. ФС в Беларуси традиционно считается достаточно развитым, по крайней мере, по меркам стран с развивающимся рынком. Однако вполне обоснованными видятся и «подозрения» в том, что функции ФП для способствования экономическому росту в Беларуси не реализуются в полной мере.

## Особенности финансового сектора Беларуси

Целый ряд макроэкономических индикаторов сигнализирует о недостаточной эффективности ФП в Беларуси. Например, хроническими для Беларуси становятся проблемы низкого качества распределения ресурсов в экономике [5] и снижения отдачи на капитал [6]. Аналогичные свидетельства имеются и внутри

<sup>1</sup> В контексте анализа финансового посредничества и финансовых рынков в рамках этого термина объединяются все механизмы, субъекты, рынки, практики, способствующие финансовому посредничеству.

финансовой системы. С 2015 г. для страны остается актуальным вопрос «плохих долгов» [7]. Хотя накал этой проблемы изменяется [8] (от острой фазы в 2016–2017 гг. до умеренной в 2018–2019 гг.), принципиально он не утрачивает своей актуальности. Все это указывает на то, что финансовые посредники не справляются должным образом с оценкой качества инвестиционных проектов и перераспределением ресурсов. Слабое исполнение этих функций тормозит экономический рост вследствие слабого роста технологического потенциала экономики, а также накопления искажений в распределении и технической неэффективности.

Развитость ФС Беларуси с точки зрения масштаба и глубины также является достаточно скромной вопреки распространенному представлению об обратном. На фоне других стран, относящихся к верхней когорте среднего уровня дохода<sup>2</sup>, соответствующие показатели Беларуси ниже примерно вдвое относительно среднего по этим странам (таблица). При этом базовые макроэкономические характеристики Беларуси, влияющие на развитие финансового сектора (например, норма сбережения, доля наличных денег в денежной массе или ВВП и др.), примерно соответствуют среднему уровню данной группы стран. Это указывает в целом на невысокий уровень глубины и емкости национального финансового рынка и сохраняющийся высокий потенциал его развития даже в рамках нынешнего уровня дохода.

Основные причины того, что потенциал ФП в Беларуси не реализуется в полной мере как в контексте эффективности, так и масштаба, следующие. *Первое.* Важную роль в распределении финансовых потоков в стране принимает на себя государство, которое воздействует на практику и механизмы кредитования регулятивным образом, через собственность в государственных банках и Банке развития, а также выступает непосредственным держателем значительной части долга сектора государственных коммерческих предприятий [9].

Таблица

### Индикаторы глубины финансового сектора Беларуси на фоне других стран верхней когорты среднего уровня дохода

Показатель	Беларусь	Среднее по UMIC
Кредиты банков частному сектору, % от ВВП*	21,0	49,7
Активы финансового сектора, % от ВВП <sup>†</sup>	54,4	93,5
Депозиты финансового сектора, % от ВВП <sup>**</sup>	31,8	60,1
Широкая денежная масса, % от ВВП <sup>**</sup>	32,8	66,4
Активы страховых компаний, % от ВВП <sup>†</sup>	1,4	10,2
Капитализация рынка акций, % от ВВП <sup>†</sup>	29,4	62,0
Объем торгов акциями, % от ВВП <sup>†</sup>	0,4	34,4
Объем облигаций частного сектора в обращении, % от ВВП <sup>**</sup>	12,6	23,8

**Примечания:** 1. Собственные расчеты и данные Global Financial Development Database.

2. В таблице приведены данные за 2017 г. (обозначение – \*) и 2016 г. (обозначение – \*\*) в зависимости от последних доступных данных в Global Financial Development Database. Для сопоставимости данные по Беларуси приводятся за аналогичный период. Среднее по UMIC рассчитывалось как среднее арифметическое значение за последний доступный период для всех стран данной когорты дохода, для которых имеются данные.

Кроме того, велико влияние государства на распределение финансовых потоков через регулирование посредством государственной инвестиционной программы, программ отраслевого развития, а также средне- и долгосрочных программ развития всей экономики. В результате зачастую финансовые посредники в той или иной форме несвободны в осуществлении функции оценки инвестиционных возможностей. Например, предоставляя кредит, они могут лишь исполнять, в том или ином смысле, волю экономических властей. Причем в этом случае речь идет не обязательно о классическом директивном кредитовании. Например, находясь в реалиях отраслевой структуры экономики, заданной государственными приоритетами, финансовые посредники могут охотно и добровольно кредитовать «приоритетные» отрасли и предприятия, поскольку в созданных условиях они являются наиболее привлекательным заемщиком.

*Второе.* В белорусской кредитно-финансовой системе ги-

пертрофированно высока роль банковского сектора [9]. Он является «центром концентрации» сбережений, которые впоследствии распределяются банками в том числе и на другие сегменты финансового рынка. Основным инструментом сбережений для всех секторов в белорусской экономике являются банковские депозиты, тогда как прямое владение домашними хозяйствами и нефинансовыми фирмами небанковскими ценными бумагами носит ограниченный характер. Это отражает как относительно невысокую склонность экономических агентов к риску, так и институциональные ограничения для использования альтернативных инструментов сбережений. В результате банковский сектор не только выполняет роль финансового посредника между вкладчиками и заемщиками на кредитно-депозитном рынке, но и является важным посредником на рынке ценных бумаг. В свою очередь, рынок ценных бумаг, лизинговый рынок во многом являются не «свободными» эле-

<sup>2</sup> Upper middle-income countries (UMIC).

ментами ФС, а «спутниками» банковского сектора. Например, значительная часть долговых ценных бумаг, находящихся в обращении, тем или иным образом связана с банками. Последние являются либо держателями, либо эмитентами значительной части облигаций.

*Третье.* Важными характеристиками финансового рынка Беларуси являются высокая степень долларизации и относительно непродолжительный срок финансовых контрактов. Эти особенности финансового рынка предопределяются доминированием банковской системы в распределении ресурсов, которая, в свою очередь, зависима от характеристик своего депозитного портфеля [9]. Поэтому предпочтение держателей депозитов оказывают существенное влияние на соответствующие характеристики всех сегментов кредитно-финансовой системы. Белорусские доноры ресурсов традиционно демонстрируют стремление ограничить макроэкономические риски своих сбережений, отдавая предпочтение депозитам, номинированным в иностранной валюте, а также относительно коротким (до 1 года) срокам заключения финансовых контрактов. В наибольшей мере такой шаблон поведения присущ домашним хозяйствам, которые являются ключевым донором ресурсов. Вместе с тем стоит отметить, что в последние 3 года имеет место поступательное увеличение сроков финансовых контрактов, а также увеличение доли депозитов в национальной валюте.

### **Иерархия задач по развитию финансового сектора в Беларуси**

С 2015 г. наблюдается существенный прогресс в области законодательного обеспечения развития финансового сектора. В 2015–2019 гг. был принят широкий перечень нормативных правовых актов (преимущественно в рамках принятой в 2017 г. Стратегии развития финансового рынка Республики Беларусь до 2020 года), способствующих развитию финансового сектора. Например, на лизинговом рынке во многом благодаря Указу Президента Републики Беларусь от 6 апреля 2017 г. № 109 компании получили возможность участвовать в финансировании недвижимости, что придало серьезный импульс развития данному сегменту ФС. На фондовом рынке за указанный период новые нормативные правовые акты обеспечили: усиление защиты прав миноритарных инвесторов и повышение прозрачности эмитентов (Закон «О рынке ценных бумаг»); введение в правовое поле и закрепление механизмов деятельности коллективного инвестирования (Закон «Об инвестиционных фондах»); возможность одновременного обращения акций на белорусских и зарубежных рынках (Указ Президента Республики Беларусь от 3 марта 2016 г. № 84 «О вопросах эмиссии и обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок»). В банковском секторе законодательный базис был сформирован для процедуры секьюритизации активов (Указ Президента Республики Беларусь от 11 мая 2017 г. № 154), позитивное воздействие на возможность его развития оказали юридические и правоприменительные новшества в механизме финансирования жилой недвижимости (Закон «О государственно-частном партнерстве») и др.

Однако несмотря на то, что указанные новшества являются достаточно значимыми и прогрессивными, они не смогли задать устойчивый тренд ни на повышение эффективности ФП, ни на рост его глубины. Ключевая причина этого – сохранение институциональных барьеров, рассмотренных выше. С этой позиции можно полагать, что пока такие барьеры сохраняются, точечные меры по развитию финансового рынка хоть и являются благом, но недостаточны для его качественной трансформации и углубления масштаба ФП. Вместе с тем это необходимо для того, чтобы задействовать потенциал ФС в содействии долгосрочному росту.

Поэтому, на наш взгляд, для полноценного развития ФС задача точечного развития отдельных финансовых сегментов и рынков должна быть дополнена задачей институциональных изменений в системе ФП. Решение этих задач не подразумевает стро-

гой иерархии (хоть, безусловно, институциональные преобразования имеют большее значение) и может идти по принципу параллельного воплощения или же «двух треков». Как показывает опыт соседних стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), без мер институционального характера обеспечить должное качественное развитие ФС малореально. Причем наиболее планомерный и последовательный подход в осуществлении институциональных изменений в Польше, которые были синхронизированы с точечными и «техническими» шагами по развитию ФС, принес наибольший успех именно этой стране (*вставка*).

### **Меры по развитию финансового сектора**

В рамках «трека» институционального развития ФС в приоритете – избавление от соответствующих барьеров (рассмотрены выше). Многие из них тесно связаны друг с другом и формируют своеобразный порочный круг, основой которого является скепсис экономических агентов относительно перспектив развития национальной экономики и их невысокое доверие к экономической политике. Во многом из этого вытекают проблемы склонности к непродолжительным срокам финансовых контрактов и их номинации в иностранной валюте. Разорвать этот порочный круг можно устранив ключевые институциональные дефекты. В первую очередь таковой видится активная роль государства в перераспределении ресурсов на финансовом рынке. Действия в этом направлении подразумевают не только отказ от прямого директивного кредитования, но и минимизацию воздействия экономических властей на инвестиционные решения предприятий, в том числе через формулирование так называемых отраслевых приоритетов и соответствующих программ развития.

Минимизация распределительной функции государства может ослабить концентрацию финансовых потоков через механизмы банковского финансирования. Но для первичного импульса развития других сегментов финансовой системы (в первую очередь корпо-

## Уроки опыта развития ФС в Польше, Чехии, Венгрии

В начале 1990-х гг. страны ЦВЕ начали переход к рыночной экономике. Им была присуща высокая доля государственной собственности: 98% в Чехии, 85% в Венгрии и 70% в Польше [10; 11]. Правительства этих стран проводили приватизацию и одновременно открывали фондовые биржи. Подходы к приватизации и листингу компаний различались между странами.

Фондовый рынок в Чехии начал работу посредством приватизации, в то время как Варшавская фондовая биржа содействовала приватизации. Чехия проводила массовую и принудительную приватизацию, при этом часть предприятий обязаны были зарегистрироваться на Пражской фондовой бирже. В первый год листинг прошли 622 компании: крупные, средние и малые. При этом листинговые требования выполнялись не всеми компаниями.

Варшавская и Будапештская фондовые биржи регистрировали в первый год только крупные компании, которые удовлетворяли всем листинговым требованиям («голубые фишки»). В 1991 г. на Варшавской бирже котировались акции 5 «голубых фишек», на Будапештской – 13 [10]. Позднее Варшавская биржа открыла «параллельный рынок» для малых предприятий, которые не удовлетворяли требованиям основного рынка.

Большое количество компаний, не удовлетворявших всем требованиям Пражской биржи, не позволило нормально функционировать фондовому рынку Чехии: рынок не передавал всей информации и не вызывал доверия у инвесторов. Руководство биржи приняло решение провести массовый делистинг – 75% компаний было исключено в 1997 г. (причины не всегда предоставлялись компаниям) [12]. Следующие 10 лет число зарегистрированных компаний на бирже постоянно снижалось.

Внедрение новых технологий, вступление в Европейский союз, переход к плавающему обменному курсу – все это положительно повлияло на развитие фондовых рынков в начале 2000-х гг. К моменту рецессии 2008 г. Варшавская биржа укрепила свои позиции: число зарегистрированных компаний достигло 328, были проведены IPO зарубежных компаний, начал работать альтернативный рынок для новых и малых компаний [13]. Важную роль в развитии фондового рынка Польши сыграли пенсионные фонды, выступающие на рынке в качестве институциональных инвесторов, а также частный сектор, который на этом фоне не боялся инвестировать. Наличие разных рынков стимулировало приток большого числа эмитентов.

Будапештская биржа сильно уступала Варшавской по уровню развития: небольшое число зарегистрированных компаний, нехватка институциональных инвесторов, отсутствие новых проектов. Пражская биржа столкнулась с подобной ситуацией, отчасти спровоцированной неудачным стартом и отсутствием доверия как у инвесторов, так и у чешских компаний, которые предпочитали кредиты банков в качестве источников финансирования.

Так, после 2008 г. Варшавская биржа возобновила рост и с 2018 г. классифицируется как развитый рынок. Будапештская биржа не смогла так быстро восстановиться. Пражская биржа объединилась с Венской фондовой биржей в 2010 г., образовав холдинговую компанию CEESEG.

Таким образом, планомерный и поступательный подход к развитию с акцентом на институциональные изменения принес успех Польше. Пражская и Будапештская биржи не смогли приблизиться к уровню Варшавской по ряду взаимосвязанных причин: 1) нехватка IPO крупных и стабильных компаний; 2) нехватка частных и институциональных инвесторов; 3) предпочтение банковских кредитов в качестве источников финансирования.

Вставка

ративного сегмента рынка ценных бумаг) необходимы и другие масштабные импульсы. Логичным шагом в таком контексте видится выставление на открытые торги на фондовом рынке миноритарных пакетов акций белорусских «голубых фишек», принадлежащих государству (Беларуськалий, Белтелеком, БелЖД, Белпочта и др.). По примеру других стран ЦВЕ такие пакеты могли бы стать «ядром» формирования национального фондового рынка, одновременно создавая новые стимулы для инвестирования на длительный срок. В свою очередь, частичная «народная» приватизация этих компаний стала бы дополнительным шагом в направлении повышения прозрачности

национальной экономики. Серьезным подспорьем для фондового рынка могут стать пенсионная реформа, предполагающая создание пенсионных фондов, а также устранение барьеров, ограничивающих конкуренцию в страховом секторе. Традиционно пенсионные фонды и страховые компании являются «стержневыми» участниками рынка ценных бумаг.

Принятая в 2020 г. Стратегия повышения доверия к национальной валюте является важным первым шагом к снижению долларизации и увеличению срока финансовых контрактов. Вместе с тем существенно ее дополнить и укрепить могли бы дополнительные меры по «рационализации» доверия к экономической полити-

ке. В этом контексте действенной мерой видится эмиссия государственной облигации, защищенной от инфляции. Такая облигация могла бы стать столпом развития рынка облигаций, обеспечивая фиксированный *реальный* доход владельцам, налагая при этом явную ответственность на экономические власти в случае невыполнения задачи стабилизации инфляции. Поэтому «дедолларизационный потенциал» такого инструмента может оказаться очень велик.

В рамках трека «точечных мер» по развитию ФС параллельно и вполне органично может продолжаться процесс законодательного обеспечения и усовершенствования ФП, а также разви-

тия его новых форм. Наибольший потенциал у мер по развитию: FinTech, инфраструктуры ФС, ипотеки, секьюритизации, допустимых форм обеспечения в банковском кредитовании.

### Заключение

ФС в Беларуси не реализует свой потенциал. Причина – институциональные особенности, которые сдерживают и ограничивают его развитие. Поэтому

ФС, в свою очередь, не оказывает должного благотворного влияния на экономический рост. Чтобы изменить такой статус-кво, целесообразно проведение реформ и мер по развитию ФС по принципу «двух треков». В рамках институционального трека приоритетным будет избавление от избыточной роли государства в распределении финансовых ресурсов. Другими эффективными шагами могут стать выставление на торги на фондовой бирже миноритарных

пакетов акций белорусских «голубых фишек», эмиссия государственных облигаций, защищенных от инфляции, пенсионная реформа и перечень других вспомогательных мер. В рамках трека «точечных мер» важны адаптация ФС страны к международным технологическим инновациям, законодательное и инфраструктурное обеспечение ФП.

\* \* \*

Материал поступил 16.03.2020.

### Библиографический список:

1. Шумпетер, Й.А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / Й.А. Шумпетер. – М.: Эксмо, 2008. – 864 с.
2. King, R. Finance and growth: Schumpeter might be right / R. King, R. Levine // *The Quarterly J. of Economics*. – 1993. – № 108. – P. 717–737.
3. King, R. Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence / R. King, R. Levine // *J. of Monetary Economics*. – 1993. – Vol. 32, iss. 3. – P. 513–542.
4. Beck, T. Financial institutions and market across countries and over time. Data and analysis [Electronic resource] / T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine // World bank. – Mode of access: <http://documents.worldbank.org/curated/en/909081468176992559/pdf/WPS4943.pdf>. – Date of access: 12.03.2020.
5. Kruk, D. Belarusian economic growth decomposition [Electronic resource] / D. Kruk, K. Bornukova // *Belarusian Economic Research and Outreach Center*. – Mode of access: [http://eng.beroc.by/webroot/delivery/files/WP\\_24\\_eng\\_Bornukova&Kruk.pdf](http://eng.beroc.by/webroot/delivery/files/WP_24_eng_Bornukova&Kruk.pdf). – Date of access: 12.03.2020.
6. Крук, Д.Э. Причины и характеристики экономического спада в Беларуси: роль структурных факторов [Электронный ресурс] / Д.Э. Крук // Белорусский экономический исследовательско-образовательный центр. – Режим доступа: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP\\_42.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP_42.pdf). – Date of access: 12.03.2020.
7. Крук, Д.Э. Монетарная политика и финансовая стабильность в Беларуси: состояния, вызовы, перспективы [Электронный ресурс] / Д.Э. Крук // Белорусский экономический исследовательско-образовательный центр. – Режим доступа: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP\\_43.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP_43.pdf). – Дата доступа: 12.03.2020.
8. Крук, Д.Э. Белорусская экономика в середине 2019 г.: итоги периода восстановительного роста [Электронный ресурс] / Д.Э. Крук // Белорусский экономический исследовательско-образовательный центр. – Режим доступа: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP\\_69.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP_69.pdf). – Дата доступа: 12.03.2020.
9. Финансовый сектор и рынок капитала в Беларуси / Всемирный банк; рук. Д.Э. Крук. – Минск, 2019. – 34 с.
10. Rousova, L. Are the Central European Stock Markets still different? A cointegration analysis / L. Rousova // *Munich Discussion Paper*. – № 2009-15.
11. Sejkora, F. Analysis of the causes of the low number of IPOs at Prague stock exchange compared to Polish stock exchange / F. Sejkora // *Scientific papers of the University of Pardubice*. – 2013. – Series, 26. – P. 160–169.
12. Fungacova, Z. Determinants of firm delisting on the Prague Stock Exchange / Z. Fungacova, J. Hanousek // *Prague Economic Papers*. – 2011. – № 4. – P. 348–365.
13. Wheeler, F. The efficiency of the Warsaw Stock Exchange: the first few years 1991–1996 / F. Wheeler, B. Neale, T. Kowalski, S. Letza // *Economics and Business Review*. – 2002. – Vol. 2, № 2. – P. 38–56.

## Potential and directions of development of financial markets in Belarus

**Dzmitry KRUK**, BEROC Economic Research Center, Senior Research Associate, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: [kruk@beroc.by](mailto:kruk@beroc.by).

**Alena TSIULYA**, BEROC Economic Research Center, Junior Research Associate, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: [tsiulya@beroc.by](mailto:tsiulya@beroc.by).

**Abstract.** This article analyses the financial sector of Belarus and possibilities of its beneficial effect on economic growth. The article shows that against other countries with a comparable income level, the scale of financial intermediation in Belarus is significantly lower. The author suggests developing the financial sector by moving along two tracks in parallel: removal of institutional barriers and implementation of targeted development measures. An appropriate set of measures for each of the tracks is also proposed.

**Keywords:** financial sector; financial system and economic growth; institutional characteristics of the financial sector; measures to develop the financial sector.