

Итак, на территории Беларуси целесообразно создать несколько, жестко ограниченных размерами, геополитически правильно размещенных свободных экономических зон ("анклавов"). При этом целесообразно выделить *приоритетные отрасли*, являющиеся *стратегически важными* для Республики, определить *конкретные предприятия*, на которые будет распространяться государственный протекционизм, обеспечивающий в итоге выпуск *конкурентоспособной на мировом рынке продукции*.

Одной из наиболее приемлемых протекционистских способов для Республики Беларусь можно считать разрешение создавать **свободные точечные зоны (СТЗ)** на отдельных предприятиях. СТЗ предполагает льготное налогообложение предприятия или полное освобождение его от налогов на какой-то промежуток времени, что, естественно, должно отразиться на цене изделия. Это тем более важно, если конечное изделие данного предприятия является комплектующим для продукции другого предприятия. Создав СТЗ на одном или нескольких технологических переделах, можно при исключении двойного налогообложения добиться в процессе производства существенного снижения цены на конечную продукцию, что сделает ее конкурентоспособной на внешнем и внутреннем рынках.

Указ Президента РБ № 114 от 20 марта 1996 г. "О свободных экономических зонах на территории Республики Беларусь" дал импульс проектированию СЭЗ на территории страны. Специальные свободные экономические зоны создаются с целью "обеспечения благоприятных условий экономического развития регионов РБ, привлечения зарубежных инвестиций, создания новых рабочих мест, ускорения научно-технического прогресса, развития торгово-экономического сотрудничества с другими государствами. В СЭЗ государство обеспечивает инвесторам защиту инвестиций, доходов и гарантирует беспрепятственное осуществление предусмотренных законодательством прав и свобод."³ Сегодня на территории Республики Беларусь уже создана и функционирует СЭЗ "Брест". Создание других специальных свободных экономических зон, в том числе и в регионе Минска, находится на стадии проектирования.

¹ См.: Программа социально-экономического развития Республики Беларусь до 2000 года. Мн., 1996. С.265.

² См.: Население Республики Беларусь: Статистический сборник. Мн., 1996. С.129,130.

³ См.: Сборник Указов Президента и Постановлений Кабинета Министров. №24. 20 марта 1996 года.

А.А.РАКОВЕЦ, М.Л.ЗЕЛЕНКЕВИЧ

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ: ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ РЕШЕНИЯ

В условиях перехода к рынку одной из важнейших является проблема достижения макроэкономической стабилизации экономики, направленной прежде всего на преодоление кредитно-денежной и налогово-бюджетной диспропорциональности. В экономической теории рассматриваются различные механизмы стабилизации (ортодоксальный, гетеродоксный), но при всем их различии одной из главных общих стабилизационных мер является формирование и развитие рынка ценных бумаг как составной части финансового рынка страны. Кроме того, рынок ценных бумаг наряду с кредитным и валютным является тем связующим звеном, которое соединяет рынок капитала и производство – фирмы, производящие национальный доход. Рынок ценных бумаг призван стабилизировать финансовое положение в отдельных фирмах, отраслях, регионах и в экономике в целом за счет оперативного перераспределения средств на те направления и объекты, где в них ощущается наибольшая потребность и ожидается наибольшая прибыль. Именно через рынок ценных бумаг идет основной поток инвестирования и формирование эффективной структуры экономики. В связи с этим важной теоретической и

практической задачей становится анализ современного состояния рынка ценных бумаг Республики Беларусь, выявление недостатков его функционирования и определение путей развития и совершенствования.

Наиболее крупным сегментом рынка ценных бумаг являются государственные краткосрочные облигации (ГКО). Начавшиеся в феврале 1994 г. выпуски ГКО министерства финансов, дополненные в июне 1995 г. краткосрочными обязательствами (КО) национального банка, заняли к настоящему времени достойное место среди других видов инвестиций. Первоначально все выпуски имели период погашения три месяца, но с марта 1995 г. стали выпускаться также и одномесечные облигации. В 1994 г. государственные ценные бумаги по прибыльности, как правило, не выдерживали конкуренции с такими видами финансовых вложений, как свободно конвертируемая валюта, коммерческие ценные бумаги и межбанковские кредиты. Так, в 1994 г. простая покупка долларов приносила 1445% годовых, а покупка марок – 1630%. В то же время покупка ГКО с инвестированием дохода обеспечивала максимум 792% годовых. Кроме того, отрицательно сказывалась и низкая активность на вторичном рынке национального банка и министерства финансов как гарантов ликвидности облигаций. Поэтому немногочисленные владельцы облигаций в основном держали их до погашения, будучи не в состоянии продать по приемлемой цене из-за низкой ликвидности. Начиная с августа 1995 г. министерство финансов и национальный банк предприняли энергичные меры, чтобы сократить денежную массу в обращении и покрыть 20% дефицита государственного бюджета путем выпуска ГКО. К концу 1995 г. произошел некоторый рост активности инвесторов в сфере государственных ценных бумаг, наблюдалось и соответствующее оживление вторичного рынка. Все это – следствия стабилизации обменных курсов белорусского рубля к иностранным валютам, введения национальным банком положительных ставок рефинансирования и усиления ограничений на рынке межбанковских кредитов, а также повышения резервных требований к коммерческим банкам и роста доходности ГКО. В результате возросла популярность ГКО среди прочих финансовых вложений. Так, с момента первого выпуска ГКО (март 1994 г.) по октябрь 1995 г. относительно доходными (при темпе инфляции 40,2 раза) оказались инвестиции в коммерческие бумаги (в межбанковские кредиты) – темп роста капитала составил 27,17 раза; вложения в ГКО обеспечивали рост максимум в 24,8 раза и только на последующих местах оказались немецкая марка (14,67) и доллар США (12,6 раза). Однако к началу 1996 г. доходность ГКО постепенно снизилась, отражая уменьшение ставок рефинансирования и соответствующее снижение рыночных ставок, как и стабильность национальной валюты. К началу 1997 г. министерством финансов было проведено 56 аукционов по размещению ГКО, объем эмиссии каждого выпуска составлял от 100 до 500 млрд бел. рублей, что в эквиваленте равнялось от 4 до 20 млн долларов США. Цель выпуска ГКО – покрытие дефицита государственного бюджета и привлечение средств, необходимых для погашения предыдущих выпусков. К настоящему времени доходность размещаемых выпусков составляет 40–42% годовых для шестимесячных выпусков и 43% – для годовых бумаг. Среднедневной оборот ГКО на вторичном рынке составляет 180–200 млрд бел. рублей. Национальный банк выпускает собственные ценные бумаги – краткосрочные облигации (КО). Уже проведена эмиссия 17 выпусков, имеющих сроки обращения от двух недель до трех месяцев. Кроме того, министерство финансов планирует осуществить выпуск в обращение и погашение государственных долгосрочных облигаций с купонным доходом.

Сегмент муниципальных займов в Беларуси представлен облигациями первого минского целевого жилищного займа, данные облигации являются купонными и размещаются траншами в зависимости от потребности финансирования строительства жилых домов. Купонная ставка по муниципальным облигациям составляет 2/3 ставки рефинансирования Национального банка РБ, однако текущий объем проведенной эмиссии незначителен.

Развивающимся элементом на рынке ценных бумаг РБ является рынок акций приватизируемых предприятий. Процесс приватизации начался в республике в 1991 г., однако до 1993 г. она не имела законодательной базы и проводилась низкими темпами. В 1993 г. парламент и правительство РБ приняли закон "О разгосударствлении и приватизации государственной собственности", "Программу приватизации", в соответствии с которыми должны быть приватизированы 2/3 государственных фондов. Преобразование государственной собственности в негосударственную может происходить двумя способами: 1) преобразование государственных и арендных предприятий в открытые акционерные общества, 2) приватизация в форме передачи права собственности от государства частным лицам посредством: а) продажи через аукционы, б) продажи государственной доли акций приватизируемых предприятий, в) выкупа арендными предприятиями арендуемых фондов. Оплата приватизируемой собственности осуществляется в денежной форме и именными приватизационными чеками "Имущество", как правило, в равных долях.

Для содействия процессу приватизации и структурной перестройки экономики были созданы специализированные инвестиционные фонды (СИФ). Они аккумулируют приватизационные чеки, принимая их у населения в обмен на собственные акции, а затем инвестируют в приватизируемую собственность. По состоянию на 1 апреля 1995 г. работали 38 СИФов, однако с апреля 1995 г. деятельность СИФов была приостановлена из-за допускаявшихся ими нарушений законодательства РБ и возобновлена лишь в августе 1995 г. В 1996 г. продолжал деятельность всего 31 СИФ из 56, зарегистрированных в инспекции по ценным бумагам, в течение всего 1996 г. был образован только один инвестиционный фонд. СИФы практически не имели возможности работать, так как государство продавало на аукционах незначительное количество акций. Они попали в ситуацию, когда из-за заниженной рыночной цены чеков по отношению к их номинальной стоимости выгоднее приобретать чеки за деньги, а не в обмен на акции. Осуществляя эмиссии в обмен на чеки, акционерные общества теряют собственный капитал, поэтому некоторые инвестиционные фонды покупают чеки и акции за деньги. Крупнейшими инвестиционными фондами по размеру зарегистрированного уставного фонда на рынке Республики Беларусь являются: "Дайнова-Инвест" – 17,5 млрд руб., "Реформа-Траст" – 8,426 млрд руб., "Осмос-Инвест" – 5,332, "ПРИФ" – 3,922 млрд руб.

До середины 1996 г. приватизация объектов республиканской собственности была приостановлена, и только после внесения ряда изменений в законодательство началось их акционирование. Приватизация в республике имеет ярко выраженную отраслевую структуру. В наибольшей степени приватизирована лесная и деревообрабатывающая промышленность. Это объясняется тем, что Мировой банк реконструкции и развития еще в 1994 г. выделил кредит на необходимые для приватизации работы и развитие этих отраслей. В 1996 г. началась работа по акционированию предприятий концерна "Белнефтепродукт" и министерства транспорта. Приватизация стимулирована тем, что из-за особенностей оценки имущества акции многих предприятий такого типа дешевы и покупка их выгодна.

В отличие от России в Беларуси до сих пор приватизируются в основном предприятия небольших и средних размеров, а крупнейшие производства остаются государственными. Однако в 1996 г. начались подготовительные работы и на белорусских гигантах. К тому же и Россия требует акционирования предприятий типа "Белтрансгаз", объединения "Азот" (азотные удобрения) и ряда других, представляющих интерес для российского бизнеса. В 1997 г. намечено начать приватизацию Минского автозавода, телевизионного и тракторного заводов, нефтеперерабатывающих заводов. По планам мингосимущества в 1997 г. должно быть приватизировано больше предприятий, чем за все предшествующие годы.

В 1996 г. принадлежащие государству акции приватизируемых предприятий распродавались на денежных и чековых аукционах и конкурсах, в обмен на чеки "Имущество" через отделения сберегательного банка и членам трудовых коллективов АО. Отдельно шла приватизация предприятий пищевой промышленности, акционированных в 1996 г. Пакеты акций этих предприятий продаются в первую очередь производителям сельскохозяйственной продукции.

Объем продажи акций трудовым коллективам в 1996 г. резко сократился, так как цена акций рассчитывалась на основе оценки стоимости имущества АО по состоянию на 1 января 1996 г., которая чаще всего намного выше их рыночной цены.

На аукционах и конкурсах продавались акции предприятий, созданных в процессе первой волны приватизации 1994–1995 гг.

В 1996 г. был утвержден ряд документов, регламентирующих порядок проведения конкурсов и аукционов по продаже государственной собственности. Было разрешено снижать цену продажных объектов в случае отсутствия спроса на них. Это несколько оживило приватизацию, главным образом объектов коммунальной собственности.

В течение 1996 г. в Минске проведены три чековых аукциона. К участию в них были допущены только специализированные чековые инвестиционные фонды. Самыми заметными участниками аукционов оказались инвестиционные фонды, связанные с российским капиталом, – "Славнефть" и "Славянский союз". Увеличение обменного курса акций на приватизационные чеки на третьем аукционе до 2,8 раза по сравнению с 1,5 на двух первых аукционах объясняется тем, что в нем участвовали два крупных инвестиционных фонда Беларуси – "ПРИФ" и "Осмос-Инвест", которые получили возможность работать только накануне проведения третьего аукциона. В Гомеле и Бресте состоялись аукционы по продаже акций ряда крупных магазинов и предприятий пищевой промышленности. "За чеки" практически все акции были проданы, "за деньги" спросом пользовались только акции некоторых торговых предприятий (приобретение акций в обмен на чеки обходится примерно в 10 раз дешевле, чем их покупка по номинальной стоимости).

Вторичный рынок акций практически отсутствовал, несмотря на то, что некоторые компании пытались выставлять заявки на их покупку и продажу. Одна из причин такой пассивности – отсутствие в Беларуси крупных предприятий, которые осуществили бы эмиссии акций, способные насытить рынок. Подобную политику пытались проводить коммерческие банки, но в 1996 г. они от нее отказались из-за трудностей финансового характера.

Ко вторичному рынку можно отнести только скупку акций, обмениваемых на чеки "Имущество" в отделениях сберегательного банка, которую проводили несколько компаний по заказам в основном российских инвесторов.

Рост курса доллара, высокая инфляция и налогообложение доходов по акциям сделали практически невозможным привлечение капитала посредством размещения акций среди посторонних для эмитента физических и юридических лиц. Эмиссии проводились, как правило, когда уже были известны инвесторы, приобретающие пакеты акций.

На рынке ценных бумаг Беларуси обращаются также именные приватизационные чеки "Имущество". Со второй половины 1994 г. проводилась довольно активная торговля чеками, их курс (при номинале 2,5 тыс.руб.) повысился с тысячи рублей в конце 1994 г. до 1,6 тыс.руб. к концу 1995 г. В 1996 г. чеки у населения покупали по 1–2 тыс.руб. за штуку, а компании готовы были продавать пакеты чеков за 1–2,5 тыс.руб. за чек. Интерес к покупке чеков в начале 1996 г. практически отсутствовал. С началом акционирования предприятий в октябре 1996 г. отмечен рост курса чека до 3–5 тыс.руб. Однако здесь проявилось скорее ожидание роста цен, чем их реальный рост, так как объем сделок остался незначительным. К настоящему времени из 7,8 млн человек, имеющих право на получение чеков, обратились за начислением 5,8 млн человек.

Из-за задержки приватизации образовался дисбаланс между количеством чеков у населения и предприятий и стоимостью государственного имущества, которая предлагается в обмен на них. Стоимость чеков занижена. Скорее всего предложение и в дальнейшем будет незначительным, так как, согласно изменениям в законодательстве, Мингосимущество РБ получило право выбирать, какие предприятия приватизировать за чеки, а какие за деньги. В составленном в начале 1997 г. списке предприятий, акции которых по решению мингосимущества полностью или частично будут обмениваться на приватизационные чеки, практически нет перспективных предприятий. Тем не менее в настоящее время цена приватизационных чеков уже преодолела минимальный уровень, и они могли бы стать в будущем самым доходным вложением средств.

Вексельное обращение на рынке ценных бумаг республики развивается слабо. С 1996 г. практически прекратилось использование векселя как средства обналичивания, и он стал применяться как долговое обязательство. Банковские векселя распространения не получили, и единственная схема развязки неплатежей основана на товарных векселях субъектов хозяйствования. Сумма неплатежей, "развязанных" с помощью вексельной программы в городе Минске за 1996 г., составила 1557 млрд руб., при этом векселедателями выступили 50 предприятий. Доля платежей векселями в городской бюджет за год составила примерно 200 млрд руб., что соответствует установленному ограничению в 5% городского бюджета.

Будущее вексельной программы не ясно, так как многие специалисты национального банка и министерства финансов выступают против нее на том основании, что выпускаются "квазиденьги", городской бюджет не получает реальных денег и т.п.

Таким образом, рынок ценных бумаг в Беларуси пока только формируется, что отрицательно сказывается на темпах роста финансовой сферы и экономики в целом. Теоретически доказано, что снижение инфляции и уменьшение давления денежной массы на экономику напрямую связано со степенью развития рынка государственных ценных бумаг. На российском рынке ценных бумаг с 1995 г. наряду с ГКО появился новый инструмент – облигации государственного сберегательного займа сроком на год. Развитие адекватного направления в Беларуси должно оживить интерес у белорусских и зарубежных инвесторов к рынку ценных бумаг, инфраструктуру которого и законодательную базу необходимо развивать и совершенствовать.

Е.С.ГАЛЕЦКАЯ

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ АНАЛИЗА СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Одной из важнейших проблем экономики Беларуси является возрастание дефицита счета текущих операций платежного баланса. В связи с этим необходимо исследовать на белорусской практике зависимость сальдо текущего счета от движения капитала, а также рассмотреть возможность применения теории стадий платежного баланса к странам с неблагоприятным инвестиционным климатом.

Приток капитала в страну тесно связан с процессом ее экономического роста. Многие страны в начале этого процесса активно пользовались иностранными инвестициями, достигая преобладания внутренних инвестиций по сравнению с уровнем внутренних сбережений. Такого рода политика сопровождается дефицитом счета текущих операций платежного баланса, что, однако, не свидетельствует о глубоком экономическом кризисе. Теоретически можно предположить, что по мере экономического роста норма инвестирования значительно снизится, а уровень сбережений значительно возрастет, что приведет к исчезновению дефицита счета текущих операций.