

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС И РОЛЬ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

А. П. ШКУТ¹⁾

¹⁾Белорусский государственный университет, пр. Независимости, 4, 220030, г. Минск, Беларусь

Исследуются особенности инвестиционного процесса и специфика современного рынка капитала в странах Центральной и Восточной Европы, а также анализируется их роль в экономическом развитии этих стран с 1990 г. Устанавливаются зависимости между ростом основного капитала (производственные и инфраструктурные фонды) и ростом экономики и благосостояния. Выявляются сильные и слабые стороны в формировании рынка капитала стран Центральной и Восточной Европы и определяется то, какую роль в этом играют коллективные инвестиции.

Ключевые слова: инвестиции; рынок капитала; коллективные инвестиции; экономический рост.

INVESTMENT PROCESS AND THE ROLE OF COLLECTIVE INVESTMENTS IN THE COUNTRIES OF CENTRAL AND EASTERN EUROPE

A. P. SHKUT^a

^aBelarusian State University, 4 Niezaliezhnasci Avenue, Minsk 220030, Belarus

The article examines the investment process and the modern capital market in the countries of Central and Eastern Europe and their role in the economic development of these countries since 1990. Dependencies are established between the growth of fixed capital (production and infrastructure funds) and the growth of the economy and welfare. The strengths and weaknesses in the formation of the capital market of the Central and Eastern Europe countries and the role of collective investments in this are revealed.

Keywords: investments; capital market; collective investments; economic growth.

Введение

К странам Центральной и Восточной Европы (далее – ЦВЕ) относятся 11 государств региона, вступивших в ЕС преимущественно в 2004 и 2007 гг. Согласно Всемирному банку эти страны объединяются термином «Центральная Европа и Балтия». Их население составляет 101,7 млн человек, валовый внутренний продукт (ВВП) по обменному курсу равен 1,8 трлн долл. США, ВВП по паритету покупательной способности (далее – ВВП по ППС) – 3,8 трлн долл. США. Устойчивый рост экономик стран ЦВЕ в значительной степени зависит от темпов увеличения основного капитала (*capital stocks*), которые, в свою очередь, определяются эффективностью работы рынка капитала, связанного с инвестициями населения (коллективные инвестиции), что требует изучения.

Образец цитирования:

Шкут А.П. Инвестиционный процесс и роль коллективных инвестиций в странах Центральной и Восточной Европы. *Журнал Белорусского государственного университета. Экономика.* 2023;1:73–85.
EDN: LQANAA

For citation:

Shkut AP. Investment process and the role of collective investments in the countries of Central and Eastern Europe. *Journal of the Belarusian State University. Economics.* 2023;1:73–85. Russian.
EDN: LQANAA

Автор:

Александр Петрович Шкут – аспирант кафедры международных экономических отношений факультета международных отношений. Научный руководитель – кандидат экономических наук В. И. Ярошевич.

Author:

Alexander P. Shkut, postgraduate student at the department of international economic relations, faculty of international relations.
shkut00@gmail.com

Теоретические основы исследования

Русскоязычных научных исследований, посвященных сравнительному анализу развития экономик стран ЦВЕ после выхода из Варшавского договора, немного [1–6], как и работ, изучающих эффективность инвестиционного процесса и развития рынка капитала в этих странах [7–9]. Англоязычные научные работы по этой проблематике также немногочисленны¹ [10–12]. В них, в частности, исследовались следующие вопросы:

- доминирующее участие иностранного капитала в приватизации, особенно в банковском секторе;
- детальный анализ становления рынка капитала до 2000 г. [10];
- анализ динамики венчурных инвестиций с 2010 г. [12].

В настоящей статье успешно применена и конкретизирована двухкоординатная модель изучения траектории роста экономической значимости страны в мировой экономике (в мировом населении и ВВП), впервые предложенная в работе [13], а также модельный подход к рынку капитала и инвестиционному процессу из статьи [14].

Анализ результатов экономического развития стран ЦВЕ

Главные результаты экономического развития рассматриваемых стран за 31 год формирования капиталистической экономики (1990–2021) приведены в табл. 1 и на рис. 1. Основным трендом анализируемого региона стало сокращение численности населения за 21 год на 8,3 %, причем практически во всех странах, кроме Словакии, Словении и Чехии. В Латвии, например, этот показатель равен 29 %, в Литве – 23 %, в Румынии – 18 %. Более-менее сохранили свое население такие крупные и успешные страны, как Венгрия и Польша. В целом доля населения ЦВЕ в мире уменьшилась с 2,1 % в 1990 г. до 1,3 % в 2021 г., т. е. рождаемость в странах ЦВЕ в эти годы была существенно ниже, чем средняя рождаемость в мире. Суммарная доля стран ЦВЕ в мировом ВВП по ППС за 31 год строительства рыночной экономики снизилась с 3,4 до 2,6 %, а по обменному курсу за счет перехода в зону евро увеличилась с 1,4 до 1,9 %.

Таблица 1

Динамика основных показателей стран ЦВЕ до вступления в ЕС и после вступления в ЕС

Table 1

Dynamics of the main indicators of the CEE countries before EU accession and after EU accession

Страна	Показатели								
	Население, млн чел.			ВВП по ППС, млрд долл. США			ВВП по обменному курсу, млрд долл. США		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
Болгария	8,771	7,640	6,839	87,305	77,113	178,160	25,608	44,404	80,328
Венгрия	10,375	10,117	9,731	114,269	187,614	361,996	34,366	103,960	182,281
Латвия	2,677	2,277	1,893	16,051	30,928	65,589	1,694	14,440	38,898
Литва	3,629	3,377	2,803	24,879	49,455	119,865	6,696	22,624	65,547
Польша	38,186	38,191	37,840	254,847	548,352	1437,805	62,206	255,292	679,067
Румыния	23,459	21,131	19,202	178,539	254,124	651,635	38,516	174,589	284,086
Словакия	5,337	5,372	5,460	43,973	87,379	193,619	13,726	43,190	114,447
Словения	1,999	1,996	2,109	23,321	44,691	93,137	19,271	34,488	61,790
Хорватия	4,730	4,256	4,034	39,175	72,630	132,623	12,284	58,889	67,707
Чехия	10,333	10,195	10,495	146,309	214,557	471,758	60,139	119,815	281,778
Эстония	1,499	1,363	1,331	11,205	24,478	56,747	1,791	12,158	37,216
<i>ЦВЕ в целом</i>	<i>110,995</i>	<i>106,015</i>	<i>101,738</i>	<i>939,873</i>	–	<i>3762,934</i>	<i>325,3</i>	–	<i>1826,6</i>

Примечания: 1. Разработано на основе базы данных Международного валютного фонда. 2. Цифрой 1 обозначен год, с которого Международный валютный фонд ведет статистику по стране, цифрой 2 – год вступления страны в ЕС, цифрой 3 – 2021 г. 3. Для Латвии Международный валютный фонд ведет статистику с 1992 г., для Эстонии и Словакии – с 1993 г., для Литвы и Чехии – с 1995 г., для Хорватии – с 1998 г., для остальных стран – с 1990 г. 4. Болгария и Румыния вступили в ЕС в 2007 г., Хорватия вошла в объединение в 2013 г., остальные страны ЦВЕ присоединились к нему в 2004 г.

¹Central and Eastern Europe Statistics 2021 [Electronic resource]. URL: <https://www.investeurope.eu/media/5283/cee-2021-activity-statistics-report.pdf> (date of access: 01.11.2022).

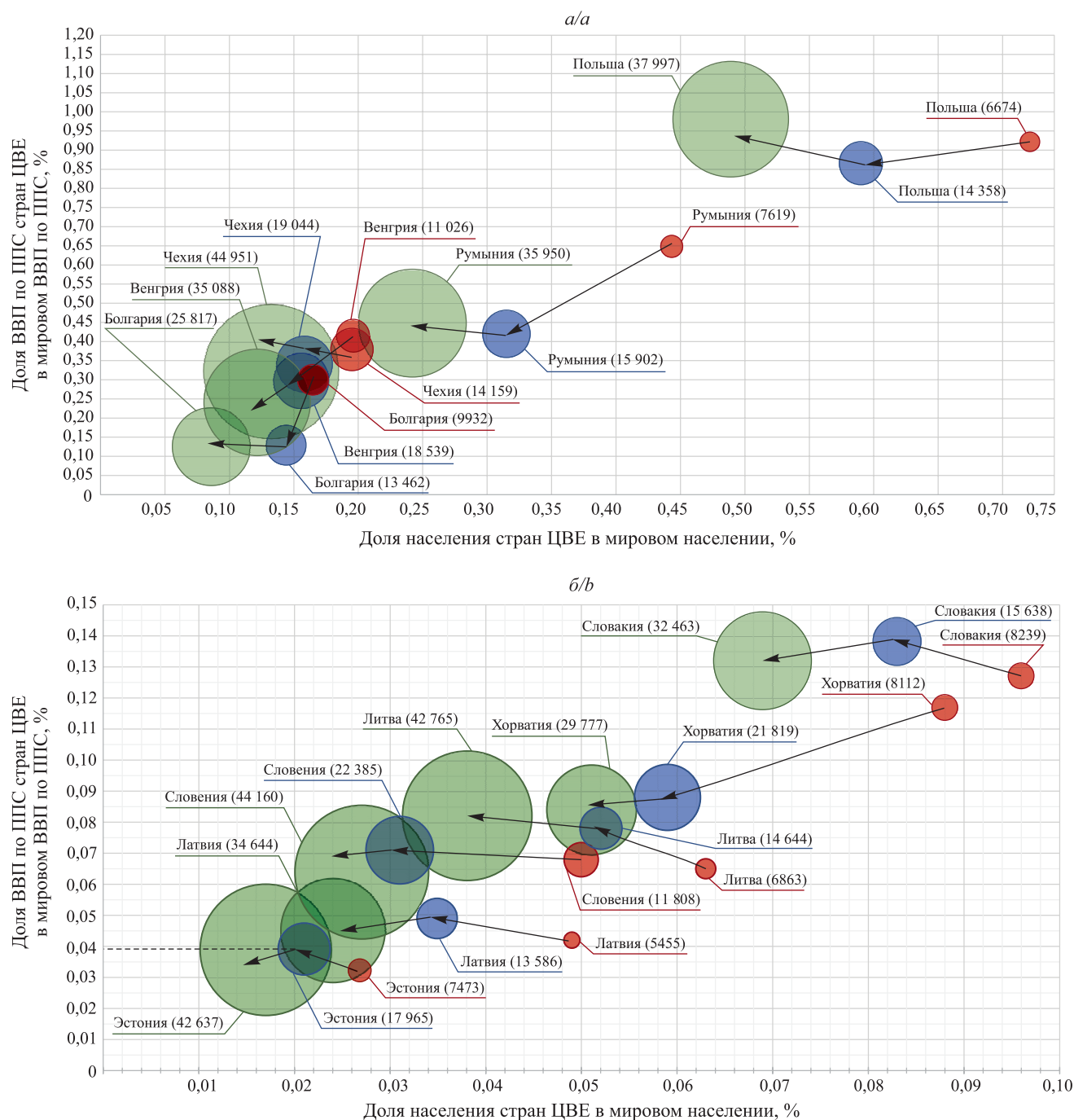


Рис. 1. Динамика траектории развития (значимость в мировой экономике) стран ЦВЕ:

a – средние страны; *б* – малые страны.

Красный цвет шара указывает на год, с которого Международный валютный фонд ведет статистику по стране, синий цвет – на год вступления страны в ЕС, зеленый цвет – на 2021 г.

Размер шара отражает объем ВВП по ППС на душу населения.

Цифрами прописаны его значения

Fig. 1. Dynamics of the development trajectory (significance in the global economy) of the CEE countries:

a – average countries; *b* – the smallest countries.

The red colour of the ball indicate the year from which the International Monetary Fund has been keeping statistics for the country, the blue colour – the year the country joined the EU, the green colour – 2021.

The size of the ball reflects GDP at PPP per capita.

Its values are written in numbers

На рис. 1 показано, что до вступления в ЕС практически у всех стран ЦВЕ, кроме Литвы, Латвии и Эстонии, доля в мировом ВВП по ППС уменьшилась, но после вступления в ЕС они практически восстановили свою долю, а Литва и Польша увеличили ее. Рост ВВП по ППС на душу населения и по обменному курсу до вступления в ЕС и после него в странах ЦВЕ, за исключением Латвии, Литвы, Польши, Словакии и Эстонии, увеличился (табл. 2), но был ниже среднемирового, и поэтому значимость остальных стран ЦВЕ, не вошедших в ЕС, в мировой экономике уменьшилась. По данным Международного валютного фонда, в наибольшей степени потеряли свою долю в мировом ВВП по ППС Болгария (она уменьшилась в 2,5 раза), Венгрия (в 1,7 раза), Румыния (в 1,5 раза) и Хорватия (в 1,3 раза). В ЕС экономика стран ЦВЕ занимает примерно 8 %.

Таким образом, значимость региона ЦВЕ в мире существенно уменьшилась. Несмотря на быстро проведенные либеральные реформы, страны ЦВЕ не смогли развиваться такими темпами, как Китай, Индия, Индонезия, Вьетнам, и уступили им 0,8 % мировой экономики и столько же процентов мирового населения. Это в малой степени относится к лидеру региона – Польше, которая в основном сохранила количество населения (около 38 млн человек) и даже увеличила свою долю ВВП по ППС в мире почти до 1 %. Ее экономика превышает треть суммарной экономики ЦВЕ. Вторым успешным в росте ВВП государством стала Литва, но она же потеряла больше всего населения.

Таблица 2

Среднегодовой рост ВВП и ВВП по ППС на душу населения, а также валового накопления капитала в странах ЦВЕ до вступления в ЕС и после вступления в ЕС

Table 2

Average annual growth of GDP and GDP by PPP per capita, as well as gross capital accumulation in CEE countries before EU accession and after EU accession

Страна	Показатели					
	Рост ВВП в постоянных ценах		Рост ВВП по ППС на душу населения в постоянных долларах		Рост валового накопления капитала в постоянных долларах	
	До вступления в ЕС	После вступления в ЕС	До вступления в ЕС	После вступления в ЕС	До вступления в ЕС	После вступления в ЕС
Болгария	-1,9	1,6	-1,12	2,4	5,6	5,4
Венгрия	1,5	1,9	1,70	2,2	3,5	2,7
Латвия	3,3	2,2	5,0	3,3	4,9	5,4
Литва	5,9	3,1	6,0	4,2	4,0	5,1
Польша	3,5	3,7	3,50	3,8	3,6	4,0
Румыния	1,5	2,5	2,20	3,3	3,8	5,2
Словакия	4,4	3,2	4,40	3,1	3,4	2,3
Словения	3,9	0,9	3,60	1,7	3,8	1,6
Хорватия	2,1	2,1	2,60	2,5	3,5	2,4
Чехия	2,4	2,3	2,60	2,1	3,1	2,3
Эстония	5,3	2,8	6,30	2,9	4,5	5,1

Анализ темпов роста ВВП и ВВП по ППС на душу населения в постоянных долларах до вступления страны в ЕС и после него позволяет сделать следующие выводы.

До вступления в ЕС и после «демонтажа» социалистической системы наибольший рост ВВП в постоянных ценах зафиксирован в Эстонии, Польше, Литве и Словакии (в 3,2; 3; 2,8 и 2,8 раза соответственно). Наименьший рост данного показателя установлен в Болгарии, Венгрии, Румынии и Хорватии (в 1,01; 1,70; 1,80 и 1,80 раза соответственно).

Экономический рост большинства государств после их вступления в ЕС замедлился. Одни исследователи объясняют это замедлением темпов экономического роста, происходящим в развивающихся

странах, которые достигли диапазона среднего уровня дохода по классификации Всемирного банка, другие – переходом на единую валюту (евро), что ужесточило условия конкуренции. Это подтверждает и тот факт, что государства, которые не перешли на данную валюту (Польша, Болгария, Венгрия, Румыния и Чехия), сохранили и даже увеличили после вступления в ЕС свой темп экономического роста.

Рост благосостояния (ВВП по ППС на душу населения) не соответствует росту ВВП в целом по причине резкого сокращения населения в отдельных странах, в первую очередь из-за отъезда трудовых ресурсов в более успешные страны ЕС. В результате наилучший к 2021 г. показатель ВВП по ППС на душу населения выявлен в Чехии и Словении (более 44 тыс. долл. США у обеих стран), а также Эстонии (42,6 тыс. долл. США) и Литве (42,8 тыс. долл. США). В Чехии этому способствовал самый высокий начальный ВВП на душу населения, а в Эстонии и Литве такой результат обусловлен резким сокращением населения. В следующий кластер по благосостоянию с почти одинаковым в 2021 г. ВВП на душу населения (около 32–37 тыс. долл. США) входят Польша, Румыния, Венгрия, Латвия и Словакия. Самыми бедными странами относительно данного показателя стали Хорватия и Болгария (29,8 и 25,8 тыс. долл. США соответственно). У всех стран ЦВЕ ВВП на душу населения больше, чем в Беларуси (21 тыс. долл. США).

Анализ инвестиционного процесса в ЦВЕ

Рост накопления основного капитала (в табл. 2 приводится суммарный рост частного и государственного капитала) как доли ВВП (табл. 3) определял рост ВВП (рис. 2), однако эту зависимость искажало существенное сокращение трудовых ресурсов в отдельных странах, поэтому точность линейной регрессии низкая. Значения показателей в мире выглядят следующим образом: рыночная капитализация в 2021 г. составила 133,0 % от ВВП, кредиты домашних хозяйств в 2020 г. – 58,0 % от ВВП, активы взаимных фондов в 2020 г. – 182,1 % от ВВП, накопленные прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в 2021 г. – 46,8 % от ВВП.

Таблица 3

Фондовые показатели стран ЦВЕ, % от ВВП

Table 3

Stock indicators of CEE countries, % of GDP

Страна	Показатели					
	Валовый частный капитал в 2019 г.	Рыночная капитализация		Кредиты домашних хозяйств в 2020 г.	Активы взаимных фондов в 2020 г.	Накопленные прямые иностранные инвестиции в 2021 г.
		2010 г.	2021 г.			
Болгария	180	7,5	24,0	52	1,5	68,6
Венгрия	180	21,6	17,0	38	15,5	53,0
Латвия	181	3,5	2,4	34	0,8	59,6
Литва	146	12,4	7,0	37	3,2	44,2
Польша	131	32,0	50,0	50	7,2	39,6
Румыния	202	8,3	19,0	25	2,0	38,3
Словакия	185	2,9	2,1	67	8,6	50,9
Словения	202	18,8	18,0	43	7,2	32,5
Хорватия	176	14,2	32,0	60	6,1	56,4
Чехия	229	21,4	11,0	53	7,4	71,2
Эстония	180	9,3	17,0	65	5,3	93,7
Германия*	215	43,3	59,0	84	75,0	67,5

Примечания: 1. Разработано на основе баз данных Международного валютного фонда, СЕИС, Всемирного банка, Конференции ООН по торговле и развитию, а также сервиса *The Global Economy*. 2. Знаком * отмечена страна, не входящая в ЦВЕ; информация представлена для сравнения.

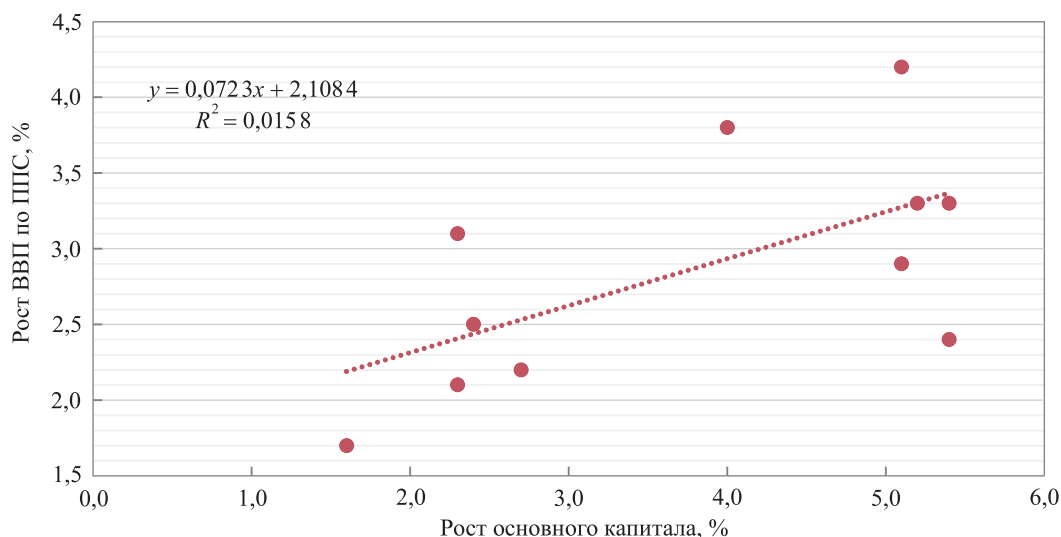


Рис. 2. Зависимость роста ВВП по ППС от роста основного капитала в странах ЦВЕ в период до вступления в ЕС и после вступления в ЕС

Fig. 2. Dependence of GDP growth by PPP on the growth of fixed capital in CEE countries in the period before EU accession and after EU accession

В накопление валового частного капитала важный вклад внесли ПИИ, объем которых в странах ЦВЕ больше среднемировой нормы. Почти половину валового накопления капитала составляет иностранный капитал.

Страны Вышеградской группы (Чехия, Венгрия, Словакия и Польша) на первом этапе в период приватизации с 1990 по 1996 г. были лидерами среди стран ЦВЕ в привлечении ПИИ. Позднее они также заинтересовывали инвесторов недорогой и высококачественной рабочей силой. Для привлечения ПИИ важное значение имели функционирование политики стимулирования ПИИ (наличие более низких, чем в западных странах ЕС, налогов, а также свободной экономической зоны) и доминирование иностранных банков. Специфика финансовой интеграции ЦВЕ в ЕС была связана с преобладанием в этих странах еще до вступления в ЕС «дочек» западноевропейских банков: в Польше и Латвии иностранные банки контролируют около 70 % банковских активов, в Болгарии, Румынии, Хорватии и Венгрии – от 80 до 90 %, в Литве, Словакии, Чехии и Эстонии – от 91 до почти 100 % (приведены данные до вступления стран в ЕС). Исключение составляет Словения, в которой около 70 % банковских активов контролирует национальный частный капитал. В результате накопленные ПИИ в ВВП стран ЦВЕ к 2021 г. достигли максимальной доли в Эстонии (93,7 %) и Чехии (71,2 %), минимальной – в Польше (39,6 %) и Румынии (38 %). Следует отметить, что большая часть инвестиций (около 90 %) получена из западных стран ЕС.

Доля ежегодных чистых входящих ПИИ в ЦВЕ и сегодня значительна. В 2021 г. она достигла 5,6 % от ВВП (до финансового кризиса 2007 г. они составляли 12,1 % от ВВП, после кризиса имеют высокую волатильность – от 1,6 % в 2010 г. до 12,9 % в 2020 г.).

Таким образом, в накопленном валовом частном капитале стран ЦВЕ доля накопленных ПИИ значительна. Иностранному инвесторам принадлежат половина производственных фондов Эстонии, пятая часть фондов Румынии и Словении и около трети фондов остальных стран. В значительных размерах иностранный капитал пополнялся в процессе приватизации. Лидирующие позиции в иностранной приватизации занимали ранее захватившие банковский сектор немецкие, австрийские и скандинавские банки, которые продвигали интересы своих клиентов. Доминирование европейских иностранных инвестиций в ЦВЕ приводит к сильному влиянию инвесторов на экономику и политику данного региона.

Важность имеют правительственные инфраструктурные инвестиции, которые у всех стран ЦВЕ в значительной степени составляют средства фондов ЕС: Европейского фонда рыночного развития, Европейского социального фонда, а также фонда финансовой поддержки. Только для развития транспортной и энергетической инфраструктуры страны ЦВЕ получили примерно 1,5 % ВВП стран ЦВЕ. В целом средства европейских фондов составили практически половину правительственных инвестиций.

Доля правительственных сфер, сфер домашних хозяйств и корпоративных сфер для стран ЦВЕ находится в соотношении 17 : 20 : 63 (у США они находятся в соотношении 17 : 31 : 52, у Китая – в соотношении 10 : 30 : 60, а среднее соотношение по 41 стране равняется 16 : 61 : 23)².

Ежегодное накопление валового капитала (*gross fixed capital formation*) в странах ЦВЕ, по данным Всемирного банка, в текущих долларах США выросло с 289 млрд долл. США в 2010 г. до 403 млрд долл. США

²Соотношение приводится из базы данных Организации экономического сотрудничества и развития.

в 2021 г., т. е. в 1,4 раза. Стоит отметить, что в текущих долларах США суммарный ВВП стран вырос практически в 1,36 раза (с 1,32 трлн долл. США в 2010 г. до 1,8 трлн долл. США в 2021 г.).

На рис. 3 представлены значения накопленного валового капитала стран ЦВЕ в доковидному 2019 г.³ (для удобства скорректирован из долларов США по курсу 2017 г. в доллары США по курсу 2022 г.) и накопленных ПИИ на жителя. Для сравнения: аналогичный капитал у США и Китая составляет 160,8 тыс. долл. США и 50,7 тыс. долл. США на жителя соответственно. Таким образом, у Китая с огромным населением фондовооруженность на душу населения пока существенно меньше, чем у США (в 3 раза), и незначительно меньше по сравнению с большинством стран ЦВЕ (например, Чехия, Словакия и Эстония, которые стремительно догоняют США).

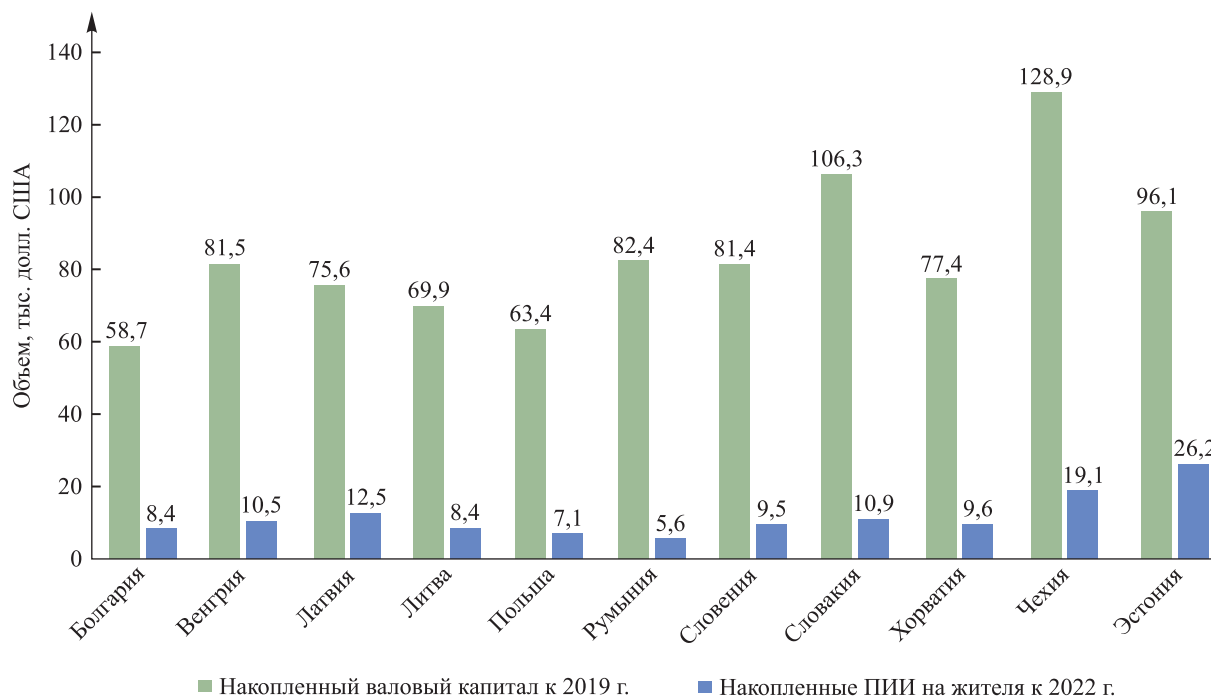


Рис. 3. Накопленный валовый капитал (частный и государственный) к 2019 г. и накопленные ПИИ на жителя стран ЦВЕ к 2022 г. (разработано на основе баз данных Международного валютного фонда и Конференции ООН по торговле и развитию)

Fig. 3. Accumulated gross capital (private and public) by 2019 and accumulated FDI per inhabitant of CEE countries by 2022 (developed on the basis of databases of the International Monetary Fund and United Nations Conference on Trade and Development)

В табл. 4 рассчитаны средние доли инвестиций стран ЦВЕ, а также США и ЕС, вложенных в важные сферы экономики за 21 год. Результаты ИКТ-инвестиций в ежегодном валовом накоплении основного капитала стран ЦВЕ показывают, какое значение стали придавать эти государства цифровой экономике (рис. 4).

Таблица 4

Средние доли инвестиций стран ЦВЕ, а также США и ЕС, вложенных в важные сферы экономики за 21 год, %

Table 4

Average shares of investments of CEE countries, as well as the US and EU, invested in important sectors of the economy for 21 years, %

Страна или организация	Сферы экономики			
	Жилье (2000–2021)	Строительство и инфраструктура (2000–2021)	Машины и оборудование (1997–2017)	Интеллектуальные продукты (2000–2021)
Латвия	10	40	43,3	8
Польша	12	40	–	7

³Значения приведены по последним данным Международного валютного фонда.

Страна или организация	Сферы экономики			
	Жилье (2000–2021)	Строительство и инфраструктура (2000–2021)	Машины и оборудование (1997–2017)	Интеллектуальные продукты (2000–2021)
Словакия	12	32	44,8	8
Словения	12	34	38,3	13
Чехия	17	30	44,8	16
США	20	22	25,7	25
ЕС	24	25	–	21

Примечание. Разработано на основе баз данных Организации экономического сотрудничества и развития.

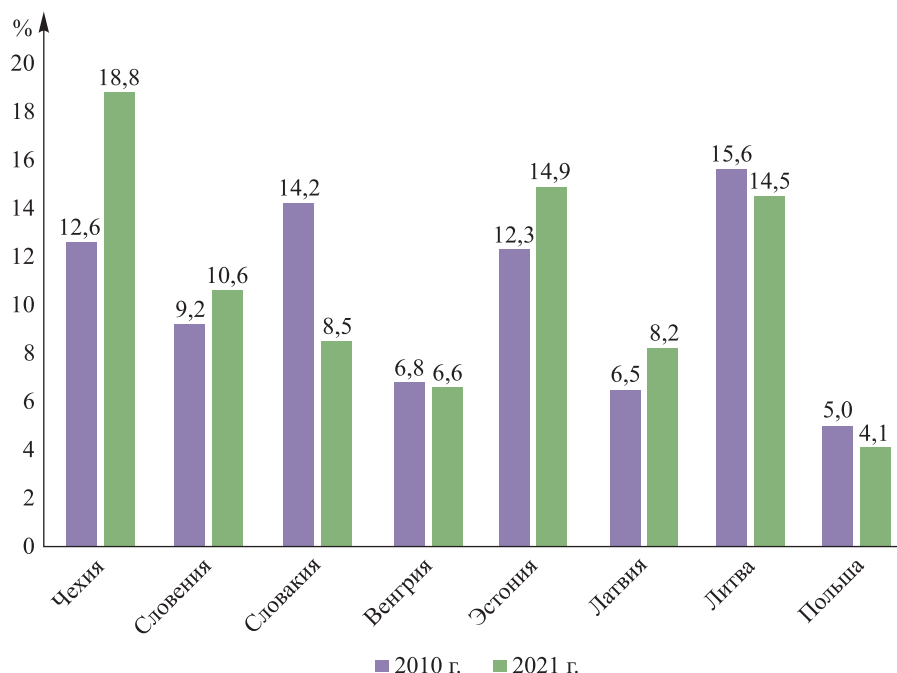


Рис. 4. Доля ИКТ-инвестиций в ежегодном валовом накоплении основного капитала стран ЦВЕ в 2010 и 2021 гг. (разработано на основе баз данных

Организации экономического сотрудничества и развития)

Fig. 4. Share of ICT investments in the annual gross capital formation of the CEE country in 2010 and 2021

(developed from databases of the Organisation for Economic Cooperation and Development)

Анализ эффективности рынка капитала и коллективных инвестиций в ЦВЕ

Чем качественнее работает рынок капитала, тем теснее в стране инвестиции связаны со сбережениями. Рынок капитала, особенно рынок коллективных, страховых и пенсионных инвестиций, превращает сбережения населения в финансовые активы населения (табл. 5). У самых бедных стран ЦВЕ (Болгарии и Хорватии) эти активы большие, как и доля ВВП. Кроме того, у богатых Чехии, Эстонии и среднебогатой Венгрии они превышают 140 % ВВП. Однако это существенно меньше среднемировой нормы в три ВВП. Стоит отметить, что данная норма высчитывалась на основе ВВП незначительного числа богатых стран. Финансовые обязательства населения ЦВЕ небольшие – 26 % от ВВП, что также существенно ниже среднемировой нормы в 69 % ВВП. Большой процент заимствования у населения выявлен в Словакии (51 % от ВВП), Эстонии (44 % от ВВП), Чехии (41 % от ВВП), Хорватии (36 % от ВВП) и Польше (33 % от ВВП), меньший – в Румынии (22 % от ВВП), Латвии (22 % от ВВП) и Венгрии (25 % от ВВП).

**Валовые финансовые активы населения и их обязательства,
а также число миллионеров в странах ЦВЕ в 2021 г.**

Table 5

**Gross financial assets of the population and their liabilities
as well as the number of millionaires in CEE countries in 2021**

Страна	Активы		Обязательства		Число миллионеров в стране	Джини-коэффициент в распределении богатств
	Процент от ВВП	Евро на душу населения	Процент от ВВП	Евро на душу населения		
Болгария	146,7	14 980	31,0	3050	13 172	0,71
Венгрия	142,1	21 860	24,7	3790	32 224	0,75
Латвия	108,4	19 050	22,4	3940	16 063	0,70
Литва	110,5	21 930	26,2	5200	9759	0,70
Польша	109,3	16 200	33,4	4950	100 129	0,81
Румыния	75,5	9310	22,1	2720	36 690	0,70
Словакия	98,9	17 630	51,4	9170	6425	0,66
Словения	133,7	32 810	30,2	7400	14 140	0,70
Хорватия	138,2	19 530	36,3	5130	13 915	0,69
Чехия	144,7	33 940	40,8	9560	68 000	0,71
Эстония	141,6	32 660	43,8	10 100	7555	0,78
Германия*	219,6	94 000	57,7	24 710	2 683 000	0,72

Примечания: 1. Разработано на основе базы данных немецкой страховой компании *Allianz*. 2. Знаком * отмечена страна, не входящая в ЦВЕ; информация представлена для сравнения.

Структура финансовых активов населения стран ЦВЕ существенно отличается от структуры финансовых активов стран Западной Европы. У первых депозиты составляют 48,9 %, а страховые и пенсионные фонды – 9,2 % (в Западной Европе этот показатель равен 37,6 %), хотя более трети сбережений вложено в ценные бумаги (больше только на Американском континенте). Наибольшая доля депозитов в финансовых активах выявлена в Словакии (52,7 %), Польше (51,3 %), Словении (47,8 %) и Чехии (45,4 %), наименьшая – в Венгрии (27,2 %), Эстонии (27,9 %), Латвии (37,0 %) и Литве (37,0 %).

На рис. 5 приведена доля дохода (среднее значение с года вступления в ЕС), направленная домашними хозяйствами в сбережения, а также доля накопленных финансовых активов домашних хозяйств стран ЦВЕ от доли всех финансовых активов страны к 2021 г. Имеется повышающая тенденция. В 2021 г. доля дохода, направленная в сбережения, в Чехии составила 15 %, в Венгрии – 13 %, в Словении – 12 %, в Эстонии – 6,5 %, в Латвии – 5,9 %, в Словакии – 3,3 %, в Литве – 2,2 %, в Польше – 0,7 %. В ЕС она достигла 10,8 %.

Население некоторых стран ЦВЕ (кроме Чехии, Венгрии и Словении) направляет в сбережения пока небольшую часть доходов.

Ежегодный прирост основных фондов валового капитала зависит от ежегодной нормы валовых сбережений, которые, по данным Международного валютного фонда, у стран ЦВЕ волатильны, поэтому в табл. 6 приведены их средние значения до вступления в ЕС и после вступления в ЕС. В целом норма сбережений у всех стран ЦВЕ, кроме Чехии и Эстонии, а также Латвии и Румынии (после их вступления в ЕС), ниже среднемировой (26 % от ВВП). Для сравнения: у Китая норма сбережений выше 40 % ВВП, а у Южной Кореи и Сингапура она составляет около 30 % от ВВП.

Анализ табл. 6 показывает, что все страны ЦВЕ (за исключением Венгрии и Словении после их вступления в ЕС) полностью использовали внутренние сбережения и за счет высокой нормы привлечения иностранных инвестиций и фондов ЕС вкладывали больше, чем сберегали. С 2017 г. Венгрия ограничила доступ иностранных инвесторов в банковский, энергетический и медийный секторы, и поэтому у нее отношение инвестиций к сбережениям, как и у Словении, стало меньше значения 1.

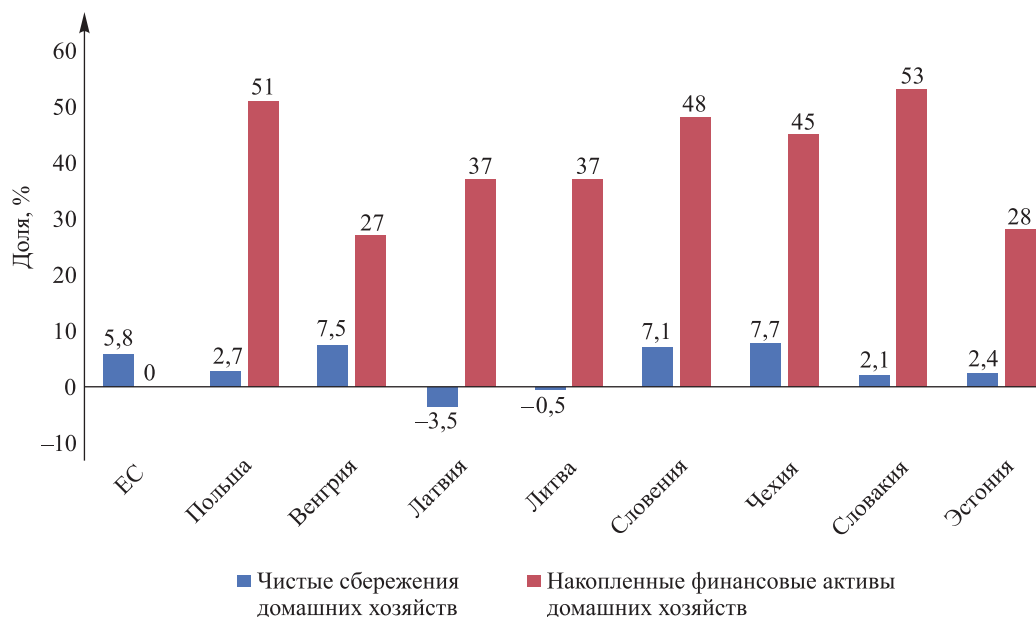


Рис. 5. Сравнение доли чистых сбережений домашних хозяйств от доли чистых доходов (среднее значение с года вступления в ЕС) и доли накопленных финансовых активов домашних хозяйств стран ЦВЕ от доли всех финансовых активов страны к 2021 г. (разработано на основе баз данных

Организации экономического сотрудничества и развития)

Fig. 5. Comparison of the share of household net savings as a share of net income (average value since the year of accession to the EU) and the share of accumulated financial assets of households in CEE countries from the share of all financial assets of the country by 2021 (developed from databases of the Organisation for Economic Cooperation and Development)

Таблица 6

Валовые инвестиции и сбережения стран ЦВЕ как доля ВВП, %

Table 6

Gross investments and savings of CEE countries as a share of GDP, %

Страна	Показатели					
	Суммарные инвестиции		Валовые сбережения		Отношение суммарных инвестиций к валовым сбережениям	
	До вступления в ЕС	После вступления в ЕС	До вступления в ЕС	После вступления в ЕС	До вступления в ЕС	После вступления в ЕС
Болгария	16,3	21,5	14,6	16,1	1,11	1,39
Венгрия	25,0	22,5	18,7	25,8	1,33	0,87
Латвия	20,6	27,3	16,5	23,0	1,25	1,19
Литва	19,5	20,9	13,8	16,2	1,41	1,29
Польша	20,7	20,9	19,1	17,2	1,08	1,21
Румыния	24,5	27,9	18,6	26,9	1,32	1,04
Словакия	26,5	23,9	21,5	19,7	1,23	1,21
Словения	26,7	23,3	25,1	25,0	1,06	0,93
Хорватия	22,7	23,8	18,8	23,0	1,21	1,03
Чехия	31,8	27,7	27,6	26,9	1,15	1,03
Эстония	29,8	29,1	22,8	26,5	1,31	1,09

Примечание. Разработано на основе базы данных Международного валютного фонда.

Историю формирования рынка капитала в странах ЦВЕ, в том числе института коллективных инвестиций, можно разбить на два этапа: до вступления в ЕС по национальным правилам инвестиционного законодательства и после вступления в ЕС по общеевропейским правилам инвестиционного законодательства. Одними из первых были созданы Будапештская фондовая биржа (1990), Варшавская фондовая биржа (1991), Пражская фондовая биржа (1993), которая с 2020 г. принадлежит Венской фондовой бирже, Вильнюсская фондовая биржа (1993), Рижская фондовая биржа (1993), Таллинская фондовая биржа (1995), а также Люблянская фондовая биржа (1989) и Братиславская фондовая биржа (1991), входящие в группу NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*). На биржах этих стран введены фондовые индексы. Значительных оборотов достигли Варшавская фондовая биржа (158 млрд долл. США) и Пражская фондовая биржа (6,2 млрд долл. США).

После вступления в ЕС страны ЦВЕ перешли на общеевропейскую директиву регулирования традиционных инвестиций «Обязательства по коллективному инвестированию в переводные ценные бумаги» (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), действующую с 2002 г., и директиву альтернативных инвестиций «Директива об управляющих фондами альтернативных инвестиций» (*Alternative Investment Fund Managers Directive*), действующую с 2011 г., а также на введенные в 2013 г. Регламент европейских венчурных инвестиционных фондов и Регламент социального предпринимательства в ЕС и на принятый в 2015 г. Регламент о долгосрочных инвестициях.

Формирование национальных инвестиционных пространств было продолжено уже по общеевропейским правилам, но с разной скоростью в зависимости от потребностей рынка капитала и спроса на реальные инвестиции. Бурный рост капитала в странах ЦВЕ после вступления в ЕС наблюдался до финансового кризиса 2008–2009 гг., стабильный рост восстановился только после 2015 г. и продолжался до 2018 г., затем опять наступил спад, а новый рост был отмечен только в 2021 г.

Анализ рыночной капитализации компаний (см. табл. 3) носит в странах ЦВЕ, за исключением Польши, пока ограниченный характер, потому что, по данным Всемирного банка, число компаний, включенных в листинг, невелико. Так, в 2020 г. в Польше их насчитывалось 782, в Болгарии – 259, в Хорватии – 104, в Румынии – 81, в Венгрии – 63, в Чехии – 54, в остальных странах – по несколько десятков.

В 2021 г. суммарный частный капитал в ЦВЕ составил 1,752 млрд евро, а совокупный среднегодовой темп роста за последние 5 лет – 9 %. Этим капиталом управляли 38 инвестиционных фондов.

В инвестиционном процессе фонды коллективных инвестиций играют наибольшую роль в Венгрии, Словакии, Польше, Чехии и Словении. В данных странах активы взаимных фондов приближаются к 10 % от ВВП (в Венгрии – к 15,5 % от ВВП). Однако если сравнивать с другими странами, не входящими в ЦВЕ (например, в Германии такие активы составляют 75 % ВВП), то этот процент пока небольшой.

Вложение домашних хозяйств во взаимные и пенсионно-страховые фонды в долях финансовых активов представлено на рис. 6.

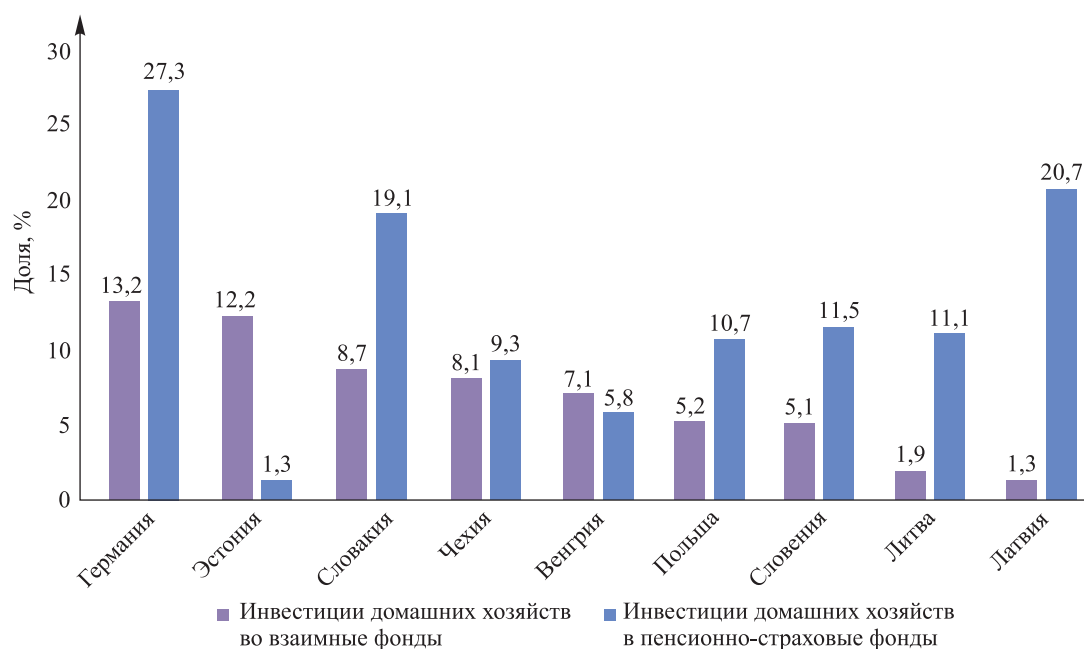


Рис. 6. Сравнение доли инвестиций домашних хозяйств во взаимные фонды и в пенсионно-страховые фонды от доли валовых финансовых активов в 2021 г. (разработано на основе базы данных Международного валютного фонда)

Fig. 6. Comparison of the share of household investments in mutual funds and in pension insurance funds from the share of gross financial assets in 2021 (developed from the database of the International Monetary Fund)

Коллективные инвестиции, т. е. инвестиции во взаимные фонды на уровне, близком к Германии, функционируют только в Эстонии, Словакии, Чехии, Венгрии, Польше и Словении. У остальных государств они пока в зачаточном состоянии. Только у Латвии и Словакии пенсионно-страховые фонды начали играть значимую роль.

В различных рейтингах эффективности финансового развития страны ЦВЕ следуют за ведущими западными странами ЕС, но опережают большинство развивающихся стран.

По итогам 2020 г. Европейский банк реконструкции и развития составил на основе 12 индикаторов рейтинг своих членов (50 стран) по развитию финансовых рынков. В табл. 7 этот рейтинг приведен для стран ЦВЕ, а также для Беларуси (информация представлена для сравнения).

Таблица 7

Рейтинг развития финансовых условий для стран ЦВЕ и Беларуси, балл

Table 7

**Rating of the development of financial conditions of members
for CEE countries and Belarus, point**

Место	Страна	Финансовые условия				Итоговый балл
		Микроэкономические условия	Нормативная база	Рыночная инфраструктура (депозитарии, клиринг)	Инвестиционная база (пенсионные и взаимные фонды)	
9	Словения	91,7	92,6	83,0	58,7	81,5
10	Польша	89,7	90,3	81,0	60,3	80,3
11	Словакия	99,3	90,5	83,0	52,9	79,9
12	Венгрия	94,9	90,7	88,0	42,7	79,1
13	Чехия	99,7	94,3	83,0	29,8	76,7
14	Эстония	100,0	82,7	77,0	46,4	76,5
15	Латвия	99,1	74,4	77,0	51,5	75,5
16	Литва	97,5	85,3	77,0	40,4	75,1
19	Румыния	91,4	90,4	58,0	31,7	67,9
22	Хорватия	79,3	73,7	56,0	46,3	63,8
25	Болгария	95,7	60,5	52,0	27,8	59,0
48	Беларусь	21,1	60,1	15,4	0	8,9

Примечание. Разработано на основе базы данных Европейского банка реконструкции и развития.

Заключение

Экономический рост, который в Латвии, Литве, Эстонии, Польше и Словакии был выше среднемирового, в значительной степени обусловлен быстрым ростом валового накопления капитала, на что положительно влиял высокий приток иностранного капитала и вложений ЕС в инфраструктуру. Рыночная капитализация домашних компаний в странах ЦВЕ остается низкой (за исключением Польши), возможно, по причине малого их участия в листинге.

Участие населения в инвестиционном процессе остается невысоким – в сбережения населения стран ЦВЕ идет в 2 раза меньшая доля чистых доходов населения, чем доля этих доходов у населения ЕС, хотя накопленных финансовых активов населения стран ЦВЕ (в среднем 1,4 % от ВВП) пока меньше, чем, например, у жителей Германии (2,2 % от ВВП). Поэтому объем основных фондов на душу населения стран ЦВЕ до сих пор остается существенно ниже, чем объем основных фондов на душу населения стран Европы с развитой экономикой. Необходимо повысить нормы сбережения населения и создать для него широкие возможности для коллективных инвестиций.

Библиографические ссылки

1. Орлик ИИ, Куликова НВ, редакторы. *Страны Центральной и Восточной Европы: влияние новых геополитических факторов на экономическое развитие и отношения с Россией*. Москва: Институт экономики РАН; 2016. 340 с.
2. Лобанов ММ. Промышленность стран ЦВЕ и ЮВЕ в 1990–2015 гг. *Мировая экономика и международные отношения*. 2017;61(2):74–84. DOI: 10.20542/0131-2227-2017-61-2-74-84.

3. Проровский АГ. Состояние инвестиционной активности в странах Центральной и Восточной Европы. В: Проровский АГ, редактор. *Перспективы развития инвестиционно-строительного комплекса в странах Восточной Европы*. Брест: БрГТУ; 2016. с. 4–12.
4. Абалкина АА. Банковские системы стран Центральной и Восточной Европы в условиях присоединения к ЕС. *Информационно-аналитический бюллетень Центра проблем интеграции Института экономики РАН*. 2005;4:7–22.
5. Куликова Н, Синицина И. Россия и страны Центральной и Восточной Европы: новый железный занавес. *Общество и экономика*. 2022;12:16–39. DOI: 10.31857/S020736760023427-8.
6. Громыко АА, Буторина ОВ, Каргалова МВ, Галкин АА, Рубинский ЮИ, Лункин РН и др. *Европа XXI века: новые вызовы и риски*. Москва: Нестор-история; 2017. 584 с.
7. Шейнин ЭЯ. *Инвестиционный процесс в странах Центрально-Восточной Европы*. Москва: Институт экономики РАН; 2019. 48 с.
8. Закиров АВ. Экспансия германского капитала в страны ЦВЕ (на примере стран Вышеградской четверки). *Международные отношения и общество*. 2019;1:95–105.
9. Голубкин АВ, Яковлев АА. Об итогах трансформации стран ЦВЕ (теоретико-эконометрический подход). *Экономика и управление*. 2019;1:26–37.
10. Baele L, Bekaert G, Schäfer L. *An anatomy of Central and Eastern European equity markets* [Internet]. 2015 [cited 2023 March 10]. Available from: <https://www.ebrd.com/documents/oce/an-anatomy-of-central-and-eastern-european-equity-markets.pdf>.
11. Koeke J, Schroeder M. *The prospects of capital markets in Central and Eastern Europe. The 9th Dubrovnik economic conference; 2003 June 26–28; Dubrovnik, Croatia* [Internet]. 2003 [cited 2023 March 10]. Available from: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121012Available%20from:/koeke-schroeder.pdf/1d35fd4b-7e9f-4ac5-a603-d05220021868?version=1.0>.
12. Kalusová L. Analysis of the use of venture capital in CEE countries. In: *SHS web of conference. Volume 83, Current problems of the corporate sector 2020* [Internet]. 2020 [cited 2023 March 10]. Available from: https://www.shs-conferences.org/articles/shsconf/pdf/2020/11/shsconf_appsconf2020_01029.pdf. DOI: 10.1051/shsconf/20208301029.
13. Господарик ЕГ, Ковалев ММ. Двухполярная глобализация. *Беларуская думка*. 2023;1:48–56.
14. Ковалев ММ, Шкут АП. Инвестиционный процесс и мировой рынок капитала – тренды XXI века. *Банкаўскі веснік*. 2023;3:28–40.

References

1. Orlik II, Kulikova NV, editors. *Strany Tsentral'noi i Vostochnoi Evropy: vliyanie novykh geopoliticheskikh faktorov na ekonomicheskoe razvitiie i otnosheniya s Rossiei* [The countries of Central and Eastern Europe: the impact of new geopolitical factors on economic development and relations with Russia]. Moscow: Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences; 2016. 340 p. Russian.
2. Lobanov MM. Industry in the countries of Central and South-Eastern Europe, 1990–2015. *World Economy and International Relations*. 2017;61(2):74–84. Russian. DOI: 10.20542/0131-2227-2017-61-2-74-84.
3. Prorovskii AG. [The state of investment activity in the countries of Central and Eastern Europe]. In: Prorovskii AG, editor. *Перспективы развития инвестиционно-строительного комплекса в странах Восточной Европы* [Prospects for the development of the investment and construction complex in the countries of Eastern Europe]. Brest: Brest State Technical University; 2016. p. 4–12. Russian.
4. Abalkina AA. Banking systems of Central and Eastern Europe on their way to EU. *Информационно-аналитический бюллетень Центра проблем интеграции Института экономики РАН*. 2005;4:7–22. Russian.
5. Kulikova N, Sinitsina I. Russia – Central and Eastern European countries: the new «Iron Curtain». *Obshchestvo i ekonomika*. 2022;12:16–39. Russian. DOI: 10.31857/S020736760023427-8.
6. Gromyko AA, Butorina OV, Kargalova MV, Galkin AA, Rubinskii YuI, Lunkin RN, et al. *Европа XXI века: новые вызовы и риски [Europe of the 21st century: new challenges and risks]*. Moscow: Nestor-istoriya; 2017. 584 p. Russian.
7. Sheinin EYa. *Investitsionnyi protsess v stranakh Tsentral'no-Vostochnoi Evropy* [Investment process in the countries of Central and Eastern Europe]. Moscow: Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences; 2019. 48 p. Russian.
8. Zakirov AV. [The expansion of German capital into the CEE countries (on the example of the Visegrad Four countries)]. *International Relations and Society*. 2019;1:95–105. Russian.
9. Golubkin AV, Yakovlev AA. On the results of the transformation of Central and Eastern European countries (theoretical and econometric approach). *Economics and Management*. 2019;1:26–37. Russian.
10. Baele L, Bekaert G, Schäfer L. *An anatomy of Central and Eastern European equity markets* [Internet]. 2015 [cited 2023 March 10]. Available from: <https://www.ebrd.com/documents/oce/an-anatomy-of-central-and-eastern-european-equity-markets.pdf>.
11. Koeke J, Schroeder M. *The prospects of capital markets in Central and Eastern Europe. The 9th Dubrovnik economic conference; 2003 June 26–28; Dubrovnik, Croatia* [Internet]. 2003 [cited 2023 March 10]. Available from: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121012Available%20from:/koeke-schroeder.pdf/1d35fd4b-7e9f-4ac5-a603-d05220021868?version=1.0>.
12. Kalusová L. Analysis of the use of venture capital in CEE countries. In: *SHS web of conference. Volume 83, Current problems of the corporate sector 2020* [Internet]. 2020 [cited 2023 March 10]. Available from: https://www.shs-conferences.org/articles/shsconf/pdf/2020/11/shsconf_appsconf2020_01029.pdf. DOI: 10.1051/shsconf/20208301029.
13. Gospodarik YeG, Kovalev MM. [Bipolar globalisation]. *Беларуская думка*. 2023;1:48–56. Russian.
14. Kovalev MM, Shkut AP. Investment process and global capital market – trends of the XXI century. *Bankavski vesnik*. 2023;3:28–40. Russian.

Статья поступила в редакцию 27.03.2023.
Received by editorial board 27.03.2023.