

***РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ:
ИТОГИ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ***

Функционирование рынка ценных бумаг в Республике Беларусь направлено на решение стратегических и тактических задач денежно-кредитной политики государства и выполнение "Основных направлений социально-экономического развития республики на 1996—2000-гг."

Рынок ценных бумаг Беларуси представлен следующими основными сегментами:

- корпоративные ценные бумаги (акции, облигации);
- государственные ценные бумаги (ГЦБ);
- муниципальные ценные бумаги (жилищные облигационные займы);
- ценные бумаги коммерческих банков (векселя, депозитные и сберегательные сертификаты);
- именные приватизационные чеки "Имущество"

Александр Адамович РАКОЙЕЦ, директор филиала Мосбизнесбанка г. Минска.

Рынок ценных бумаг выступает в качестве одной из составляющих открытого рынка, призванных обеспечить (в условиях отсутствия притока в систему эмиссионной ликвидности) стабильность процентных ставок на денежном рынке.

Политика открытого рынка заключается в продаже и покупке Национальным банком на свободном рынке государственных и корпоративных ценных бумаг. Это приводит к уменьшению или увеличению свободных средств, используемых банками для выдачи кредитов. Так, если Национальный банк приобретает ценные бумаги, то он повышает кредитные возможности коммерческих банков, так как возрастают их резервы ликвидности. В итоге происходит вливание денег в экономику. Когда денежная масса в избытке, Национальный банк должен продать ценные бумаги и тем самым сузить кредитную базу банков. В этом случае он осуществляет изъятие денег из экономики. Основная задача государственного регулирования деятельности кредитных организаций на финансовых рынках заключается в достижении и поддержании их стабильности и надежности.

Для кредитных учреждений особая привлекательность операций на открытом рынке, прежде всего на рынке ценных бумаг, всегда была связана с высокой ликвидностью его инструментов. Поэтому приоритетными считаются операции с краткосрочными обязательствами. Могут проводиться операции с частными финансовыми инструментами и даже с валютой.

В отличие от прямых форм регулирования операции Национального банка на открытом рынке предполагают непосредственный выход субъекта регулирования на денежный рынок, поскольку, во-первых, эти операции могут проводиться в тот момент и в таких количествах, которые вызовут требуемую реакцию рынка, во-вторых, операции на открытом рынке более предсказуемы и краткосрочны. Этим определяется предпочтительное использование данного метода воздействия на денежное обращение. В то же время основные препятствия для их интенсивного применения состоят в неразвитости вторичного рынка ценных бумаг и в недостаточности средств для проведения операций в необходимых масштабах.

В Беларуси первый выпуск государственных ценных бумаг состоялся 16 февраля 1994 г. Первым инструментом рынка ГЦБ были государственные краткосрочные облигации (ГКО), занимающие до сих пор доминирующее положение. Позже были выпущены долгосрочные государственные облигации (ДГО) и государственные долгосрочные облигации с купонным доходом (ГДО).

В республике государственные ценные бумаги выпускаются для финансирования дефицита государственного бюджета. Объемы эмиссии государственных ценных бумаг учитываются при формировании республиканского бюджета и могут уточняться при его исполнении с учетом условий финансирования дефицита бюджета, определенных законом о бюджете на соответствующий год. При этом ГЦБ являются составной частью внутреннего государственного долга Республики Беларусь. Анализ свидетельствует о постоянном увеличении покрытия дефицита государственного бюджета Беларуси за счет ГЦБ: в 1994 г. — 13 %; в 1995 — 22; в 1996 — 18; в 1997 — 55,3; в 1998 г. — 95,7 %.

Создание рынка ГЦБ обеспечило условия для развития белорусского инвестиционного банковского бизнеса, поскольку это, во-первых, позволило продемонстрировать возможность практической организации в Беларуси передового по своим технологическим принципам, справедливого и эффективного механизма выпуска и обращения ценных бумаг, во-вторых, восстановило доверие инвесторов к государственным долговым обязательствам, в-третьих, сформировало инфраструктуру, которая может служить основой для дальнейшего развития высокотехнологичного механизма выпуска и обращения разнообразных финансовых инструментов, в-четвертых, способствовало появлению потока открытой и достоверной информации, отражающей реальное состояние конъюнктуры денежного рынка, в-пятых, создало предпосылки для постепенной финансовой интеграции регионов Беларуси в единое торговое, депозитарное и расчетно-клиринговое пространство.

В Беларуси операции с ценными бумагами на открытом рынке регулируются положением Национального банка Республики Беларусь № 935 (с дополнениями) от 13.08.97 г. Национальный банк Республики Беларусь проводит операции на открытом рынке с ГЦБ Республики Беларусь и ценными бумагами Национального банка.

В данном положении сказано, что операции с ценными бумагами на открытом рынке проводятся Национальным банком Республики Беларусь в целях осуществ-

вления денежно-кредитной политики, т.е. подчеркивается рыночная ориентированность этих операций.

В соответствии с регламентом Национального банка Республики Беларусь от 20.08.97 г. был также установлен порядок предоставления коммерческим банкам ломбардного кредита под залог ценных бумаг, список которых был позднее определен письмом Национального банка Республики Беларусь Мб 18 от 18.03.98 г. На данный момент порядок рефинансирования банков Национальным банком определяется уже новым документом — положением Национального банка Мб 16.3 от 16.09.99 г. "О порядке предоставления Национальным банком Республики Беларусь банкам кредитов, обеспеченных залогом ценных бумаг".

Анализ динамики состояния первичного рынка ГКО в Республике Беларусь говорит о том, что за 1994 г. общий объем эмиссии ГКО составил 36,7 млрд р. В этом же году дефицит государственного бюджета был равен 2,6 трлн р. При этом до 20 % дефицита государственного бюджета финансировалось путем эмиссии ГЦБ — 520 млрд. р. Вторичный рынок ГКО в Беларуси в 1994 г. находился в стадии становления при отсутствии регулярности в проведении торгов. Слабое развитие вторичного рынка ГКО в тот период объясняется, во-первых, недостаточно развитой инфраструктурой, во-вторых, узостью круга первичных и вторичных инвесторов, в-третьих, отсутствием регионального рынка ГКО.

В 1995 г. рынок ГКО активизировался благодаря мероприятиям, к которым можно отнести, во-первых, реструктуризацию эмитентом рынка ГКО в сторону более краткосрочных облигаций; во-вторых, проведение Национальным банком Республики Беларусь в соответствии с программой выхода Республики Беларусь из кризиса монетаристской политики (введение положительных ставок рефинансирования, повышение резервных требований); в-третьих, значительную рублевую эмиссию за счет покупки на валютной бирже иностранных валют; в-четвертых, введение льготного налогообложения операций с ГКО на вторичном рынке; в-пятых, задействование таких новых для финансового рынка республики механизмов, как проведение дополнительных траншей по выпускам ГКО, и операций РЕПО на вторичном рынке. В 1995 г. суммарный объем эмиссии составил 2265 млрд р., что превысило аналогичный показатель за 1994 г. в 61,72 раза. Всего было размещено облигаций на сумму 1296 млрд р., т.е. в 64 раза больше, чем в 1994 г.

В 1996 г. вторичный рынок ГКО приобретает черты одного из важных секторов финансового рынка. Основными характеристиками вторичного рынка в это время является его внебиржевой характер и превалирование операций типа РЕПО. В 1996 г. по сравнению с 1995 г. объем вторичного обращения ГКО на Межбанковской валютно-фондовой бирже (МВФБ) увеличился в 20 раз и достиг 57 511 млрд р. В 1996 г. очень активными операторами на рынке РЕПО были первичные инвесторы рынка ГКО, крупные коммерческие банки и финансовые компании, а также другие субъекты хозяйствования.

В начале 1997 г. на рынке ГКО наблюдалась неопределенность, связанная с отсутствием утвержденного бюджета. Поэтому аукционы проводились, как правило, накануне, погашения старых выпусков и в объемах, обеспечивающих это погашение. В течение 1997 г. сумма привлеченных эмитентом средств составила по номиналу 10 423 млрд р. (за 1996 г. — 6112,0 млрд р.). Национальный банк Республики Беларусь провел ряд мероприятий: во-первых, изменил резервные требования Национального банка (в зачет резервных требований стали приниматься государственные ценные бумаги Республики Беларусь, приобретенные коммерческими банками при их первичном размещении); во-вторых, апробировал механизмы ломбардных кредитов под залог государственных краткосрочных облигаций; в-третьих, принял нормативные документы, позволяющие организовать биржевую торговлю государственными ценными бумагами.

Начало 1998 г. характеризуется снижением активности первичных инвесторов, что вызвано проведением эмитентом политики, направленной на увеличение сроков обращения облигаций (до 337 дней), низкой доходностью бумаг, а также тем, что с 75-го выпуска ГКО начали обращаться лишь на МВФБ, где можно было проводить покупку или продажу ГЦБ только на условиях "до погашения". Определенным шагом вперед стало внедрение системы торгов, ГКО на МВФБ. Разработан и введен в эксплуатацию программный продукт, позволяющий осуществлять сделки не только на условиях "до погашения", но и сделки

РЕПО. Совокупный объем таких сделок на МВФБ составляет в среднем 250—350 млрд р. в день.

При избытке свободных денежных ресурсов у коммерческих банков Национальный банк Республики Беларусь продает имеющиеся в его портфеле ГКО/ГДО-в РЕПО на короткий срок, в основном от одной до двух недель, по заранее установленным ставкам. Обычно эти ставки превышают рыночные и являются привлекательными для банков. Кроме того, Национальный банк практикует продажу ГКО до погашения по ставке, которая имеет фиксированный характер и напрямую привязана к ставке рефинансирования. Операции Национального банка на открытом рынке не ограничиваются уменьшением денежной массы при ее избытке. При недостатке денежных средств, когда коммерческие банки испытывают проблемы с ликвидностью (что особенно проявляется в налоговые дни), Национальный банк предлагает им возможности ее повышения путем выкупа ценных бумаг.

Таким образом, 1994—1997 гг. — это этап становления и бурного развития первичного и вторичного сегментов рынка ГЦБ.

Отмечая успехи Национального банка Республики в области операций на открытом рынке, следует указать, что этот инструмент денежно-кредитного регулирования требует совершенствования. Так, назрела необходимость вовлечения в инфраструктуру белорусского вторичного рынка мощных финансовых учреждений и крупных промышленных предприятий. Наиболее активными участниками рынка ГКО/ГДО изначально являлись коммерческие банки. Только за 1997 г. банки вложили в государственные ценные бумаги на первичном рынке более 7 трлн белорус, р., обеспечив при этом основной объем инвестиций в ГЦБ (91 % всех сделок). Ведущая роль коммерческих банков в инвестировании ресурсов в ценные бумаги государства сохранялась и на протяжении всего 1998 г. (92 % Сделок на рынке).

1998 г. стал переломным для рынка ценных бумаг Беларуси. Комитет по ценным бумагам при Министерстве финансов преобразовался в Государственный комитет по ценным бумагам Республики Беларусь. Была создана единая двухуровневая депозитарная система во главе с Республиканским центральным депозитарием ценных бумаг, зарегистрировано открытое акционерное общество "Белорусская валютно-фондовая биржа".

Наиболее развитым и быстрорастущим сегментом в 1998 г. оставался рынок государственных ценных бумаг, занимавший около 23 % в общей структуре фондового рынка республики. Было проведено 40 выпусков ГКО против 25 в 1997 г, и 4 выпуска ГДО против 2 в 1997 г. Объем эмиссии ГКО вырос на 24 %, минимальный срок обращения увеличился со 134 до 316 дней, а доходность сохранилась примерно на уровне ставки рефинансирования Национального банка Республики Беларусь (40—48 % в 1998 г.). Объем эмиссии ГДО увеличился за год на 11 %.

Объем сделок с государственными бумагами на вторичном рынке вырос за 1998 г. на 41,6 %. При этом с 12 до 8,9 снизился коэффициент оборота государственных ценных бумаг (отношение объема сделок на вторичном рынке к общему объему эмиссии), что было обусловлено в первую очередь падением реальной доходности вложений в ГКО.

Особенностью 1999 г. было отсутствие выпусков ГДО и постепенное (на протяжении первых трех кварталов) сокращение сроков обращения ГКО. Однако в четвертом квартале наметилась тенденция к удлинению сроков обращения выпусков, что во многом обусловлено общим избытком ресурсов у коммерческих банков вследствие ужесточения в сентябре того же года ограничений на операции купли-продажи валюты на внебиржевом валютном рынке.

Очевидно, что рынок ценных бумаг тесно связан с процентной политикой Национального банка и налоговой политикой государства, поэтому нестабильность процентных ставок, отсутствие четкого выполнения экономических программ, в том числе и основных направлений денежно-кредитной политики, снижает привлекательность государственных ценных бумаг как вида активов. В частности, увеличение ставки рефинансирования, общего уровня процентных ставок на рынке приводит к фактической неликвидности рынка ценных бумаг. Для поддержания ликвидности банки зачастую ограничивают свои возможности в приобретении этих активов.

Дальнейшее развитие рынка ценных бумаг станет возможным, если Национальный банк Республики Беларусь добьется стабильности ситуации в денежно-кредитной сфере (темпы инфляции, стабильность валютного курса, планомерность девальвации, постепенное снижение вместе с инфляцией процентных ставок), а также будет придерживаться последовательной позиции как участник рынка; который должен быть всегда готов провести операцию РЕПО с доходностью по ставке рефинансирования (она должна быть близка к доходности по ГКО). Стабильность на открытом рынке позволит в короткий срок сделать этот инструмент (сделки РЕПО) одним из самых действенных и активных. В современных же условиях все определяется изменчивой конъюнктурой денежного рынка. Одновременно представляется целесообразным Национальному банку осуществлять оптимизацию объема рынка ценных бумаг во взаимосвязи с товарным обеспечением, в противном случае ценные бумаги могут стимулировать построение финансовых пирамид. Все инструменты денежно-кредитной политики на современном этапе развития экономики в республике должны работать прежде всего на развитие конкурентоспособного производства.

Очевидно, что сегмент ГЦБ занимает доминирующее положение на фондовом рынке. Однако потенциал прочих сегментов также заслуживает внимания и при грамотном подходе к его использованию может оказать существенное позитивное воздействие на макроэкономические процессы в стране.

В связи с замедлением темпов приватизации в 1998 г. значительно сократился объем эмиссии акций открытых акционерных обществ. В то же время существенно возросла в денежном выражении активность вторичного рынка корпоративных ценных бумаг, что объясняется возобновлением аукционов по продаже пакетов акций; принадлежащих государству, при одновременном введении моратория на отчуждение акций гражданами. Таким образом; у государства существует реальная возможность не только активизировать вторичный рынок акций, но и реализовать государственное имущество по более высокой цене.

Объем выпуска векселей банками республики за 1998 г. по сравнению с 1997 г. возрос на 105,3 %, депозитных сертификатов — на 18,8 %. При этом произошло понижение (с 8,6 до 5,1 %) доли долгосрочных инструментов фондового рынка (депозитных и сберегательных сертификатов) по отношению к общему выпуску ценных бумаг, что свидетельствует о повышении инфляционных ожиданий в финансовой системе Беларуси.

Особо стоит остановиться на роли векселей в финансовой системе Республики Беларусь. Сегодня усилиями правительства и Национального банка созданы предпосылки для широкого применения векселей при расчетах, поэтому объемы их использования в экономике могут сказаться на общих тенденциях развития республики.

Для учета влияния вексельного обращения на инфляционные процессы в республике и состояние экономики в целом необходимо четко различать 2 аспекта: вексель как инструмент коммерческого кредитования и вексель как средство зачета долгов, разрешения взаимных неплатежей, повышения ликвидности дебиторско-кредиторской задолженности

На уровень цен, а следовательно, и инфляцию в стране с переходной экономикой влияет не только спрос, подкрепленный денежной массой, но и спрос, заведомо ничем не обеспеченный, кроме дебиторской задолженности. Существование необеспеченного спроса — следствие экономического кризиса и связано с реальным отсутствием у большинства предприятий денежных средств, необходимых для обеспечения процесса воспроизводства.

В Республике Беларусь, как в стране с переходной экономикой, часть необеспеченного денежной массой спроса оформляется векселями либо на стадии формирования задолженности, либо на стадии ее существования. С одной стороны, дебиторско-кредиторская задолженность приводит к снижению спроса на кредитные деньги. С другой стороны, если дебиторско-кредиторская задолженность накапливается и не принимаются меры к ее аннулированию, может возникнуть обратная ситуация повышения спроса на деньги, так как векселями нельзя платить заработную плату, налоги и так далее, а нехватка денег (неплатежи) в цепном порядке порождает новые неплатежи. Поэтому трансформация долгового обязательства в более ликвидные формы с целью повышения вероятности его исполнения является естественным экономическим процессом.

Существующая практика выпуска векселей в республике не всегда позволяет сделать вывод о сколько-нибудь существенном влиянии их объема на инфляционные процессы.

Про ликвидность белорусских векселей в ее классическом понимании говорить пока рано. Ведь одной из предпосылок ликвидности является существование большого числа продавцов и покупателей, в результате взаимодействия которых происходит определение рыночной цены бумаги и степени ее ликвидности. В Республике Беларусь такой рынок еще находится в стадии формирования. Регулирование объемов выпускаемых векселей (а через них — нейтрализация отрицательного воздействия на инфляцию) может осуществляться на основе проведения банковской системой республики учетной и переучетной политики, что не только вернет понятию "коммерческое кредитование" общепринятый смысл, но и сделает вексельный рынок цивилизованным, даст возможность развить новые формы работы с векселями. Проведение такой политики было определено Национальным банком в "Положении об операциях банков с использованием векселей на территории Республики Беларусь" Мб 38 от 06.05.98 г.

Наиболее эффективные шаги в сторону разработки прогрессивной законодательно-нормативной базы по формированию полноценного и способного к функционированию фондового рынка были предприняты в 1999 г. в рамках выполнения "Основных направлений денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 1999 г.". В ОАО "Белорусская валютно-фондовая биржа" была создана специальная секция фондового рынка, объединяющая профессиональных участников рынка ценных бумаг ("Положение Национального банка Республики Беларусь" Мб 494 от 10.05.99 г.). Основными функциями секции являются разработка проектов внутренних нормативных документов, регламентирующих обращение ценных бумаг на бирже, и содействие развитию механизмов торговли ценными бумагами на бирже. Одновременно с созданием секции Национальным банком были приняты документы, регламентирующие порядок допуска, размещения и обращения на ОАО "Белорусская валютно-фондовая биржа" ценных бумаг субъектов хозяйствования и местных и распорядительных органов ("Положение Национального банка Республики Беларусь" № 493 от 10.05.99 г. и "Временный порядок..." Мб 491 от 10.05.99 г.). Принятие указанных документов в совокупности с утвержденным постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 19.05.99 г., "Порядком выпуска, учета и авалирования векселей субъектами хозяйствования" и "Регламентом переучета Национальным банком Республики Беларусь векселей субъектов хозяйствования" Мб 17.3 от 30.06.99 г. дает основание утверждать, что в Беларуси заложена организационно-правовая и методическая основа для создания и развития цивилизованного фондового рынка.

Следует также остановиться на развитии различных механизмов выпуска и обращения банковских векселей в части вексельного кредитования субъектов хозяйствования. Операция продажи банком векселей с отсрочкой оплаты, предусмотренная "Положением Национального банка Республики Беларусь" Мб 38 от 06.05.98 г., была дополнена операцией вексельного займа, при которой заемщик получает в собственность от банка вексель последнего и по истечении указанного в договоре займа срока обязуется возратить вексель и уплатить проценты за пользование им. Дальнейшее расширение указанных операций, фактически представляющих собой бесресурсное кредитование, будет способствовать развязыванию неплатежей и снижению кредиторско-дебиторской задолженности с одновременным уменьшением спроса на кредитные деньги, что является одним из факторов сокращения денежной массы и сдерживания инфляции.

С учетом Основных направлений денежно-кредитной политики в 1999 г. было расширено вовлечение в рынок ценных бумаг средств населения. До сих пор участие физических лиц в операциях на фондовом рынке ограничивалось вложениями средств в сберегательные сертификаты банков, акции акционерных обществ и сделками с именными приватизационными чеками "Имущество". Введение совместно Национальным банком и Государственным комитетом по ценным бумагам Республики Беларусь "Правил выпуска, размещения и погашения облигаций Национального банка с купонным доходом, номинированных в иностранной валюте" явилось прогрессивным шагом в сторону расширения и демократизации рынка ценных бумаг, еще одним проявлением признания значимости и весомости сбережений граждан в структуре финансового рынка республики.