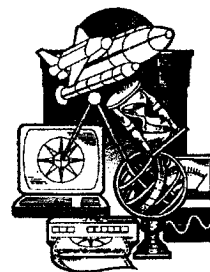


РАЗРАБОТКИ — ПРАКТИКАМ



А.А. РАКОВЕЦ

КАК РАЗВИВАЕТСЯ РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК?

Год 1997-й стал первым годом экономического роста в России за период реформ. Показатели российской экономики стабилизировались, и в 1997 г., впервые после с 1989 г, был отмечен рост ВВП на 0,4 %. Годовая инфляция составила 11 %.

Правительству Российской Федерации и Центральному банку России в целом удалось справиться с последствиями международного финансового кризиса. Центральному банку Российской Федерации удалось сохранить стабильность национальной валюты. Положительное сальдо торгового баланса за 1997 г. составило 19,8 млрд дол. Золотовалютные резервы Центрального банка Российской Федерации обеспечивают российский импорт примерно на 3,3 месяца, что является удовлетворительным показателем.

В 1997 г. было приватизировано 3100 предприятий. Общее количество приватизированных предприятий достигло 130 000, что составляет 56,5 % от общего числа всех предприятий России.

Несмотря на мировой кризис и падение российского фондового рынка более чем на 40 % с октября 1997 года, российский фондовый рынок показал в 1997 г. максимальные темпы роста в мире (индекс РТС удваивается второй год подряд). Капитализация 200 крупнейших российских предприятий достигла 130 млрд дол. (28 % ВВП), что все еще меньше, чем на большинстве развивающихся рынков. Прямые иностранные инвестиции в Россию в 1997 г. удвоились и достигли 4 млрд дол.

Монетарная политика

Международный финансовый кризис в конце 1997 г. заставил Центральный банк Российской Федерации проводить более гибкую монетарную политику, позволяющую своевременно реагировать на быстро меняющуюся обстановку на мировых и внутренних рынках.

В частности, правительство и Центральный банк Российской Федерации объявили об изменении с 1998 г. проводимой валютной политики. Валютный коридор с фиксированными границами заменен на меха-

Александр Адамович РАКОВЕЦ, соискатель кафедры банковского дела БГЭУ

низм свободного курсообразования национальной валюты в определенных границах, устанавливаемых официальными властями. Так, на период с 1999 по 2000 г. устанавливается средний курс 6,2 денонмированных рубля за 1 дол. США. Отклонение рыночного курса доллара от среднего официального значения в 1998—2000 гг. не будет превышать 15 % в обе стороны. На 1998 год среднее значение установлено в размере 6,1 р. за 1 дол. Такая более гибкая схема должна позволить Центральному банку Российской Федерации избежать затрат значительных ресурсов для поддержания курса рубля в периоды внутренних и международных кризисов.

Изменение ставки рефинансирования в 1997 г. показано на рис. 1.

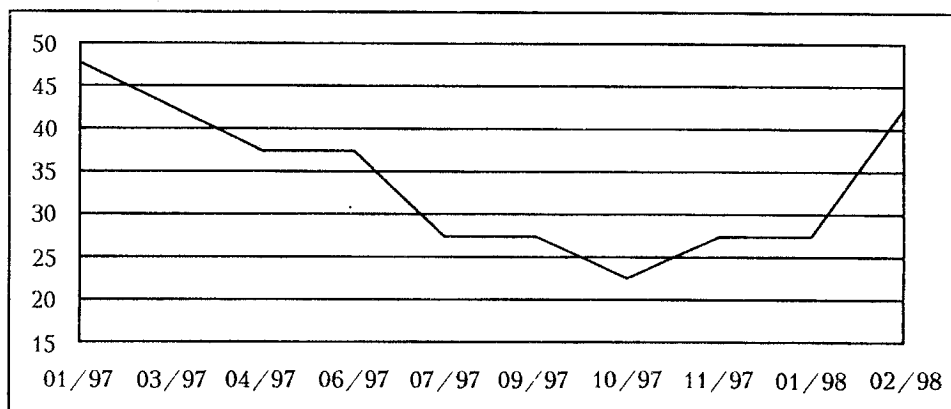


Рис. 1. Ставка рефинансирования Центрального банка в 1997 г., %

Золотовалютные резервы Центрального банка Российской Федерации, достигшие 22,6 млрд дол. на 1 ноября 1997 года, снизились к 1 декабря 1997 г. на 4,6 млрд дол. Уже к концу января 1998 года объем золотовалютных резервов снизился приблизительно до 16 млрд дол. При этом доля золота в общих резервах выросла. Так, с апреля по ноябрь 1997 г. объем золотых запасов увеличился на 23 % до 490 т. На начало 1998 г. золотые запасы достигли уже 500 т.

Инвестиции

По данным Госкомстата Российской Федерации инвестиции в российскую экономику в 1997 г. составили 408,8 трлн р. и снизились на 5 % по сравнению с предыдущим годом; в 1996 г. падение составило 17,2 % по отношению к уровню 1995 г.

По результатам первого полугодия 1997 г. объем инвестиций в такие отрасли, как транспорт и связь, вырос на 1,8 %, в электроэнергетику — на 4,3 %, в производство строительных материалов — на 11,7 %, а в торговлю — в 4,7 раза по сравнению с первым полугодием 1996 г. Впервые с начала реформирования российской экономики отмечен рост инвестиций в промышленность по итогам третьего квартала 1997 г. на 2,8 % по сравнению с тем же периодом 1996 г.

Тем не менее, данные позитивные показатели необходимо оценивать достаточно осторожно. Так, по данным Минфина доля долгосрочных кредитов в экономике осталась на уровне прошлого года, т.е. 3—4 % общего объема заимствований, что очень мало.

Одновременно наблюдается рост иностранных инвестиций, хотя их доля по-прежнему мала и составляет всего 4 % общего объема инвестиций в экономику России. К тому же, доля прямых инвестиций в общем объеме всех иностранных инвестиций находится на уровне 1/3, в то время, как большая часть иностранного капитала является спекулятивной и краткосрочной, что ярко продемонстрировал недавний кризис на международных рынках (рис. 2).

Показатель, млрд дол.	1997 г.	1996 г.	Изменение, %	Комментарии
Накопленные	20,3			
Всего	9,012	4,497	100,4	
Прямые инвестиции	2,643	1,193	121,5	29,3 % общих инвестиций
Портфельные инвестиции	0,218	0,031	603,2	2,4 % общих инвестиций
Другие	6,151	3,273	87,9	68,3 % общих инвестиций
Инвестиции в производственную сферу	1,745			Прямые инвестиции: 40 %. Пищевая и топливная промышленность привлекла 71,4 % всех прямых инвестиций

Рис. 2. Иностранные инвестиции в Россию за 9 месяцев 1997 г.

Остро стоит задача по привлечению иностранных инвестиций в регионы, так как около 57 % всех накопленных инвестиций в настоящее время приходятся на Москву, а остальные распределяются между 10 – 12 регионами. Многие регионы России приняли нормативные акты для создания условий по привлечению иностранного капитала, однако члены Консультативного совета по инвестициям в Российской Федерации отмечают, что основными причинами, сдерживающими приток иностранного капитала, являются высокие налоги, таможенные сборы и дорогая инфраструктура.

В конце 1997 г. Федеральная комиссия по ценным бумагам сообщила, что, начиная с 1998 г., 202 крупнейших российских эмитента перейдут на международные стандарты бухгалтерского учета. Если это произойдет, инвестиционная привлекательность российской промышленности заметно повысится.

Рынок облигаций

После начала финансового кризиса (в течение октября-января) нерезиденты вывели с рынка государственных ценных бумаг около 4 млрд дол., что не явилось неожиданностью для Центрального банка Российской Федерации, так как вывод средств из страны проводился через форвардные контракты. После международного финансового кризиса доля иностранных инвесторов на рынке государственных ценных бумаг сократилась с 30 до 18 %. По оценкам экспертов, доля нерезидентов на фондовом рынке России до кризиса составляла 80 %, сейчас она также снизилась.

В конце ноября стало очевидно, что Центральный банк Российской Федерации не может одновременно поддерживать стабильность курса рубля и рынок государственных ценных бумаг, так как огромный спрос на доллары дестабилизировал валютный рынок. Центральный банк России полностью сосредоточился на стабилизации национальной валюты, перестав поддерживать рынок государственных ценных бумаг (рынок сам нашел точку равновесия).

После либерализации рынка государственных ценных бумаг (с 1 января 1998 года отменены все ограничения на операции нерезидентов и репатриацию прибыли) рынок стал сильно подвержен влиянию внешних факторов, таких, как международные финансовые потрясения, что накладывает на государство большую ответственность по регулированию рынка ГКО-ОФЗ и валютного рынка. Многие эксперты считают либерализацию рынка несколько преждевременной и выступают за увеличение доли российских инвесторов на рынке государственных ценных бумаг, что позволит предотвратить сильную зависимость рынка от международных факторов.

Международный финансовый кризис нарушил планы ряда российских компаний по выходу на международный рынок капиталов. Наряду с МГТС и Газпромом, отложившими выпуск своих облигаций, отсрочив выпуск АДР-3 Татнефть, "Норильский никель" в 2 раза сократил объем дополнительной эмиссии (первоначально планировалось привлечь 1 млрд дол.) Газпром отложил выпуск конвертируемых облигаций из-за сильного падения цен на его акции на МФБ и цен на АДР на Лондонской фондовой бирже.

Рынок корпоративных ценных бумаг

В начале 1997 года в РТС-1 (Российской торговой системе) торговалось 86 и 68 — в РТС-2. К началу 1998 года в листинг РТС-1 входило уже 107 ценных бумаг и 225 котировались в листинге РТС-2.

Ликвидность рынка характеризовалась следующими параметрами.

В течение трех кварталов 1997 года примерно 65 % оборота торгов РТС-1 приходилось на долю 9 эмитентов: РАО Газпром (до июля), РАО ЕЭС, НК ЛУКОЙЛ, Мосэнерго, Ростелеком, Сургутнефтегаз, Норильский никель, Иркутскэнерго и Татнефть. Сделки с акциями этих эмитентов были наиболее частыми.

В IV квартале 1997 года доля сделок с акциями 9 эмитентов (за исключением Газпрома) достигла 82,2 %. При этом доли эмитентов этой группы в обороте РТС, кроме ЕЭС, ЛУКОЙЛ, Татнефти и Мосэнерго, к IV кварталу снизилась. Доли ЕЭС, ЛУКОЙЛ и Татнефти несколько возросли, а доля Мосэнерго практически осталась на том же уровне. Доля всех остальных эмитентов, котируемых в РТС (кроме 9), снизилась до 18 %.

К сожалению, российскому фондовому рынку по-прежнему недостает ликвидности, что особенно подтвердилось в конце года в период дестабилизации. Активность операторов была сосредоточена в первую очередь в сегменте акций ЛУКОЙЛ, ЕЭС и Мосэнерго, чья совокупная доля в обороте РТС составила в среднем 50 %, а в IV квартале достигла приблизительно 73 %. Доля сделок с акциями остальных почти 90 эмитентов колебалась между 1/3 и 1/5 оборота РТС-1.

Соотношение оборота РТС-2 и РТС-1 снизилось. Максимум был достигнут во II квартале (11,8 %), в IV квартале соотношение снизилось до 2,4 %. В среднем это соотношение составило 6,8 %. Это значит, что оборот всей системы РТС-2 был сопоставим с оборотом одной из таких "голубых фишек", как Сургутнефтегаз или Ростелеком, и только однажды сравнивался с долей Мосэнерго.

Многочисленные эмитенты, чья ликвидность пока невысока, в принципе, составляют резерв роста российского рынка корпоративных ценных бумаг. Постепенное включение этих эмитентов в более активную торговлю на фондовом рынке, повышение степени их "прозрачности", выход некоторых из них на международные финансовые рынки должно привести в конечном итоге к росту их ликвидности и, как следствие, росту коти-

ровок. Следует внимательно следить за эмитентами групп средней и малой ликвидности, так как наибольший рост цен на акции может быть достигнут отдельными представителями этих групп, как правило, сильно недооцененных по фундаментальным показателям. В то же время вложения в их ценные бумаги являются высокорискованными, что подтвердил опыт прошлого года.

В заключение можно сказать, что наиболее значимым результатом 1997 г. стало возникновение основных предпосылок для экономического роста в России. В 1998 г. правительство прогнозирует 2 %-ный рост ВВП, который будет стимулироваться ростом внутреннего потребления и снижением уровня инфляции до 5–8 % в год. Положительный торговый баланс и баланс по текущим операциям смогут поддерживать рубль. Все эти факторы должны положительно сказаться на российском фондовом рынке и уже к середине 1998 года можно ожидать снижения доходности на рынке государственных ценных бумаг доходности годовых выпусков до уровня 18–20 % годовых. Рост промышленного производства будет сопровождаться ростом прибыли предприятий, что в свою очередь вызовет рост котировок акций российских компаний.

Т.В. СОРОКИНА

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ МЕЖБЮДЖЕТНЫХ ОТНОШЕНИЙ

В условиях трансформационной экономики усиливается роль бюджета в государственном регулировании экономических и социальных процессов. Это требует укрепления доходной базы бюджета, реструктуризации межбюджетных отношений.

Современная бюджетная система Республики Беларусь объединяет республиканский и 1667 местных бюджетов, связанных между собой сложными бюджетными отношениями по распределению доходов и расходов между бюджетами различных территориальных уровней.

Организация межбюджетных отношений должна обеспечить оптимальное разделение бюджетных потоков между органами местной власти и высшими государственными структурами. При этом необходимо учесть интересы всех участников бюджетного процесса. Поэтому вопрос о степени централизации бюджетных ресурсов на уровне республиканского бюджета является одним из определяющих в межбюджетных отношениях.

С этой проблемой в той или иной степени сталкивалось большинство развитых стран. Одни из них шли по пути максимальной централизации бюджетных ресурсов, что позволяло правительству осуществлять жесткий контроль за государственными расходами и проводить политику бюджетного выравнивания через систему трансфертов, субсидий и субвенций, другие брали курс на децентрализацию и развитие местного хозяйства.

Тамара Владимировна СОРОКИНА, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, докторант БГЭУ