



**Немецкая экономическая группа  
Исследовательский центр ИПМ**

Аналитические записки [PP/03/2011]

## **Создание регионального финансового центра в Минске: необходимые шаги**

Сайрус де ла Рубиа, Роберт Кирхнер, Андрей Скриба

Минск, июль 2011



**ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ЦЕНТР ИПМ**

исследования • прогнозы • мониторинг

## **Информация об Исследовательском центре ИПМ**

---

Исследовательский центр ИПМ был создан в 1999 г. в рамках совместного проекта Института приватизации и менеджмента (Минск, Беларусь) и CASE – Центра социальных и экономических исследований (Варшава, Польша). Основными направлениями деятельности Исследовательского центра ИПМ являются мониторинг, анализ и прогнозирование развития белорусской экономики, проведение экономических исследований и разработка на их основе рекомендаций для экономической политики, продвижение диалога по проблемам экономического развития через организацию и проведение конференций и семинаров, а также тренинг специалистов в области современных методов экономического анализа. В рамках сотрудничества с экспертами Немецкой экономической группы в Беларуси (GET Беларусь) Исследовательский центр ИПМ осуществляет информационно-аналитическую поддержку Национального банка, Министерства экономики и других государственных и негосударственных организаций, вовлеченных в процесс формирования экономической политики в стране.

Миссия Исследовательского центра ИПМ – содействие повышению национальной конкурентоспособности через разработку рекомендаций для экономической политики на основе экономических исследований и продвижение профессионального диалога по актуальным проблемам экономического развития.

### **Исследовательский центр ИПМ**

220088 Минск, Беларусь, ул. Захарова 50 б

Тел.: +375 (17) 2 100 105

Факс: +375 (17) 2 100 105

E-Mail: [research@research.by](mailto:research@research.by)

<http://www.research.by>

## **Информация о немецкой экономической группе в Беларуси (GET Беларусь)**

---

Главной задачей Немецкой экономической группы в Беларуси является поддержание диалога по вопросам экономической политики с белорусским правительством, структурами гражданского общества и международными организациями. Эксперты Немецкой экономической группы имеют опыт консультирования по экономическим вопросам правительств ряда трансформационных стран, в том числе Украины, России и Казахстана. Исследовательский центр ИПМ и Немецкая экономическая группа предоставляют информационно-аналитическую поддержку Национальному банку, Министерству финансов, Министерству экономики, Министерству иностранных дел и другим учреждениям, вовлеченным в процесс формирования и реализации экономической политики в стране.

### **Немецкая экономическая группа**

c/o Berlin Economics

Schillerstr. 59

D-10627 Berlin

Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0

Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9

E-Mail: [info@get-belarus.de](mailto:info@get-belarus.de)

<http://www.get-belarus.de>

© 2011 Исследовательский центр ИПМ

© 2011 Немецкая экономическая группа

Все права защищены.

## **Создание регионального финансового центра в Минске: необходимые шаги**

### **Резюме**

Белорусские власти планируют развить финансовый сектор в Минске в региональный финансовый центр, предлагающий среди прочего соседним странам широкий спектр финансовых услуг. Развитый региональный финансовый центр будет к тому же способствовать привлечению иностранных сбережений в дополнение к национальным, что окажет положительное влияние на внутренние инвестиции и поддержание устойчивого экономического роста, прогнозные параметры которого являются достаточно высокими согласно Программе социально-экономического развития на 2011–2015 годы.

В дополнение к упомянутым выше преимуществам, региональный финансовый центр позволит создать высококвалифицированные рабочие места в индустрии финансовых услуг и секторе обслуживания, привлечь инвестиции в инфраструктуру (как техническую, так и физическую), обеспечить эффект агломерации. Важным условием функционирования крупного международного финансового центра является конвертируемость счета операций с капиталом и финансовых операций, что предполагает возможность свободной конвертации национальной валюты в иностранную по рыночному курсу. Для достижения этих целей необходима среднесрочная стратегия постепенной либерализации счета операций с капиталом и финансовых операций.

Мы выделили шесть направлений, работа по которым имеет первостепенное значение для регионального финансового центра: макроэкономическая среда, банковский сектор, небанковские финансовые учреждения (учреждения за исключением банков, рынков капитала и услуг), правовая среда, инфраструктура, а также ряд иных факторов. По каждому из данных направлений должны ставиться амбициозные задачи по созданию успешного регионального центра.

Мы сфокусировали свои рекомендации на наиболее актуальных сегодня направлениях:

1. Макроэкономическая среда: Достижение быстрой стабилизации макроэкономики является основной задачей в краткосрочной перспективе, так как текущие макроэкономические диспропорции создают угрозу общей стабильности финансового сектора. Власти должны продолжить ужесточение денежно-кредитной и фискальной политики, привлечение внешнего финансирования на время переходного периода. Главным приоритетом является оживление ныне ограниченного валютного рынка, сопровождаемое увеличением гибкости обменного курса, определяемого рынком.
2. Банковский сектор: Необходимо провести интенсивные структурные реформы с целью повышения экономической эффективности банковского сектора. Это предполагает меньшее присутствие государства и большую долю частного капитала (в том числе и ПИИ), а также ограничение "директивного кредитования". Важным может стать создание нового банка развития, который возьмет под свой контроль и управление существующие и новые программы кредитования на прозрачной основе.
3. Небанковские финансовые институты: Основной целью является создание равных конкурентных условий для небанковских финансовых учреждений, что приведет к расширению финансового сектора и улучшению распределения ресурсов в экономике. К важной задаче можно отнести также развитие рынка ценных бумаг облигаций. Белорусская универсальная товарная биржа, будучи одной из крупнейших в странах Восточной Европы, может стать важной основой для создания новых сегментов рынка капитала.

## Авторы

Сайрус де ла Рубиа  
Роберт Кирхнер  
Андрей Скриба

delarubias@yahoo.de  
kirchner@berlin-economics.com  
askriba@gmail.com

+49 (176) 54 04 59 24  
+49 (30) 20 61 34642  
+375 (17) 2 100 10 5

## Благодарности

Авторы выражают благодарность профессору, доктору Йоргу Франке за ценные комментарии.

## Содержание

1. Введение .....	5
2. Значение современного финансового центра, выступающего в роли РФЦ.....	5
2.1. Необходимость либерализации счета операций с капиталом и финансовых операций .....	5
2.2. Преимущества и недостатки РФЦ.....	6
3. Как должен выглядеть современный и конкурентоспособный на региональном уровне финансовый центр?.....	7
3.1. Макроэкономическая среда .....	7
3.2. Банковский сектор.....	8
3.3. Небанковские финансовые учреждения .....	9
3.4. Правовая среда .....	13
3.5. Техническая инфраструктура.....	13
3.6. Иные факторы .....	14
4. Оценка Минска с точки зрения достижения статус-кво .....	14
4.1. Макроэкономическая среда .....	14
4.2. Банковский сектор.....	15
4.3. Небанковские финансовые институты.....	15
4.4. Правовая среда .....	17
4.5. Техническая инфраструктура.....	17
4.6. Иные факторы .....	17
5. «Дорожная карта» по созданию РФЦ.....	18
5.1. Макроэкономическая среда .....	18
5.2. Банковский сектор.....	18
5.3. Небанковские финансовые институты.....	19

## **1. Введение**

Существуют разные точки зрения, насколько положительно влияет хорошо развитый финансовый сектор на остальную часть экономики. Хотя мировой финансовый кризис 2008–2009 годов породил определенные сомнения относительно некоторых видов деятельности на финансовых рынках, по-прежнему очевидным является тот факт, что экономический рост зависит от стабильного доступа к капиталу. На этом фоне объявленный правительством некоторое время назад проект по созданию регионального финансового центра (РФЦ) в Минске может стать одним из путей развития финансового сектора и его соответствия современным мировым стандартам. Региональный финансовый центр даст возможность более эффективно распоряжаться национальными сбережениями, поддерживая тем самым уровень инвестиций и экономический рост, достаточно высокие темпы которых были установлены в Программе социально-экономического развития на 2011–2015 годы. В то же время, региональный финансовый центр в Минске сможет предложить свои финансовые услуги другим странам, например, Казахстану и России, с которыми Беларусь находится в Таможенном союзе и планирует сформировать Единое экономическое пространство к 2012 году.

Целью данной работы является описание мер, необходимых для создания производительного и мощного финансового сектора в Республике Беларуси (в г. Минске), который будет способен не только поддерживать экономический рост, но и в долгосрочной перспективе предоставлять финансовые услуги соседним странам, создавая тем самым новые источники дохода и диверсифицируя структуру белорусской экономики. Изложение построено следующим образом. Во второй главе названы и проанализированы преимущества и недостатки, связанные с созданием финансового рынка. В третьей главе показано, как должна выглядеть хорошо налаженная работа финансового сектора, который в состоянии конкурировать на региональном уровне. Здесь же будут освещены вопросы, относящиеся к макроэкономическим основам и необходимости обеспечения стабильности банковского сектора. Хотя Беларусь имела больше шансов справиться с глобальным финансовым кризисом с точки зрения макроэкономической и банковской стабильности по сравнению с соседними странами, текущие внешние и внутренние дисбалансы создают новые проблемы. Дополнительно будут рассмотрены некоторые аспекты функционирования небанковских финансовых учреждений и рынков капитала, правовая база, особенности контроля и финансовой инфраструктуры (в том числе ее технической составляющей). В главе 4 авторы определяют статус-кво на основе анализа сильных и слабых сторон финансового сектора Беларуси, а также представляют некоторые рекомендации. В главе 5 будет представлена «дорожная карта» по созданию регионального финансового центра с кратким описанием тех мер, которые должны быть приняты.

## **2. Значение современного финансового центра, выступающего в роли РФЦ**

Важным требованием для создания РФЦ является практически полная либерализация счета операций с капиталом и финансовых операций. Этот процесс сопряжен с рядом как преимуществ, так и недостатков, которые и будут рассмотрены нами в первую очередь. Далее предполагается проведение анализа преимуществ и недостатков, связанных непосредственно с созданием РФЦ.

### *2.1. Необходимость либерализации счета операций с капиталом и финансовых операций*

Конвертируемость счета операций с капиталом и финансовых операций предполагает свободный обмен местных финансовых активов на иностранные по рыночному обменному курсу. Таким образом, предполагается неограниченная мобильность капитала.

Как правило, предоставление компаниям доступа к зарубежному финансированию рассматривается как самое важное преимущество либерализации счета операций с капиталом и финансовых операций. Это будет стимулировать экономический рост, так как создает условия для осуществления таких инвестиционных проектов, которые не могли быть реализованы за счет национальных сбережений. Кроме того, нужно принять во внимание положительный эффект от возрастающей конкуренции, т.к. свободный приток капитала связан с привлечением прямых иностранных инвестиций, которые способствуют передаче «ноу-хау», в связи с этим правительство будет вынуждено проводить дальнейшее реформирование экономики для привлечения большего количества зарубежного капитала. С другой стороны, недавний глобальный финансовый кризис, а также азиатский кризис

1997/98 показали, что существует риск внезапного прекращения поступлений и изъятия зарубежного капитала. С целью обезопасить себя от этих рисков, важным является принятие следующих мер:

- Во-первых, обеспечить режим плавающего обменного курса, где вмешательство центрального банка возможно только в случае необходимости ограничения резких колебаний. На наш взгляд, это лучший способ избежать внезапных обесцениваний активов, риск чего в системе фиксированного обменного курса в недостаточной мере учитывается участниками рынка, что в результате может нанести экономический ущерб подобно тому, который имел место во время азиатского кризиса.
- Во-вторых, регуляторам должна быть предоставлена возможность управлять и ограничивать приток спекулятивного иностранного капитала, который может стать причиной возникновения так называемых «пузырей».

Так как ограничение притока спекулятивного иностранного капитала подразумевает полную конвертируемость счета операций с капиталом и финансовых операций это может снизить привлекательность рассматриваемого финансового рынка. В то же время инвесторы должны осознавать, что ограничение спекулятивного капитала является тем фактором, который обеспечивает большую стабильность финансового сектора и снижает шансы возникновения кризиса, спровоцированного такими денежными потоками.

## *2.2. Преимущества и недостатки РФЦ*

Создание РФЦ имеет определенные преимущества, однако есть и ряд недостатков. И те, и другие рассмотрены нами ниже:

### Преимущества

- Город, который преуспевает в создании РФЦ, получает выгоду непосредственно в виде высоко оплачиваемых рабочих мест и налогов. Количество новых рабочих мест, создаваемых финансовыми институтами, т.е. включающих вспомогательные услуги, такие как юридические, консалтинговые и т.д., как правило, значительно выше, чем при «прямом» создании рабочих мест в финансовых учреждениях.
- Многие из предполагаемых инвестиций в инфраструктуру, такие как модернизация аэропортов, дорог, остановок общественного транспорта, информационные технологии и т.д. также имеют большое значение и для других секторов экономики.
- В дополнение к предыдущему пункту, деятельность РФЦ приводит к диверсификации структуры экономики в целом и доходов от экспорта в частности.
- Эффект масштаба / эффекты агломерации: Существование положительных эффектов масштаба, так как создание многих организаций и инфраструктурных проектов имеет определенные фиксированные затраты, которые более или менее независимы от размера финансового сектора. Эффекты агломерации связаны с тем, что многие отрасли промышленности имеют тенденцию концентрироваться в тех областях, где они могут воспользоваться преимуществами, например – квалифицированными кадрами.
- В то время как обычный финансовый сектор необходим для концентрирования сбережений для их наиболее производительного использования, РФЦ, от которого в соответствии с международными стандартами следует ожидать еще более продуктивной работы, приносит дополнительные выгоды для экономики.
- РФЦ должен расширять возможности местных компаний в получении доступа к финансированию на более выгодных условиях, чем в условиях сравнительно закрытого финансового сектора.
- Страны со значительным по размеру финансовым сектором имеют больше возможностей влиять на нормативные решения, принимаемые на международной арене.

### Недостатки

- Если вы инвестируете в создание РФЦ, придут ли к вам клиенты? Существует риск, что финансовый центр не сможет привлечь достаточное количество участников рынка для обеспечения выгоды инвестиций в инфраструктуру. Кроме того, не исключено, что даже после учреждения РФЦ некоторые обстоятельства могут вызвать

отток иностранных инвестиций, поскольку средства финансового сектора могут свободно переливаться из страны в страну.

- Опыт показывает, что уровень цен на рынках финансовых центров выше, чем в других частях страны (одним из примеров является Лондон). Это может негативно сказаться на конкурентоспособности других секторов.
- Некоторые критики подчеркивают, что создание финансового центра приводит к появлению ряда непродуктивных видов деятельности (например, чрезмерного количества торговых точек), абсорбирующих высококвалифицированные кадры, которые могли бы принести больше пользы для экономики в других секторах. Насколько это весомый аргумент – зависит среди всего прочего от нормативно-правовой среды.

### **3. Как должен выглядеть современный и конкурентоспособный на региональном уровне финансовый центр?**

Условия необходимые для создания конкурентоспособного на региональном уровне финансового центра могут быть разделены на шесть пунктов. Первый пункт относится к макроэкономической среде, которая должна быть стабильной, чтобы обеспечить основу для развития экономики. Второе требование касается банковского сектора (рассматриваемого как ядро каждого финансового сектора), который должен устойчиво развиться и быть конкурентоспособным в течение длительного периода времени. Это относится и к небанковским финансовым учреждениям, которые, как правило, дополняют банковский сектор. Четвертым требованием должно стать рассмотрение нормативно-правовой базы. Далее, необходимо обеспечить должный уровень развития технической инфраструктуры. Наконец, в дополнение к этим обязательным требованиям, есть также некоторые дополнительные факторы, которые также могут быть очень полезны.

#### *3.1. Макроэкономическая среда*

Макроэкономическая стабильность в узком смысле может быть определена как ситуация, когда и ВВП, и инфляции изменяются достаточно умеренными темпами, т.е. ни в производстве, ни в росте потребительских цен не наблюдается резких колебаний. Одним из важных требований для достижения этой цели является наличие независимого от правительства центрального банка, который концентрирует свою деятельность на достижении ценовой стабильности через соответствующую монетарную политику, например, через следование инфляционному таргетированию. Это означает, что курс национальной валюты является гибким, а не фиксированным по отношению к доллару США или евро. Если национальная валюта фиксирована к валюте другой страны, то центральный банк будет «привязан» к денежно-кредитной политике этой страны, независимо от инфляционных процессов в собственной экономике.

Некоторые экономические эксперты утверждают, что фиксированный обменный курс более эффективен для достижения макроэкономической стабильности, т.к. очень часто макроэкономическая нестабильность связана с серьезными колебаниями курса национальной валюты. Однако проведение такой политики требует наличия очень большого количества валютных резервов, чтобы в критической ситуации выдержать любые спекулятивные атаки на национальную валюту. В дополнение к уже упомянутому нами аргументу (денежно-кредитная политика будет зависеть от решений, принятых за рубежом), следует также отметить, что, отказавшись от гибкого обменного курса, страна теряет важный инструмент реагирования на внешние шоки. В связи с этим особо пристального рассмотрения требует вопрос конвертируемости счета операций с капиталом и финансовых операций, а также обоснование валютного контроля: с учетом планов по созданию конкурентоспособного регионального финансового центра с возможностью проведения международных операций, полная конвертируемость рубля все же должна быть введена.<sup>1</sup>

Как показывает опыт Еврозоны и ряда развитых стран, здоровые государственные финансы также является важной частью прочной макроэкономической базы. Поэтому здесь име-

---

<sup>1</sup> На самом деле это не означает, что все виды валютного контроля должны быть отменены. Так, в научном сообществе и среди политиков сформировалось убеждение, что определенные элементы валютного контроля могут быть уместными для того чтобы ограничить потенциально дестабилизирующий национальную экономику приток спекулятивного капитала.

ет смысл упомянуть значимость фискальной политики, поскольку от нее зависит устойчивость отношения долга к ВВП и в целом состояние государственного бюджета.

Наконец, макроэкономическая стабильность связана также с поддержанием темпов роста объемов производства. Высокая концентрация в определенных секторах несет риск существенных изменений объемов производства. Как следствие, страны с широкой и диверсифицированной экономической структурой имеют больше шансов обеспечить стабильный рост объемов производства.

**Вывод 1:** Надежная макроэкономическая среда является важной предпосылкой для создания регионального финансового центра.

### *3.2. Банковский сектор*

Существуют разные мнения относительно того, как должен выглядеть идеальный банковский сектор. Как правило, споры идут о доле государственных банков, открытости перед инвесторами и иностранными банками, требуемом отношении капитала к активам, а также вопросе концентрации (что лучше – несколько крупных банков или много мелких?). Последний пункт часто дополняется предложением отделить инвестиционные банки от классических коммерческих банков (где последние будут включать в себя привлечение новых вкладов). Таким образом, идет обсуждение всех этих аспектов с точки зрения стабильности банковского сектора и его конкурентоспособности.

Один из активно обсуждаемых вопросов – какие банки должны доминировать в банковском секторе, государственные или частные. В последние десятилетия наблюдалось явное предпочтение частным учреждениям, так как большое число государственных банков было приватизировано. Это связано с широко распространенным мнением о том, что выделение кредитов частными банками является более эффективно с точки зрения распределения ресурсов. Государственные учреждения часто используются для политически мотивированного целевого кредитования приоритетных проектов и секторов, что в свою очередь вызывает вопросы, является ли такая практика надежной. С другой стороны, во время финансового кризиса значительное число банков было полностью или частично национализировано, а государство было вынуждено приобрести пакеты акций системообразующих учреждений<sup>2</sup>. Однако сегодня во многих странах этот процесс начинает обратное движение.

Сегодня мало кто сомневается, что для созданий РФЦ в стране с переходной экономикой необходимо привлечение частного капитала и «ноу-хау», особенно из-за рубежа. Достижения конкурентоспособности на международном уровне предполагает предоставление возможности прихода на банковский рынок иностранным инвесторам (в том числе иностранным банкам). Это самый быстрый и самый эффективный способ модернизации национального банковского сектора. Кроме того, принято считать, что значительное присутствие иностранного капитала положительно сказывается на стабильности самого сектора. Это было заметно, например, во время банковского кризиса Украине в течение 2008–2010 годов, когда дочерним компаниям в Украине была предоставлена возможность рекапитализации материнскими зарубежными компаниями так, чтобы эти банки, в отличие от многих учреждений, которые полагались исключительно на местный капитал, получили возможность продолжить свою деятельность<sup>3</sup>.

Еще одним аспектом стабильности банковского сектора является коэффициент достаточности капитала. Хотя очевидно, что чем выше данный коэффициент, тем стабильней в целом банковский сектор, до сих пор нет единого взгляда на то, каким должно быть отношение капитала к активам, а также методах его расчета. Что касается стран с переходной экономикой, существует общепринятая точка зрения, что эти страны должны иметь более

---

<sup>2</sup> Необходимо подчеркнуть, что основным мотивом подобной финансовой помощи было предотвращение системного коллапса (который мог иметь серьезные последствия для реального сектора), а не для восстановления государственного целевого кредитования. Кроме того, на проведение многих из этих рекапитализаций были получены соответствующие разрешения.

<sup>3</sup> Так называемая «Венская инициатива», согласно которой крупные западные банковские группы обещали сохранить свое присутствие в странах Центральной и Восточной Европы в обмен на помощь со стороны международных финансовых институтов, явилась важным стабилизирующим фактором во время кризиса.

высокие минимальные коэффициенты достаточности капитала, чем развитые страны (например, ОЭСР/ЕС), т.к. риски для бизнеса на их рынках выше, что создает необходимость наличия большей «подушки безопасности».

Наконец, идет много споров о том, какая структура банковского сектора является «правильной». Хотя существует много сторонников системного разделения крупных банковских учреждений на мелкие, способные нанести меньший вред экономике, это предложение не может быть реализовано в стране, которая стремится создать банковский сектор, конкурентоспособный на международном уровне. То же самое относится и к идее отделить классические банковские услуги от инвестиционной банковской деятельности.

**Вывод 2:** Не существует убедительных эмпирических свидетельств, характеризующих наилучшую с точки зрения предоставления финансовых услуг и обеспечения стабильности своей работы структуру банковского сектора. Тем не менее, можно выделить ряд ее важных составляющих: банковский сектор должен быть основан на частных банках с жестким регулированием и наделен достаточным капиталом. Эта цель требует открытия банковского сектора для частных инвесторов и банков из-за рубежа, что будет способствовать привлечению дополнительного капитала, а также совершенствованию навыков управления рисками.

### *3.3. Небанковские финансовые учреждения*

В то время как очевидно, что банки составляют ядро почти каждого финансового сектора в мире, конкурентный банковский сектор, как правило, дополняется другими учреждениями и специализированными участниками рынка. Эти финансовые учреждения, за исключением банков, рынков и иных поставщиков услуг, также относятся к финансовому рынку.

#### i. Финансовые учреждения, за исключением банков<sup>4</sup>

- Страховые компании (страхование жизни, медицинское страхование и др.);
- Пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, хеджевые фонды и частный акционерный капитал.

#### ii. Рынки

- Фондовый рынок;
- Рынок государственных облигаций;
- Нефинансовый рынок корпоративных облигаций;
- Валютный рынок;
- Рынок деривативов.

#### iii. Другие поставщики услуг, связанные с финансовым рынком

- Специализированные адвокаты, нотариусы, налоговые консультанты, аудиторы, консультанты, финансовые медиа компании;
- IT-услуги;
- Университеты, предлагающие связанные с финансами учебные курсы.

#### i. Финансовые учреждения, за исключением банков

*Страховые компании (страхование жизни, медицинское страхование и др.).*

Эмпирические данные показывают, что страховые компании не обязательно должны находиться в тех же местах, где и банки. Во многих странах банковский центр не находится в том же городе, где находится страховой центр. В Германии Франкфурт рассматривается как основной финансовый центр. Тем не менее, большинство страховых компаний имеют свои штаб-квартиры в Дюссельдорфе и Мюнхене. В то же время в страховой отрасли эф-

---

<sup>4</sup> Мы весьма свободно используем термин «небанковские финансовые учреждения». В некоторых странах такие учреждения могут быть названы как «банки со специальными функциями» (например, паевые инвестиционные фонды в Германии).

факт агломерации также играет важную роль, а значит близость к компаниям и частным лицам, нуждающимся в страховых услугах, даже более существенна, чем в банковском секторе. Это не означает, что страховая и банковская отрасли являются естественными партнерами. Имели место некоторые попытки слияния банков и страховых компаний: ("Страховые банки"). Fortis (Бельгия), ING (Нидерланды), Sampo (Финляндия), а также Dresdner Bank (Германия) были теми банками, которые участвовали в слияниях со страховыми компаниями. Тем не менее, после провала слияния Dresdner Bank с Allianz (Allianz продал Commerzbank доли в Dresdner Bank в 2008/2009 гг.), такая модель стала менее привлекательной. Таким образом, у финансового центра нет необходимости содержать в себе и банки, и страховые компании, хотя последние также играют важную роль в любой сформировавшейся экономике.

Тем не менее, при создании РФЦ должны быть учтены рекомендации соответствия правовой среды в страховой отрасли ведущим мировым стандартам, так как страховые компании способны обеспечить необходимый спрос на финансовые услуги как со стороны активов, так и со стороны пассивов банков.

*Пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, хеджевые фонды и частный акционерный капитал.*

Вышесказанное справедливо и в отношении пенсионных и паевых инвестиционных фондов, а также хедж-фондов и частного акционерного капитала. Они нуждаются в созданной банковским сектором платежной системе, имеют намерение инвестировать денежные излишки и ищут различные инвестиционные проекты, часть которых предлагается банковским сектором. Кроме того, эти учреждения проводят сделки с акциями, государственными облигациями, корпоративными облигациями, деривативами и иностранной валютой, увеличивая тем самым ликвидность рынка.

Польская система пенсионного фонда может быть хорошим примером важности институциональных рамок, примененных к пенсионной системе, для фондовой биржи. В Польше пенсионная система была реформирована в 1999 году в трех направлениях: солидарная система ("Pay As You Go"), обязательные накопительные счета и добровольное профессиональное страхование. Учитывая, что денежные средства, которые могли бы быть инвестированы в акции из второго компонента составляли около 40%, объемы торговли акциями значительно возросли после осуществления реформы. Таким образом, регулирование вышеупомянутых финансовых учреждений может оказать существенное влияние на работу рынков, и наоборот.

## ii. Рынки

### *Фондовый рынок*

Фондовые рынки организуются в основном на фондовой бирже, где, как правило, участвуют только представители оптового рынка, в то время как розничные инвесторы (физические лица) осуществляют торговлю через своих брокеров. Большинство бирж в настоящее время работают как электронная торговая система, которая при помощи рыночной цены балансирует спрос и предложение. В более крупных и географически рассредоточенных странах считается допустимым иметь несколько бирж, учитывая, что основанная на IT торговля не требует обязательного присутствия клиентов. В то же время, существуют ограничения на такую рассредоточенность, т.к. необходим минимальный уровень ликвидности в торговле акциями чтобы сделать биржу привлекательной. Таким образом, чем меньше общая капитализация фондового рынка страны, тем полезней иметь централизованную биржу.

У фондовой биржи есть потенциал стать основой финансового рынка, как это произошло в Нью-Йорке и Лондоне. В связи с этим, рынки капитала, которые развиваются вокруг биржи, являются такой же важной составляющей финансового сектора, как и банковский сектор. Тем не менее, такие специфические аспекты, как высокая ценовая волатильность или циклические волны IPO, означают, что стратегия ориентации только на развитие фондовой биржи в качестве ключевой особенности РФЦ может быть слишком рискованной. Все это следует рассматривать в качестве важной и неотъемлемой части РФЦ, однако он должен быть наполнен и другими компонентами.

### *Рынок государственных облигаций*

Организация рынка государственных облигаций несколько отличается от работы фондовой биржи. На примере рынка облигаций Еврозоны можно сказать, что наибольшая часть государственных облигаций торгуется на междилерском рынке, а сделки осуществляются по телефону или на торговых площадках. Оптовые инвесторы, как правило, не имеют прямого доступа к этим рынкам и могут работать только через первичных дилеров, у которых они запрашивают котировки. В большинстве случаев доступ на рынок физических лиц ограничен в связи с относительно высокими минимальными объемами торгов государственных облигаций. В то же время в Германии растет число бирж, где государственные облигации могут быть проданы без посредников, в том числе и физическим лицам, хотя рыночная доля ежедневного объема торговли на таких площадках по-прежнему остается невысокой.

### *Нефинансовый рынок корпоративных облигаций*

Корпоративные облигации, как правило, торгуются вне биржи и представлены на ней лишь в весьма ограниченном количестве. Функционирование рынка корпоративных облигаций во многом зависит от существования рынка государственных облигаций, который устанавливает безрисковую кривую дохода. Государственные облигации, как правило, являются очень важным ориентиром для корпоративных облигаций и иных видов ценных бумаг, т.к. риски государственных облигаций считаются ниже рисков выпущенных ценных бумаг. В большинстве стран за исключением США рынок корпоративных облигаций развит весьма слабо, т.к. основная часть финансирования корпораций обеспечивается за счет банковских кредитов. Тем не менее, необходимо стимулировать развитие рынка корпоративных облигаций, т.к. само существование такого рынка предоставляет ряд преимуществ для большинства его участников: у компаний появляется новый источник финансирования, инвесторам предоставляются новые возможности для диверсификации своих портфелей, в то время как экономика в целом получает выгоду благодаря более дешевому финансированию (за счет усиления конкуренции с обычными банковскими кредитами), создающему благоприятный климат для прихода инвесторов.

### *Валютный рынок*

Валютный рынок представляет исключительную значимость ввиду существенного влияния на экономику страны, которое может оказываться курсами валют. Валютные рынки, как правило, организованы в виде внебиржевых рынков за счет использования электронных платформ или телефонов через торговые площадки. Эффективный и ликвидный валютный рынок не только является необходимым условием создания РФЦ, но также должен присутствовать в каждой стране, которая торгует товарами, капиталом и финансовыми услугами на международном уровне. Даже если национальная валюта имеет привязку к доллару США, продолжает оставаться необходимость ее обмена на доллары США, евро или другую валюту. Чем более ликвиден валютный рынок, тем ниже издержки покупки и продажи валют. Кроме того, валютные рынки зачастую дополняются рынками деривативов (см. ниже).

### *Рынок деривативов*

– Процентные свопы

Рынок процентных деривативов (таких как свопы) является естественным дополнением к рынку государственных облигаций. Процентный риск, связанный с приобретением государственных облигаций может быть застрахован процентным свопом. Это означает, например, что трейдеры, которые торгуют от имени клиента и которые не хотят принимать на себя какие-либо ответственность за риски изменения процентных ставок, могут провести хеджирование таких рисков. Если такая возможность отсутствует, то спред между ценой продавца и покупателя по государственным облигациям должен быть гораздо выше, для того чтобы компенсировать этот риск. Кроме того, длительность портфеля государственных облигаций может быть скорректирована с использованием своп контрактов. Таким образом, существование рынка свопов делает торговлю государственными облигациями более дешевой и эффективной. Тем не менее, существует определенная угроза неправильного использования процентных свопов, которые являются крупнейшим рынком деривативов в мире. В частности, существуют опасность, что, если сумма выдаваемых на сегодняшний день процентных свопов превышает сумму задолженности по всем ценным бумагам с фиксированным доходом (государственные облигации, банковские облигации,

корпоративные облигации), то этот рынок будет нести угрозу системных рисков для финансового рынка, если основные контрагенты не выполнят свои контракты. Это не должно стать препятствием для создания рынка процентных свопов, однако должно быть учтено с целью минимизации потенциальных системных рисков. Единственный способ справиться с этим риском – создание клиринговых учреждений, через которые будет осуществляться торговля процентными свопами. Если контрагент не осуществит поставку, клиринговый центр, который должен быть капитализирован банками-членами и который требует маржу за каждую сделку, должен выполнить контракт.

– СКД-контракты (Своп кредитного дефолта)

Рынок СКД может быть рассмотрен как дополнение к государственному и корпоративному рынкам облигаций, поскольку этот инструмент позволяет инвесторам хеджировать свои кредитные риски. Тем не менее, как и в случае процентных свопов, существует спор о плюсах и минусах СКД контрактов. Хотя хеджирование довольно легко выполняется с помощью СКД контрактов и эффективно в управлении кредитными рисками банков и других инвесторов, есть опасения, что инвесторы, продающие СКД контракты, могут обанкротиться, вызвав тем самым обширный финансовый кризис.<sup>5</sup> Учитывая тот факт, что даже на самых сложных рынках большая часть кредитных рисков не может быть застрахована с помощью СКД контрактов, поскольку компании слишком малы, чтобы обеспечить ликвидность CDS-рынке, мы не думаем, что создание СКД рынка является важной составляющей РФЦ.

– Валютные деривативы

Валютные форварды, которые, как правило, торгуются вне биржи, представляют собой ценное дополнение к рынку валютных спотов, поскольку участники рынка получают возможность хеджировать будущие денежные потоки иностранной валюты. FX-производные могут представлять ценные инструменты для управления валютным риском и для выравнивания доходов. Возможным недостатком предлагаемых FX-производных инструментов является то, что они могут быть использованы для спекулятивных атак против национальной валюты с использованием лишь небольшой денежной суммы. Этот риск может оказывать как повышающее, так и понижающее давление на национальную валюту. Несмотря на то, что существуют различные политические инструменты для контролирования этих рисков (валютные резервы, изменения процентных ставок и маржи, а также валютный контроль), в случае плавающего обменного курса участники рынка должны быть хорошо осведомлены о рисках с расчетом на то что они будут работать с меньшим количеством открытых позиций, как если бы они делали при фиксированном обменном курсе. Это относится к частным домашним хозяйствам, а также частным компаниям, не имеющим доходов в иностранной валюте, которые имеют меньший стимул брать кредиты в иностранной валюте. Это означает, что ущерб, нанесенный амортизацией в 30%, был бы намного меньше, чем в системе фиксированных обменных курсов, где люди не учитывают эти риски в достаточной степени. В целом, создание рынка валютных деривативов несет риски, в связи с тем, что делает открытым счет операций с капиталом и обеспечивает полную конвертируемость валюты. Однако если страна нацелена на создание РФЦ, эти риски, которые, на наш взгляд, являются управляемыми, должны быть учтены

– Торговля деривативами

Торговля некоторыми видами деривативов, упомянутыми выше (свопы, FX форварды, СКД), как правило, ведется вне биржи на двусторонней основе между участниками рынка. В целях повышения стандартизации и ликвидности таких продуктов, многие финансовые центры пытаются установить деривативные биржи, которые торгуют главным образом стандартизированными фьючерсами и опционами широкого спектра базовых продуктов, таких как облигации, FX форварды и т.д..

iii. Другие поставщики услуг, связанные с финансовым рынком

*Специализированные адвокаты, нотариусы, налоговые консультанты, аудиторы, консультанты, финансовые медиа компании*

---

<sup>5</sup> Эксперты сходятся во мнении, что компания AIG была спасена правительством США в сентябре 2008 г. именно по этой причине.

Создание вышеупомянутых институтов и рынков обычно идет параллельно с появлением услуг, связанных с финансовым рынком. Речь идет о специализированных адвокатах, нотариусах, налоговых консультантах, аудиторах, консультантах, рейтинговых агентствах, а также финансовых медиа компаниях.

#### *IT-услуги*

Учитывая высокую ИТК интенсивность финансовой индустрии, предоставление ИТК услуг необходимо для обеспечения ее бесперебойной работы.

#### *Университеты, предлагающие связанные с финансами учебные курсы*

Несмотря на то, что рынок должен предлагать подобного рода услуги как результат расширения финансового сектора, было бы очень полезно иметь университеты и другие учебные заведения, где люди могут обучаться по соответствующей тематике, обеспечивая финансовому сектору высококвалифицированных сотрудников. Этот человеческий капитал не следует недооценивать, так как он может обеспечить необходимые конкурентные преимущества по сравнению с другими центрами.

**Вывод 3:** Помимо сильного банковского сектора, хорошо диверсифицированный финансовый центр также должен предусматривать наличие институтов, обеспечивающих функционирование рынка ценных бумаг и поддерживающей инфраструктурой.

#### *3.4. Правовая среда*

Эффективность финансового сектора во многом зависит от правовой среды. Чем больше законодательная обязательность исполнения контрактов, тем больше у банков шансов развиваться и предлагать широкий спектр услуг по конкурентоспособным ценам. Это включает в себя эффективные законы о несостоятельности. В действительности, система эффективных законов несостоятельности и прав кредиторов играет существенную роль в создании и поддержании доверия как местных, так и иностранных инвесторов. Плохой опыт исполнения контрактов, в свою очередь, может нанести огромный ущерб репутации финансового рынка.

Для развивающихся стран особенно важна эффективная система обеспеченных прав. Правовая база должна предусматривать создание, признание и исполнения залогового права на все виды активов, движимого и недвижимого имущества, материального и нематериального.

Кроме того, эффективная система государственного регулирования и надзора за основными игроками финансового центра (банки, биржи, другие учреждения) очень важна для достижения и поддержания высокой репутации финансового рынка среди местных и иностранных участников.

**Вывод 4:** Правовая среда, которая гарантирует приведение в исполнение контрактов и тем самым обеспечивает защиту прав кредиторов, имеет исключительное значение для финансового центра.

#### *3.5. Техническая инфраструктура*

Чтобы стать привлекательным для национальных и иностранных инвесторов, финансовый сектор должен обладать соответствующей международным стандартам технической инфраструктурой. Это касается, прежде всего, порядка расчета по платежам и торгов акциями, облигациями и деривативами и требует современных телекоммуникационных и информационных связей, которые, имея весомую значимость для инвесторов, будут обеспечивать связь с мировыми финансовыми рынками.

Другой аспект касается транспортной инфраструктуры. Быстрый доступ для местных и международных участников рынка является важным элементом привлекательности финансового сектора. Это включает в себя аэропорты, обеспеченные современными транспортными средствами, а также в целом транспортную инфраструктуру в черте города.

**Вывод 5:** Качественная техническая инфраструктура, обладающая современными информационными и коммуникационными технологиями, а также ее транспортная составляющая, имеют важное значение.

### 3.6. Иные факторы

Есть много иных факторов, которые могут стать определяющими по отношению к успеху или неудаче выхода финансового рынка на международный уровень. Это относится к аспектам безопасности, привлекательности города с точки зрения культурного значения и общего качества жизни. Чем лучше место, занимаемое финансовым рынком, тем больше вероятность того, что он сможет привлечь высоко мотивированных и опытных банкиров и других работников финансового сектора. Это предполагает, что занятость иностранцев в финансовом секторе не ограничивается государственным регулированием.

**Вывод 6:** Иные факторы могут сыграть важную роль в успехе или неудаче финансового центра.

## 4. Оценка Минска с точки зрения достижения статус-кво

В предыдущей главе перечислены основные требования к созданию регионального финансового центра. В этой главе мы будем оценивать статус-кво в Беларуси в отношении вышеупомянутых шести пунктов.

### 4.1. Макроэкономическая среда

Беларусь сравнительно хорошо преодолела мировой финансовый кризис 2008–2009 гг., свидетельством чего являлась относительно стабильная экономика, несмотря на серьезные внешние потрясения. Страна смогла избежать рецессию в 2009 году (рост реального ВВП составил 0.2%, что намного больше, чем в близлежащих странах) и вернулась к уверенному росту в 2010 году (7.5%). Несмотря на изначальное сокращение валютных резервов, начатое властями постепенное увеличение гибкости валютного курса смогло позволить избежать резкой девальвации валюты. Одной из предпосылок достижения этих макроэкономических показателей было сотрудничество с МВФ, который поддерживал и помогал регулировать усилия властей по использованию USD 3.5 млрд. кредита. Основным инструментом достижения поставленных целей стала грамотная налогово-бюджетная политика; дефицит бюджета составил лишь 0.7% ВВП в 2009 году.

В то же время оставались серьезные макроэкономические дисбалансы, особенно в отношении внешней торговли, структурные позиции которой выглядели весьма слабо. Большие опасения вызывает и дефицит счета текущих операций, который составил 13% ВВП в 2009 году и 15.5% ВВП в 2010 году. Подобная нестабильность сопровождается низким объемом валютных резервов<sup>6</sup> и низким притоком прямых иностранных инвестиций (ПИИ).

Несмотря на это в первой половине 2010 года власти в значительной степени ослабили макроэкономическую политику, особенно в отношении финансовой, кредитной политики и политики в области доходов, одновременно пытаясь сохранить фиксированный обменный курс. Эта ослабление было главной причиной значительных внутренних и внешних дисбалансов, с которыми Беларусь столкнулась в настоящее время. Результаты этого хорошо известны: белорусский рубль официально обесценился на 36% в мае 2011 года, после того как Национальный банк пытался (безуспешно) сдерживать давление на обменный курс сочетанием административных и рыночных (интервенциями) методов. Инфляция выросла почти до 44% в годовом исчислении в июне, что является одним из самых высоких показателей в мире. В настоящее время сохраняется система множественных валютных курсов, так как большинство участников рынка не в состоянии покупать иностранную валюту по официальному курсу. Это уменьшает уровень доверия к усилиям по стабилизации, предпринимаемым в настоящее время, и очень негативно влияет на компании и население.

**Вывод 7:** Беларусь хорошо преодолела кризис 2008–2009 годов благодаря грамотной политике и поддержке кредита МВФ. Тем не менее, в настоящее время страна сталкивается с большим количеством внешних и внутренних дисбалансов, которые срочно необходимо решить в полном объеме.

---

<sup>6</sup> Здесь необходимо упомянуть, что часть официальных резервных активов заимствована из банков, что создает дополнительные риски.

#### 4.2. Банковский сектор

Белорусский банковский сектор, который является главной опорой финансовой системы в стране, демонстрирует ряд специфических особенностей. Во-первых, в нем наблюдается явное доминирование государства. Хотя из 32 банков 23 находятся в руках иностранных инвесторов (с правом собственности, свыше 50%), доля государства по активам составляла 72,5% к концу 2009 года. На два самых больших банка, Беларусбанк (ББК) и Белагропромбанк (БАПБ) приходится около 65% рынка по объему активов и 72% по непогашенным кредитам. К концу 2009 года правительство продало 93% акций Белпромстройбанка, рыночная доля которого была 7%, Сбербанку России. Хотя дальнейшая приватизация в банковском секторе находится на стадии рассмотрения, НББ заявил в январе 2011 года, что не смог найти стратегического инвестора для Белинвестбанка и Паритетбанк и что в процессе приватизации ожидается задержка. Хотя в плане открытия экономики для частных инвесторов наблюдается некоторый постепенный прогресс, экономика в целом (где доля частного сектора в ВВП составляет в около 30%, что несравнимо с другими странами региона) и банковского сектор в частности остаются относительно закрытыми для зарубежного финансирования.

Помимо вопросов собственности, отличительной особенностью банковского сектора в Беларуси является сильное влияние правительства на политику кредитования: "директивное кредитование". К концу 2009 года около половины всех непогашенных кредитов – кредиты в рамках государственных программ, среди которых около 75% были погашены на льготных условиях. Большинство кредитов направляется на жилье и аграрный сектор. Несмотря на то, что и частичные учреждения имеют право на подобное кредитование, основная часть таких кредитов (около 90%) приходится на государственные банки ББК и БАПБ.

Подобные проблемы были хорошо известны и, следовательно, являлись важной частью программы МВФ в течение 2009–2010 гг. Помимо макроэкономических вопросов, преобладание этого вида кредитования не способствует увеличению привлекательности банковского сектора для частных инвесторов. Последние шаги по созданию специального банка развития, который возьмет на себя некоторые из существующих кредитов в рамках государственных программ из государственных банков, могли бы иметь большое значение в содействии дальнейшей приватизации сектора и, следовательно, в привлечении иностранного капитала, при условии что прозрачность системы будет повышена и она очистится от инициированных правительством кредитов.

Мировой кризис 2008–2009 годов негативно повлиял на банковский сектор, однако в гораздо меньшей степени, чем это произошло в других странах. Например, не наблюдалось существенного оттока депозитов, так как они выдавались под надежные гарантии, что позволило предотвратить снятие сбережений с банковских счетов. Опять же, важным фактором стабильности для отечественных и зарубежных представителей стало сотрудничество с МВФ. Как следствие, была отмечена устойчивость белорусского финансового сектора на фоне мирового финансового кризиса.

Что касается текущих событий, то ухудшение макроэкономической ситуации отразилось на снижении рейтинговых позиций белорусских банков, затруднило привлечение банками зарубежного финансирования. Таким образом, необходимость принятия соответствующих мер на макроэкономическом уровне (см. выше) непосредственно связаны с достижением стабильности банковского сектора, который в настоящее время столкнулся с рядом внутренних проблем в связи с недавней девальвации, ограниченным валютным рынком и давлением ликвидности.

**Вывод 8:** В банковской системе отмечено доминирование государства, как с точки зрения собственности, так и в кредитовании. Это свидетельствует о низком уровне прямых иностранных инвестиций в банковский сектор. Нынешние макроэкономические потрясения представляют серьезную угрозу развитию банковского сектора в ближнесрочной перспективе.

#### 4.3. Небанковские финансовые институты

Какую роль кроме банков играют другие финансовые институты в финансовом секторе Беларуси? Количество небанковских финансовых учреждений в целом невелико. Данный сектор характеризуется высокой степенью концентрации, ограниченным составом активов,

высокой долей государственной собственности и слабой конкуренцией. За исключением страховых компаний, небанковские финансовые учреждения отсутствуют как таковые.

#### Ad i. Финансовые учреждения (кроме банков)

##### *Страховые компании*

Сектор страхования в Беларуси постоянно растет, однако по-прежнему развит достаточно слабо, так как общая страховая премия не превышает 1 процента ВВП<sup>7</sup>. С точки зрения нормативно-правовой базы страховой сектор не выглядит привлекательным для частных инвесторов, что также препятствует конкуренции. Страховой надзор тесно связан с Министерством финансов (МФ) вместо того чтобы действовать независимо от исполнительных структур. Кроме того, государственные предприятия могут осуществлять страхование только в государственных страховых компаниях, что является одним из примеров регулирования и ограничения сферы деятельности частных страховых компаний. Есть определенные признаки того, что перестрахование бизнеса находится в процессе монополизации государственной перестраховочной компанией, созданной в 2006 г.

С учетом того, что страховой сектор может способствовать росту спроса на финансовые услуги, регулирование этого сектора должна быть изменено в сторону большей открытости и усиления конкуренции, как важной составляющей его устойчивого развития. При этом частные страховые компании должны иметь возможность расширять области своей деятельности.

#### Ad ii. Рынки

Рынок ценных бумаг в Беларуси весьма невелик и неликвиден. В начале 2008 г., стоимость всех ценных бумаг (облигаций и акций, государственных и частных) в обращении была эквивалентна примерно USD 8.2 млрд.<sup>8</sup> (18% ВВП). Хотя различные виды государственных ценных бумаг составляют наибольшую долю от этой суммы, не существует кривой доходности по этим ценным бумагам, которая потенциально могла бы быть использована в качестве точки отсчета для ценообразования негосударственных ценных бумаг (например, корпоративных облигаций). Фондовый рынок в целом отсутствует и не используется для привлечения капитала в публичного выпуска новых акций.

В то время как отечественный капитал и рынки долговых ценных бумаг не играют важной роли, все же стоит отметить, что Беларусь имеет преуспевающие товарную биржу. Белорусская универсальная товарная биржа (БУТБ) является одной из крупнейших товарных бирж в Восточной Европе; в конце июня 2011 г. на ней было 8754 участников из 54 стран. Объем биржевых сделок в 2010 году составил EUR 872 млн. и значительно вырос за первое полугодие 2011 г. На товарной бирже торговля сосредоточена на металлических изделиях, лесоматериалах, сельскохозяйственной продукции, а также промышленных и потребительских товарах (от продуктов питания до высокотехнологичных товаров). Кроме того, биржа активно работает над развитием рынка фьючерсов на сырьевые товары. Повидимому, Беларусь имеет хорошие возможности для развития этой области, учитывая ее экономическую структуру и успех на спотовых рынках. Так же могут быть хорошие шансы для привлечения бизнеса из других менее продвинутых в этом отношении стран.

#### Ad iii. Другие услуги на финансовом рынке

Из-за слабого уровня развития финансового рынка, число поставщиков услуг в Беларуси также не всегда соответствует международным стандартам. В будущем необходимо увеличить число специалистов, которые обеспечивают поддержку развития сектора (юристов, бухгалтеров, консультантов). Так как создания РФЦ подразумевает значительное количество трансграничных сделок, такие специалисты должны прийти из-за рубежа, по крайней мере, до создания критической массы квалифицированных специалистов внутри страны.

**Вывод 9:** Небанковские финансовые институты развиты в Беларуси в настоящее время недостаточно, и необходимо дать импульс их развитию. Это подразумевает увеличение участия частного сектора во всех соответствующих сегментах (страховые компании, рынки капитала, обеспечение услуг).

<sup>7</sup> При написании следующих разделов привлекались материалы МВФ / Всемирного банка (2009): "Оценка стабильности финансовой системы".

<sup>8</sup> Там же.

#### 4.4. Правовая среда

Хотя невозможно предоставить детальный обзор правовой среды, следует описать некоторые аспекты, имеющие отношение к финансовому сектору. Это может быть проиллюстрировано с помощью "Индекса юридических прав", который использует в своем отчете "Doing Business" Всемирный банк для оценки развитости закона о банкротстве, защиты прав кредиторов и заемщиков<sup>9</sup>. Четкие залоговые правила способствуют доступу к финансовым ресурсам для заемщиков, в то время как четкие права кредиторов способствуют расширению кредитования и сокращению процентных ставок для добросовестных заемщиков. По шкале от 0 (мало прав) до 10 (много прав), Беларусь получила 3 в последнем докладе (2011) по сравнению с 2 в течение последних лет. На том же уровне находится и Россия, однако это гораздо ниже Грузии (7) или Молдовы (8). Для сравнения, международный финансовый центр в Сингапуре получил максимальные 10 баллов.

Другим аспектом является эффективное исполнение контрактов. В таких случаях банки и другие посредники готовы к большему взаимодействию с клиентами, если они могут доверять судебной системе быстрого разрешения споров. Здесь, Беларусь получила 12 баллов в последнем отчете "Doing Business", что является очень хорошим результатом.

Как уже говорилось выше, несмотря на некоторый прогресс за последние годы, все еще существуют определенные недостатки в сферах регулирования и надзора. Это особенно актуально для небанковских финансовых учреждений, таких как страховые компании и рынки капитала. При этом важно обеспечить полную независимость регулирования и создать нормативную базу, не препятствующую дальнейшему развитию сектора.

**Вывод 10:** Несмотря на то, что были достигнуты некоторые успехи в укреплении прав кредиторов и заемщиков, здесь предстоит еще много работы. Напротив, в Беларуси имеется эффективная система исполнения контрактов. Кроме того, был достигнут определенный прогресс в сферах регулирования и надзора, однако должны быть сделаны дальнейшие шаги, особенно в отношении независимости надзорных органов.

#### 4.5. Техническая инфраструктура

Будучи когда-то «научным центром» бывшего Советского Союза, Беларусь имеет важные преимущества в быстром развитии ИТ-сектора в лице наличия высококвалифицированной рабочей силы. В Беларуси идет развитие информационной и телекоммуникационной инфраструктуры, однако оно должно быть ускорено для удовлетворения требований современного регионального финансового центра.

В Беларуси в целом и ее столице Минске в частности существует относительно хорошо функционирующая транспортная инфраструктура. В некоторых областях, например, это касается аэропортов, еще есть к чему стремиться. Это связано с развитием физической инфраструктуры с целью увеличения ее мощности а также с увеличением связей с другими финансовыми центрами за рубежом.

**Вывод 11:** Техническая инфраструктура, необходимая для финансового центра, в целом достаточно развита, однако есть необходимость ее расширения и улучшения в некоторых областях.

#### 4.6. Иные факторы

Как написано в главе 3.6, иные факторы трудно однозначно определить, однако они также влияют на успешность финансового центра. Хотя в Минске можно отметить ряде факторов, таких как качество жизни, наличие культурных учреждений и т.д., на национальном уровне, очевидно, что эти преимущества не будут столь значимы на международном уровне. Здесь можно выделить также определенные бюрократические и финансовые барьеры, связанные с получением виз<sup>10</sup>. Важной задачей властей должна стать отмена этих препятствий и увеличение видимых для более широкой аудитории преимуществ.

<sup>9</sup> Всемирный банк: "Doing Business 2011".

<sup>10</sup> Соседняя Украина отменила визы для ряда стран в 2005 году, результатом чего стал приток иностранцев. Дальнейшее облегчение в отношении бюрократических препон (отмена карт иммиграции) было проведено в 2010 году.

**Вывод 12:** Несмотря на то, что в Минске есть некоторые положительно его характеризующие иные факторы, власти должны донести их до более широкой международной аудитории.

## **5. «Дорожная карта» по созданию РФЦ**

Сравнение необходимых условий для создания РФЦ (глава 3) и их текущее состояние в Беларуси (глава 4) выявило ряд областей, в которых необходимо предпринять конкретные меры. «Дорожная карта» по созданию РФЦ в Минске содержит наши рекомендации в трех следующих областях: макроэкономическая среда, банковский сектор и небанковские финансовые учреждения. Хотя дополнительные требования, упомянутые в предыдущих главах, также являются важными, мы рекомендуем в ближайшее время сфокусировать внимание властей на трех вышеупомянутых областях. Также необходимо подчеркнуть объясняемый ниже взаимозависимый характер этих реформируемых областей.

### *5.1. Макроэкономическая среда*

Рост макроэкономических дисбалансов в Беларуси делает необходимым принятие своевременных и всеобъемлющих мер антикризисного регулирования. Это поможет сделать экономическую модель страны, на которую в последнее время оказывалось серьезное давление, более устойчивой. Основное внимание должно уделяться макроэкономической стабилизации, так как только стабильная макроэкономическая среда, в сочетании со структурными реформами и либерализацией, может заложить основы для долгосрочного развития финансового сектора и экономики в целом.

В нынешней ситуации, когда разрыв во внешнем финансировании является неустойчиво большим, необходимо сочетание политических мер по адаптации и финансированию. Это подразумевает ужесточение денежно-кредитной и фискальной политики и, таким образом, отказ от экспансионистской политики, которая и стала причиной возникновения кризиса. Хотя власти относительно быстро объявили о реализации ряда монетарных и фискальных мер, существует необходимость всеобъемлющей и надежной антикризисной стратегии, в том числе по привлечению достаточных внешних займов и иных видов финансирования платежного баланса (через привлечение ПИИ/приватизацию), которые могли бы помочь стабилизировать ситуацию.

Что касается валютного рынка, чье бесперебойное функционирование является основным требованием в любом РФЦ, то здесь необходимо предпринять следующие меры. Мы предлагаем объединить незадействованные в настоящее время денежные средства с межбанковским рынком и позволить установиться рыночному обменному курсу, основанному на спросе и предложении. Гибкая система валютных курсов, в которой Национальный банк вмешивается только для предотвращения чрезмерных колебаний, и которая поддерживается системой таргетирования инфляции, по нашему мнению, будет способствовать защите экономики от внешних шоков.

**Рекомендация 1:** Основной задачей в краткосрочной перспективе является достижение макроэкономической стабилизации. Власти должны продолжать ужесточение денежно-кредитной и фискальной политики и привлекать внешнее финансирование, чтобы повысить эффективность процесса установления макроэкономического равновесия. Налаживание работы ограниченного в данный момент валютного рынка является в дальнейшем главным приоритетом. Это включает в себя постепенный переход к более гибкой валютной политике с целью установления основанного на спросе и предложении валютного курса.

### *5.2. Банковский сектор*

Макроэкономическая среда в значительной степени определяет рабочие рамки для банковской системы. Это означает, что эти реформы неразрывно связаны и не должны рассматриваться как независимые друг от друга. Как было видно во время мирового кризиса во всем регионе, достижения макроэкономической стабильности оказало положительное влияние на стабилизацию финансового и банковского сектора, особенно в таких долларизированных экономиках, как белорусская. В то же время, кризис напомнил политикам о высоких рисках, связанных с долларизацией, поскольку заемщики оказались очень уязвимыми по отношению к колебаниям обменного курса местной валюты.

В Беларуси с точки зрения необходимости реформ выделяются две структурные особенности банковской системы. Они касаются структуры собственности и широко распространенной практики директивного кредитования.

Рассматривая вопрос собственности, было отмечено, что в системе сильно доминирование государства, а частные (и зарубежных) собственники играют лишь второстепенные роли. Для того, чтобы создать конкурентную среду и улучшить управление рисками и корпоративное управление, мы поддерживаем активизацию властями усилий по приватизации государственных банков. Здесь это имеет первостепенное значение и для привлечения прямых иностранных инвестиций, преимущественно из разных стран.

Вторая особенность (директивное кредитование) является уникальным инструментом в мировой практике, а банковская система в Беларуси используется государством как квазифискальный инструмент для реализации целей государственной политики. Как следствие, это создает ряд микро- и макроэкономических угроз. И в этом случае очень важно, чтобы государство, также как и частные банки, принимало решения о кредитовании исходя из коммерческих соображений, а не основываясь на политических решениях. В этом отношении текущие планы передачи кредитования государственных программ новой организации ("Банк развития") могут стать важным шагом по сокращению государственного вмешательства, а также освобождение Национального банка от оказания нерыночной поддержки банкам, участвующим в таких программах. Тем не менее, это означает, что новое учреждение должно быть единственным источником такого кредитования, которое также должно отражаться в государственном бюджете.

**Рекомендация 2:** Необходима реализация долгосрочных структурных реформ для обеспечения (микро)экономической эффективности банковского сектора. Это означает меньшее присутствие государства и большее частного капитала (в том числе ПИИ), а также ограничение целевого кредитования. Значительным шагом вперед может стать принятие новым банком развития существующих и новых программ кредитования на условиях транспарентности.

### *5.3. Небанковские финансовые институты*

Хотя основой финансового посредничества в Беларуси в настоящее время являются преимущественно банки, ускоренное развитие небанковских финансовых учреждений было бы выгодно как для поставщиков (т.е. домохозяйств), так и для потребителей (то есть компаний и правительства) финансовых средств.

Что касается фундаментальных составляющих рынка капитала, то более развитый рынок ценных бумаг в форме биржи может поддерживать долгосрочный экономический рост, позволяя компаниям привлекать необходимые средства для своих инвестиционных проектов непосредственно от акционеров. Здесь вопрос о взаимозависимости между различными областями реформ становится еще более очевидным: необходимый прогресс в упомянутой выше приватизации также может увеличить предложение акций и содействовать развитию торговли акциями.

Фондовые рынки должны дополняться емкими и ликвидными рынками облигаций. Важно, чтобы правительство содействовало развитию данного рынка осуществляя регулярный выпуск облигаций, создавая надежную кривую доходности. Существование ликвидного рынка государственных облигаций может быть использовано на втором этапе корпорациями при выпуске своих облигаций, поскольку это обеспечит важную составляющую ценообразования. В этом процессе и компании и правительство смогут привлечь средства на местном рынке и в местной валюте, что делает их менее зависимыми от колебаний на внешних рынках.

**Рекомендация 3:** Создание равных условий и стимулирование конкуренции среди небанковских финансовых учреждений приведет к увеличению финансового сектора и будет способствовать более рациональному распределению ресурсов в экономике. В связи с этим развитие национального рынка ценных бумаг и облигаций является важной задачей.