

# МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ РАСЧЕТЫ

**О. А. Золотарёва**

канд. экон. наук, докторант кафедры банковского дела Санкт-Петербургского государственного экономического университета

## НОВЫМ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИМ ВЫЗОВАМ — НОВЫЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ

Экономический кризис, начавшийся в 2008 г., поставил перед исследователями ряд вопросов о роли финансового рынка в экономическом развитии и необходимости его регулирования для предотвращения экономических потрясений. Уникальность все еще продолжающегося кризиса выразилась не только в масштабности с точки зрения финансовых потерь, длительности и географии охвата, но и в беспрецедентности стимулирующих мер ведущих центральных банков и заставляет теоретически переосмысливать содержание и границы проводимой нетрадиционной экономической политики, а также причины различий в проявлениях кризиса в разных странах.

### **Все новое — это хорошо забытое старое?**

В конце 2013 г. американским экономистом Р. Фармером был введен в научный оборот новый термин, нарекающий довольно интересный вариант денежно-кредитной политики, рифмующийся с уже выдыхающейся политикой количественного смягчения, традиционно применяемой при различного рода рецессионных разрывах. В статье «Качественное смягчение: новый инструмент стабилизации финансовых рынков» автор предложил этот термин в отношении нетрадиционной расширительной политики, осуществляемой ведущими центральными банками. Если количественным смягчением принято обозначать широкомасштабные покупки активов центральным банком посредством выпуска денег, то качественным Фармер назвал изменение состава активов центрального банка (Farmer, 2013, p. 406).

Р. Фармер видит «качественное смягчение» в контексте большой фискальной политики и предлагает использовать ее национальными казначействами на постоянной основе как средство поддержания финансовой стабильности и снижения долгосрочной безработицы. Он называет два вида рынков, работающих несовершенно. Это рынок труда и финансовые рынки. «Я утверждаю, — пишет Р. Фармер, — что первая теорема общественного благосостояния не распространяется на финансовые рынки». Для того чтобы финансовые рынки работали хорошо, необходимо, чтобы все, кто зависит от колебаний цен на активы, были застрахованы. Однако, указывает Р. Фармер, мы не можем застраховаться от состояний, которые происходят до нашего рождения. Несовершенство финансовых рынков он доказывает эмпирически, проследившая динамику показателя соотношения цены и доходности акций за период с 1919 г. по настоящее время.

А поскольку финансовые рынки очень волатильны, правительства могут и должны вмешиваться в их работу, «чтобы защитить экономическое наследие будущих поколений, так как финансовые кризисы очень устойчивы» (Farmer, 2013, p. 407—408).

После Второй мировой войны финансовые рынки подвергались значительному регулированию, так как Великая депрессия подорвала уверенность общества в их эффективности. Однако начиная с 70-х гг. прошлого века под давлением экономистов Чикагской школы регулирование финансовых рынков было ослаблено, что привело к длительному периоду финансовых потрясений и кризису 2008 г. В противовес сторонникам гипотезы эффективных рынков, утверждавших, что «цена всегда права», Р. Фармер доказывает, что «цена не права большую часть времени» (Farmer, 2013, p. 408). При этом вопрос колебания цен на активы является не просто вопросом прибылей и убытков крупных банков. Качели цен на активы влияют на способность домохозяйств к покупке жилья, возможность найти работу. Р. Фармер ссылается на недавние эмпирические исследования, показывающие, что пожизненные заработки выпускников школ, чья первая работа приходится на период рецессии, на 10—15%, ниже, чем у выпускников, вступающих на рынок труда в период бума.

Для того чтобы финансовые рынки работали хорошо, Р. Фармер предлагает создание особого института, фискального органа, с компетенцией активно управлять структурой погашения и составом рисков активов. Институт должен быть создан по образцу центрального банка и обладать властью и инструментами стабилизации колебаний фондового рынка. Целью деятельности данного института должно являться упорядочивание политики качественного смягчения посредством активной торговли долгосрочными и краткосрочными активами для стабилизации цен на активы.

Центральные банки, приобретая долгосрочные активы, как правило, принимают на себя значительный риск. При росте в будущем процентных ставок они могут понести потери стоимости по портфелю облигаций, находящихся у них на балансе. Создание института, регулирующего финансовые рынки, по мнению Фармера, снимет с центральных банков эти риски и освободит их от не свойственных им фискальных функций. Предполагается, что созданный институт будет осуществлять операции на открытом рынке между рискованными и безопасными активами. В последующих за своей статьей комментариях Р. Фармер уточнял, что эффективными мерами для нового института были бы не покупки отдельных акций, а покупки биржевых индексов через фонды.

Предложение о создании особой макроэкономической структуры, позволяющей сформировать и специфицировать оборот капитала в экономиках постсоветских стран, звучало в российской литературе еще в конце 90-х гг. прошлого века. Тогда российские ученые Л. П. Евстигнеева и Р. Н. Евстигнеев ввели в оборот термин «Банк капитала» (далее — БК), который должен быть «способен развернуть операции номинального акционирования с одновременным развитием массового рынка корпоративных акций, а также залогового инвестиционного кредитования как в производство, так и для покупки акций» (Евстигнеева, Евстигнеев, 1999, с. 24). Проблему экономического подъема они предлагали решать не посредством эмиссии денежных средств центральным банком, а путем формирования ликвидности, обеспеченной оборотами производительного капитала. Однако мы не нашли в работах Евстигнеевых ответ на вопросы: как же конкретно можно специфицировать оборот производительного капитала и почему для осуществления этой миссии нужна отдельная макроструктура. В последующих публикациях этих авторов тема Банка капитала утратила прежнюю актуальность. Тем не менее мы полагаем, что именно теперь

обозначились условия для наполнения идеи, высказанной Евстигнеевыми, реальной конкретикой.

Создание института Банка капитала позволит:

- 1) центральному банку осуществлять полноценную денежно-кредитную политику и освободит его от непрофильных функций;
- 2) создать обороты рынка финансового капитала, обеспеченные оборотами производительного капитала.

### **Еще раз о «невозможной» денежно-кредитной политике**

Наше предложение о необходимости создания макроэкономического института, занимающегося дискреционным регулированием фондового рынка, дедуцируется из фиаско хрестоматийной денежно-кредитной политики в развивающихся странах. Причина невозможности осуществления эффективной денежно-кредитной политики в ряде стран достаточно проста и хорошо изучена в экономической литературе. Она вытекает из необходимости фиксирования в той или иной форме валютного курса и связанного с этим условия «невозможной троицы»: фиксированный валютный курс, мобильность капитала, эффективная денежно-кредитная политика. И действительно, политика центрального банка в этих странах определяется в значительной степени состоянием текущего счета платежного баланса. Это особенно важно для Беларуси, экономика которой страдает от дефицита текущего счета. Такая ситуация вынужденно вовлекает центральный банк в выполнение стимулирующих экономической рост задач. При этом зачастую задачи центробанка не ограничиваются только регулированием обменного курса для стимулирования внешнего спроса.

Наиболее репрезентативно подчиненность денежно-кредитной политики бюджетно-налоговому активизму выражена в Республике Беларусь. Так, например, Национальный банк Беларуси начиная с 2004 г. являлся соучредителем ряда сельскохозяйственных и других предприятий, не связанных с осуществлением банковской деятельности. Пакеты акций этих предприятий числились на балансе Национального банка в составе статьи «Долгосрочные финансовые вложения». В период с 2007 по 2009 г. долгосрочные финансовые вложения являлись второй по величине статьей актива баланса Национального банка. При этом до 88,7% вложений Национального банка приходилось на сельскохозяйственные организации. Кроме того, до 2011 г. включительно Национальный банк осуществлял рефинансирование коммерческих банков под выполнение государственных программ на льготных условиях.

В 2011 г. одним из требований международных финансовых организаций к Национальному банку Беларуси было освобождение его баланса от непрофильных активов. Национальный банк вышел из состава учредителей сельскохозяйственных предприятий, но тем не менее продолжал оказывать квазيبюджетную поддержку нефинансовому сектору. Об этом свидетельствует состав портфеля ценных бумаг Национального банка. До 2006 г. эта статья баланса не играла значимой роли в структуре активов. С 2006 г. роль этой статьи в балансе стала постепенно возрастать. При этом до 2010 г. в структуре портфеля преобладали государственные ценные бумаги. В 2010 г. портфель ценных бумаг Национального банка вырос в 11,6 раза в основном за счет приобретения облигаций банков-резидентов, доля которых в результате составила 71,9%. В этом же году вложения в ценные бумаги стали второй по величине статьей актива баланса Национального банка. В 2011 г. доля вложений в ценные бумаги выросла до 16,5%, и основной удельный вес (67,9%) в структуре портфеля уже занимали облигации созданного в июне 2011 г. для финансирования госпрограмм Банка раз-

вития. О сохранении квазибюджетной поддержки нефинансового сектора со стороны Национального банка косвенно свидетельствует и структура операций рефинансирования. Начиная с 2011 г. произошло снижение роли аукционных операций и усиление роли двусторонних операций, направленных на ограниченную поддержку текущей ликвидности крупнейших государственных банков.

Кризис 2011 г. сыграл особую роль в сужении возможностей Национального банка Беларуси осуществлять денежно-кредитную политику. Основным уроком кризиса 2011 г. состоял в том, что даже незначительное увеличение денежного предложения в условиях отсутствия рынка капитала приводит лишь к росту цен и повышению спроса на иностранную валюту. В результате роста доходов населения (в предшествующем кризису 2010 г.) белорусский рубль девальвировал к корзине валют в 2,71 раза, а прирост индекса потребительских цен составил 108,7% (Золотарёва, 2012, с. 87—89). Именно из-за неразвитости финансового, и особенно фондового, рынка население (домашние хозяйства) направило свои свободные денежные средства в иностранную валюту и на потребительский рынок. После кризиса единственной альтернативой для Национального банка Беларуси было проведение мероприятий, ограничивающих денежное предложение: ужесточение подходов к рефинансированию, ограничение прироста требований к экономике и удержание на высоком уровне ставки рефинансирования<sup>1</sup>. Возможности проведения денежно-кредитной политики в Беларуси, в зависимости от экономической ситуации — расширительной или ограничительной, были существенно ослаблены: ограничительная денежно-кредитная политика сокращает источники финансирования для предприятий, и без того находящихся в тяжелом финансовом положении, и, следовательно, снижает потенциал экономического развития, а расширительная при неразвитом финансовом рынке неизбежно приводит к высокой инфляции и девальвации национальной валюты.

Снижение эмиссионной активности Национального банка было компенсировано тем не менее действиями правительства: внесением денежных вкладов в уставные фонды ряда предприятий и банков за счет средств бюджета и отраслевых инновационных фондов; масштабной компенсацией процентов по кредитам на осуществление считающихся приоритетными программ, отраслей и предприятий. Стимулирующая бюджетная политика еще больше сузила возможности осуществления дискреционной денежно-кредитной политики Национального банка.

Таким образом, регулирующие органы находятся в состоянии жесткого выбора между необходимостью стимулирования экономики в условиях, когда предприятия испытывают недостаток финансирования, и неизбежностью инфляции при малейшем усилении эмиссионной активности монетарных властей.

А значит, задачи поощрения экономического развития должны решаться не посредством эмиссии ликвидности Национальным банком, а посредством формирования рынка капитала, который будет генерировать ликвидность, обеспеченную оборотами производительного капитала.

### **«Верхи не могут, низы не хотят»**

В Беларуси попытки создания рынка капитала предпринимаются сверху. Встречного движения со стороны предпринимательской среды и населения почти не происходит. Широко освещаемые в свое время в средствах массовой информации попытки «народного» IPO, предпринимаемые в 2012 г., в частнос-

<sup>1</sup> На момент написания статьи ставка рефинансирования составляла 23,5%.

ти в отношении Минского завода игристых вин, нельзя назвать успешными. Дивидендная доходность акций за 2012 г. составила 3,9% без поправки на инфляцию, в то время как доходность банковских инструментов привлечения средств физических лиц в этом же году составила 39,1% (Бюллетень банковской статистики, 2013, с. 166). Номинальная стоимость акций возросла на 39%. Однако в условиях отсутствия необходимой институциональной инфраструктуры, гарантирующей возможность продажи акций на вторичном рынке, рыночную стоимость акций определить невозможно. Да и перспективы роста цены акций при отсутствии стратегического инвестора сомнительны.

В то же время в США доля населения как источника инвестиционных ресурсов является традиционно высокой. Так, в 2012 г. доля домохозяйств в структуре финансовых ресурсов составила 32,3%, уступая лишь финансовому сектору. В структуре финансовых активов самих домохозяйств велика доля акций. Пик вложений в акции пришелся на 1990-е гг., когда доля обыкновенных акций в структуре финансовых активов домохозяйств достигала 51,4%. Последующее снижение в период кризиса доткомов в 2000—2002 гг., а затем финансового кризиса 2008 г. тем не менее не смогло повлиять на долгосрочную тенденцию возрастания роли этого вида инвестиций в структуре вложений домохозяйств (рис.).

Степень участия населения еврозоны в инвестиционной деятельности также достаточно высока, хотя несколько ниже, чем в США. Так, вложения в акции и паи в структуре финансовых активов домохозяйств составляют 21,6%, а доля вложений в инвестиционные фонды составляет почти 7% общей суммы финансовых активов. Иные инвестиции в долгосрочные ценные бумаги составляют 6,7%. Таким образом, почти третья часть финансовых активов домохозяйств стран еврозоны направляется в долгосрочные инвестиции посредством фондового канала.

В Беларуси инвестиционная активность населения сосредоточена в основном в банковском секторе. Предпринимательская активность также невелика. Конечно, институциональная среда несовершенна: неэффективная налоговая система, засилье государственного сектора с его консолидированной бюрократией, ликвидные риски. Тем не менее по критерию создания позитивных условий ведения бизнеса Республика Беларусь добилась неплохих результатов. Она входит в тройку стран, наиболее продвинувшихся с 2005 г. по созданию благоприятной регуляторной среды для бизнеса (Doing Business, 2013, р. 9). В плане простоты и доступности административных процедур Беларусь занимает 9-е ме-



**Рис. Динамика удельного веса обыкновенных акций и вложений в инвестиционные фонды в структуре активов домохозяйств**

Источник: составлено автором по данным ФРС: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/data.htm>

сто в мировом рейтинге по легкости регистрации предприятий, а по регистрации собственности — 3-е место. В сравнении с 2012 г. в соответствии с докладом Всемирного банка «Ведение бизнеса — 2013» рейтинг по налогообложению улучшился на 27 позиций. На 11 позиций улучшился совокупный рейтинг Беларуси, оценивающий нормативные акты, регулирующие деятельность малых и средних предприятий на протяжении всего жизненного цикла, и их правоприменение. Тем не менее доля малого и среднего бизнеса в основных экономических показателях в Республике Беларусь крайне мала. По данным за 2011 г. доля малых и средних предприятий (далее — МСП) в ВВП составила 22,9%, увеличившись с 2009 г. всего на 4,1 п. п. Доля МСП в средней численности работников организаций даже несколько снизилась с 2009 г. до 27,5%. При этом основной удельный вес МСП (40,5%) приходится на торговлю, ремонт автомобилей и бытовой техники. В то время как в странах Евросоюза МСП составляют основу европейской экономики, на их долю приходится порядка 95% от общего количества предприятий. Они обладают наиболее высокой инновационной восприимчивостью и заинтересованностью в проведении НИОКР. 24% МСП зоны евро вовлечены в отношения субконтрактации с крупными предприятиями (EU SMEs and subcontracting. Final report, 2009, p. 22). Доля МСП в занятости и ВВП составляет 60—70%. В США на долю МСП приходится более 50% экономики.

Основная причина такого положения вещей с развитием предпринимательства в постсоветских странах — кризис вертикального и горизонтального доверия в обществе. Отсутствие доверия можно объяснить несколькими причинами: 1) адаптивными ожиданиями; 2) действием парадокса голосования; 3) действием парадокса выбора.

Отсутствие макроэкономической стабильности, ожидания бизнеса и населения, основанные на экстраполяции во времени негативного опыта высокой инфляции и череды девальваций, не позволяют быстро сформировать доверие, являющееся основой формирования коллективных и индивидуальных форм организации бизнеса. Такую ситуацию можно объяснить действием эффекта храповика, объясняющего негибкость цен в сторону понижения, и которым также можно объяснить схожую негибкость доверия в сторону восстановления (Майборода, 2011, с. 105).

Парадокс голосования или теорема невозможности позволяет объяснить несостоятельность коллективного выбора, если этот выбор не оставлен на усмотрение одного лица. Теорема предполагает, что для перехода от индивидуальных предпочтений к коллективным необходимо создать механизм агрегирования первых во вторые.

Действие парадокса голосования на стадии реализации уже возникшей предпринимательской идеи можно проиллюстрировать следующим образом. Допустим, три потенциальных инвестора оценивают конкретный инвестиционный проект. Пусть первый инвестор полагает, что проект вполне перспективен, и готов честно работать и вкладывать свои средства в этот проект, но при условии, что второй и третий инвестор поддержат проект тоже. Пусть второй инвестор полагает, что проект вполне перспективен, и готов честно работать и вкладывать свои средства в этот проект, но при условии, что первый и третий инвестор поддержат проект тоже. И пусть третий инвестор связывает свое участие с проектом с добросовестным участием в проекте первого и второго инвестора. Однако каждый из них полагает, что остальные два инвестора либо откажутся поддерживать проект, либо будут вести себя недобросовестно по отношению к нему. Парадокс голосования заключается в том, что каждый из инвесторов готов честно работать на проект и вкладывать в него деньги, но каждый из них полага-

ет, что проект нереалистичен в силу информационной разорванности, порожденной недоверием. И проект будет отвергнут, если не найдется семантического поля, в котором проявится совпадение их личных приоритетов.

Ситуация осложняется еще и тем, что определенного рода парадокс возникает и на стадии индивидуального выбора. В строгом определении парадокса голосования индивидуальный выбор внутренне не противоречив, а субъект действует рационально. Тем не менее сама необходимость сделать выбор может сделать человека пассивным, нерешительным. Эту ситуацию можно определить как парадокс выбора. Состояние нерешительности определяется прежде всего тем, что при выборе одного варианта индивид теряет возможность осуществления других вариантов.

В развитых странах огромный набор альтернатив индивидуального и коллективного инвестирования если не снимает полностью, то значительно снижает вмененные издержки при принятии решений потенциальными инвесторами. Казалось бы, большой набор альтернатив лишь увеличивает вмененные издержки и отнюдь не снижает напряженности выбора для потенциального инвестора. Но это зависит от фазы экономического цикла. В периоды бума разницы в премиях за риск по различным финансовым инструментам снижаются, а следовательно, потери от выбора минимальны. И наоборот, в периоды кризиса спреда велики, а значит, издержки выбора возрастают.

В странах с недостаточным развитием рынка капитала и невозможности определения справедливой стоимости активов, а следовательно, и процентных ставок по ним потенциальные инвесторы всегда сталкиваются с серьезными вмененными издержками выбора. Поэтому при вполне достаточных институциональных условиях желающих заниматься бизнесом и инвестировать средства в реальный сектор незначительное количество.

А когда рынок не в состоянии создать формы преодоления этих парадоксов, их вынужден производить государственный сектор. Следовательно, рынок капитала сам по себе попадает в категорию благ, называемых в экономической теории общественными, т. е. благ, которые не в состоянии производить рынок в силу того, что они (общественные блага) не подчиняются принципу исключения «зайцев». Именно поэтому попытки создания различных форм коллективного и индивидуального инвестирования в Беларуси идут сверху. А это значит, что в категорию общественных благ попадают те блага, которые в развитых странах производит рынок.

Поэтому главной проблемой, решение которой откроет путь радикальным институциональным реформам, является проблема формирования решимости заниматься бизнесом и умения брать ответственность на себя у достаточно широкого слоя общества. Решимость формируется, во-первых, постепенностью принятия на себя ответственности, во-вторых, ассоциативностью в принятии решений. Вместе с тем значительными вмененными издержками ответственность переживается значительно легче.

### **Характеристика Банка капитала**

Для решения вышеуказанных проблемы мы предлагаем создание Банка капитала, особого макроэкономического центра, призванного преодолеть комплекс нерешительности на уровне индивидуального выбора и одновременно трансформировать индивидуальные предпочтения в общественные.

Миссия Банка капиталов, призванного развернуть массовый оборот финансового капитала, фиксируется в особенностях привлечения денежных средств, а также в анализе инвестиционных проектов, который должен учитывать меру

готовности потенциальных субъектов хозяйствования расставаться с деньгами ради реализации предпринимательской идеи.

Потенциальным инвесторам предлагается система предпринимательских идей, реализация каждой из которых сопряжена со значительным мультипликативным эффектом. В экономической действительности имеется множество таких предпринимательских идей, которые, взятые в обособлении друг от друга, оказываются бесперспективными, но, будучи объединенными в рамках единого проекта, заслуживающими серьезного отношения. Если потенциального инвестора заинтересует определенная идея, он сможет разместить свой депозит в БК под данный бизнес-проект. Подобным образом в Республике Беларусь и Чехии осуществлялся проект строительных сбережений, служащих в качестве залоговых средств. Однако в рамках модели БК денежные средства, размещенные напротив того или иного проекта, выполняя залоговую функцию, способны еще и перемещаться по всей системе проектов сообразно смене приоритетов потенциальных инвесторов. Тем самым сохраняется ликвидность денежных вложений, и снижаются вмененные издержки выбора.

Выбор потенциального инвестора оказывается имплицативным: если другие потенциальные инвесторы поддержат его решение своими имплицативными вложениями, проект может состояться. Таким образом, в рамках предлагаемой модели множество имплицативных инвестиций складывается в порции реальных инвестиций (Золотарёва, 2011).

Итак, парадоксы голосования и выбора преодолеваются созданием такого информационного пространства, в котором каждый из инвесторов декларирует свои намерения и предоставляет гарантии своей решимости инвестировать.

Можно предложить и систему терминов, определяющих инвестиционно-депозитные схемы в БК. Так, депозиты в БК, вносимые потенциальными инвесторами под бизнес-проекты, мы предлагаем называть *инвестиционными сбережениями*. Период времени между датой внесения вклада и датой реализации инвестиционного решения может быть определен как *сберегательный этап*. Период, начало которого определяется трансформацией депозитов в акции или другие инструменты участия в капитале инвестиционного проекта, предлагаем назвать *инвестиционным этапом*.

Система стройсбережений не получила развития в Беларуси, так как депонирование и хранение средств осуществлялось в белорусских рублях, а следовательно, вклады были обесценены. Как указывалось выше, определенную степень ликвидности инвестиционные сбережения в БК приобретают за счет того, что могут сдвигаться по решению инвестора-вкладчика с одного бизнес-проекта на другой. Можно также на первых порах предложить ограничения на депонирование средств в БК сроком, скажем, на три месяца. Кроме того, в комплексе мер государственного регулирования цен на активы существует такая форма, как валоризация<sup>1</sup>. Она может быть применена в отношении инвестиционных сбережений. Валоризации будут подлежать только те вклады в БК, которые по окончании сберегательного этапа трансформируются в акции бизнес-проектов. В отличие от индексации это будет разовое повышение стоимости этих вкладов. Вклады, не трансформируемые в бизнес-проекты, не будут подлежать валоризации. По ним возможна выплата процентов за пользование средствами на условиях срочных вкладов.

Таким образом, БК предполагает по окончании сберегательного этапа трансформацию инвестиционных сбережений инвесторов-вкладчиков в акции или

<sup>1</sup> Валоризация — спланированное, организованное повышение цены товаров, курса ценных бумаг, валюты, имеющее место в результате мероприятий, проводимых государством.



другие формы участия в капитале реализованного бизнес-проекта. В результате БК позволяет специфицировать оборот денежных средств под бизнес-проекты (инвестиции), а значит, рост денежной массы, генерируемой Банком капитала, будет носить неинфляционный характер.

### **Немного о коллективных формах инвестирования**

В развитых странах уже сформирована сложная многоуровневая система институтов, осуществляющая аккумуляцию инвестиционных ресурсов с последующим их вложением в предпринимательскую деятельность. На Западе именно инвестиции в ценные бумаги отличаются максимальным разнообразием и доступностью. При этом наибольшей доступностью и прозрачностью для массового инвестора обладают коллективные инвестиционные схемы.

Под коллективными инвестициями понимают такой способ организации инвестиций, при котором денежные средства и другое имущество, принадлежащее инвестору (физическому или юридическому лицу) на правах собственности, осознанно вкладываются инвестором в определенное предприятие или фонд, где объединяются в единый пул под управлением профессионального управляющего с целью их последующего прибыльного размещения. В международной практике основными формами коллективного инвестирования обычно называют паевые инвестиционные фонды, кредитные союзы, акционерные инвестиционные фонды, общие фонды банковского управления, негосударственные пенсионные фонды.

Преимущество всех форм коллективного инвестирования состоит в том, что они делают доступными инвестиции для массовых инвесторов с небольшими сбережениями и недостаточным объемом информации и знаний для индивидуального инвестирования. Основное предназначение коллективных форм инвестирования состоит в трансформации сбережений, прежде всего населения, в долгосрочные инвестиции. В этом состоит важнейшая макроэкономическая функция коллективных схем инвестирования (Кузнецов, 2005). Именно с развитием коллективного инвестирования произошло уравнивание возможностей институциональных и розничных инвесторов. Кроме того, коллективные инвестиции предлагают потенциальным инвесторам более высокую ликвидность вложений в сравнении с индивидуальными инвестициями.

В развитых странах существуют социально-экономические условия, способствующие развитию различных форм коллективного инвестирования:

- 1) низкие процентные ставки в коммерческих банках;
- 2) финансовая грамотность населения;
- 3) потребность инвестора в прозрачности инвестиций; инвесторы все чаще хотят иметь полную информацию о размещении своих средств и контролировать достижение инвестиционных целей;
- 4) потребность в снижении и распределении рисков инвестиций;
- 5) растущий интерес субъектов хозяйствования в дополнительных источниках финансирования;
- 6) несовершенство механизма индивидуального инвестирования, сопряженного с высокими затратами на его осуществление;
- 7) макроэкономическая стабильность и прежде всего умеренная инфляция;
- 8) предсказуемая денежно-кредитная политика центрального банка, обеспечивающая плавную динамику валютного курса.

Все эти факторы в комплексе содействовали тому, что коллективные схемы инвестирования получили большое распространение в развитых странах. Так, в 2012 г. в США на долю банковской системы, включая ФРС, в структуре акти-

вов финансового сектора экономики приходилось 24,4%, на долю фондов денежного рынка и взаимных фондов инвестиционного типа — 17,1%, государственных и частных пенсионных фондов — 13,8%, страховых компаний — 10,1%. Для сравнения: в 1985 г. доли данных секторов финансового рынка составляли 42,6, 5,6, 18,5, 12,5% соответственно.

Даже в банкоориентированной финансовой системе еврозоны доля инвестиционных фондов в совокупных активах составляет 13,1%, страховых компаний и пенсионных фондов — 13,9% (Money, Banking and Investment Funds, 2013). При этом доля открытых инвестиционных фондов в совокупных активах инвестиционных фондов составляет 90,3%<sup>1</sup>.

В Республике Беларусь сектор коллективного инвестирования до настоящего времени не получил сколь-нибудь существенного развития. Не создана его институциональная и правовая инфраструктура. Только в 2012 г. была завершена работа над проектом Закона «Об инвестиционных фондах» и созданы в порядке эксперимента фонды банковского управления с участием ОАО «Белинвестбанк» и ОАО «Приорбанк».

В Беларуси развитию коллективных форм инвестирования препятствуют макроэкономическая нестабильность, прежде всего высокая инфляция и высокий уровень процентных ставок. Тем не менее развитие различных форм коллективного инвестирования явилось бы фактором развития конкуренции на рынке финансовых услуг, а следовательно, и снижения процентных ставок в банковском секторе.

В то же время развитая инфраструктура и законодательная база сектора доверительного управления в Российской Федерации не стала основой подлинно массовой приватизации и развития сектора коллективных инвестиций. Коллективные инвестиции не выполняют здесь свое основное социальное и экономическое назначение — доступность для розничного инвестора и содействие долгосрочному экономическому росту. Об этом свидетельствуют сворачивание розничных форм коллективного инвестирования и смещение инвестиций с долевых инструментов участия в капитале нефинансового сектора на долговые инструменты и банковские счета и депозиты.

И мы опять возвращаемся к проблеме доверия и формирования решимости заниматься бизнесом. Таким образом, наличие институциональных предпосылок развития индивидуальных и коллективных форм инвестирования не устраняет риски инвестирования, связанные с «разрывами доверия» в обществе, парадоксами голосования и выбора.

### **Банк капитала и коллективные инвестиционные схемы: сходство и различие**

Между инвестиционно-депозитной моделью Банка капитала и коллективными инвестиционными схемами существует определенное сходство, что может привести к предположению, что предлагаемая модель БК является лишь одной из форм коллективных инвестиций. Обозначим общие и отличительные черты этих двух инвестиционных моделей.

Общие признаки можно свести к следующему:

1) общность некоторых макроэкономических (трансформация сбережений в инвестиции и содействие долгосрочному экономическому росту) и микроэкономических (снижение рисков) функций;

<sup>1</sup> Рассчитано по данным ЕЦБ: Aggregated Balance Sheet of Euro Area Investment Funds // Money, Banking and Investment Funds. Monthly Bulletin. ECB Statistical Data Warehouse. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn151>

2) лица (физические и юридические), предоставившие свои денежные средства финансовому посреднику, сами несут риски, связанные с инвестированием;

3) высокая доступность для розничного инвестора, хотя некоторые формы коллективного инвестирования могут иметь ограничения на вхождение в фонд для определенных категорий инвесторов;

4) возможность выбора инвестиционных схем;

5) прозрачность инфраструктуры.

При всей схожести задач, стоящих перед институтами коллективного инвестирования и Банком капитала, существуют значительные различия между ними в структуре целей, инвестиционных схемах, целевых установках инвестора, управлении инвестициями, статусе институтов (табл.).

Таблица

### Основные отличительные особенности Банка капитала и институтов коллективного инвестирования

| Критерии разграничения   | БК   | Формы коллективного инвестирования   |
|--|--|--|
| Цель инвестора   | Максимизация прибыли и повышение степени ликвидности активов. Приобретение права и кредитных ресурсов на индивидуальные инвестиции в рамках коллектива инвесторов  | Получение максимального реального дохода с инвестиций. Не ставят целью приобретение прав, связанных с индивидуальными инвестициями   |
| Право выбора объекта инвестирования со стороны массового инвестора | Имеет право выбора объекта инвестирования. Более того, выбор объекта является обязательным условием депонирования средств в БК   | Имеет право выбора коллективного инвестора и инвестиционной схемы в соответствии с инвестиционными предпочтениями  |
| Персонализация вкладов   | Вклады персонализированы и увязаны с объектом инвестиций   | Отдельные взносы обезличены в едином денежном пуле   |
| Управление инвестициями  | Инвестиционные решения принимаются самим инвестором в рамках пула инвесторов, объединенных единым инвестиционным проектом (стартапом). Возможность реализации проекта и трансформации депозитов в реальные инвестиции определяется экспертами БК на основе применения метода форсайта и зависит от готовности потенциальных инвесторов осуществлять сбережения в БК под конкретный инвестиционный проект | Профессиональный управляющий (инвестиционный менеджер) на основе контракта или договора доверительного управления управляет инвестиционными решениями. Возможна также корпоративная форма коллективных инвестиций с созданием юридического лица и соответствующими организационно-правовой форме органами управления |
| Способ распределения рисков  | Распределение рисков происходит между инвесторами единого инвестиционного проекта  | Распределение (усреднение) рисков происходит между объектами инвестиций  |
| Выплаты по вкладам (паям)  | До трансформации депозитов в индивидуальные инвестиции предусмотрены выплаты процентных доходов в соответствии с договором банковского вклада  | Как правило, не предполагают фиксированных выплат  |

Таким образом, предлагаемая модель Банка капитала имеет рельефно выраженное макроэкономическое предназначение. Банк капитала должен способствовать формированию финансового рынка в странах с формирующимися рынками и безынфляционному росту монетизации экономики. В дальнейшем БК сможет взять на себя и функцию регулирования финансового рынка на постоянной основе.

**Источники**

Бюллетень банковской статистики. 2013. № 1 (163). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.nbrb.by/statistics/bulletin/2013/bulletin2013\\_1.pdf#page=166](http://www.nbrb.by/statistics/bulletin/2013/bulletin2013_1.pdf#page=166)

*Евстигнеева Л. П., Евстигнеев Р. Н.* Внутренний рынок: макроэкономический аспект // *Общественные науки и современность*. 1999. № 2. С. 20—33.

*Золотарёва О. А.* Неинфляционные пути регулирования уровня монетизации белорусской экономики // *Вестник Оренбургского государственного университета*. 2011. № 13 (132). С. 185—190.

*Золотарёва О. А.* Белорусский кризис: причины и преодоление // *Финансы и бизнес*. 2012. № 4. С. 87—94.

*Кузнецов А. В.* Институты коллективного инвестирования в рыночной экономике: автореф. дис. ... канд. эконом. наук. СПб., 2005.

*Майборода Т. Л.* Микроэкономическая модель доверия // *Экономика и управление*. 2011. № 3. С. 102—107.

Doing Business 2013. Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises. Comparing Business Regulations for Domestic Firms in 185 Economies 10th edition / International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2013. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB13-full-report.pdf>

EU SMEs and Subcontracting. Final Report. October 2009 / EIM Business & Policy Research, Ikei Research and Consultancy. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2008/eu-smes-subcontracting-final-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2008/eu-smes-subcontracting-final-report_en.pdf)

*Farmer R.* Qualitative Easing: a New Tool for the Stabilisation of Financial Markets // *Bank of England. Quarterly Bulletin*. 2013. Q4. Vol. 53. N 4. P. 405—413.

Money, Banking and Investment Funds / ECB Statistical Data Warehouse. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn151>