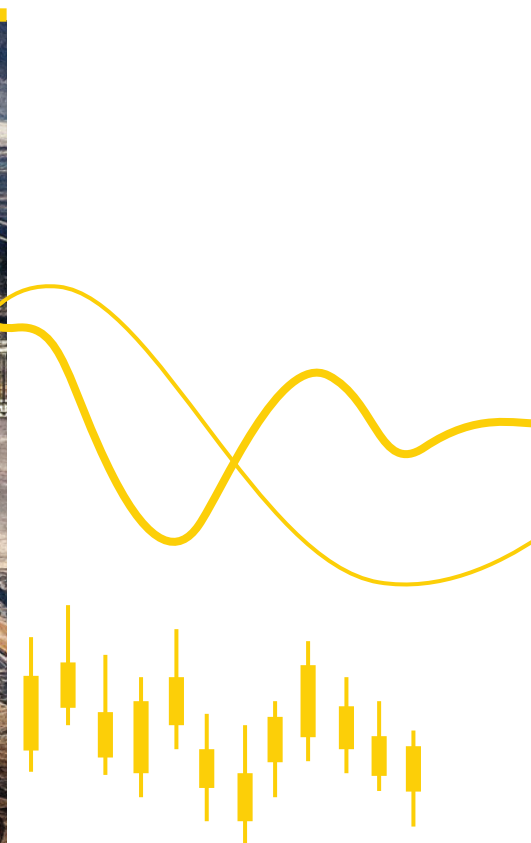


МОНИТОРИНГ ВЗАИМНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ СНГ 2016



МОНИТОРИНГ ВЗАИМНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ СНГ 2016

Доклад № 39



Центр интеграционных исследований

Санкт-Петербург

2016

УДК 331.556.4-0.27.541
ББК 6.0.7.65.7.65.9.67.412.1

Главный редактор серии докладов ЦИИ ЕАБР:
Выпускающий редактор:
Литературный редактор:
Корректор:
Верстка:

Е.Ю. Винокуров, д.э.н.
А.А. Исакова
Л.О. Тамазова
С.Г. Тараканов
В.А. Медведева

Авторы: чл.-кор. РАН, д-р экон. наук А.В. **Кузнецов** (руководитель авторского коллектива), Ю.А. **Баронина**, А.В. **Гутник**, канд. ист. наук Ю.Д. **Квашнин**, канд. экон. наук А.А. **Невская**, А.А. **Макарова**, канд. экон. наук А.С. **Четверикова**, канд. экон. наук А.В. **Щедрин** (ИМЭМО РАН), Г. **Мдивани** (Грузия). Параграф 2.1 подготовлен при участии канд. экон. наук Ю.А. **Данилова**, параграф 2.2 полностью подготовлен Ю.А. **Даниловым**.

Руководитель проекта — Т.В. **Цукарев**, Центр интеграционных исследований ЕАБР.

Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ – 2016. — СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2016. — 68 с.

ISBN 978-5-906157-30-0

Доклад является седьмым отчетом о результатах многолетнего исследовательского проекта, посвященного мониторингу взаимных инвестиций в странах СНГ и Грузии. Анализ опирается на базу данных, которая ведется на основании разносторонней информации, полученной из открытых источников. База формируется по принципу «снизу вверх», то есть ее составители отталкиваются от отчетности компаний и другой первичной информации. В результате проект позволяет адекватно учитывать такие факторы, как инвестиции через офшоры и другие «перевалочные базы», а также реинвестирование прибыли, полученной за рубежом.

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных инвестиций стран СНГ. Особое внимание уделено анализу взаимных прямых инвестиций компаний из государств — членов Евразийского экономического союза. Впервые рассматриваются взаимные портфельные трансграничные инвестиции и крупные долгосрочные кредиты.

Электронная версия доклада доступна на сайте Евразийского банка развития:
<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsСП/>

УДК 331.556.4-0.27.541
ББК 6.0.7.65.7.65.9.67.412.1

ISBN 978-5-906157-30-0

© Евразийский банк развития, 2016

Центр интеграционных исследований Евразийского банка развития

191014, Россия, Санкт-Петербург, ул. Парадная, 7
Тел. +7 (812) 320-44-41, факс + 7 (812) 329-40-41, e-mail: centre@eabr.org, www.eabr.org

Дизайн, верстка и подготовка к печати: Дизайн-студия «Аэроплан». Санкт-Петербург, ул. Заозерная, 8 «А», www.airoplan.ru

При перепечатке, микрофильмировании и других формах копирования обзора ссылка на публикацию обязательна.
Точка зрения авторов не обязательно отражает официальную позицию Евразийского банка развития.

Подписано в печать 20.10.2016.
Гарнитура Helvetica, Petersburg. Формат 205x260 мм. Тираж 500 экз.
Отпечатано в типографии «ПСП». 192236, Россия, Санкт-Петербург, ул. Белы Куна, 32

СОДЕРЖАНИЕ

СПИСОК ТАБЛИЦ И РИСУНКОВ	4
АКРОНИМЫ И СОКРАЩЕНИЯ	5
РЕЗЮМЕ	6
ВВЕДЕНИЕ	12
1. ВЗАИМНЫЕ ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В СНГ К КОНЦУ 2015 ГОДА	14
1.1. Общая характеристика базы данных МВИ СНГ	15
1.2. Экономика Украины удерживает инвесторов из стран СНГ	23
1.3. Азербайджан как нетто-экспортер ПИИ в СНГ	28
2. ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМНЫХ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ДОЛГОСРОЧНЫХ КРЕДИТОВ В СТРАНАХ СНГ	32
2.1. Методологические вопросы мониторинга и общая характеристика текущей ситуации	32
2.2. Актуальные проблемы инвестиционного взаимодействия стран ЕАЭС на корпоративном уровне	40
3. ВЗАИМНЫЕ ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В СТРАНАХ ЕАЭС	46
3.1. Инвестиции в ЕАЭС: относительная устойчивость	46
3.2. Российские прямые инвестиции: значение переоценки активов	49
3.3. Особая инвестиционная модель Беларуси	53
3.4. Потоки ПИИ других стран ЕАЭС: что изменилось?	56
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	60
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	61

СПИСОК ТАБЛИЦ И РИСУНКОВ

Таблица А. Взаимные прямые инвестиции стран — членов ЕАЭС в конце 2015 года	8
Таблица В. Ведущие компании-инвесторы в базе данных МВИ СНГ в конце 2015 года	10
Таблица 1. Масштабы взаимных ПИИ в конце 2015 года (данные МВИ СНГ)	18
Таблица 2. Сравнение данных МВФ и МВИ СНГ по накопленным ПИИ в ряде стран СНГ в конце 2014 года	19
Таблица 3. Накопленные российские ПИИ в странах СНГ и Грузии в 2009–2015 годах (сравнение данных ЦБ РФ и МВИ СНГ)	20
Таблица 4. 15 ведущих инвесторов в базе данных МВИ СНГ в конце 2015 года	22
Таблица 5. Распределение накопленных ПИИ стран СНГ (без учета банковского сектора) по регионам Украины в конце 2015 года	25
Таблица 6. Объем накопленных взаимных портфельных инвестиций стран СНГ, \$ млрд	38
Таблица 7. Структура накопленных трансграничных портфельных инвестиций между странами СНГ в зависимости от характера отношений между инвестором и реципиентом инвестиций	38
Таблица 8. Структура накопленных трансграничных портфельных инвестиций между странами постсоветского пространства по странам — реципиентам инвестиций, 2015 год (в % к общему объему инвестиций)	39
Таблица 9. Объем накопленных взаимных ПИИ стран ЕАЭС в конце 2015 года (данные МВИ СНГ)	47
Таблица 10. Крупнейшие инвестиционные проекты взаимных ПИИ в ЕАЭС в базе данных МВИ СНГ по итогам 2015 года	52
Рисунок А. Динамика накопленных ПИИ основных стран-инвесторов в СНГ в 2008–2015 годах, \$ млрд	7
Рисунок В. Сравнение динамики объема накопленных взаимных ПИИ стран СНГ и стран ЕАЭС в 2008–2015 годах	8
Рисунок С. Отраслевая структура накопленных в странах ЕАЭС взаимных ПИИ по итогам 2015 года, %	9
Рисунок 1. Распределение проектов базы данных МВИ СНГ по величине накопленных инвестиций	16
Рисунок 2. Динамика российских, казахстанских, азербайджанских, украинских, белорусских и грузинских накопленных ПИИ в СНГ в 2008–2015 годах, \$ млрд	17
Рисунок 3. Отраслевая структура накопленных в странах СНГ и Грузии взаимных ПИИ в конце 2015 года, %	21
Рисунок 4. Окончание инвестиционных проектов (стоимостью более \$1 млн) в базе данных МВИ СНГ по годам	28
Рисунок 5. Ликвидность некоторых развивающихся рынков акций (по показателю соотношения годового объема биржевой торговли акциями и капитализации)	42
Рисунок 6. Сравнение динамики объема накопленных взаимных прямых инвестиций стран СНГ и стран ЕАЭС в 2008–2015 годах	47
Рисунок 7. Отраслевая структура накопленных в странах ЕАЭС взаимных ПИИ по итогам 2015 года, %	48
Рисунок 8. Отраслевая структура накопленных российских ПИИ в странах ЕАЭС в конце 2015 года, %	51
Рисунок 9. Отраслевая структура накопленных белорусских ПИИ в странах ЕАЭС в конце 2015 года, %	56
Рисунок 10. Отраслевая структура накопленных казахстанских ПИИ в странах ЕАЭС в конце 2015 года, %	58

АКРОНИМЫ И СОКРАЩЕНИЯ

АЗС — автозаправочная станция

ЕАБР — Евразийский банк развития

ЕАЭС — Евразийский экономический союз

ИМЭМО РАН — Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова Российской академии наук

ИТ — информационные технологии

МВИ СНГ — мониторинг взаимных прямых инвестиций стран СНГ и Грузии

МВФ — Международный валютный фонд

МПИ-Евразия — мониторинг прямых инвестиций России и некоторых других постсоветских государств в странах Европы и Азии за пределами СНГ и Грузии

ОЭСР — Организация экономического сотрудничества и развития

ПИИ — прямые иностранные инвестиции

РИНЦ — Российский индекс научного цитирования

СМИ — средства массовой информации

СНГ — Содружество Независимых Государств

СП — совместное предприятие

ТНК — транснациональная корпорация

ТПС — товаропроводящая сеть

ЦБ РФ — Центральный банк Российской Федерации (Банк России)

ЦИИ ЕАБР — Центр интеграционных исследований ЕАБР

ЮНКТАД (UNCTAD) — Конференция ООН по торговле и развитию

Резюме

База данных Мониторинга взаимных прямых инвестиций стран СНГ и Грузии (МВИ СНГ) является постоянным действующим проектом ЦИИ ЕАБР и содержит детальные сведения о взаимных накопленных ПИИ по проектам инвесторов из названных постсоветских государств.

МВИ СНГ ведется с 2011 года на основании разносторонней информации, полученной из открытых источников. Таким образом, база формируется по принципу «снизу вверх», то есть ее составители отталкиваются от отчетности компаний и другой первичной информации. В результате МВИ СНГ позволяет адекватно учитывать такие факторы, как инвестиции через офшоры и другие «перевалочные базы», а также реинвестирование прибыли, полученной за рубежом. В этом ее отличие от официальной статистики.

База данных МВИ СНГ включает самые востребованные данные для реализации всестороннего анализа инвестиционных проектов: страна-инвестор, сектор и отрасль инвестирования (согласно разработанной в рамках проекта двухуровневой классификации), компания-инвестор, регион — получатель ПИИ, объект инвестирования, характер инвестирования (например, проект «с нуля» или покупка), год начала проекта (годы реализации для завершенных инвестиций), стоимость ПИИ на конец года для периода 2008–2015 годов, дополнительные примечания и источники информации.

Прикладной характер базы данных делает ее востребованной как исследователями, так и госорганами стран — участниц ЕАБР, которые все чаще проявляют интерес к получению дополнительной полезной информации и аналитики на основе МВИ СНГ.

- **Взаимные ПИИ в СНГ: отрицательная динамика набирает обороты.** Согласно результатам мониторинга, объем накопленных взаимных ПИИ стран СНГ и Грузии в конце 2015 года составил \$42.4 млрд (без учета проектов стоимостью менее \$1 млн). Рост показателя в 2009–2012 годах (с \$36.9 млрд до \$57.2 млрд) с 2013 года сменился понижательным трендом. По итогам 2015 года падение объема накопленных ПИИ составило \$2.2 млрд, или 5% (рисунок А).
- **Девальвация национальных валют выступила основной причиной снижения ПИИ в 2015 году.** При этом негативное воздействие оказал целый комплекс взаимосвязанных причин: неблагоприятная экономическая конъюнктура в целом, последствия украинского кризиса, а также переоценка ком-

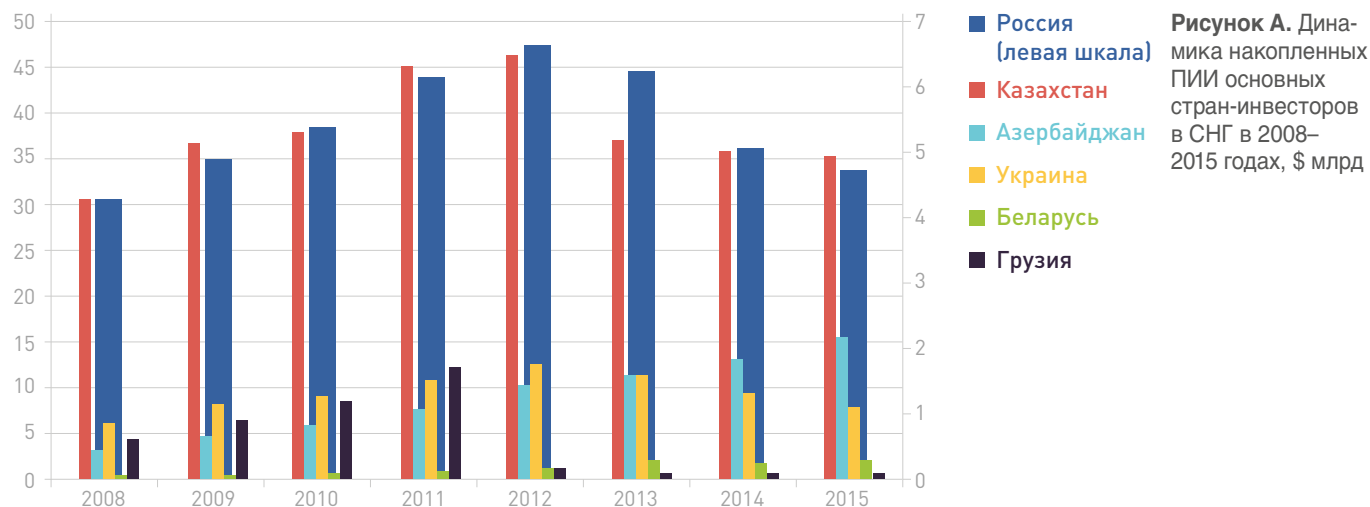


Рисунок А. Динамика накопленных ПИИ основных стран-инвесторов в СНГ в 2008–2015 годах, \$ млрд

паниями ранее осуществленных инвестиций (в том числе в силу девальвации национальных валют).

- **Российские инвесторы осуществили почти 80% взаимных ПИИ в странах СНГ.** На втором месте — Казахстан (11.6% экспортированных ПИИ), на третьем — Азербайджан (5% экспортированных ПИИ).
- **Доля нероссийских ПИИ медленно растет.** В рекордном по показателям 2012 году на Россию приходилось 82.6% экспортированных прямых инвестиций. Имеет место постепенная интернационализация бизнеса в странах СНГ, ранее отстававших от России. Российские ТНК, освоившись на постсоветском пространстве, нередко предпочитают инвестировать в третьи страны.
- **В ближайшей перспективе может смениться лидер по объемам импортированных ПИИ из стран СНГ.** Пока первой среди крупнейших реципиентов взаимных ПИИ по-прежнему выступает Украина — 20.2% объема всех привлеченных ПИИ в СНГ (в конце 2012 года данный показатель составлял 32%). **Однако к концу 2015 года с Украиной почти сравнялась Беларусь (19.8% объема всех привлеченных ПИИ).** Третьим следует Казахстан — 16.8% импортированных ПИИ в СНГ и Грузии.
- **В целом на периоде 2008–2015 годов динамика взаимных ПИИ в пяти странах — членах ЕАЭС более устойчива, чем на постсоветском пространстве** (рисунок В). В конце 2015 года объем накопленных взаимных ПИИ в ЕАЭС составил \$23.7 млрд (сокращение по сравнению с предыдущим периодом на 6.6%). Вклад взаимных ПИИ стран ЕАЭС в общий объем взаимных прямых инвестиций стран СНГ и Грузии вырос с 47% в 2008 году до 56% в 2015 году.
- **Наибольшее снижение — 19% по итогам 2015 года — накопленные российские ПИИ продемонстрировали в Казахстане.** Объяснение этому — значимая девальвация тенге и последующая переоценка активов, а не прекращение

Рисунок В. Сравнение динамики объема накопленных взаимных ПИИ стран СНГ и стран ЕАЭС в 2008–2015 годах

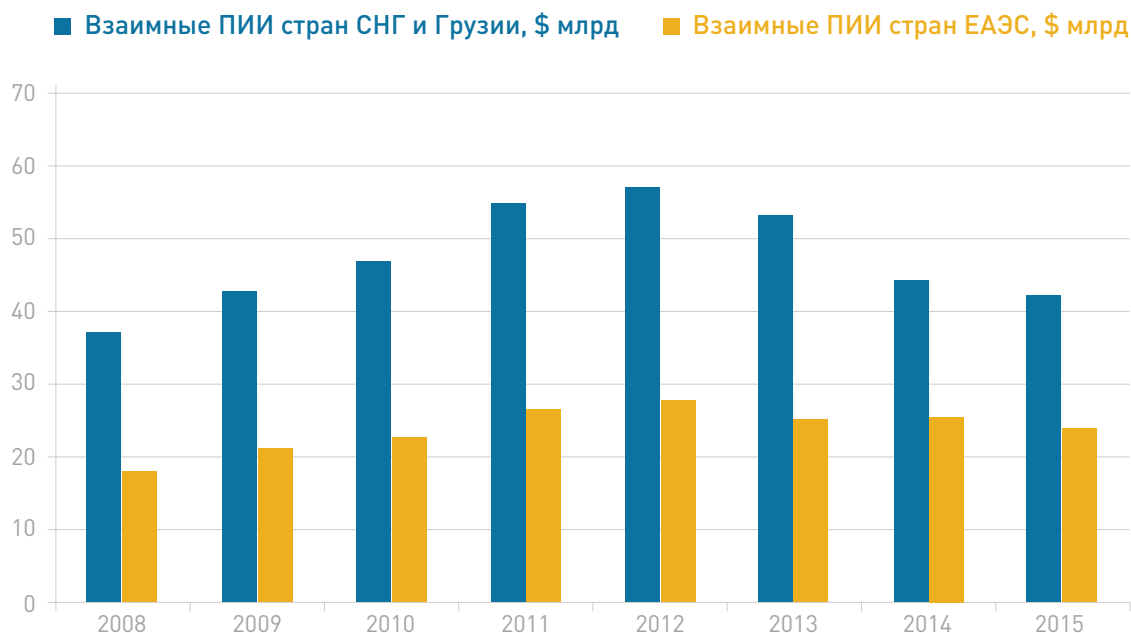


Таблица А. Взаимные прямые инвестиции стран — членов ЕАЭС в конце 2015 года

Страна-реципиент	Накопленные ПИИ стран-инвесторов, \$ млн					
	Россия	Казахстан	Беларусь	Армения	Кыргызстан	5 стран всего
Россия	X	3367	204	3	0	3574
Казахстан	7095	X	34	0	0	7129
Беларусь	8297	53	X	10	4	8364
Армения	3056	8	0	X	0	3064
Кыргызстан	811	695	0	0	X	1506
5 стран всего	19259	4123	238	13	4	23637

проектов. В Беларуси сокращение накопленных российских инвестиций составило 2.4%, а в Армении и Кыргызстане был отмечен их рост. В конце 2015 года на Россию пришлось 81.5% экспортированного объема накопленных ПИИ и 15.1% импортированных ПИИ в ЕАЭС (таблица А).

- **Ведущие секторы взаимных ПИИ в ЕАЭС — топливный комплекс и цветная металлургия** (рисунок С). Их удельный вес существенно выше, чем во взаимных инвестициях стран СНГ и Грузии. Лидерство топливного сектора обеспечено двумя крупнейшими проектами в странах ЕАЭС — это газотранспортное дочернее предприятие ПАО «Газпром» в Беларуси и проекты по добыче углеводородного сырья ПАО «ЛУКОЙЛ» в Казахстане. Также больше роль взаимных ПИИ в странах ЕАЭС в транспортном и агропродовольственном комплексах.



Рисунок С. Отраслевая структура накопленных в странах ЕАЭС взаимных ПИИ по итогам 2015 года, %

В то же время значение взаимных ПИИ в сектор связи и ИТ, финансовый сектор и инфраструктурные сети в странах ЕАЭС ниже, чем в целом по СНГ и Грузии.

- **Высокие показатели по России, несмотря на наличие большого количества проектов в базе данных МВИ СНГ, обеспечивает ограниченный круг компаний.** По объемам экспорта капитала и географии инвестиционной активности именно российские ТНК доминируют среди ТНК стран СНГ (таблица В).
- **Российская пятерка инвесторов-лидеров — «Газпром», «ЛУКОЙЛ», «МТС», «ВымпелКом» и группа «ВТБ».** В конце 2015 года на них пришлось \$18.3 млрд накопленных ПИИ. Это 43% всех накопленных взаимных прямых капиталовложений в СНГ и Грузии (или почти 54% от всех российских ПИИ на постсоветском пространстве).
- **Особое место во взаимных инвестициях на постсоветском пространстве занимает Азербайджан. Наряду с Россией он является одной из двух стран — нетто-экспортеров прямых капиталовложений в СНГ и Грузию.** Азербайджанские ПИИ в постсоветские страны характеризуются непрерывным ростом, превысив в 2015 году \$2.1 млрд (рисунок А). Прямые инвестиции азербайджанских компаний отличаются также широкой отраслевой диверсификацией. Почти все азербайджанские ПИИ локализованы в Грузии (88%). Это связано не только с территориальной близостью, но и с обеспечением интересов, связанных с экспортными поставками.

Таблица В. Ведущие компании-инвесторы в базе данных МВИ СНГ в конце 2015 года

Компания/инвестор	Страна	Сектор — основной реципиент ПИИ компании	Накопленные ПИИ, \$ млрд	Число стран в регионе с дочерними структурами (где ПИИ более \$1млн)	Основная страна-реципиент в регионе	Доля этой страны, %
«Газпром»	Россия	Топливный	7.36	7	Беларусь	70
«ЛУКОЙЛ»	Россия	Топливный	6.27	6	Казахстан	48
«МТС»	Россия	Связь и ИТ	1.75	5	Беларусь	45
«ВымпелКом»	Россия	Связь и ИТ	1.52	7	Украина	26
Группа «ВТБ»	Россия	Финансовый	1.35	6	Украина	78
ГНКАР	Азербайджан	Топливный	1.12	2	Грузия	85
«Меридиан Капитал»	Казахстан	Транспортный	1.04	3	Россия	90
«ВС Энерджи»	Россия	Инфраструктурные сети	1.03	1	Украина	100
Александр Катунин и другие	Россия	Черная металлургия	1.00	1	Украина	100
«Верный капитал»	Казахстан	Туристический комплекс	0.90	2	Россия	78

- **Сохраняющаяся нестабильность политической и экономической ситуации в Украине продолжает оказывать негативное влияние на потоки взаимных ПИИ.** В целом накопленные ПИИ из постсоветских стран в Украине за 2015 год сократились на 5%. Вместе с тем выход российских компаний не принял лавинообразной формы. Мы видим две причины для такой тактики. Первая: на практике выход из украинских активов по разумной цене затруднен. Вторая: некоторые из этих активов (например, банки) сохраняют определенную рыночную перспективу и привлекательность. Большинство инвесторов держатся за свои активы, частично переоценивая их в сторону снижения.
- **Сама Украина как инвестор на пространстве СНГ продолжила терять свои позиции в 2015 году,** причем такими же высокими темпами, как и в 2014-м. Накопленный объем украинских ПИИ сократился соответственно в 2014 году на 16,2%, а в 2015-м — еще на 15,5%.
- **Масштабы взаимных портфельных инвестиций на постсоветском пространстве на порядок меньше, чем взаимные прямые капиталовложения.** По нашим оценкам, объем этих капиталовложений составляет порядка \$3 млрд (с довольно существенными колебаниями год от года). В целом за 2015 год накопленные взаимные портфельные капиталовложения стран СНГ и Грузии сократились на 13%. Основная причина — обесценение номинированных в национальной валюте облигаций. В настоящее время крупнейшим проектом взаимных портфельных инвестиций стран СНГ и Грузии является 5-процентная доля ПАО «ЛУКОЙЛ»

в проекте по освоению нефтяного месторождения Тенгиз в Казахстане (\$1.8 млрд). Однако крупные проекты с взаимными портфельными инвестициями на постсоветском пространстве довольно редки.

- **По абсолютным объемам взаимных капиталовложений лидируют российские портфельные инвесторы, однако благодаря инвестициям ЕНПФ выделяется также Казахстан.** Позиция России как страны происхождения инвестиций принципиально меняется в зависимости от того, учитываются ли крупные портфельные капиталовложения ПАО «ЛУКОЙЛ» в Казахстане (в месторождение Тенгиз) или нет. Если они учитываются, Россия представляется как крупнейшая страна происхождения портфельных инвестиций; если не учитывается, то остальные портфельные инвестиции, исходящие из России в страны постсоветского пространства, незначительны.

Введение

В конце 2011 года Центр интеграционных исследований ЕАБР в партнерстве с исследовательским коллективом Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений имени Е. М. Примакова (ИМЭМО) РАН начал мониторинг взаимных прямых инвестиций стран СНГ и Грузии (ЦИИ ЕАБР, 2012 и последующие доклады). За прошедшие пять лет удалось создать детальную базу данных проектов прямых капиталовложений на постсоветском пространстве, которая востребована как исследователями, так и бизнес-сообществом, представители которого все чаще проявляют интерес к получению дополнительной полезной информации и аналитики на основе МВИ СНГ. Как показывает система РИНЦ, только в научной литературе на публикации, созданные в рамках подготовки МВИ СНГ, сделано уже порядка ста ссылок.

Важным конкурентным преимуществом МВИ СНГ, делающим его ценным дополнением официальной статистики прямых капиталовложений, является сбор информации о ПИИ по авторской методике. Он позволяет преодолеть недостатки учета инвестиционных проектов, осуществляемого центральными банками или государственными статистическими ведомствами постсоветских стран.

Прежде всего, отличительной особенностью МВИ СНГ является учет фактической локализации активов. К сожалению, в отличие от германского Бундесбанка и некоторых других зарубежных органов по сбору статистики ПИИ, пока ни ЦБ РФ, ни центральные банки других стран СНГ не пытаются осуществлять параллельный учет капиталовложений как по первой, так и по последней странам приложения ПИИ. В результате благодаря учету ПИИ через офшоры и иные «перевалочные базы» в рамках МВИ СНГ удалось получить адекватные (намного больше официально регистрируемых) данные о масштабах взаимных инвестиций в СНГ.

Тщательная работа с корпоративной отчетностью и другой информацией компаний, а также новостными сообщениями в СМИ и иными источниками позволила в рамках текущего мониторинга взаимных инвестиций получить наиболее полный перечень прямых инвесторов, по которым собирается информация. Как показывает проведенный нами анализ отраслевой и региональной структуры ПИИ, отраженной в статистике ЦБ РФ, искажения официальных данных обусловлены не только игнорированием фактора офшоров, но и неполнотой выборки обследуемых инвесторов. В текущем докладе обязательным порогом для включения в базу данных МВИ СНГ стал размер накопленных ПИИ, равный \$3 млн. На середину 2016 года таких проектов было 464. Однако, как и в прошлые годы, в базу данных включены некоторые проекты с размером накопленных ПИИ на уровне \$1–3 млн (например, в предприятия сектора ИТ). Благодаря этому в рамках МВИ СНГ удастся проводить более детальный количественный анализ структуры взаимных инвестиций на пространстве СНГ, в особенности осуществленных

инвесторами из так называемых малых экономик (например, Азербайджана, Беларуси, Грузии и так далее).

Новшеством этого года стало исключение из расчетов количественных параметров проектов, где накопленные капиталовложения составляют менее \$1 млн. Такие небольшие инвестиционные проекты сохраняются в базе данных лишь для качественного анализа. В итоге среди более чем 1.2 тыс. проектов, включенных в базу данных МВИ СНГ, для количественного анализа отобраны 679. При этом в некоторых из них на конец 2015 года ПИИ оказались нулевыми, однако ранее превосходили \$1 млн (например, ввиду завершения проекта, его перепродажи или выхода из проекта самого инвестора). Это сделано для более корректного учета небольших сделок, поскольку проекты стоимостью несколько сотен тысяч долларов далеко не всегда попадают в базу данных МВИ СНГ. Достаточно сказать, что, например, по данным официальной статистики, в России действует около 6.7 тыс. предприятий с капиталом стран СНГ (Росстат, 2015), а в Беларуси — около 3.2 тыс. (Белстат, 2015).

При этом в ходе работы по развитию МВИ СНГ были предложены методы косвенной оценки ПИИ, которые могут быть взяты на вооружение центральными банками для определения примерных объемов капиталовложений при отсутствии точных данных от компаний.

Данный доклад развивает результаты исследований предыдущих лет в рамках сотрудничества ЦИИ ЕАБР и ИМЭМО РАН. Документ разделен на три части. В первой дается уже традиционная для наших докладов общая характеристика взаимных инвестиций стран СНГ и Грузии. Как и год назад, при анализе ПИИ подробно рассмотрены последствия кризиса в Украине. Также серьезное внимание в исследовании уделено изучению места Азербайджана во взаимных прямых капиталовложениях в СНГ. Во второй части впервые анализ прямых капиталовложений дополняется обзором взаимных портфельных инвестиций и долгосрочных кредитов в проекты на территории стран СНГ. Новый компонент мониторинга позволит более глубоко раскрыть вопросы корпоративной интеграции на постсоветском пространстве. Третья часть доклада посвящена итогам детального изучения взаимных инвестиций в рамках ЕАЭС.

1. Взаимные прямые инвестиции в СНГ к концу 2015 года

Мониторинг взаимных прямых инвестиций стран СНГ и Грузии (МВИ СНГ) является постоянным действующим проектом ЦИИ ЕАБР, который реализуется с конца 2011 года. Как и в прошлые годы, в базу данных МВИ СНГ включаются все инвестиционные проекты с накопленными ПИИ из СНГ и Грузии на постсоветском пространстве объемом свыше \$3 млн. Кроме того, учитывается ряд менее значимых проектов, которые дают более полную картину взаимных капиталовложений (в особенности осуществленных инвесторами малых стран, а также в отраслях сферы услуг). При этом расчеты количественных параметров взаимных капиталовложений стран СНГ и Грузии ведутся для всех проектов, в которых в любой из годов наблюдений накопленные ПИИ превышали \$1 млн (тогда как проекты стоимостью несколько десятков или сотен тысяч долларов учитываются лишь для качественного анализа тенденций).

Значимым преимуществом настоящего мониторинга прямых инвестиций является учет фактической локализации активов (то есть отслеживание поступления ПИИ в страны СНГ через офшоры), что во многих случаях позволяет получать более адекватную картину, нежели представляют, например, центральные банки.

Для учета отраслевой структуры ПИИ в рамках двух проектов ЕАБР — МВИ СНГ и смежного проекта МПИ-Евразия — разработана двухуровневая отраслевая классификация — 15 секторов в составе более 90 отраслей (ЦИИ ЕАБР, 2015а). Она постоянно дополняется по мере включения новых инвестиционных проектов. Например, в 2016 году в базу данных добавлены отрасли «здравоохранение» и «выпуск художественных изделий» в рамках сектора «прочие отрасли сферы услуг», а также «инфраструктура для автогонок» в рамках сектора «транспортный комплекс».

Для учета региональной структуры ПИИ стран СНГ однотипные капиталовложения компании в разных областях (иных административно-территориальных единицах) рассматриваются как самостоятельные проекты. Так, за один проект берутся все АЗС или сетевые магазины одного инвестора в той или иной области Беларуси или Казахстана. В итоге база данных МВИ СНГ насчитывает более 1.2 тыс. проектов, информация о которых позволяет получить детальную картину о масштабах, динамике и разных параметрах структуры взаимных прямых инвестиций стран СНГ и Грузии за 2008–2015 годы. Вместе с тем в текущем докладе для расчетов используются данные только о тех проектах, где хотя бы в один из годов накопленные ПИИ превосходили \$1 млн. В базе данных таких проектов 679 (без учета проектов в Абхазии, Южной Осетии и Нагорном Карабахе). Исключение более 500 проектов (в том числе 426 с ненулевыми ПИИ в конце 2015 года) уменьшает суммарные показатели по белорусским ПИИ в странах СНГ и Грузии лишь на \$0.1–0.2 млрд, а по российским ПИИ — менее чем на \$0.1 млрд.

В рамках работы по развитию МВИ СНГ предложены методы косвенной оценки ПИИ, которые могут быть взяты на вооружение центральными банками для определения примерных объемов капиталовложений при отсутствии точных данных от компаний.

Речь идет прежде всего об оценке масштабов инвестиций, например, в сети АЗС, магазинов и ресторанов, где обычно инвесторами создается много однотипных объектов, размерам капиталовложений в которые не уделяется должного внимания в корпоративной отчетности и СМИ. В соответствии с рекомендациями ОЭСР нами предполагается, что стоимость всех однотипных объектов примерно равна той, которая озвучивалась для тех немногих сделок, чьи финансовые параметры были опубликованы. В качестве иллюстрации можно привести анализ ПИИ, связанных с АЗС. Одна АЗС в зависимости от типа и сопутствующей инфраструктуры (например, наличия магазина) стоит на постсоветском пространстве \$0.5–3 млн, что и для корпоративной отчетности крупных нефтяных корпораций, и для СМИ является незначительной величиной. Однако в целом в базе данных МВИ СНГ взаимные ПИИ в сети АЗС в конце 2015 года превысили \$1.5 млрд (почти 3.7% объема всех накопленных взаимных ПИИ стран СНГ и Грузии).

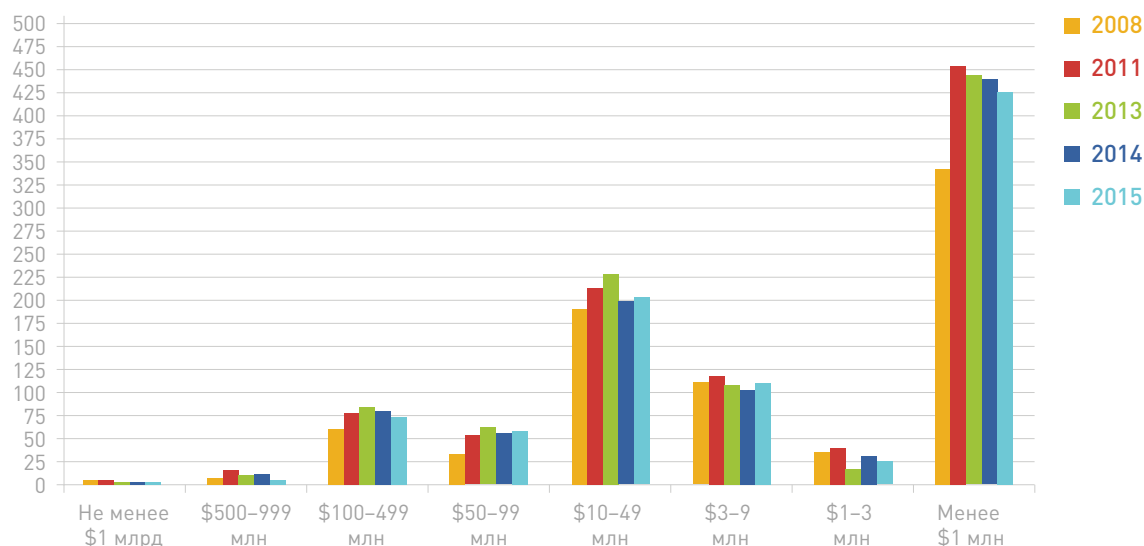
Кроме того, нами предложены методы оценки на основе данных о внеоборотных активах накопленных ПИИ телекоммуникационных компаний и некоторых предприятий обрабатывающей промышленности, где быстрое обесценение активов на фоне существенных реинвестиций прибылей не позволяет опираться только на данные о сделках в первоначальное приобретение объектов. Такой подход отличается от рекомендаций ОЭСР, однако в нынешних условиях для постсоветского пространства он является оптимальным для хотя бы примерной переоценки ранее вложенных ПИИ.

Учет ПИИ в банковском секторе с точки зрения методологии проще, чем учет зарубежных активов компаний в нефинансовых отраслях. По сравнению с компаниями нефинансового сектора банки традиционно более дисциплинированы в публикации корпоративной отчетности и раскрытии состава акционеров. С одной стороны, это позволяет точно учитывать размер активов и фиксировать их изменение (по размеру уставного капитала), с другой — дает возможность выявить активы с миноритариями-иностранцами. Основным фактором, принимаемым во внимание при ежегодной переоценке стоимости активов, является курс национальной валюты на конец рассматриваемого периода. Отправной точкой при расчетах становится уставной капитал банковского учреждения (в условиях текущей нестабильности валютных курсов большинства стран СНГ такая переоценка привела в 2014–2015 годах к очень значительным корректировкам стоимости активов).

1.1. Общая характеристика базы данных МВИ СНГ

Среди 1.2 тыс. проектов, которые включены в базу данных МВИ СНГ, информация по ненулевым накопленным взаимным инвестициям на конец 2015 года имеется по 919 проектам. При этом показатель свыше \$1 млрд был в пяти проектах,

Рисунок 1. Распределение проектов базы данных МВИ СНГ по величине накопленных инвестиций



от \$500 млн до \$999 млн — в семи проектах, от \$100 млн до \$499 млн — еще в 77. Если рассматривать распределение проектов базы данных МВИ СНГ по величине накопленных инвестиций на периоде 2008–2015 годов, то заметное сокращение количества проектов с ненулевыми ПИИ (после их роста с 2008 года) началось в 2013 году (см. рисунок 1). Тем не менее показатели 2015 года все еще выше уровня 2008 года, за несколькими исключениями. Прежде всего, речь идет о количестве сверхкрупных проектов. Основных причин несколько: прекращение проектов (в том числе из-за неблагоприятной экономической конъюнктуры), их перепродажа национальным инвесторам или ТНК третьих стран (особый случай — российские ПИИ в Крыму и Севастополе) и переоценка стоимости активов (главным образом из-за девальвации национальных валют ряда стран СНГ).

Среди инвесторов в крупные и сверхкрупные проекты выделяются российские ТНК. Отраслевая структура крупных и сверхкрупных проектов довольно разнообразна, хотя лидирует, естественно, топливный комплекс. Так, в тройке лидеров — газотранспортное дочернее предприятие «Газпрома» в Беларуси и проекты «ЛУКОЙЛа» по добыче углеводородного сырья в Казахстане и Узбекистане. За ними следуют проекты в финансовом секторе, черной металлургии, связи и ИТ и так далее.

Хотя в базе данных МВИ СНГ доминируют по численности небольшие проекты, они обычно слабо влияют на совокупные показатели структуры взаимных ПИИ. Напротив, изменения в нескольких крупных проектах (как в сторону наращивания инвестиций, так и в сторону обесценения ранее вложенных средств) могут сильно менять структуру капиталовложений. Вместе с тем на протяжении всех лет наблюдений сохраняется доминирование России — как по количеству проектов, так и по абсолютным масштабам накопленных взаимных ПИИ (см. таблицу 1).

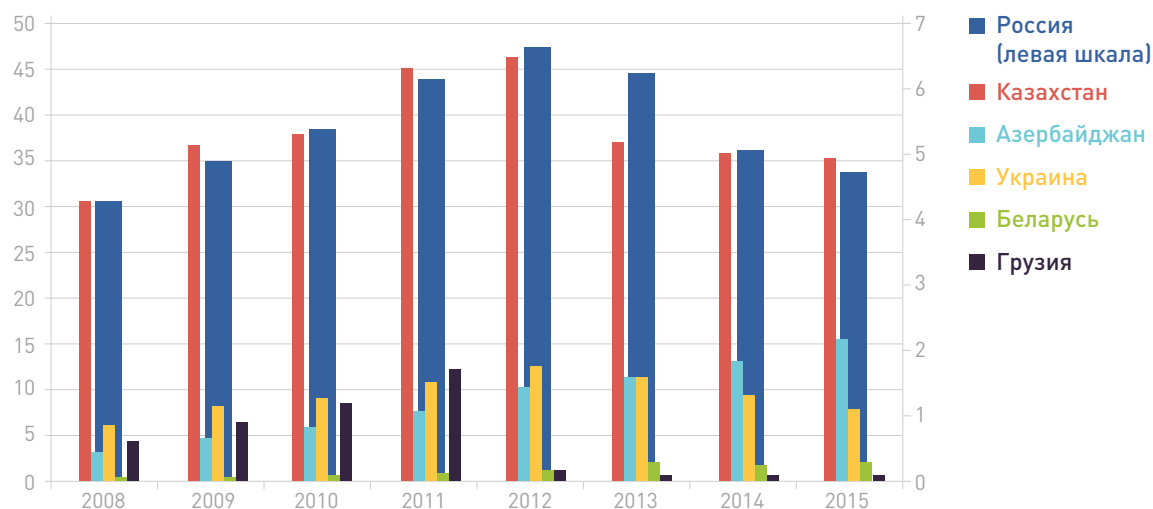


Рисунок 2. Динамика российских, казахстанских, азербайджанских, украинских, белорусских и грузинских накопленных ПИИ в СНГ в 2008–2015 годах, \$ млрд

В целом к концу 2015 года взаимные ПИИ стран СНГ и Грузии составили \$42.4 млрд. Устойчивый рост показателя в 2009–2012 годах (с \$36.9 млрд до \$57.2 млрд) сменился понижательным трендом. В частности, по итогам 2015 года падение объема накопленных ПИИ стран СНГ и Грузии составило \$2.2 млрд, или 5%.

Объем накопленных взаимных ПИИ в СНГ сокращался в 2015 году по ряду причин: неблагоприятная экономическая конъюнктура в целом, последствия украинского кризиса, а также постоянно производимые компаниями переоценки ранее осуществленных инвестиций, в том числе по причине девальвации национальных валют (см. рисунок 2). Достаточно сказать, что в течение 2015 года номинальный курс российского рубля снизился к доллару в 1.3 раза, украинской гривны — в 1.52 раза, белорусского рубля — в 1.56 раза, казахстанского тенге — в 1.86 раза и так далее. Поскольку многие взаимные ПИИ осуществлялись в национальных валютах, это автоматически привело к падению накопленных капиталовложений при их исчислении в долларах США. Предполагается, что без учета переоценки активов в 2015 году показатель объема накопленных взаимных прямых инвестиций стран СНГ остался бы на прежнем уровне, так как существенного сворачивания проектов не наблюдалось.

Российские инвесторы осуществили 79.7% взаимных ПИИ на постсоветском пространстве, а сама Россия привлекла 10.6% взаимных ПИИ. Важной для анализа тенденцией является сокращение роли российских инвесторов в странах СНГ и Грузии. Например, в рекордном по показателям 2012 году, когда накопленный объем взаимных ПИИ составлял \$57.2 млрд, на Россию приходилось 82.6% экспортированных и 11.2% привлеченных ПИИ. По-видимому, имеет место постепенная интернационализация бизнеса в странах СНГ, ранее отстававших от России, при том что российские ТНК, освоившись в близлежащем регионе, нередко предпочитают теперь инвестировать средства в третьих странах.

Вторым по значению участником взаимных инвестиционных потоков выступает Казахстан — 11.6% экспортированных и 16.8% импортированных взаимных ин-

Таблица 1. Масштабы взаимных ПИИ в конце 2015 года (данные МВИ СНГ)

Страна-реципиент ПИИ	Накопленные ПИИ стран-инвесторов, \$ млрд						Все 12 стран
	Россия	Казахстан	Азербайджан	Украина	Беларусь	Грузия	
Азербайджан	0.76	0.00	X	–	0.01	0.00	0.78
Армения	3.06	0.01	–	0.03	–	0.01	3.10
Беларусь	8.30	0.05	–	0.01	X	0.01	8.38
Грузия	0.58	0.47	1.87	0.16	–	X	3.09
Казахстан	7.10	X	0.02	–	0.03	–	7.15
Кыргызстан	0.81	0.70	–	–	–	–	1.51
Молдова	0.43	–	–	0.08	0.01	–	0.52
Россия	X	3.37	0.05	0.83	0.20	0.03	4.50
Таджикистан	1.06	0.08	–	0.00	–	–	1.14
Туркменистан	0.02	–	–	–	–	–	0.02
Узбекистан	3.55	0.08	–	–	–	–	3.58
Украина	8.18	0.16	0.18	X	0.03	0.03	8.58
Всего	33.84	4.92	2.12	1.10	0.29	0.08	42.43

вестиций. В качестве источника ПИИ выделяется также Азербайджан (5% всех накопленных взаимных ПИИ стран СНГ и Грузии), в меньшей степени заметны позиции Украины и Беларуси. В целом на первую пятерку по итогам 2015 года пришлось 99.6% объема накопленных взаимных ПИИ. До сворачивания к началу 2012 года Б. Иванишвили своих инвестиционных проектов в России в качестве источника капиталовложений выделялась также Грузия.

Первым среди крупнейших реципиентов взаимных ПИИ по-прежнему, хотя и с меньшей долей, чем раньше, выступает Украина (20.2% объема всех привлеченных ПИИ в СНГ и Грузии в конце 2015 года против 32.1% в конце 2012 года). Однако к концу 2015 года с Украиной почти сравнялась Беларусь (19.8% объема всех привлеченных ПИИ в СНГ и Грузии). В целом удельный вес первой пятерки стран-реципиентов значительно ниже, чем пятерки стран-инвесторов, — 76%. Государством, которое практически исключено из взаимных потоков ПИИ, является Туркменистан.

Нетто-экспортерами капитала в пределах региона СНГ и Грузии выступают только Россия и Азербайджан. Более того, интересным фактом является лидерство Азербайджана по масштабам прямых инвестиций в Грузию среди всех стран (согласно официальной статистике). Именно благодаря азербайджанским капиталовложениям в 2015 году страны СНГ обогнали страны ЕС по объему ПИИ в грузинскую экономику. За исключением Казахстана, Украины и отчасти Беларуси и Грузии, можно говорить лишь об импорте капитала бывшими республиками СССР, что в целом согласуется с теорией пути инвестиционного развития, которая связывает баланс экспорта и импорта ПИИ с уровнем экономического

1. ВЗАИМНЫЕ ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В СНГ К КОНЦУ 2015 ГОДА

Страна-инвестор		Накопленные ПИИ в стране, \$ млн								
		Азербайджан	Армения	Беларусь	Грузия	Казахстан	Кыргызстан	Молдова	Россия	Украина
Россия	МВФ	1081	1615	10145	555	3297	237	792	X	2190
	МВИ	949	3031	8503	533	8788	698	420	X	8647
Казахстан	МВФ	54	10	31	293	X	195	-1	466	167
	МВИ	5	9	65	466	X	757	0	3321	193
Украина	МВФ	24	1	81	54	117	1	38	197	X
	МВИ	0	25	40	179	0	0	72	971	X
Беларусь	МВФ	4	0	X	0	33	0	4	273	119
	МВИ	10	0	X	0	32	0	12	158	22
Азербайджан	МВФ	X	0	15	1043	30	0	-11	135	65
	МВИ	X	0	0	1609	10	0	0	60	142
Грузия	МВФ	48	0	3	X	42	0	0	2	0
	МВИ	8	1	6	X	0	0	0	30	29
Армения	МВФ	0	X	12	-30	1	0	0	85	8
	МВИ	0	X	10	16	0	0	0	3	0
Для справки: Кипр	МВФ	54	302	2818	286	1569	56	267	92158	7323

Таблица 2. Сравнение данных МВФ и МВИ СНГ по накопленным ПИИ в ряде стран СНГ в конце 2014 года

Источники: МВИ СНГ и IMF (2015).

развития страны (Narula, Dunning, 2010). При этом страны с мощными сырьевыми ТНК, как правило, вывозят больше капитала.

Установленные в рамках ведения базы данных МВИ СНГ масштабы взаимных ПИИ на постсоветском пространстве по многим парам стран заметно отличаются от того, что показывает официальная национальная и международная статистика. Хорошей иллюстрацией служат результаты межгосударственных сопоставлений МВФ по географической структуре ПИИ (IMF, 2015), которые базируются главным образом на национальной статистике накопленных объемов импортированных ПИИ (см. таблицу 2). Во-первых, значительная часть взаимных ПИИ идет через Кипр и другие офшоры. Это хорошо видно на примере российских ПИИ в Казахстане, Кыргызстане и Украине, которые более полно учтены в базе данных МВИ СНГ. Во-вторых, в базе данных МВИ СНГ не учтены небольшие проекты, что наиболее существенно для некоторых малых стран (например, грузинские ПИИ в Азербайджане и белорусские ПИИ в Украине). В-третьих, есть различия в оценке ПИИ в сверхкрупных проектах.

Наиболее ярко расхождения между данными МВИ СНГ и официальной статистикой проявляются для России, которая является ключевым источником взаим-

Таблица 3. Накопленные российские ПИИ в странах СНГ и Грузии в 2009–2015 годах (сравнение данных ЦБ РФ и МВИ СНГ)

Страна	Данные на конец года, \$ млрд									
	2009		2011		2013		2014		2015	
	МВИ СНГ	ЦБ РФ	МВИ СНГ	ЦБ РФ	МВИ СНГ	ЦБ РФ	МВИ СНГ	ЦБ РФ	МВИ СНГ	ЦБ РФ
Беларусь	4.5	5.7	8.0	4.7	8.3	4.1	8.5	4.5	8.3	3.6
Украина	12.6	4.2	15.8	4.5	17.0	6.0	8.6	2.0	8.2	1.9
Казахстан	9.6	1.7	10.0	2.6	8.7	2.8	8.8	2.7	7.1	2.4
Узбекистан	2.9	0.8	3.6	0.9	4.0	0.3	3.6	0.5	3.6	0.4
Армения	2.0	1.5	2.4	1.4	2.8	1.4	3.0	1.5	3.1	1.2
Таджикистан	0.7	0.2	0.9	0.6	1.0	0.6	1.0	0.6	1.1	0.5
Кыргызстан	0.4	0.1	0.6	0.1	0.8	0.2	0.7	0.2	0.8	0.2
Азербайджан	1.2	0.1	1.4	0.1	0.9	0.2	0.9	0.0	0.8	0.1
Молдова	0.5	0.3	0.6	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3
Туркменистан	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Всего СНГ</i>	34.5	14.9	43.3	15.3	43.9	16.1	35.5	12.3	33.2	10.6
Грузия	0.3	0.3	0.5	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.3

Примечание: ряд показателей, опубликованных ранее, скорректирован благодаря анализу новых корпоративных отчетов.
Источники: МВИ СНГ и ЦБ РФ (2016).

ных ПИИ на постсоветском пространстве (см. таблицу 3). В наибольшей степени официальная статистика ЦБ РФ занижает инвестиционное присутствие российского бизнеса в Украине (разница в данных составляет более \$6 млрд по итогам 2015 года, то есть разрыв четырехкратный), в Казахстане и Беларуси (разница в данных составляет по \$4.7 млрд для каждой страны, а разрыв — в три и два раза соответственно). В случае Узбекистана, Азербайджана и Кыргызстана абсолютная разница меньше, но на качественном уровне отражение ЦБ РФ реальной ситуации с российским инвестиционным присутствием еще хуже. При этом отметим, что азербайджанская и белорусская статистика ближе к данным МВИ СНГ. В первом случае явно лишь страной-реципиентом учитываются вложения «ЛУКОЙЛа» через зарегистрированную в офшорах LUKOIL Overseas. Во втором случае имеются различия в оценке инвестиций в «Газпром трансгаз Беларусь»: у ЦБ РФ — с учетом обесценения, а Белстатом и МВИ СНГ — по величине изначально осуществленных капиталовложений. Кроме того, лишь МВИ СНГ «улавливает» данные о российских и казахстанских капиталовложениях в телекоммуникации Кыргызстана (дело в том, что через офшоры действуют как «ВымпелКом», так и «Верный капитал»).

Опираясь на сведения базы данных МВИ СНГ, которые возможно сопоставить с опубликованными в июне 2016 года данными ЮНКТАД (UNCTAD, 2016, p. A10), можно определить, что в конце 2015 года наибольший удельный вес российских компаний в общем объеме накопленных ПИИ всех исследуемых стран наблюда-



Рисунок 3. Отраслевая структура накопленных в странах СНГ и Грузии взаимных ПИИ в конце 2015 года, %

ся в Армении (72%), Таджикистане (50%), Беларуси (46%) и Узбекистане (36%). На противоположном полюсе находились Туркменистан (менее 1%), Азербайджан (3.4%) и Грузия (4.6%). В то же время доля Азербайджана в накопленных ПИИ в Грузии составила почти 15%.

У важных реципиентов российских ПИИ в СНГ в абсолютном выражении — Казахстана и Украины — были средние показатели: доля России в общем объеме накопленных ПИИ составила соответственно лишь 6% и 13%. В Кыргызстане удельный вес российских ПИИ составил 21% против доли казахстанских ПИИ в размере 18%. В Молдове доля российских ПИИ равнялась 12% против 2.2% у другого важного по значению источника ПИИ в этой республике — Украины.

В плане отраслевой структуры ведущим сектором взаимного прямого инвестирования в странах СНГ и Грузии выступает топливный комплекс (см. рисунок 3). С большим отрывом за ним следуют финансовый сектор, связь и ИТ, транспортный комплекс. При этом для транспортного комплекса характерен относительно стабильный уровень накопленных ПИИ, в топливном комплексе и финансовом секторе значительный рост сменился в 2013–2014 годах спадом, однако по-прежнему показатели конца 2015 года превышали уровень 2008 года соответственно на 53% и 39%. Самое заметное сокращение в последние годы произошло в секторе связи и ИТ, в результате чего уровень 2015 года составил немногим более половины от уровня 2008 года.

Таблица 4.
15 ведущих инвесторов в базе данных МВИ СНГ в конце 2015 года

Компания/инвестор	Страна	Сектор — основной реципиент ПИИ компании	Накопленные ПИИ, \$ млрд	Число стран в регионе с дочерними структурами (где ПИИ более \$1 млн)	Основная страна-реципиент в СНГ	Доля этой страны, %
«Газпром»	Россия	Топливный	7.36	7	Беларусь	70
«ЛУКОЙЛ»	Россия	Топливный	6.27	6	Казахстан	48
«МТС»	Россия	Связь и ИТ	1.75	5	Беларусь	45
«ВымпелКом»	Россия	Связь и ИТ	1.52	7	Украина	26
Группа «ВТБ»	Россия	Финансовый	1.35	6	Украина	78
ГНКАР	Азербайджан	Топливный	1.12	2	Грузия	85
«Меридиан Капитал»	Казахстан	Транспортный	1.04	3	Россия	90
«ВС Энерджи»	Россия	Инфраструктурные сети	1.03	1	Украина	100
Александр Катунин и другие	Россия	Черная металлургия	1.00	1	Украина	100
«Верный капитал»	Казахстан	Туристический комплекс	0.90	2	Россия	78
«Иволга-холдинг»	Казахстан	Агропродовольственный	0.87	1	Россия	100
«Интер РАО ЕЭС»	Россия	Инфраструктурные сети	0.84	5	Таджикистан	65
«Атомэнергопром»	Россия	Цветная металлургия	0.68	3	Казахстан	81
«Сбербанк»	Россия	Финансовый	0.68	3	Украина	53
«Энергетический стандарт»	Россия	Инфраструктурные сети	0.60	1	Украина	100

Высокие показатели по России, несмотря на наличие большого количества проектов в базе данных МВИ СНГ, обеспечивает ограниченный круг компаний. Это является общей тенденцией транснационализации российского бизнеса, где наиболее устойчивыми оказываются именно сверхкрупные компании, причем по целому ряду причин (от чрезмерной монополизации советской экономики вкупе с выбранной моделью приватизации до специфической модели взаимоотношений бизнеса и власти). По объемам экспорта капитала и географии инвестиционной активности именно российские ТНК доминируют среди ТНК стран СНГ (см. таблицу 4).

Суммарно на российскую пятерку лидеров — «Газпром», «ЛУКОЙЛ», «МТС», «ВымпелКом» и группу «ВТБ» — в конце 2015 года пришлось \$18.1 млрд, что составляет 43% всех накопленных взаимных ПИИ в СНГ и Грузии (или почти 54% от всех российских ПИИ на постсоветском пространстве). У этих компаний, наряду

с «Интер РАО ЕЭС», самая диверсифицированная география бизнеса в регионе. В целом на 15 ведущих инвесторов, среди которых есть три бизнес-группы из Казахстана и одна компания из Азербайджана, пришлось \$27 млрд, или свыше 63% взаимных ПИИ стран СНГ и Грузии. При этом три российских инвестора попали в число лидеров исключительно благодаря вложениям в Украину. С другой стороны, казахстанская «Иволга-холдинг» экспортировала ПИИ лишь в Россию.

1.2. Экономика Украины удерживает инвесторов из стран СНГ

Сохраняющаяся нестабильность политической и экономической ситуации в Украине продолжает оказывать негативное влияние на потоки взаимных ПИИ. Объемы инвестиций как из страны, так и в нее в 2015 году, согласно официальной украинской статистике, сократились. Те же тенденции проявляются и в рамках нынешнего мониторинга. Украина продолжает терять свои инвестиционные позиции в рамках СНГ. Хотя по данным рейтинга Всемирного банка Doing Business Украина за последние годы только улучшала свои показатели, в результате чего в 2015 году страна поднялась еще на четыре строчки и заняла 83-е место в мировом рейтинге (World Bank, 2015). Однако такой прогресс достигнут в основном благодаря заметному облегчению условий для старта бизнеса.

В целом накопленные ПИИ из постсоветских стран в Украине за 2015 год сократились на 5% (при таком же снижении объема других взаимных ПИИ в странах СНГ и Грузии). Максимальное относительное снижение инвестиций в Украину в 2015 году продемонстрировал Казахстан (падение на 15% против 5.4% по российским ПИИ в Украине). Интересно, что выявленные тенденции сокращений значительно меньше, чем по данным 2014 года. Например, тогда накопленные ПИИ из постсоветских стран в Украине упали почти вдвое (на 48%, в том числе российские ПИИ — на 49%). Это свидетельствует о некоторой нормализации ситуации и прохождении «пика кризиса». Подобное улучшение ситуации отражают и положительные темпы роста инвестиций Азербайджана в украинскую экономику. Его инвестиции в Украину в 2014 году увеличились на 20%, а в 2015 году — еще на 26% (правда, в абсолютном выражении в целом за два года это означает прирост ПИИ на \$61 млн).

Несмотря на прохождение нижней точки кризиса, ряд факторов, определяющих падение капиталовложений в Украину, сохранились и в 2015 году. В частности, ряд компаний продолжают публиковать отчетность с опозданием, что затрудняет оценку инвестиций в существующих политико-экономических обстоятельствах на основе других источников. В этой связи также сохраняется пласт инвестиционных проектов, по которым сложно определить реальную стоимость и оценить надежность информации. В отношении российских инвестиций продолжает действовать фактор происхождения актива: при реальных сделках эти активы оцениваются ниже рыночной стоимости ввиду «безвыходности положения» российских компаний на украинском рынке. И, наконец, сохраняется недоучет последствий военных действий: не все компании публично оценили свои убытки от простаивания мощностей или от их частичного разрушения, что составляет значительные

средства. Например, «Глория Джинс» оценила убытки от остановки своих украинских фабрик в \$27 млн, еще около \$21 млн было инвестировано на восстановление производства в Луганской области («Эксперт Юг», 2015).

В отраслевом разрезе продажи украинских активов или их закрытие затронули наиболее «популярные» среди инвесторов секторы — торговлю, связь и ИТ, химический комплекс. При этом инвесторы уходили и из других секторов, принимая во внимание дополнительные сложности самих отраслей, — топливного и транспортного комплексов. Большая часть потерь в накопленных ПИИ в Украине, связанных с продажами/закрытием мощностей, приходится на три сделки российских компаний. Так, украинским партнерам были проданы 29% телеканала «Интер», «ЮТэйр» избавился от своего украинского авиатранспортного подразделения, оцениваемого в \$51 млн (покупателем стала турецкая группа Anex Tour), а «МТС Украина» продала часть своего бизнеса украинскому оператору Vega.

Помимо добровольного ухода иностранных инвесторов из Украины, в 2015 году продолжился процесс «вытеснения» ряда инвесторов из страны путем национализации активов. Крупной потерей стала национализация Запорожского алюминиевого комбината, принадлежащего «РУСАЛу», при этом компания пока сохранила за собой украинский глиноземный завод. Изначальные инвестиции в актив составляли \$70 млн. На момент подготовки доклада российская компания оспаривала решение украинских властей в суде. Кроме того, «Транснефть» потеряла трубопроводную инфраструктуру стоимостью \$150 млн, у «Метровагонмаша» был национализирован Шполянский завод запасных частей. Приведенные оценки позволяют говорить о том, что нерыночные процессы вытеснения преимущественно российских инвесторов из Украины пока приводят к большим финансовым потерям по сравнению с уходом с рынка на основе объективных факторов. При этом стоит отметить, что национализироваться главным образом крупные активы. Однако массового характера этот процесс, скорее всего, не приобретет: ослабленная экономика, сохраняющаяся зависимость от российского рынка и потери при изъятии активов у многолетнего собственника ограничивают широкое распространение национализации.

По результатам 2015 года можно сделать вывод, что некоторые иностранные инвесторы все-таки смогли приспособиться к новым политическим и экономическим условиям в Украине. Компании стран СНГ, заинтересованные в долгосрочном пребывании на этом рынке, начали инвестировать в местные активы как путем открытия новых предприятий, так и через вложения в существующие мощности. В абсолютных цифрах данный процесс относительно незначим, однако показателен с точки зрения самой инвестиционной деятельности в Украине. Пока вложения направлялись в наиболее привлекательные для ПИИ из СНГ отрасли: оптовую и розничную торговлю, агропродовольственный и туристический комплексы, а также связь и ИТ. Инвестиции осуществляли компании из Азербайджана, Беларуси и России. Например, одной из крупнейших сделок стала покупка «ВымпелКомом» лицензии на 3G сроком на 15 лет за \$113 млн (тем не менее в 2015 году продолжилось обесценение долгосрочных активов российского инвестора в Украине). Долгосрочные планы в отношении украинского рынка строит и азербайджанская ГНКАР, наращивающая сеть АЗС, охватывающую уже 11 регионов страны.

Регион	Доля в накопленных ПИИ из всех стран СНГ и Грузии, %	Доля в накопленных ПИИ из России, %	Доля в накопленных ПИИ из других стран СНГ (без России) и Грузии, %
Киев и Киевская область	35.5	35.5	36.3
Днепропетровская область	14.7	15.3	1.1
Донецкая область	12.5	13.1	0.0
Луганская область	6.7	7.0	0.0
Харьковская область	4.2	4.1	4.9
Николаевская область	3.5	3.6	0.0
Одесская область	3.4	2.9	16.9
Полтавская область	3.0	2.9	6.4
Ивано-Франковская область	2.3	2.4	0.0
Львовская область	2.3	1.8	14.6
Запорожская область	2.2	2.3	0.0
Житомирская область	1.8	1.8	2.2
Херсонская область	1.6	1.6	0.0
Сумская область	1.3	1.2	2.6
Кировоградская область	1.1	1.1	0.0
Ровенская область	1.0	0.9	2.2
Прочие области	2.7	2.4	12.7
Вся Украина	100.0	100.0	100.0

Таблица 5.
Распределение
накопленных
ПИИ стран СНГ
(без учета бан-
ковского секто-
ра) по регионам
Украины в конце
2015 года

Отдельно стоит выделить украинский банковский сектор, который в 2015 году подвергся значительной докапитализации. Особенно в этом были активны российские банки, ряд которых увеличили уставной капитал своих украинских «дочек» в разы. В частности, «Сбербанк России» увеличил капитал украинской «дочки» почти в 2.5 раза, «ВТБ» — в 4.7 раза. Неслучайно обе финансовые ТНК вернулись в список 15 крупнейших игроков взаимных инвестиций на пространстве СНГ, который они покинули в 2014 году (ЦИИ ЕАБР, 2015b). Этот факт нашел отражение в официальной украинской статистике, зафиксировавшей рост российских инвестиций в Украине в 2015 году. Если в целом объем накопленных ПИИ в Украине из всех стран мира уменьшился за 2015 год на 5%, то накопленные российские ПИИ выросли за этот же период на 25% (примерно до уровня 2012 года). В то же время кипрские ПИИ, во многом являющиеся российскими по происхождению, в стране продолжили сокращаться (Державна служба статистики України, 2016).

Региональная структура прямых капиталовложений остается стабильной: основная их часть сосредоточена в Киеве и Киевской области, за которыми следует наиболее экономически развитая Днепропетровская область (см. таблицу 5). При этом тенденцией последних лет является постепенное снижение доли цент-

рального региона и увеличение значимости Днепропетровской области. Инвестиции из России, представленные на всей территории Украины, концентрируются преимущественно в географически близких восточных регионах, зачастую наиболее экономически развитых. Инвестиции из других стран СНГ, напротив, оседают в центральных и западных областях республики, которые зачастую отличаются средним уровнем развития. Часть украинской территории вовсе обделена вложениями из других стран СНГ.

Тенденции последних двух лет позволяют говорить о том, что инвестирование из стран СНГ в Украине в ближайшие периоды будет характеризоваться нестабильностью, зависящей как от политических, так и от экономических факторов. С уверенностью можно утверждать, что в краткосрочной перспективе большинство компаний, скорее всего, займут выжидательную позицию, что не исключает отказа ряда инвесторов (особенно российских) от деятельности в Украине по политическим мотивам — это наблюдалось и в 2015 году. Кроме того, картина инвестирования будет варьироваться в зависимости от рассматриваемой отрасли украинской экономики. Общей тенденцией станет сохранение тренда на понижение объема накопленных ПИИ из стран СНГ.

Украина как инвестор на постсоветском пространстве продолжила терять свои позиции в 2015 году, причем такими же высокими темпами, как и в предыдущем периоде. Если в 2014 году объем накопленных украинских ПИИ сократился на 16.2%, то в 2015 году — еще на 15.5%. При этом максимальное относительное снижение украинских капиталовложений было зафиксировано в Беларуси, где показатель сократился почти в три раза. Максимальное абсолютное снижение связано с инвестициями в России, где присутствие украинского капитала традиционно наиболее масштабно: сокращение за один 2015 год составило \$144 млн. Положительная динамика украинских капиталовложений отмечалась лишь в Молдове.

Основными факторами продолжающегося не первый год снижения инвестиционной деятельности украинских компаний в СНГ являются сложная экономическая ситуация внутри страны и нестабильное финансовое состояние компаний. Украинские инвесторы, потенциально способные на зарубежное инвестирование, в таких условиях сосредоточены на отечественных активах как ключевых в своем бизнесе: компании стремятся не потерять национальный рынок, временно пренебрегая зарубежными. Остается актуальной и проблема взаимоотношений с Россией, которая является крупнейшим получателем украинских ПИИ (Россия аккумулирует порядка 85% ПИИ из Украины в СНГ): некоторые украинские компании испытывают затруднения в Российской Федерации. С учетом названных факторов украинские инвесторы пытаются избавиться от «сложных» активов на внешних рынках и особенно в РФ.

Поскольку инвестиции из Украины отличаются узкой отраслевой структурой, то и продажи активов затронули только две сферы: оптовую и розничную торговлю и машиностроительный комплекс. Здесь показателен пример Беларуси: украинские структуры Н. Лагуна в 2015 году потеряли торговую сеть «Родная сторона», оцениваемую в \$30 млн. Однако основное сокращение инвестиционной

деятельности, продолжившееся и в начале 2016 года, связано с Россией. Так, украинский Kernel продал два маслоэкстракционных завода, расположенные в Ставропольском и Краснодарском краях. В отношении Липецкой кондитерской фабрики Roshen в 2016 году были предъявлены новые налоговые претензии. В результате на момент подготовки доклада фабрика выставлена на продажу за \$100 млн (первоначально украинские инвесторы планировали получить \$200 млн). Также имеется вероятность продажи «Донбасской топливно-энергетической компанией» своих угледобывающих активов в Ростовской области, инвестиции в которые в последние годы превысили \$100 млн. В случае реализации планов украинских компаний инвестиционные позиции Украины в СНГ продолжают ухудшаться, поскольку компенсировать столь существенные потери пока нечем.

Масштабы новых приобретений украинских инвесторов и вложений в уже имеющиеся активы по итогам 2015 года оказались совсем небольшими. За редким исключением украинские компании осуществили инвестиции размером всего в несколько миллионов долларов. При этом капиталовложения направлялись как в традиционные секторы приложения украинского капитала (агропродовольственный комплекс, оптовую и розничную торговлю), так и в специфические — топливный комплекс и черную металлургию. Наибольшую активность украинские инвесторы проявляли в России, Молдове и Беларуси. Например, в конце 2015 года Global Spirits за \$7 млн приобрел ликероводочный завод в Московской области. Несколько миллионов долларов украинские торговые сети «Фуршет» и «Квиза-трейд» вложили в развитие своих сетей в Молдове.

Ранее широко обсуждавшийся процесс переезда украинских предприятий на территорию России и Беларуси по результатам 2015-го — начала 2016 года не нашел своего продолжения. Часть перенесенных активов продолжают работать, но ряд заявленных инвестиционных проектов пока не реализованы. Так, украинский «Поли-Пак» не запустил производство пищевой упаковки в Воронежской области стоимостью 1.53 млрд рублей. В начале 2016 года украинская компания объявила о временном отказе от данного проекта.

Таким образом, существующие тенденции политико-экономического развития Украины позволяют говорить о том, что снижение объема накопленных инвестиций из страны в ближайшие периоды сохранится. В территориальном аспекте это сокращение преимущественно будет связано с Россией, где продолжится процесс продажи активов, а также приостановки инвестиционных проектов или, например, приостановки производства. В отраслевом разрезе негативными процессами будут больше затронуты секторы, связанные с государственной сферой, такие как машиностроение или топливный комплекс. При этом украинским компаниям будет сложно найти адекватную замену российскому рынку в пределах СНГ. В то же время с большой уверенностью можно утверждать, что драматичного обвала украинских капиталовложений в СНГ не произойдет. Хотя украинский кризис, безусловно, повлиял на всплеск количества прекращенных проектов, что отразилось и на совокупных данных по СНГ (см. рисунок 4).

Рисунок 4. Окончание инвестиционных проектов (стоимостью более \$1 млн) в базе данных МВИ СНГ по годам



1.3. Азербайджан как нетто-экспортер ПИИ в СНГ

Азербайджан занимает особое место во взаимных инвестициях на постсоветском пространстве и наряду с Россией является нетто-экспортером прямых капиталовложений в СНГ и Грузию.

Азербайджанские инвестиции в обозначенные страны характеризуются устойчивым ростом. Экспорт капитала не прерывался ни в 2009 году, когда в большей части государств мира наблюдался спад в экономике, ни в 2015 году, когда почти все страны СНГ столкнулись с рецессией или серьезным замедлением экономического роста. В 2015 году объем накопленных Азербайджаном прямых инвестиций в СНГ и Грузию превысил \$2.1 млрд.

Экспорт азербайджанских ПИИ отличается достаточно широкой диверсификацией. В то же время почти все накопленные инвестиции на постсоветском пространстве локализованы в двух странах — Грузии (в 2015 году 88.1% от общего объема исходящих ПИИ в страны СНГ и Грузию) и Украине (8.4%).

Главным фактором стабильного и быстрого роста азербайджанских инвестиций в Грузию является транзитное положение республики, находящейся между Азербайджаном и его ключевым экономическим партнером — Турцией. Неслучайно 64% накопленных азербайджанских инвестиций в Грузии приходится на транспортный

комплекс, к которому относятся самые дорогостоящие из ныне действующих проектов с азербайджанским капиталом в СНГ. Первый из них — строительство на средства ЗАО «Азербайджанские железные дороги» и Государственного нефтяного фонда Азербайджана части транспортного коридора Баку — Тбилиси — Карс. Второй — инвестиции Государственной нефтяной компании Азербайджанской Республики (ГНКАР) в нефтяной терминал в Кулеви, ставший азербайджанскими воротами в Черное море. Помимо портовой инфраструктуры, ГНКАР имеет активы в топливном комплексе, а именно газовые сети и распределительные станции, доставшиеся ей после покупки в 2012 году компании «Итера — Грузия», и крупную автозаправочную сеть (более 100 АЗС и 26 газозаправочных станций). В целом такая отраслевая структура заметно отличается от суммарных для всего региона СНГ показателей, которые во многом зависят от структуры российских ПИИ (см. рисунок 3).

Азербайджанский бизнес не ограничивается присутствием лишь в названных выше стратегических отраслях грузинской экономики. Тенденцией 2010-х годов стало наращивание капиталовложений частных компаний в самые разные отрасли экономики, включая агропродовольственный комплекс, оптовую и розничную торговлю, туризм, создание частных лечебных учреждений, производство мебели. Все это свидетельствует о наличии второго важного фактора роста инвестиций — стремления азербайджанских компаний перенести бизнес (полностью или частично) в соседние страны, где, с их точки зрения, существуют более благоприятные условия для его ведения. В качестве главных причин, которые наиболее часто упоминаются в СМИ, выступают низкое качество экономических институтов в стране, недоверие к национальной валюте, неопределенность перспектив экономики самого Азербайджана в условиях неблагоприятной конъюнктуры на рынках энергоносителей. Вместе с тем некоторые инвестиционные проекты скорее свидетельствуют о вполне нормальной бизнес-экспансии за рубеж. Например, азербайджанский «Карат-холдинг» стал безусловным лидером грузинского рынка муки (70% рынка), выкупив в течение двух лет все крупные мукомольные комбинаты в стране.

Азербайджанские инвесторы также создали несколько коммерческих банков в Грузии. Крупнейшим среди действующих банков с азербайджанскими инвестициями является «Паша банк — Грузия», уставной капитал которого в конце 2015 года составил \$43 млн. Однако, по данным Национального банка Грузии, прибыль этих финучреждений минимальна (подробнее см.: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=404>). Имеются предположения, что они создавались для упрощения расчетов азербайджанских компаний, работающих в Грузии.

Второе место Украины среди стран — реципиентов азербайджанских ПИИ объясняется главным образом инвестициями ГНКАР в сеть из 56 АЗС, охватывающую 11 украинских регионов. Более масштабному присутствию азербайджанского капитала в Украине препятствуют глубокая рецессия и нестабильная политическая ситуация в этой стране.

Стоимость включенных в МВИ СНГ азербайджанских проектов в России составляет всего \$54 млн, что значительно ниже часто приводимой в СМИ оценки в \$1 млрд («Регион Плюс», 2014). При этом данные МВИ СНГ согласуются с информацией ЦБ РФ

(\$139 млн накопленных прямых инвестиций в целом при расчете по принципу активов/пассивов и \$67 млн — без учета долговых инструментов, то есть внутрифирменных кредитов ТНК, которые также относятся к ПИИ). Данный парадокс можно объяснить тем, что азербайджанские эксперты в ряде случаев завышают размер ПИИ, включая в общую сумму заявленные сделки, которые по разным причинам не состоялись, а также проекты строительных компаний, которые реализуются на основании договоров подряда (некоторые занимаются строительством как на собственные средства, так и на деньги заказчиков). Тем не менее у азербайджанского бизнеса есть определенный потенциал для наращивания своего присутствия в России, о чем свидетельствует значительное количество действующих предприятий под полным или частичным контролем граждан Азербайджана. Налицо также стремление компаний из этой страны вкладываться даже в отдаленные регионы России — то есть не только в Дагестан, в отношении которого работает «эффект соседства», но и в такие мало-освоенные зарубежными инвесторами субъекты Федерации, как Республика Тыва, где Benkons Group осуществляет серьезные (по меркам региона) инвестиции в строительство и девелопмент. Аналогичные тенденции прослеживаются и в географически близкой Республике Казахстан. Там, по разным данным, работает от 300 до 700 азербайджанских фирм, в большинстве своем относящихся к малому бизнесу.

Дальнейшее инвестиционное сотрудничество Азербайджана с другими странами СНГ и Грузией будет зависеть от ряда факторов. Главный из них — это экономическое развитие государства на фоне сложной внешней конъюнктуры. Еще один значимый фактор, который может оказать влияние на инвестиционную активность, это возможное изменение законодательства в части валютного контроля и регулирования (его ужесточение). В случае развития негативных тенденций наблюдавшийся в последние годы рост накопленных Азербайджаном инвестиций в постсоветских странах может приостановиться.

Накопленные Азербайджаном ПИИ из стран СНГ и Грузии достигли своего пика в 2011 году, составив, по данным МВИ СНГ, порядка \$1.4 млрд, или 15% от совокупного объема накопленных страной прямых инвестиций (согласно статистике ЮНКТАД — \$9.1 млрд). Однако в последние годы происходит их постепенное сокращение, усилившееся в 2015 году вследствие девальвации азербайджанской валюты — маната. По итогам прошлого года аккумулированные Азербайджаном ПИИ из СНГ и Грузии снизились до \$0.78 млрд (при том что в целом в стране ПИИ из всех стран превысили \$22 млрд). Таким образом, разрыв между исходящими и входящими инвестициями оказался почти трехкратным.

Среди стран СНГ, инвестирующих в азербайджанскую экономику, абсолютное лидерство принадлежит России, на долю которой приходится 98% всех поступивших из региона ПИИ. В отраслевой структуре российских инвестиций явно преобладает топливный комплекс (почти 85% от их общего объема). Крупнейшие проекты относятся к добыче сырой нефти и природного газа. Так, «ЛУКОЙЛу» принадлежит 10% акций в операционном консорциуме по разработке газоконденсатного месторождения Шах-Дениз в азербайджанском секторе Каспийского моря. Следует, однако, учитывать, что балансовая стоимость этого актива из года в год сильно меняется в зависимости от того, на какой стадии реализации находится проект. Так, если в 2013 году

она составляла всего \$106 млн, то уже в 2015 году в ходе реализации второй фазы соглашения о разделе продукции она достигла \$305 млн. Помимо «ЛУКОЙЛа», в разработку нефтяных месторождений (Зых-Говсаны, Бинагади и др.) инвестируют российский предприниматель М. Гучериев и подконтрольные ему компании.

Второе место по объему накопленных инвестиций (около 8% ПИИ из России) занимает оптовая и розничная торговля: главным инвестором здесь вновь выступает «ЛУКОЙЛ», который владеет сетью из 50 АЗС. Наконец, на третьем месте (5.5% ПИИ из России) находится финансовый сектор, инвестиции в который осуществляются банком «ВТБ», имеющим одноименную дочернюю организацию в Азербайджане, и «Уралсибом», владеющим (вместе с другими структурами) банком «Никойл». Среди других секторов, в которых представлены компании с российским капиталом, можно выделить строительный комплекс, связь и ИТ, однако инвестиции в каждый из них не превышают \$5 млн.

Инвестиции остальных стран СНГ и Грузии незначительны и представлены в основном мелкими проектами, стоимость которых не достигает обязательного минимального порога для включения в базу данных. Так, из шести выявленных проектов с участием белорусского капитала только один — СП, созданное ПО «Минский тракторный завод» и Гянджинским автомобильным заводом, — может быть отнесен к числу проектов средней величины, в то время как оставшиеся пять — это не требующие больших инвестиций сбытовые предприятия, обеспечивающие поставки белорусской продукции в Азербайджан.

При анализе географической структуры прямых инвестиций следует обратить внимание на отсутствие крупных проектов, осуществляемых казахстанскими предприятиями. Хотя среди государств СНГ Казахстан стабильно занимает второе после России место по объему накопленных прямых инвестиций в постсоветские страны. Единственный заметный казахстанский проект — запущенный в 2007 году Бакинский зерновой терминал — был направлен на стабилизацию экспорта зерна из Казахстана в Азербайджан. Несмотря на географическую близость двух стран, казахстанские банки в период бурного роста финансового сектора (до кризиса 2008 года) так и не открыли здесь своих дочерних организаций, предпочтя инвестировать в более отдаленные страны СНГ.

Еще одной особенностью инвестиций в народное хозяйство Азербайджана является отсутствие среди крупных инвесторов предпринимателей азербайджанского происхождения, имеющих гражданство России и других стран СНГ (заметным исключением является В. Алекперов — один из основных владельцев «ЛУКОЙЛа»). Ресурс диаспоры в привлечении ПИИ Азербайджанской Республикой практически не используется.

Возрастет роль негативных факторов для входящих инвестиций в Азербайджан, что связано как с процессами в экономике республики, так и с сокращением финансовых возможностей компаний из стран СНГ для осуществления прямых капиталовложений. Однако в ближайшие годы в абсолютном выражении объем накопленных ПИИ может возрасти за счет дорогостоящего проекта «Шах-Дениз», на реализацию которого в августе 2015 года «ЛУКОЙЛ» привлек кредит в размере \$1 млрд сроком на 12 лет.

2. Особенности взаимных портфельных инвестиций и долгосрочных кредитов в странах СНГ

2.1. Методологические вопросы мониторинга и общая характеристика текущей ситуации

Масштабы взаимных портфельных инвестиций на постсоветском пространстве на порядок меньше, чем взаимные прямые капиталовложения. Доступная статистика МВФ, опирающаяся на официальную информацию отдельных государств, показывает, что к концу июня 2015 года взаимные портфельные инвестиции стран СНГ не достигали даже \$1 млрд. По нашим оценкам, объем этих капиталовложений составляет порядка \$3 млрд (с довольно существенными колебаниями год от года). Характер портфельных капиталовложений, когда инвестора интересует не контроль над активами, а их доходность, причем в сочетании с надежностью инвестиций, обуславливает предпочтение постсоветскими инвесторами развитых стран. Например, по данным МВФ, из почти \$72 млрд накопленных казахстанских портфельных инвестиций за рубежом на Россию пришлось лишь \$186 млн (в других странах СНГ портфельные вложения не выявлены). В то же время казахстанские портфельные инвесторы вложили \$40.9 млрд в США, \$4.6 млрд в Великобританию, \$3.3 млрд в Германию, \$3.2 млрд во Францию и так далее (IMF, 2016). Относительно важное значение, согласно официальной статистике, партнеры по СНГ имеют лишь для белорусских портфельных инвесторов — на Россию пришлось \$66 млн из \$155 млн всех накопленных за рубежом портфельных капиталовложений.

Правда, необходимо учитывать, что портфельные инвесторы, как и прямые инвесторы, могут входить на рынки постсоветских стран через офшоры и другие «перевалочные базы». Например, согласно статистике МВФ, из \$61.7 млрд накопленных за рубежом российских портфельных капиталовложений на Люксембург пришлось \$20.5 млрд, Ирландию — \$18.8 млрд, Кипр — почти \$4 млрд, Нидерланды — \$3.9 млрд и так далее. При этом информация о российских портфельных капиталовложениях, например, в Казахстане просто закрыта из соображений конфиденциальности. Об использовании третьих стран косвенно свидетельствует статистика привлеченных портфельных инвестиций. Так, из \$950 млн накопленных на конец июня 2015 года иностранных портфельных инвестиций в Армению на США пришлось лишь \$236 млн, тогда как на Люксембург — \$367 млн. В соседних Азербайджане и Грузии из соответственно \$3240 млн и \$2299 млн накопленных портфельных инвестиций всех стран на США пришлось соответственно \$854 млн и \$546 млн, а на Люксембург — \$1006 млн и \$761 млн. Похожая ситуация в Украине и Беларуси: из соответственно \$8651 млн и \$861 млн всех портфельных

капиталовложений на США приходится соответственно \$4800 млн и \$294 млн, а на Люксембург — \$2301 млн и \$298 млн. В Таджикистане из \$152 млн портфельных инвестиций на Люксембург пришлось вообще \$148 млн, а в Кыргызстане из \$204 млн — \$141 млн (IMF, 2016).

Если опираться на данные официальной статистики, незначительными реципиентами иностранных портфельных инвестиций выступают такие страны, как Молдова (\$22 млн), Узбекистан (\$17 млн) и Туркменистан (\$11 млн из Великобритании, а по другим странам данных просто нет). Лидером среди реципиентов портфельных инвестиций на постсоветском пространстве закономерным образом оказывается Россия (\$118.8 млрд), за которой с большим отрывом следует Казахстан (\$13.7 млрд).

Явно неполная официальная статистика, особенно в части определения фактической локализации портфельных инвесторов, побудила рассмотреть взаимные портфельные инвестиции стран СНГ в рамках развития исследовательского проекта МВИ СНГ. К сожалению, далеко не все методологические приемы анализа прямых капиталовложений можно перенести на решение задач по сбору информации о портфельных инвестициях. Предварительное тестирование разных методов поиска информации о взаимных портфельных инвестициях в пределах СНГ и Грузии показало, что достичь такой же глубины анализа, как при исследовании взаимных ПИИ, затруднительно.

Портфельные иностранные инвестиции, согласно структуре международной инвестиционной позиции, основанной на статистике платежного баланса, подразделяются на участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов, а также долговые ценные бумаги. Методология сбора информации и наполнения базы данных взаимных портфельных инвестиций стран СНГ в основном полагается на уже отработанные и протестированные алгоритмы и методы, лежащие в основе формирования базы данных взаимных ПИИ. Как и в случае с прямыми инвестициями, первоначально сбор сведений осуществляется несколькими экспертами по корпоративной отчетности, СМИ и другим источникам информации. На следующем этапе происходит сведение собранной информации в дополнительную к МВИ СНГ единую базу данных. Далее реализуется процесс верификации сделок, в том числе на предмет пропусков, которые могут быть идентифицированы путем анализа официальной статистики о взаимных портфельных инвестициях.

Основными источниками информации о портфельных инвестициях являются сайты компаний и фондов различной специализации. В рамках проекта был проведен мониторинг портфельных капиталовложений государственных и частных суверенных и пенсионных фондов.

Суверенные фонды созданы не во всех странах СНГ, и они не являются крупными портфельными инвесторами на территории исследуемого региона, поскольку ориентированы преимущественно на вложения капитала в масштабные инфраструктурные проекты с большими сроками окупаемости на территории своих стран. Свободные средства либо хранятся на счетах в национальных центральных банках, либо инвестированы в высоколиквидные, надежные ценные бумаги иностранных эмитентов, обращающиеся на зарубежных фондовых рынках. Таки-

ми бумагами, как правило, являются долговые обязательства иностранных государств, прежде всего США.

В России действуют Фонд национального благосостояния (ФНБ) и Резервный фонд. Основная часть средств Резервного фонда, деноминированных в разных валютах, размещена на специальных счетах в ЦБ РФ, но имеется и компонент, представленный вложениями в государственные долговые ценные бумаги США и некоторых других развитых стран (перечень таких стран прямо установлен в нормативно-правовых актах). В структуре средств ФНБ по состоянию на 1 января 2016 года 67,6% приходилось на свободные средства на счетах в ЦБ РФ, 15,6% — на депозиты в банках («ВЭБ», «ВТБ», «Газпромбанк»), 7,4% — на привилегированные акции «РЖД», «Россельхозбанка», «ВТБ» и некоторых других крупных национальных эмитентов, 5,2% — на облигации российских эмитентов, выпущенные под реализацию инфраструктурных проектов, и 4,2% (\$3 млрд) — на украинские еврооблигации. Средства ФНБ могут размещаться в корпоративные ценные бумаги иностранных эмитентов первоклассного уровня, при более низком уровне рейтинга эмитента — только в корпоративные ценные бумаги российских компаний. Еще один российский суверенный фонд — Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) — занимается почти исключительно финансированием проектов на территории РФ, в том числе и проектов с иностранным участием. Для реализации крупных проектов такого рода он создал партнерства с суверенными фондами Саудовской Аравии, Абу-Даби, Китая. У него практически нет активов в других странах СНГ. О деятельности РФПИ можно судить исключительно по сообщениям в новостях, поскольку он, являясь 100-процентной «дочкой» «ВЭБа», отчитывается только перед ним и не публикует свою отчетность в открытом доступе, следовательно, почти недоступен для мониторинга (подробнее см.: www.profile.ru/economics/item/105755-suverennyj-chulok).

Инвестиционные сферы двух казахстанских суверенных фондов четко разделены. «Самрук Казына» вкладывает средства преимущественно в национальные компании приоритетных секторов и банки и часто выступает ключевым партнером иностранных компаний, желающих работать в Казахстане. Национальный фонд Республики Казахстан инвестирует в основном в государственные облигации иностранных эмитентов (около 80% активов, из которых половина — гособлигации США) и очень мало вкладывает в акции. Хотя за образец при его создании брался норвежский Нефтяной фонд, с самого начала было принято решение вкладывать средства в надежные бумаги только развитых стран (Шагиев, Букеева, 2014), что отсекает ценные бумаги эмитентов СНГ.

Высокую активность как портфельный инвестор демонстрирует Государственный нефтяной фонд Азербайджанской Республики (ГНФАР), который с конца 2011 года официально получил разрешение вкладывать до 5% средств в акции зарубежных эмитентов, золото и зарубежную недвижимость.

Пенсионные фонды стран СНГ крайне редко выступают трансграничными портфельными инвесторами, что обусловлено жесткими законодательно закрепленными требованиями к инвестиционному качеству активов, в которые им разрешается вкладывать капитал. Соответственно, портфель инвестиций государственных пен-

сионных фондов отличается консервативностью и состоит из национальных и зарубежных государственных долговых инструментов, имеющих высокий рейтинг облигаций иностранных частных эмитентов, и существенно меньшей доли облигаций и акций национальных компаний-лидеров. В частности, к разрешенным активам Пенсионного фонда Российской Федерации относятся: государственные ценные бумаги России и субъектов России; облигации и акции российских эмитентов; паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов; ценные бумаги МФО, допущенных к размещению и/или публичному обращению в России, и так далее. Негосударственные пенсионные фонды вкладывают средства почти исключительно в государственные и частные активы на территории своих стран. Единственным исключением является Единый накопительный пенсионный фонд (ЕНПФ) Казахстана, инвестиции которого позволили заметно пополнить новую базу данных взаимных портфельных инвестиций.

Значительный массив информации о портфельных инвестициях был получен в результате крайне трудоемкого анализа финансовой отчетности, некоторые дополнительные сведения содержатся в новостных разделах сайтов. В то же время посвященные портфельным инвестициям (в России, Казахстане, Украине, Молдове, Армении) немногочисленные научные публикации содержат только данные по статистике без приведения примеров по конкретным сделкам (в отличие от массива научных работ по прямым инвестициям).

СМИ почти не проявляют интереса к портфельным инвестициям в СНГ в силу незначительного объема капиталовложений в каждой конкретной сделке. Данный источник информации оказался полезным главным образом для отслеживания портфельных инвестиций, осуществленных богатейшими гражданами. В рамках исследования за основу были взяты различные рейтинги самых состоятельных предпринимателей отдельных стран, прежде всего списки журнала *Forbes*.

При анализе корпоративной отчетности реципиентов портфельных инвестиций наиболее ценной оказалась информация банков: в некоторых странах в соответствии с требованиями регуляторов финансовые организации обязаны предоставлять подробные сведения об их собственниках, в том числе о миноритарных акционерах. В частности, было обнаружено, что значительная часть банков Молдовы, согласно официальным документам, контролируется группой физических лиц — граждан России и Украины, в собственности которых находятся небольшие пакеты акций — от 1 до 10%, которые с большой вероятностью действуют в интересах одного или нескольких крупных предпринимателей. С методологической точки зрения это наблюдение свидетельствует о зыбкости той грани, которая формально отделяет прямые инвестиции от портфельных. Таким образом, более пристальное изучение портфельных инвестиций (какой бы скудной ни была имеющаяся информация о них) может существенно обогатить наши представления если не об объеме, то по крайней мере о характере и структуре взаимных капиталовложений на постсоветском пространстве.

Поскольку в базе данных учитываются именно накопленные инвестиции, то в качестве временного ограничения при рассмотрении взаимных портфельных инве-

тиций в пределах СНГ и Грузии принимаются во внимание инвестиции, осуществленные на период от полугода и более. Тем самым из исследования исключаются те биржевые игроки, которые совершают сложно отслеживаемые ежедневные/еженедельные сделки (даже если на 31 декабря актив остается в их собственности) и которые в то же время не играют какой-либо значимой роли для экономики рассматриваемых стран. Иллюстрацией сделок, не включаемых в новую базу данных, служит пример портфельных инвестиций российского предпринимателя С. Керимова в Казахстане, попавший в поле зрения многих СМИ. Так, в течение 30 апреля — 16 мая 2013 года он скупил 3.13% акций горнодобывающей компании ENRC примерно за \$0.2 млрд с целью получить через несколько дней прибыль от перепродажи акций в процессе заранее объявленного делистинга этой компании.

Анализ показал, что в пределах рассматриваемых 12 стран портфельные инвестиции осуществляют различные игроки (частные лица, инвестиционные фонды и пр.). В итоге размер вкладываемых средств варьируется от нескольких тысяч до нескольких десятков миллионов долларов (частное лицо в ряде фондов может начинать инвестиции с \$100). Основной объем средств приходится на крупные структуры. Однако и крупные игроки осуществляют небольшие портфельные инвестиции с целью диверсификации портфеля. Неслучайно пока лишь около четверти «улавливаемых» в ходе мониторинга сделок превышают применяемый в МВИ СНГ для прямых инвестиций обязательный порог в \$3 млн. Поэтому в рамках данного мониторинга принято решение отслеживать портфельные инвестиции с объемом вложений не от \$3 млн (как в случае анализа взаимных прямых инвестиций), а от \$1 млн. Это позволит учесть более широкий спектр участников рынка.

Как показало наше исследование, крупнейшим проектом взаимных портфельных инвестиций стран СНГ и Грузии в настоящее время является 5-процентная доля «ЛУКОЙЛа» в проекте по освоению нефтяного месторождения Тенгиз в Казахстане. С учетом общих капиталовложений в проект к концу 2015 года накопленные портфельные инвестиции «ЛУКОЙЛа» превысили \$1.8 млрд. За 2017–2022 годы консорциум инвесторов во главе с американским Chevron принял решение вложить в наращивание добычи углеводородного сырья на месторождении Тенгиз еще \$36.8 млрд. Таким образом, можно предположить, что портфельные капиталовложения российской компании «ЛУКОЙЛ» в Казахстане будут увеличиваться ежегодно еще минимум на \$0.3 млрд.

Вместе с тем такого рода крупные проекты с взаимными портфельными инвестициями на постсоветском пространстве являются скорее исключениями. Пока в базе данных взаимных портфельных инвестиций в СНГ есть лишь еще один проект стоимостью свыше \$1 млрд (уже прекращенный). В 2005–2012 годах грузинский предприниматель Б. Иванишвили владел 1% акций «Газпрома», что означало накопленные портфельные инвестиции в размере от \$0.9 млрд в конце 2008 года до \$1.5 млрд в конце 2010 года.

Выявлено три проекта (в том числе один прекращенный) объемом более \$100 млн:

- 2.95% акций «ВТБ», купленных в 2013 году в ходе частичной приватизации банка Государственным нефтяным фондом Республики Азербайджан (на конец 2015 года накопленные портфельные инвестиции составили \$416 млн, двумя

годами ранее из-за более высокой рыночной капитализации «ВТБ» они достигли \$578 млн);

- 125 облигаций «Международного банка Азербайджана», купленных в 2014 году Единым накопительным пенсионным фондом Казахстана (срок погашения — в октябре 2024 года, стоимость на конец 2015 года достигла \$256 млн);
- капиталовложения, осуществленные в 2014–2015 годах представителями казахстанского бизнеса в 7.4% акций компании «Полиметалл». Пакет акций стоимостью \$0.3 млрд был получен в рамках обмена активами при вхождении «Полиметалла» в проект «Кызыл», а в 2015 году был у них выкуплен по опциону.

Более многочисленны вложения размером в сотни тысяч или несколько миллионов долларов, которые характерны для некоторых инвестиционных пар стран СНГ. Например, среди немалого количества российских портфельных инвестиций в Молдове нет ни одного проекта дороже \$1 млн. Вместе с тем в некоторых компаниях совокупные портфельные инвестиции россиян довольно существенны. Так, в Banca de Economii несколько граждан России владеют разными пакетами акций (от 3.72 до 8.87%), а в целом российские накопленные портфельные инвестиции в названном молдавском банке составили \$3.6 млн.

Специфика анализа взаимных трансграничных портфельных инвестиций состояла в том числе в наличии названного выше инвестиционного проекта российского «ЛУКОЙЛа» в 5-процентную долю казахстанского месторождения Тенгиз, который по своим параметрам выделялся из общей массы. В частности, объем данного капиталовложения превосходит следующий по размеру инвестиционный проект, включенный в базу данных, в 4.3 раза и составляет 61% от общей стоимости всех портфельных инвестиций, вошедших в базу данных (по состоянию на конец 2015 года). Такой значительный относительный объем портфельных инвестиций «ЛУКОЙЛа» предопределяет жесткую зависимость характеристик всей массы накопленных взаимных трансграничных портфельных инвестиций от этого крупнейшего проекта. Поэтому далее будет приводиться анализ объемов и структуры трансграничных портфельных инвестиций с учетом и без учета казахстанского проекта «Тенгиз».

Динамика совокупного объема взаимных трансграничных портфельных инвестиций между странами СНГ является весьма неустойчивой, а величина накопленных трансграничных портфельных инвестиций невелика (см. таблицу 6).

В целом за 2015 год накопленные взаимные портфельные капиталовложения стран СНГ и Грузии сократились на 13% — главным образом за счет обесценения номинированных в национальной валюте облигаций. Вместе с тем за счет вложений в евробонды падение не было слишком стремительным (например, инвестиции Единого накопительного пенсионного фонда Казахстана в евробонды «Газпрома» даже выросли с \$80 млн до \$81 млн, а в евробонды «Сбербанка» — остались на уровне \$45 млн). Тем не менее важно подчеркнуть, что в 2015 году почти не осуществлялось новых значительных проектов портфельных инвестиций в регионе.

Структурные характеристики портфельных инвестиций по итогам 2015 года оценивались исходя из совокупного их объема, а также исходя из совокупного объема

Таблица 6. Объем накопленных взаимных портфельных инвестиций стран СНГ, \$ млрд

Показатель	2011	2012	2013	2014	2015
Суммарный объем взаимных портфельных инвестиций	3.2	1.7	2.5	3.4	2.9
Объем взаимных портфельных инвестиций без учета вложений «ЛУКОЙЛа» в «Тенгиз»	1.8	0.2	0.9	1.7	1.1
в том числе только внутри ЕАЭС	0.1	0.2	0.4	1.0	0.5

Таблица 7. Структура накопленных трансграничных портфельных инвестиций между странами СНГ в зависимости от характера отношений между инвестором и реципиентом инвестиций

Учитываемый объем	Характер отношений	2011	2012	2013	2014	2015
Суммарный объем	Участие в капитале, \$ млрд	3.14	1.51	2.22	2.49	2.25
	Участие в капитале, %	98	88	87	73	76
	Долговые ценные бумаги, \$ млрд	0.07	0.22	0.33	0.90	0.70
	Долговые ценные бумаги, %	2	12	13	27	24
Без учета инвестиций в «Тенгиз»	Участие в капитале, \$ млрд	1.74	0.01	0.62	0.79	0.45
	Участие в капитале, %	96	3	65	47	39
	Долговые ценные бумаги, \$ млрд	0.07	0.22	0.33	0.90	0.70
	Долговые ценные бумаги, %	4	97	35	53	61

за вычетом инвестиций «ЛУКОЙЛа» в проект «Тенгиз». Анализ показывает, что в течение 2013–2015 годов прослеживается постепенное повышение доли инвестиций именно в долговые ценные бумаги в структуре трансграничных портфельных инвестиций между странами СНГ (см. таблицу 7).

По абсолютным объемам взаимных капиталовложений лидируют российские портфельные инвесторы, однако благодаря инвестициям ЕНПФ выделяется также Казахстан. Позиция России как страны происхождения инвестиций принципиально меняется в зависимости от того, учитываются ли вышеуказанные крупные капиталовложения «ЛУКОЙЛа» в Казахстане или нет. Если они учитываются, Российская Федерация представляется как крупнейшая страна происхождения портфельных инвестиций. Если не учитываются, то остальные портфельные инвестиции, исходящие из России в направлении постсоветского пространства, незначительны.

Структура накопленных портфельных инвестиций по итогам 2015 года по странам — реципиентам инвестиций приведена в таблице 8.

Выделение среди реципиентов инвестиций ЕАБР обусловлено тем, что этот банк является наднациональным образованием, функционирующим в интересах всех

2. ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМНЫХ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ДОЛГОСРОЧНЫХ КРЕДИТОВ В СТРАНАХ СНГ

Страна (организация) — реципиент	С учетом всех инвестиций	Без учета инвестиций «ЛУКОЙЛа» в «Тенгиз»
Россия	21.0	54.0
Казахстан	61.2	0.1
Беларусь	0.0	0.0
Армения	0.0	0.0
Кыргызстан	0.0	0.0
Таджикистан	0.0	0.0
Другие страны СНГ	9.0	23.1
ЕАБР	8.9	22.8
Итого	100	100

Таблица 8. Структура накопленных трансграничных портфельных инвестиций между странами постсоветского пространства по странам — реципиентам инвестиций, 2015 год (в % к общему объему инвестиций)

членов ЕАЭС и не относящимся к юрисдикции ни одной из стран-участниц. Поэтому инвестиции, привлекаемые данным эмитентом, в дальнейшем используются в интересах всех членов ЕАЭС. Доля портфельных инвестиций, получаемых ЕАБР, весьма значительна, но не преобладающая.

Лидерство России по объему привлеченных портфельных инвестиций (без учета проекта «Тенгиз») связано с наличием ряда преимуществ (в сравнении с другими странами ЕАЭС), достигнутых в том числе в ходе реализации экономической политики и реформирования финансовых рынков:

- большой размер экономики и финансового рынка;
- открытость счета капитала, высокий уровень либерализации валютных операций в целом;
- наличие емкого рынка валютных фьючерсов, выступающих эффективным механизмом хеджирования валютных рисков;
- наличие сложившегося законодательства и работающей системы правоприменения, нацеленных на защиту интересов и законных прав инвесторов, в том числе портфельных инвесторов, и так далее.

Взаимные долгосрочные кредиты в СНГ и Грузии, так же как и портфельные инвестиции, по своим масштабам существенно уступают прямым капиталовложениям: по данным мониторинга, их накопленный объем к концу 2015 года составил \$2.3 млрд.

По классификации ЦБ РФ долгосрочные кредиты относятся к категории «прочие инвестиции». Условно, для целей мониторинга, их можно разделить на три группы: 1) кредиты по межправительственным соглашениям; 2) большие, особенно синдицированные, кредиты, выдаваемые крупнейшими банками, иногда через свои местные дочерние структуры; 3) менее крупные кредиты, предоставляемые непосредственно по соглашению между банком из одной страны СНГ заемщику (компания или, реже, банку) из другой страны СНГ.

Наиболее доступными для мониторинга являются кредиты по межправительственным соглашениям, которые могут выдаваться в стабилизационных целях (неоднократно предоставлялись Россией Республике Беларусь) либо на реализацию крупных проектов. Помимо широко освещенного в прессе выделения «Внешэкономбанком» средств на строительство АЭС в Беларуси, можно упомянуть подписанное в 2009 году соглашение о предоставлении Россией Кыргызстану долгосрочного кредита в размере \$1.7 млрд на строительство Камбаратинской ГЭС-1. Позднее проект был заморожен, и Кыргызстан успел получить только \$37 млн. В 2016 году Россия предоставила кредит Армении в размере \$200 млн на закупку вооружений. Кредитование осуществляется через «Внешэкономбанк».

Вторая группа отслеживается хуже. В качестве примера такого рода кредитов можно привести проекты российского «Сбербанка», который осуществляет кредитование через свои дочерние структуры за рубежом. В частности, он выделил \$1 млрд белорусскому «Беларуськалий» (в 2015 году в ходе реструктуризации долг сокращен до \$870 млн) и \$208 млн казахстанской компании «Казахстан Темир Жолы».

Третью группу кредитов охватить мониторингом практически невозможно, поскольку в свободном доступе появляется информация лишь о незначительной их доле, по которой трудно судить о масштабах и участниках сделок.

Несмотря на то что объемы учтенных в мониторинге взаимных долгосрочных кредитов пока невелики, имеющиеся данные позволяют говорить о потенциале для их дальнейшего роста. В частности, есть договоренность о предоставлении \$10 млрд «Внешэкономбанком» под строительство Белорусской АЭС в рамках реализации межправительственного соглашения и поддержки российского экспорта (электростанцию строит «Атомстройэкспорт»). На момент подготовки доклада, несмотря на вступление в силу соглашения о строительстве в конце 2011 года, был выделен лишь первый транш в размере \$500 млн — весной 2014 года.

2.2. Актуальные проблемы инвестиционного взаимодействия стран ЕАЭС на корпоративном уровне

Емкость финансовых рынков стран ЕАЭС невелика, даже самые развитые национальные финансовые рынки из этой группы стран значительно уступают в емкости как странам с развитыми рынками, так и большинству государств с крупными развивающимися рынками. Отставание в развитии финансового сектора в странах ЕАЭС есть объективная реальность, которая существенно замедляет и ослабляет процессы инвестиционного взаимодействия в союзе.

Для портфельных инвесторов особое значение имеет ликвидность рынков ценных бумаг, где обращаются в том числе инструменты, в которые портфельные инвесторы осуществляют вложения (Костиков, 2004). Наличие ликвидных рынков ценных бумаг позволяет портфельному инвестору в случае необходимости (например, при изменении экономических условий или наступлении иных неблагоприятных явлений) полностью или частично выйти из инструмента, в который было осуществлено инвестирование вне зависимости от позиции реципиента инвестиций.

В этой связи наиболее существенной проблемой развития рынков ценных бумаг с точки зрения перспектив расширения портфельного инвестирования является их низкая ликвидность в большинстве стран ЕАЭС. Она не позволяет получать справедливую рыночную оценку эмитентам ценных бумаг, с одной стороны, и снижает возможность выхода из портфельных инвестиций на вторичном рынке портфельным инвесторам, с другой.

По показателю соотношения объемов годовой биржевой торговли акциями и капитализации Россия по итогам года примерно соответствует целому ряду средних развивающихся рынков (среди которых, например, Польша и Дубай) и в несколько раз превосходит Казахстан и тем более другие страны ЕАЭС (см. рисунок 5). Однако необходимо также иметь в виду, что при сравнении с крупными развивающимися рынками отставание даже России по ликвидности рынка акций оказывается катастрофическим (по показателю соотношения годового объема биржевой торговли акциями и капитализации в 2015 году российский показатель был ниже, например, китайского, более чем в 20 раз).

Незначительный объем накопленных за рубежом портфельных инвестиций стран ЕАЭС свидетельствует о наличии значимых ограничений для развития трансграничного портфельного инвестирования и в целом трансграничного корпоративного инвестиционного сотрудничества в рамках союза. Принципиальная группировка таких ограничений может быть представлена в следующем виде:

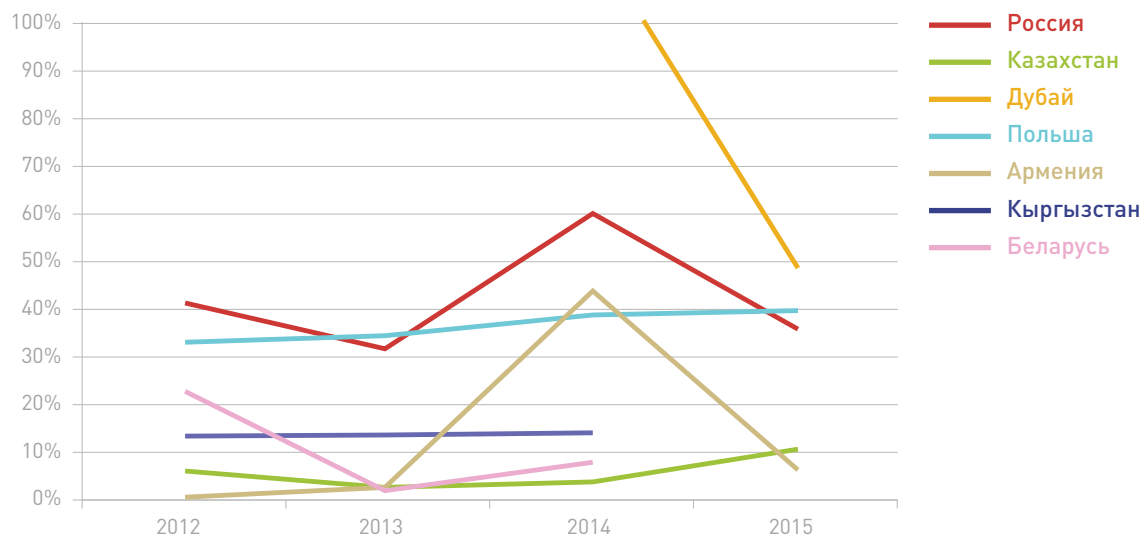
- ограничения, связанные с наличием портфельных инвесторов и, соответственно, ресурсов для портфельного инвестирования (кто инвестирует?);
- ограничения, связанные с наличием привлекательных инструментов портфельного инвестирования (куда инвестировать?);
- ограничения, связанные с высоким уровнем рисков портфельных инвестиций (насколько выгодно и безопасно инвестировать?).

Главными проблемами, препятствующими развитию трансграничных портфельных инвестиций в ЕАЭС, на наш взгляд, являются сложности, предопределяющие третью группу ограничений, среди которых необходимо выделить следующие:

1. Высокий уровень страновых рисков и неопределенность относительно будущей политики государств в области экономики, инвестиционного климата, налогового режима.
2. Высокий уровень валютных рисков и отсутствие в большинстве стран ЕАЭС эффективных механизмов хеджирования валютных рисков.
3. Отсутствие механизмов страхования и гарантирования инвестиций, которые могли купировать значительную часть страновых рисков и отчасти валютных рисков.
4. Отсутствие ликвидных национальных рынков ценных бумаг (в большинстве стран ЕАЭС), позволяющих эффективно управлять риском портфеля, в том числе через его диверсификацию, и оперативно выходить из отдельных инвестиций в случае необходимости.

К основным проблемам, предопределяющим ограничения, связанные с наличием портфельных инвесторов и, соответственно, ресурсов для портфельного инвестирования, относятся:

Рисунок 5. Ликвидность некоторых развивающихся рынков акций (по показателю соотношения годового объема биржевой торговли акциями и капитализации)



Примечание: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж (WFE), Международной ассоциации бирж СНГ и биржи NASDAQ OMX Armenia.

1. Высокая (в отдельных странах — гипертрофированная) роль коммерческих банков в национальной финансовой системе, в значительной мере предопределяющая отсутствие или дефицит небанковских финансовых организаций — институциональных инвесторов (Лансков, Максимчук, Дуисенова, 2015).
2. Высокий уровень долларизации и в целом сугубо неоптимальная структура сбережений населения (Миркин, 2015; Банк России, 2016; Крук, 2015), предопределяющие крайне узкую базу аккумуляции ресурсов для инвестирования институциональными инвесторами, ориентированными на осуществление портфельных инвестиций.
3. Высокая доля государства в финансовой системе (в том числе в капитале финансовых организаций), что стимулирует низкую эффективность деятельности таких финансовых посредников (Миркин, 2015), препятствует развитию конкуренции, результатом которой могло бы стать увеличение количества портфельных инвесторов, включая ориентированных на трансграничные инвестиции между странами ЕАЭС.
4. В ряде стран — крайне малое количество финансовых организаций, что приводит к высокой концентрации на отдельных сегментах финансового рынка (Лансков, Максимчук, Дуисенова, 2015), повышению среднего объема инвестиции и, соответственно, стимулированию структурного сдвига от портфельных инвестиций к прямым инвестициям.

К основным проблемам, предопределяющим ограничения, связанные с наличием привлекательных инструментов портфельного инвестирования, следует отнести:

1. В большинстве стран — крайне незначительное количество инструментов для портфельных инвестиций, имеющих рыночную оценку.

2. Высокая доля государства в капитале крупнейших национальных корпораций, выступающих эмитентами акций, и низкий уровень защиты прав инвесторов, включая мажоритарных, предопределяющие в совокупности низкий уровень доли свободно обращающихся акций (free-float) на национальном рынке, которые потенциально могли бы служить инструментами для трансграничных портфельных инвестиций.

Многие из отмеченных проблем не относятся напрямую к проблематике финансовых рынков. Так, неоптимальность структуры сбережений критически препятствует поступлению на финансовые рынки стран ЕАЭС сбережений домохозяйств, за счет которых традиционно формируются ресурсы портфельных инвесторов. С другой стороны, высокий уровень страновых рисков и неопределенность государственной политики резко снижают привлекательность инструментов для портфельного инвестирования.

Таким образом, к проблемам на финансовых рынках стран ЕАЭС, осложняющим развитие трансграничного инвестиционного взаимодействия на корпоративном уровне, следует отнести:

1. Низкую ликвидность рынков ценных бумаг в большинстве стран ЕАЭС.
2. Резко выраженный дефицит приемлемых инструментов для портфельных инвестиций (количество обращающихся на рынке инструментов, малый объем free-float акций).
3. Наличие законодательных ограничений на проведение валютных операций и отсутствие широкого выбора механизмов хеджирования валютных рисков в большинстве стран ЕАЭС (ЦИИ ЕАБР, 2016; Кондратов, 2014).
4. Отсутствие организаций, способных страховать риски по портфельным инвестициям, в том числе по причине небольшого уровня глубины страхового рынка в большинстве стран ЕАЭС (см., например, Миркин, 2015).
5. Отсутствие банков, способных выдавать поручительства по долговым портфельным инвестициям (по причине отсутствия нормативно-правового обеспечения такого рода сделок в странах ЕАЭС).
6. Критический дефицит в структуре финансовых рынков стран ЕАЭС институциональных инвесторов.
7. Низкий уровень конкуренции финансовых организаций на финансовых рынках большинства стран ЕАЭС (НБРБ, 2016; НБК, 2015; ЦБ РА, 2015).

Среди основных факторов, способствующих развитию трансграничного инвестиционного взаимодействия стран ЕАЭС на корпоративном уровне, можно выделить следующее.

Во-первых, развитие наднационального регулирования в рамках ЕАЭС, повышение степени гармонизации национальных регулятивных систем, сокращение оснований для отступления государствами — членами союза от зафиксированных в Договоре о ЕАЭС обязательств. Повышение прогнозируемости изменения условий предпринимательской деятельности и инвестиционной деятельности во всех странах — членах ЕАЭС позитивно скажется на росте трансграничного портфель-

ного инвестирования в союз, так как будет естественным образом способствовать снижению риска портфельных инвестиций в страны ЕАЭС.

Во-вторых, дальнейшее развитие институциональных инвесторов, в первую очередь в государствах с высоким уровнем сбережений (в рамках ЕАЭС — Россия, Казахстан; вне границ ЕАЭС — Азербайджан). Среди всех видов институциональных инвесторов для развития портфельных инвестиций особое значение имеют пенсионные институты, в первую очередь аккумулирующие пенсионные накопления. Важным вопросом является политика стимулирования трансграничных пенсионных портфельных инвестиций.

В-третьих, наличие ликвидного вторичного рынка тех инструментов, в которые осуществляется портфельное инвестирование. Для ряда стран ЕАЭС самостоятельное развитие национального рынка до того уровня, при котором риск ликвидности перестает быть критическим препятствием для осуществления портфельных инвестиций, может занять очень длительный промежуток времени. В этих случаях, возможно, более эффективным решением является формирование наднациональных рынков ценных бумаг, на которых эмитенты из стран с низколиквидными рынками могли бы быстрее получить справедливую рыночную оценку и сформировать ликвидный вторичный рынок своих инструментов.

В-четвертых, снижение риска портфельных инвестиций. Оно может быть достигнуто как традиционными методами развития рынков ценных бумаг (повышение уровня защиты инвесторов; повышение прозрачности и внедрение передовых стандартов корпоративного управления), так и расширением возможностей по управлению рисками (развитие срочных рынков; страхование и гарантирование инвестиций).

Целесообразно всю систему мер, направленных на активное развитие трансграничных портфельных инвестиций в странах ЕАЭС, структурировать в соответствии с выделенными факторами этого развития. В таком случае рекомендации по развитию трансграничных портфельных инвестиций будут скомпонованы в четыре группы направлений мер:

1. Развитие нормативно-правового наднационального регулирования и обеспечение следования нормам этого регулирования, в том числе:

- детализация регулятивных норм, включенных в Договор о Евразийском экономическом союзе;
- обеспечение следования нормам, включенным в Договор о Евразийском экономическом союзе, снижение количества случаев отступления государств от норм Договора за счет сокращения перечня оснований для таких отступлений;
- принятие на себя государствами, подписавшими Договор о Евразийском экономическом союзе, обязательств не изменять в худшую сторону условий осуществления на территории этих государств инвестиционной деятельности инвесторами из других стран ЕАЭС как минимум в течение фиксированного временного отрезка;
- внедрение практики использования возможностей международных специализированных судов (финансового суда, инвестиционного суда) в рамках ЕАЭС, в полно-

мочия которых входила бы квалификация действий государств — членов ЕАЭС, которые могут нанести ущерб интересам инвесторов, в том числе портфельных;

- расширение практики выплат компенсаций инвесторам со стороны государств, допустивших отступление от норм Договора, в результате которого инвесторы понесли убытки (недополучили прибыль);
- гармонизация национальных законодательств в области финансовых рынков и в области инвестиционной деятельности.

2. Развитие индустрии институциональных инвесторов, осуществляющих трансграничное портфельное инвестирование, в том числе:

- стимулирование всемерного развития пенсионных институтов (как уже присутствующих на трансграничном рынке портфельных инвестиций государственных накопительных институтов, так и негосударственных пенсионных фондов), поощрение их трансграничных портфельных инвестиций в рамках ЕАЭС;
- более активное привлечение на рынок трансграничных портфельных инвестиций суверенных фондов стран СНГ и дальнего зарубежья;
- повышение объема портфельных инвестиций ЕАБР;
- стимулирование формирования и развития инвестиционных фондов, ориентированных на группу стран ЕАЭС;
- осуществление согласованной экономической политики по максимально полному развитию прочих институциональных инвесторов, повышению их количества и обеспечению должного уровня конкуренции на каждом национальном рынке стран ЕАЭС.

3. Создание наднациональных рынков ценных бумаг как основы для обеспечения ликвидности инструментам инвестирования и получения ими рыночной оценки, в том числе:

- создание специальной торговой площадки по организации торговли инструментами, обращающимися в настоящее время на низколиквидных национальных рынках стран ЕАЭС, и/или мостов между существующими национальными биржами;
- развитие механизмов расчетов по сделкам с обеспечением ликвидностью в национальных валютах.

4. Сокращение рисков портфельных инвестиций, в том числе:

- расширение практики применения механизмов учета (выкупа) корпоративных облигаций;
- развитие срочных рынков;
- стимулирование страхования портфельных инвестиций;
- предоставление гарантий и поручительств по портфельным инвестициям;
- повышение уровня защиты инвесторов;
- повышение прозрачности и применение передовых стандартов корпоративного управления;
- техническое содействие развитию национальных финансовых рынков.

3. Взаимные прямые инвестиции в странах ЕАЭС

Углубление евразийской интеграции в ЕАЭС и его единый рынок открывают новые перспективы для корпоративного взаимодействия. Используя преимущества союза, компании-инвесторы имеют возможность более активно строить трансграничные цепочки создания добавленной стоимости. У молодого интеграционного объединения уже сегодня есть серьезные достижения, но есть и ограничения, которые оказывают или могут оказать влияние на динамику бизнес-активности на территории стран ЕАЭС. В целях формирования конкретных управленческих решений или практических рекомендаций особенно важно иметь объективные данные о хозяйственных контактах между странами — членами союза, в том числе о взаимных прямых инвестициях. В настоящее время в базе данных МВИ СНГ имеется информация о 215 проектах взаимных ПИИ в ЕАЭС с накопленными капиталовложениями не менее \$1 млн и о 328 проектах с небольшими инвестициями, а также информация о нескольких десятках прекращенных проектов.

3.1. Инвестиции в ЕАЭС: относительная устойчивость

Взаимные ПИИ в ЕАЭС в течение 2015 года сократились на 6.6% — до \$23.7 млрд. Основной причиной снижения данного показателя можно назвать обесценение ранее созданных активов (например, вследствие девальвации национальных валют), а не ликвидацию/перепродажу предприятий с взаимными капиталовложениями. Тем не менее динамика взаимных ПИИ в странах ЕАЭС является более устойчивой, нежели на постсоветском пространстве в целом (см. рисунок 6). Вклад взаимных ПИИ стран ЕАЭС в общий объем взаимных прямых инвестиций стран СНГ и Грузии вырос с 47% в 2008 году до 56% в 2015 году.

Основными участниками взаимных инвестиционных связей в регионе ЕАЭС выступают Россия и Казахстан. В конце 2015 года на Российскую Федерацию пришлось 81.5% экспортированного объема накопленных ПИИ и 15.1% импортированных ПИИ (по входящим прямым инвестициям Россия заметно уступает и Казахстану, и Беларуси). Аналогичные показатели для Казахстана составили соответственно 17.4% и 30.2%. Другую важную инвестиционную пару с развитыми встречными потоками капитала составили Россия и Беларусь. Выделялись также инвестиции России в Армении и Кыргызстане, а также Казахстана в Кыргызстане и Армении (таблица 9).

Единственный нетто-экспортер в рамках взаимных ПИИ стран ЕАЭС — Россия. Во многом это связано с размером российской экономики, на которую приходится более 85% ВВП ЕАЭС. Кроме того, сказывается более ранняя и мощная зарубежная экспансия российских ТНК. Неслучайно отношение накопленной суммы экспортированных во все государства мира ПИИ к ВВП страны у России по итогам 2015 года составило 19% против 13.8% в Казахстане, 3% в Армении, 1.3% в Беларуси и 0.03% в Кыргызстане (UNCTAD, 2016, annex table 08).

3. ВЗАИМНЫЕ ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В СТРАНАХ ЕАЭС

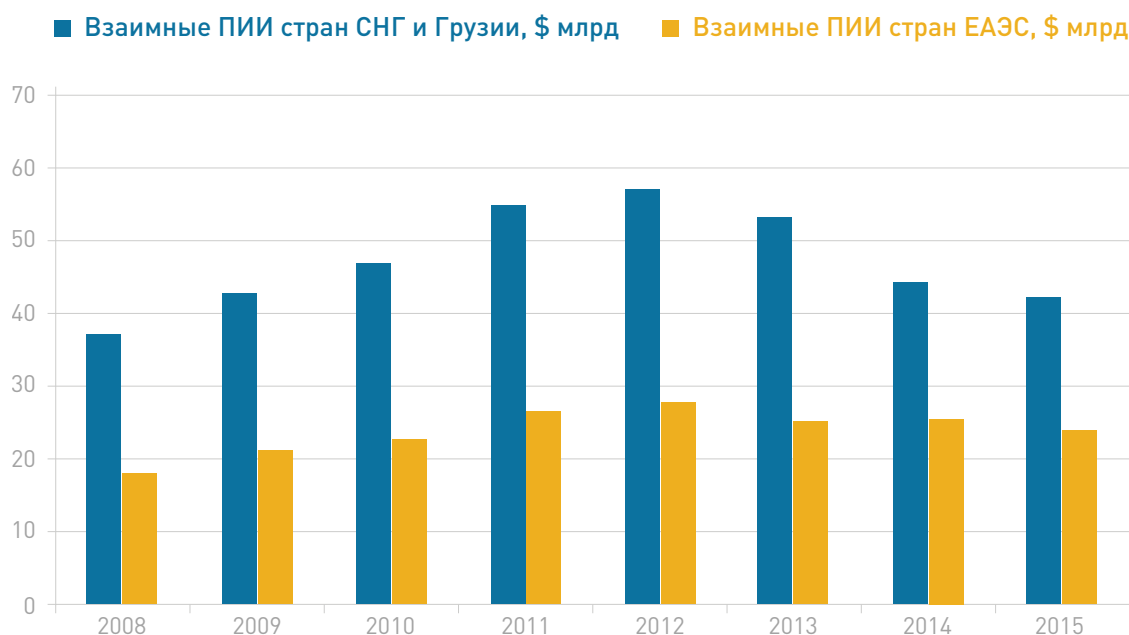


Рисунок 6. Сравнение динамики объема накопленных взаимных прямых инвестиций стран СНГ и стран ЕАЭС в 2008–2015 годах

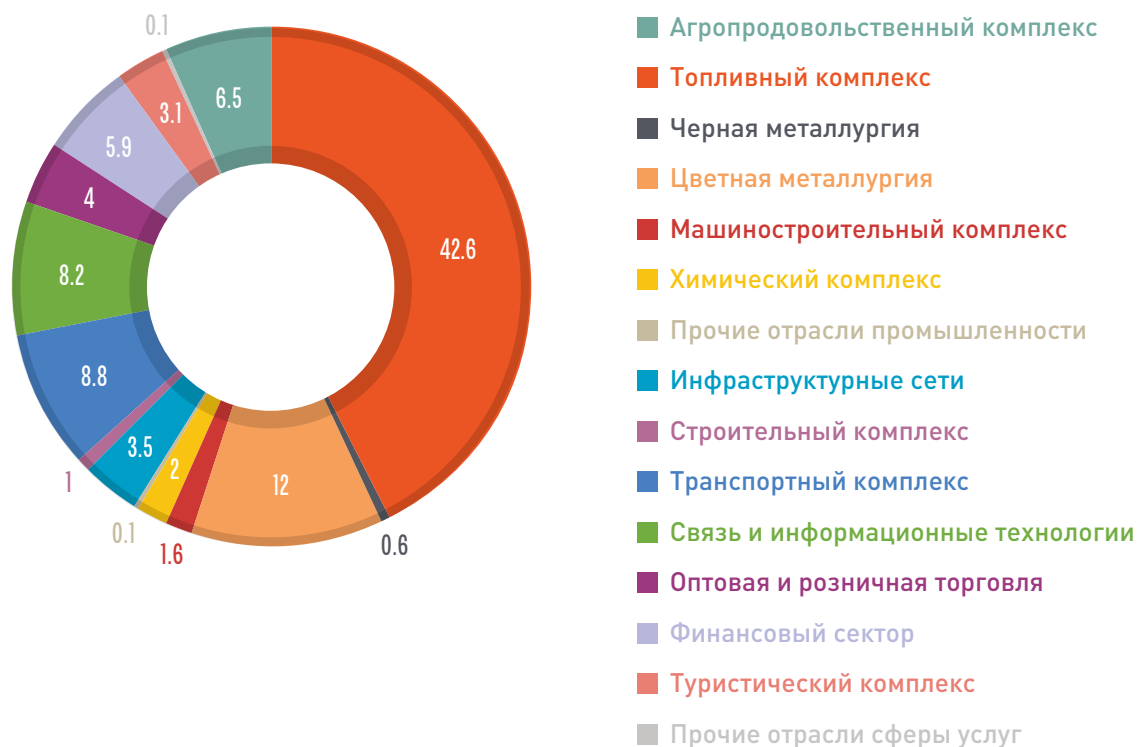
Страна-реципиент	Накопленные ПИИ стран-инвесторов, \$ млн					
	Россия	Казахстан	Беларусь	Армения	Кыргызстан	5 стран всего
Россия	X	3367	204	3	0	3574
Казахстан	7095	X	34	0	0	7129
Беларусь	8297	53	X	10	4	8364
Армения	3056	8	0	X	0	3064
Кыргызстан	811	695	0	0	X	1506
5 стран всего	19259	4123	238	13	4	23637

Таблица 9. Объем накопленных взаимных ПИИ стран ЕАЭС в конце 2015 года (данные МВИ СНГ)

Ведущие секторы взаимных ПИИ в ЕАЭС — топливный комплекс и цветная металлургия. Удельный вес данных секторов составил в конце 2015 года соответственно 42.6% и 12.0%, что существенно выше, чем во взаимных инвестициях стран СНГ и Грузии. Аналогичная ситуация характерна для взаимных ПИИ в транспортном и агропродовольственном комплексах, удельный вес которых составил соответственно 8.8% и 6.5%. В то же время значение взаимных ПИИ в связи и ИТ, финансовый сектор и инфраструктурные сети в странах ЕАЭС ниже, чем в целом по постсоветскому пространству (ср. рисунки 3 и 7).

Следует отметить, что сокращение взаимных ПИИ региона ЕАЭС в 2015 году происходило неравномерно по отраслям. Если накопленные ПИИ в топливном, транспортном и агропродовольственном комплексах остались почти неизменны-

Рисунок 7. Отраслевая структура накопленных в странах ЕАЭС взаимных ПИИ по итогам 2015 года, %



ми (соответственно \$10.1 млрд, \$2.1 млрд и почти \$1.6 млрд), то объем капиталовложений в цветной металлургии снизился с \$3.8 млрд до \$2.8 млрд, в секторе связи и ИТ — с \$2.3 млрд до менее \$2 млрд, а в финансовом секторе — с \$1.7 млрд до \$1.4 млрд. В «пиковом» по величине накопленных ПИИ 2012 году по этим трем секторам показатели вообще составляли соответственно \$4.7 млрд, \$2.8 млрд и \$1.8 млрд.

Если говорить о структуре ПИИ стран ЕАЭС в Таджикистане, единственном участнике ЕАБР за пределами данной интеграционной группировки, то она несколько отличается от взаимных ПИИ внутри региона ЕАЭС. Лидирующим сектором благодаря электроэнергетике выступают инфраструктурные сети (48.4%), далее следуют связь и ИТ (21.1%) и туристический комплекс (13.6%). Значимую роль играют также топливный комплекс (8.8%) и финансовый сектор (6.1%). Однако относительно скромные объемы ПИИ России и Казахстана в Таджикистане не меняют кардинально общей отраслевой структуры взаимных ПИИ шести стран — участниц ЕАБР по сравнению с пятью странами ЕАЭС. Так, доля ведущего для ЕАЭС топливного комплекса сокращается лишь с 42.6% до 41.1%. Правда, доля инфраструктурных сетей возрастает с 3.5% до 5.5% (сектор перемещается с 8-го места на 7-е).

Сокращение взаимных ПИИ в 2015 году сопровождалось несколькими новыми небольшими сделками. Так, в секторе связи и ИТ казахстанская «Алма групп»

купила не менее чем за \$20 млн оператора связи «Цифра один» с несколькими десятками тысяч абонентов в Москве и Подмосковье. По мнению некоторых аналитиков, это может стать шагом к созданию на территории России крупного телекоммуникационного холдинга с казахстанским капиталом (Кодачигов, 2016). В том же 2015 году в секторе цветной металлургии российский «Полиметалл», чьи ПИИ в ЕАЭС превысили \$0.4 млрд, приобрел за \$18 млн два дополнительных добывающих актива — в Армении и Казахстане. Лишь в банковском секторе в 2015 году прекратил существование подконтрольный российским ПАО «Альянс Ипотека» и АО «СтарБанк» белорусский «Интер Пэй Банк» (в 2014 году уставный фонд составлял около \$14 млн) по причине отзыва в начале 2015 года лицензии. Примечательно, что через год у российского «СтарБанка» — владельца почти 20% акций этого белорусского финансового учреждения — также была отозвана лицензия, но уже в России.

3.2. Российские прямые инвестиции: значение переоценки активов

Наиболее активных и крупных инвесторов на территории стран ЕАЭС представляют российские компании. Для них данный регион является, пожалуй, самым комфортным для зарубежной деятельности. Помимо общего исторического и экономического прошлого, территориальной и языковой близости, которые определяют высокую информированность о специфике ведения бизнеса в соответствующих государствах, безусловно позитивную роль играет углубление формальной интеграции. В результате именно в странах ЕАЭС наиболее разнообразна отраслевая структура российских ПИИ, в том числе в сферах производства с высокой добавленной стоимостью (Кузнецов, 2014).

После начала украинского кризиса лишь в странах ЕАЭС имеют возможность комфортно действовать в качестве инвесторов многие российские компании, которые пока не решились выходить за пределы ареала, где проявляется «эффект соседства». По сути, речь идет о большом массиве так называемых региональных ТНК, к которым относится большинство российских ТНК «среднего эшелона». Наличие интеграционного проекта на постсоветском пространстве для них служит важным «мобилизационным фактором» для экспорта капитала — по аналогии со стимулами для взаимного переплетения капиталов в рамках ЕС для западноевропейских ТНК во второй половине XX века. Ведь помимо немногочисленных крупных российских инвесторов с ярко выраженными конкурентными преимуществами на глобальном уровне, в значительных объемах вывозят капитал российские компании таких типов, как крупные ТНК, в существенной мере базирующие свою зарубежную экспансию на использовании традиционных связей России, небольшие ТНК с конкурентными преимуществами в узких нишах на глобальном уровне, а также ТНК, которые только формируют конкурентные преимущества (Кузнецов, 2012).

Из десяти существующих инвестиционных пар между странами ЕАЭС все четыре пары с участием России занимают первые места:

- российско-казахстанские накопленные взаимные ПИИ к концу 2015 года составили \$10.5 млрд, уменьшившись за год более чем на \$1.6 млрд (сокращение имеет место даже по сравнению с 2008 годом), причем на партнера России — Казахстан — приходится 32% экспорта ПИИ;
- российско-белорусские накопленные взаимные ПИИ к концу 2015 года достигли \$8.5 млрд, уменьшившись за год на \$160 млн (при росте белорусских капиталовложений в Россию). Долгое и тесное интеграционное взаимодействие двух стран дает о себе знать — по сравнению с 2008 годом взаимные накопленные ПИИ России и Беларуси увеличились в 2.5 раза (более чем на \$5 млрд);
- российско-армянские накопленные взаимные ПИИ (по факту почти на 100% российские капиталовложения в Армении) к концу 2015 года превысили \$3 млрд, увеличившись за год на \$25 млн (по сравнению с 2008 годом рост составил 1.6 раза, или почти \$1.2 млрд);
- российско-кыргызские накопленные взаимные ПИИ (по факту также почти на 100% российские капиталовложения в Кыргызстане) к концу 2015 года превысили \$0.8 млрд, увеличившись за год на \$113 млн (по сравнению с 2008 годом рост составил 2.3 раза, или почти \$0.5 млрд).

Для сравнения: казахстанско-кыргызские накопленные ПИИ к концу 2015 года составили лишь \$0.7 млрд, а казахстанско-белорусские ПИИ — \$0.1 млрд.

Накопленные прямые инвестиции в России из других стран ЕАЭС по итогам 2015 года составили \$3.6 млрд. Такой относительно небольшой объем ПИИ объясняется скорее ограниченными возможностями бизнес-структур из стран-партнеров к осуществлению зарубежных капиталовложений, а не отсутствием инвестиционной привлекательности крупнейшего государства интеграционной группировки. Косвенно это подтверждают данные Росстата о количестве зарегистрированных в Российской Федерации предприятий с капиталом из стран ЕАЭС: к началу 2015 года в стране существовало 3.3 тыс. белорусских дочерних фирм, более 500 казахстанских, свыше 200 армянских и около 60 кыргызских. Заметим, что число компаний с белорусским капиталом в России в 1.2 раза превосходит количество фирм с российским капиталом в Беларуси, а казахстанских предприятий в России больше, чем в Беларуси, в 15 раз, армянских — в 3 раза (Росстат, 2015; Белстат, 2015).

Больше половины накопленных российских ПИИ в странах ЕАЭС приходится на топливный комплекс (см. рисунок 8). Важную роль играют также цветная металлургия, связь и ИТ, финансовый сектор и транспортный комплекс. Заметное место занимают ПИИ в оптовую и розничную торговлю, инфраструктурные сети. Вместе с тем в странах ЕАЭС в качестве крупных инвесторов представлены далеко не все ведущие российские ТНК. Например, пока в ЕАЭС не осуществила ПИИ транспортная компания «Совкомфлот» (см. рейтинг 20 ведущих российских ТНК — Кузнецов, 2016), занимающая по итогам 2014 года 6-е место по величине зарубежных активов среди российских нефинансовых ТНК. Однако это логично — речь идет о морском судоходстве. В то же время пока ничтожные прямые капиталовложения в Казахстане (впрочем, как и в соседнем Туркменис-



Рисунок 8. Отраслевая структура накопленных российских ПИИ в странах ЕАЭС в конце 2015 года, %

тане) осуществила компания «Зарубежнефть», занимающая в рейтинге российских нефинансовых ТНК 10-е место. По активности в ЕАЭС она заметно уступает не только ведущим российским инвесторам — «Газпрому» и «ЛУКОЙЛу», но и «Роснефти».

Не проявляет активности в ЕАЭС и 13-я в рейтинге компания «Норд Голд», при том что, как и в случае добычи нефти, российские капиталовложения в золотодобычу в странах ЕАЭС поступают в значимых объемах (например, от компании «Полиметалл», 19-й в рейтинге российских ТНК).

Такая же ситуация и с незначительными ПИИ 16-й и 18-й российских ТНК по величине зарубежных активов — металлургических компаний «НЛМК» и «ММК». Обе имеют лишь небольшие дочерние структуры в Беларуси (причем вторая — только сбытовую). Безусловно, российские представители черной металлургии намного больше ПИИ осуществили в странах ЕС и США, а на постсоветском пространстве — в Украине. Однако 5-я по значению нефинансовая ТНК России — «Евраз» — вложила в Казахстане несколько десятков миллионов долларов в производство в Костанайской области (по итогам 2015 года внеоборотные активы обесценились почти вдвое — до \$60 млн, но в 2013–2014 годах накопленные ПИИ нами оценивались на уровне \$118–119 млн). В итоге именно черная металлургия представлена среди основных отраслей российского зарубежного инвестирования на пространстве ЕАЭС очень слабо.

Таблица 10. Крупнейшие инвестиционные проекты взаимных ПИИ в ЕАЭС в базе данных МВИ СНГ по итогам 2015 года

Инвестор	Страна-реципиент	Компания/проект	Год покупки/старта проекта	Накопленные ПИИ, \$ млрд
«Газпром» (Россия)	Беларусь	«Газпром трансгаз Беларусь»	2007	5.00
«ЛУКОЙЛ» (Россия)	Казахстан	Проекты по добыче сырья на западе страны	2004	3.00
«МТС» (Россия)	Беларусь	«Мобильные ТелеСистемы» (49%)	2002	0.79
«Верный капитал» (Казахстан)	Россия	Гостиница Ritz-Carlton в Москве	2004	0.70
«Газпром» (Россия)	Армения	«АрмРосгазпром»	2002	0.60
«Иволга-холдинг» (Казахстан)	Россия	Предприятия агропродовольственного комплекса в Курской области	2003	0.60
«Транснефть» (Россия)	Беларусь	«Запад-Транснефтепродукт»	1990	0.60
«Славнефть» (Россия)	Беларусь	Мозырский НПЗ (42.6%)	1994	0.50
«Полиметалл» (Россия)	Казахстан	Золоторудный проект «Кызыл»	2014	0.46
«Газпром» (Россия)	Армения	5-й блок Разданской ТЭС	2006	0.44
«Меридиан Капитал» (Казахстан)	Россия	20% компании «Данон Россия» (изначально доля в «Юнимилк»)	2005	0.40
«КазМунайГаз» (Казахстан)	Россия	Российский участок Каспийского трубопроводного консорциума (20.8%)	1999	0.35
«РЖД» (Россия)	Армения	Южно-Кавказская железная дорога	2008	0.32
«Белоруснефть» (Беларусь)	Россия	Нефтесервисная фирма «Белоруснефть-Сибирь»	2008	0.06
«МультиГрупп» (Армения)	Беларусь	СП по розливу коньяка в Минске	2012	0.01

В странах ЕАЭС выше значение таких российских инвесторов, как телекоммуникационная компания «МТС» и транспортная компания «Транснефть». Тем не менее самые крупные проекты осуществили ведущие российские нефтегазовые ТНК (см. таблицу 10). При этом нельзя, однако, сказать, что среди ведущих инвестиционных проектов взаимных ПИИ в ЕАЭС полностью доминируют российские ТНК. Так, казахстанская бизнес-группа «Верный капитал» осуществила 4-й по масштабам ПИИ проект, а «Иволга-холдинг» — 6-й (оба в России). В начале второй десятки крупнейших инвестиционных проектов присутствуют еще два проекта от инвесторов из Казахстана.

3.3. Особая инвестиционная модель Беларуси

Республика Беларусь как страна-инвестор и получатель ПИИ обладает рядом особенностей, отличающих ее от большинства других стран СНГ. Именно эти особенности обуславливают уязвимые позиции республики во взаимном инвестиционном сотрудничестве в рамках СНГ, что побудило нас посвятить этой стране отдельный параграф, тем более что формально Беларусь — крупнейший реципиент ПИИ из стран ЕАЭС.

Приток иностранного капитала в любую страну в значительной степени определяется сформировавшимся в ней и эволюционирующим с течением времени в сторону улучшения либо ухудшения инвестиционным климатом. С формальной точки зрения многие базовые факторы инвестиционного климата в Беларуси представляются в целом благоприятными и способными привлечь внимание инвесторов как из дальнего зарубежья, так и из СНГ. Беларусь располагает частично доставшимся ей в наследство от СССР, а частично вновь созданным в постсоветское время развитым диверсифицированным промышленным производством, включая передовые наукоемкие и высокотехнологичные отрасли, и мощным агропромышленным комплексом, в котором широко применяются относительно современные технологии производства и переработки сельскохозяйственного сырья. По привлекательности соотношения цены и качества трудовых ресурсов страна входит в число лидеров в СНГ: более 90% трудоспособного населения имеют высшее, среднее или базовое профессиональное образование, на рынке труда присутствует значительное число высококвалифицированных специалистов практически любой отраслевой направленности, а заработная плата в среднем остается невысокой.

Известным недостатком экономики Беларуси может считаться отсутствие большинства видов природных ресурсов (за исключением леса, калийных солей и некоторых других ископаемых). Это автоматически делает ее непривлекательной для реализации крупных международных проектов по добыче полезных ископаемых и, следовательно, исключает поступление ПИИ сырьевых компаний, возникших в ряде стран СНГ, которые обладают минеральными ресурсами. Вместе с тем республика занимает весьма выгодное географическое положение, являясь транспортным и торговым коридором между Европой и СНГ. По ее территории проходят нефте- и газопроводы, железные и автомобильные дороги, телекоммуникационные линии, связывающие Западную и Центральную Европу с Россией и азиатскими странами. Таким образом, Беларусь теоретически может заинтересовать инвесторов с точки зрения создания удобно расположенной базы для переработки сырья и последующего экспорта товаров с более высокой добавленной стоимостью далее на Запад. В стране в целом хорошо развита транспортная, логистическая и энергетическая инфраструктура, что обеспечивает ей важное с точки зрения инвесторов преимущество.

В этой связи крайне важным дополнительным фактором для трансграничных инвестиционных связей является членство республики в ЕАЭС, поскольку компании, в том числе и из СНГ, вкладывающие капитал в производство на территории

страны, автоматически получают доступ на рынки России, Казахстана, Армении и Кыргызстана.

Помимо объективно сложившихся благоприятных для поступления инвестиций условий, большое значение для иностранных инвесторов имеют законодательные положения и нормы, регламентирующие их деятельность. Регулирующее прямые иностранные инвестиции законодательство постоянно совершенствуется. В настоящее время действует принятый в 2013 году закон «Об инвестициях». Его особенностью стала норма, согласно которой инвестор не ограничивается в отношении способов осуществления инвестиций и видов источников финансирования. Однако полная реализация заложенных в этом законе и в других нормативно-правовых актах, которые касаются иностранных инвесторов, норм и положений на практике в Беларуси по-прежнему в полной мере не достигнута.

Несмотря на наличие ряда благоприятных для инвесторов условий, объемы накопленных и ежегодно поступающих в республику инвестиций из стран СНГ (за исключением, возможно, России) остаются сравнительно низкими. Отчасти объяснением такому положению дел могут служить отсутствие у многих стран СНГ свободных инвестиционных ресурсов, то есть банальная нехватка капитала, и низкий уровень экономического и технологического развития в них. Однако большое значение имеет и присутствие некоторых специфических для Беларуси негативных факторов, препятствующих притоку прямых инвестиций в эту страну. К числу важнейших относятся доминирование государственной собственности в экономике, а также приоритеты и особенности государственной экономической и социальной политики.

В настоящее время свыше 70% промышленного производства Беларуси приходится на государственный сектор. Большинство предприятий по всей стране объединены в государственные отраслевые холдинги. Процесс приватизации в Беларуси идет медленно и с большим трудом (потенциально приватизация позволяет быстро привлечь значимые объемы ПИИ). Большинство наиболее привлекательных для инвесторов из России и некоторых других стран СНГ крупных, хорошо технически оснащенных предприятий в ключевых отраслях экономики до сих пор не подлежат приватизации. Кроме того, даже в тех случаях, когда предприятие выставляется на приватизационный конкурс, следствием проводимой властями социальной политики нередко становится выдвижение обременительных для инвесторов условий (например, сохранение численности занятых, содержание на балансе предприятия социальных объектов и так далее). Частных инвесторов также отпугивают наличие государственного контроля над ценами, скрытая дискриминация в отношении доступа к сырью и ресурсам, чрезмерная отчетность перед государственными органами, частые проверки, высокий уровень бюрократии.

По большому счету, лидерство Беларуси в качестве реципиента ПИИ из стран ЕАЭС обеспечила одна сделка: покупка «Газпромом» компании «Белтрансгаз», обслуживавшей экспорт природного газа из России в Польшу и другие страны ЕС (ныне — «Газпром трансгаз Беларусь»). При этом ЦБ РФ постепенно переоценивает вложенные средства в сторону уменьшения, тогда как белорусская статистика

по-прежнему регистрирует инвестиции в эту сделку в исторических ценах (мы решили придерживаться белорусского подхода). Следующие по значению проекты российских инвесторов в Беларуси — инвестиции в дочернюю телекоммуникационную компанию «МТС», магистральный трубопровод «Транснефти», Мозырский НПЗ (42,6% акций принадлежат «Славнефти») и дочернюю структуру «Внешэкономбанка» — уступают вложениям «Газпрома» в несколько раз. В целом же на эти пять проектов по итогам 2015 года пришлось 85% накопленных ПИИ стран ЕАЭС в Беларуси.

Не способствует притоку в Беларусь капитала из стран СНГ и целенаправленная государственная политика привлечения ПИИ в так называемые приоритетные направления, к которым отнесены фармацевтическая промышленность, индустрия биотехнологий (геномика, клеточная инженерия, биосенсоры и так далее), индустрия нанотехнологий, высокие технологии в промышленности, новые материалы, ИТ, химическое производство, производство машин и оборудования, производство электронного и оптического оборудования и некоторые другие отрасли. Очевидно, что страны СНГ, исключая Россию (и, с существенными оговорками, Украину), не способны конкурировать в этих отраслях с западными компаниями и давать Беларуси требуемые технологии, следовательно, не могут воспользоваться широкими льготами, установленными там для иностранных инвесторов.

Объем экспорта капитала в форме прямых инвестиций из Беларуси в страны СНГ также невелик. Одной из причин этого является забюрократизированность принятия инвестиционных решений предприятиями государственной формы собственности (инвестируют в страны СНГ преимущественно государственные предприятия). Кроме того, анонсируемые белорусскими компаниями проекты по созданию СП в странах СНГ (как, впрочем, и на территории самой Беларуси), как правило, останавливаются на стадии подписания меморандума о намерениях или проработки и составления бизнес-планов.

Иная ситуация складывается с СП по выпуску грузовых автомобилей МАЗ и БелАЗ, тракторов «Беларус», сельскохозяйственной техники, троллейбусов. Такие СП функционируют, например, в Казахстане, а за пределами ЕАЭС — в Азербайджане и Молдове. Однако есть сомнения в том, что они действительно являются полноценными СП и сопряжены с вложениями белорусского капитала. Как правило, такие СП, за редкими исключениями, представляют собой сборку закупаемых в Беларуси машинокомплектов на профильных заводах стран СНГ.

Доля частного бизнеса в общем объеме экспорта капитала из Беларуси в страны СНГ очень мала. Частный сектор в республике представлен в основном малыми и средними компаниями и, как правило, не располагает достаточными ресурсами для полноценного инвестирования за рубежом. Известная компания ЕРАМ Systems белорусско-американского происхождения (осуществляет разработку программного обеспечения), работающая с крупными компаниями и присутствующая в Армении, Казахстане, России и Украине, не является исключением. Ее присутствие в странах СНГ ограничивается арендой офисных помещений, содержанием минимального числа сотрудников, поиском заказчиков и подписанием

Рисунок 9. Отраслевая структура накопленных белорусских ПИИ в странах ЕАЭС в конце 2015 года, %



договоров на выполнение работ. Разработка программного обеспечения практически полностью осуществляется на территории Беларуси.

Еще одной характерной особенностью инвестирования Беларуси в странах СНГ представляется создание многочисленных компаний — субъектов товаропроводящих сетей (ТПС), что может свидетельствовать об ориентации республики скорее на экспорт товаров, а не на экспорт капитала (подробнее — ЦИИ ЕАБР, 2015b). В целом же структура накопленных белорусских ПИИ (без учета проектов с капиталовложениями менее \$1 млн, к которым относятся все субъекты ТПС) менее разнообразна на фоне как российских, так и казахстанских ПИИ (см. рисунок 9). Примечательно, что в структуре белорусских ПИИ, как и в структуре российских ПИИ, лидирует топливный комплекс, при том что Беларусь не является нефтегазовой державой, — это связано с двумя проектами компании «Белоруснефть» в России, в Ямало-Ненецком АО.

В инвестиционном сотрудничестве Беларуси со странами СНГ ярко выражен «эффект соседства». Основными местами приложения белорусского капитала уже долгое время остаются Россия, в частности Смоленская и Брянская области, где особенно активен малый и средний частный бизнес из Беларуси, и Украина. Ввиду перечисленных выше факторов членство республики в ЕАЭС до сих пор фактически не оказывает заметного влияния на распределение (или перераспределение) белорусских прямых инвестиций на территории СНГ.

3.4. Потоки ПИИ других стран ЕАЭС: что изменилось?

Казахстан является вторым участником ЕАЭС по масштабам взаимных инвестиционных связей. Накопленные прямые инвестиции Казахстана в регионе СНГ

и Грузии составили к концу 2015 года \$4.9 млрд, причем почти 84% этого объема пришлось на ПИИ Казахстана в странах ЕАЭС. В отличие от российских ПИИ на постсоветском пространстве объемы казахстанских ПИИ в течение 2015 года почти не сократились, поскольку в абсолютном выражении падение показателей в «малых» странах перекрылось незначительным относительным приростом (чуть более 1%) казахстанских ПИИ в России (за счет инвестиций «Меридиан Капитал»).

За 2015 год накопленные объемы импортированных ПИИ в Казахстан из стран СНГ (более чем на 99% обеспечены российскими ТНК) сократились на 19%. Это был один из худших показателей для постсоветского пространства. Сокращение накопленных капиталовложений связано с девальвацией национальной валюты, которая напрямую повлияла на переоценку существующих инвестиционных проектов. При этом надо учесть, что некоторую часть сокращения ранее осуществленных ПИИ удалось «компенсировать» за счет дополнительных инвестиций в отдельные ранее осуществленные проекты и капиталовложений в новые проекты.

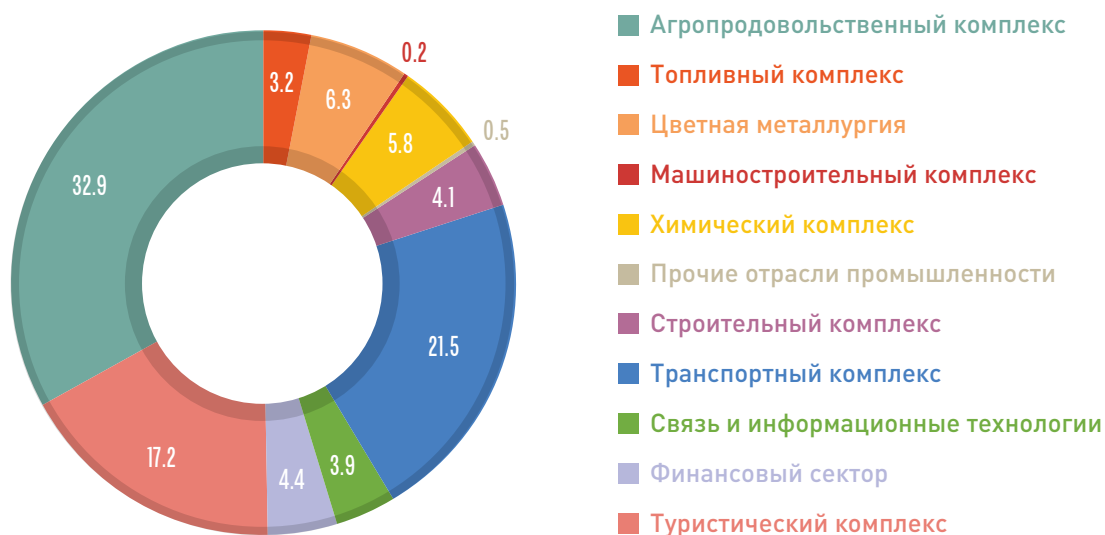
Основными инвестиционными странами-партнерами Казахстана в ЕАЭС являются Россия и Кыргызстан. Накопленные инвестиции Казахстана в Беларуси незначительны и составляют чуть более 2% (в агропродовольственный и финансовый секторы). При этом по масштабам привлеченных казахстанских ПИИ Беларусь пропускает вперед две страны, не входящие в ЕАЭС, — Грузию и Украину. В Армении, согласно данным МВИ СНГ, есть только один значимый проект казахстанских ТНК — «БТА Банк», 65% акций которого принадлежит одноименному известному банку Казахстана.

В целом отраслевая структура накопленных казахстанских ПИИ в странах ЕАЭС сильно отличается от структуры российских ПИИ в регионе (см. рисунок 10). Ведущий сектор — агропродовольственный комплекс за счет инвестиций «Иволга-холдинга» в растениеводство и «Меридиан Капитала» в молочную промышленность в России. На втором месте — транспортный комплекс, где лидирует «Меридиан Капитал» благодаря вложениям в российские аэропорты, но заметные ПИИ связаны также с Каспийским трубопроводным консорциумом (доля Казахстана — 20,75%, основная часть трубопровода проходит по территории России). Выделяется также туристический комплекс за счет казахстанских вложений в гостиницы в России и Кыргызстане.

Армения считается страной с малой экономикой и недостаточным внутренним рынком для динамичного экономического роста. Для нее участие в региональных интеграционных процессах представляет собой наиболее перспективное направление развития, способствующее более тесному сотрудничеству в сфере международной торговли и привлечению ПИИ (Айрапетян, Айрапетян, 2015). Поскольку 2 января 2015 года Армения официально стала членом ЕАЭС, представляется актуальным подробно рассмотреть инвестиционные связи этой страны и проанализировать их динамику за прошедший год.

Инвестиционное сотрудничество с партнерами по ЕАЭС в основном сводится к притоку именно российского капитала в Армению. В 2015 году объем накопленных российских ПИИ превысил \$3 млрд. Крупные российские инвесторы осуществляют проекты в различных отраслях: телекоммуникационной («ВымпелКом»,

Рисунок 10. Отраслевая структура накопленных казахстанских ПИИ в странах ЕАЭС в конце 2015 года, %



«МТС»), топливной и электроэнергетической («Газпром», «Интер РАО ЕЭС» и др.), металлургической (прежде всего «Нева-Русь», «Геопромайнинг» и «РУСАЛ»), а также в финансовом («Газпромбанк», «ВТБ», «Тройка Диалог») и транспортном («РЖД») секторах. С другими странами ЕАЭС на текущем этапе партнерство выражено довольно слабо. Несколько незначительных по объему инвестирования проектов в Армении осуществляют Беларусь (розничная торговля) и Казахстан (банковское дело).

Армянские инвестиции за пределами республики направлены преимущественно в агропродовольственный комплекс. Основная часть немногочисленных вложений приходится на двух крупных армянских предпринимателей. Компанией Г. Царукяна «МультиГрупп» было создано СП по розливу коньяка в Минской области, а «Гранд Холдинг» Г. Варданяна владеет заводами по производству табачной продукции в Грузии и России. В Казахстане армянские инвестиции представлены только проектом Арапатского винного завода по выпуску алкогольных напитков. Для Армении 2015 год оказался непримечательным в инвестиционном плане. Единственным существенным вложением стал проект за пределами ЕАЭС — по модернизации производства на Зарубинском спиртзаводе в Тернопольской области Украины. Средства армянских инвесторов в размере \$2.5 млн позволили переоборудовать предприятие, чтобы начать производство биоэтанола.

Учитывая короткий срок членства Армении в ЕАЭС, ожидать немедленного увеличения инвестиционных потоков с другими странами — членами союза пока не приходится. Однако, опираясь на данные МВИ СНГ, негативных тенденций и оттока капитала за прошедший с момента вступления Армении в ЕАЭС год выявлено не было, что позволяет говорить о существующих стабильных и крепких связях.

На сегодняшний день, несмотря на достаточно высокий потенциал, инвестиционная привлекательность Кыргызстана по ряду причин находится на низком уровне.

не. Во-первых, по мнению ряда экспертов и представителей бизнеса, в этой стране имеются определенные трудности с обеспечением местными властями благоприятных условий для зарубежных инвесторов.

Во-вторых, политическая обстановка в республике остается недостаточно стабильной. С 1990 года произошло два государственных переворота и сменилось уже более двадцати премьер-министров. При этом новые власти, как правило, не хотят отвечать за ошибки и обещания предыдущих руководителей государства и устанавливают новые правила, под которые инвесторы вынуждены подстраиваться. В результате перед иностранными инвесторами вообще и инвесторами из стран СНГ в частности встает трудно решаемая проблема долгосрочного планирования и окупаемости капиталовложений в экономику Кыргызстана.

В-третьих, соотношение цены и качества трудовых ресурсов в этом государстве в большинстве случаев рассматривается зарубежными инвесторами как неудовлетворительное. С одной стороны, уровень заработной платы в республике низок, что формально (и с определенными оговорками) может считаться инвестиционным преимуществом. С другой стороны, рабочая сила необходимой квалификации в большинстве интересных для инвесторов сфер приложения капитала фактически отсутствует, что означает для бизнеса или организацию обучения и подготовки нужного ему персонала, или его импорт. В результате это влечет за собой существенные дополнительные затраты либо отказ от Кыргызстана как страны — получателя инвестиций и переориентацию на более развитые регионы. Инвесторы из СНГ, за исключением тех, что работают в агропромышленном комплексе и некоторых других секторах, отдают предпочтение второму варианту.

Нынешнее правительство Кыргызстана осознает необходимость изменения ситуации и улучшения инвестиционного климата в стране. Привлечение прямых иностранных инвестиций декларируется как одно из приоритетных направлений экономической политики республики, что предполагает осуществление преобразований в экономике и совершенствование законодательной и регулятивной базы. В частности, свободные экономические зоны, появившиеся в последнее время в Кыргызстане, теоретически могут стать хорошим стимулом для привлечения иностранных инвесторов. Страна имеет также большой потенциал в привлечении иностранного капитала в добывающие отрасли. Поскольку среди инвесторов из стран СНГ в Кыргызстане всегда доминировали российские и казахстанские ТНК, то членство в ЕАЭС должно стать дополнительным положительным фактором. Действительно, Россия по итогам 2015 года вновь обогнала Казахстан, который лидировал во многом благодаря «эффекту соседства».

Позиции Кыргызстана как инвестора в страны СНГ в целом выглядят очень слабыми, что обусловлено опять же отсутствием необходимых инвестиционных ресурсов и технологической отсталостью страны. Вместе с тем велика вероятность того, что экспорт капитала из Кыргызстана все же осуществляется в довольно больших объемах, однако его практически невозможно отследить в открытых источниках, поскольку речь идет о скрытых портфельных инвестициях и вложениях в недвижимость частных лиц (в том числе через офшоры) в дальнем зарубежье.

Заключение

Происходящее в последние годы совершенствование российской официальной статистики ПИИ, выражающееся прежде всего в расширении публикуемых ЦБ РФ данных о структурных параметрах иностранных инвестиций в России и российских за рубежом, вселяет надежду на то, что в ближайшие годы многие проблемы адекватного учета прямых капиталовложений, ради преодоления которых создавался МВИ СНГ, будут решены. Однако еще предстоит многое улучшить, в том числе в части координации статистического учета стран — участниц ЕАЭС. Пока некоторая синхронизация наблюдается лишь у России и Беларуси. В этой связи дальнейшее развитие работы по углублению анализа в рамках МВИ СНГ сохраняет свою актуальность, при том что накопленный нами опыт разумно использовать и самими центральными банками. Весь комплекс задач по учету ПИИ центральными банками, на наш взгляд, можно разделить на три группы, причем МВИ СНГ дает рецепты по каждой из них:

- отбор полного круга компаний для обследования — рассылка анкет формы «1-ПИ» (Банк России, 2015), анализ официальной отчетности и так далее;
- учет географической локализации — выявление псевдоиностранных компаний, зарегистрированных в офшорах при сохранении центров принятия решений в странах ЕАЭС;
- косвенная оценка ПИИ при отсутствии точной информации по проекту.

Одновременно информация МВИ СНГ сохраняет свое значение для научных исследований и прикладных бизнес-задач, связанных с оценками характера и перспектив евразийской корпоративной интеграции. При этом усиливающаяся интеграция двух партнерских проектов ЦИИ ЕАБР и ИМЭМО РАН — МВИ СНГ и МПИ-Евразия — к концу 2016 года позволит вести анализ уже на четырех уровнях:

- тесное ядро интеграции в рамках региона ЕАЭС;
- все постсоветское пространство;
- перспективные направления географического расширения евразийской интеграции;
- все пространство Евразии.

Самой актуальной задачей для МВИ СНГ в настоящее время остается анализ взаимных ПИИ на тех территориях постсоветского пространства, где в силу «горячих» или «замороженных» военно-политических конфликтов для нормального функционирования транснационального бизнеса отсутствуют адекватные условия. Кроме того, оставляет желать лучшего корпоративная статистика в некоторых экономически менее развитых странах СНГ, при том что сообщения СМИ о сделках в некоторых государствах Центральной Азии и Южного Кавказа не всегда достоверны. Однако аналитическая работа над МВИ СНГ постоянно нами совершенствуется. В этом году была опробована практика привлечения экспертов со знанием местных языков (в качестве первого опыта — грузинского). Надеемся, что в ближайшее время это будет способствовать дальнейшему повышению качества наших докладов.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Айрапетян Г., Айрапетян В. (2015) Перспективы экономического развития Армении в контексте вступления в ЕАЭС. В: Усенко Л. и др. (ред.) *Механизмы и инструменты экономического роста региональной экономики: состояние, политика и прогноз*. Материалы международной научно-практической конференции. Ростов-на-Дону: РИНХ. С. 12–18.

Банк России (2015) *Перечень организаций, включенных Банком России в федеральное статистическое наблюдение по форме 1-ПИ «Сведения об остатках и потоках прямых инвестиций в Российскую Федерацию из-за рубежа и прямых инвестиций из Российской Федерации за рубеж» на 2015 год*. Доступно на: https://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=st_dir-inv.

Банк России (2016) *Динамика долларизации депозитов в условиях ослабления национальной валюты в России и Казахстане*. Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России, № 1, 8 февраля. Доступно на: https://www.cbr.ru/analytics/wps/analytic_note_1.pdf.

Державна служба статистики України (2016) *Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності України*. Київ.

Кодачигов В. (2016) Подмосковный оператор «Цифра один» перешел под контроль «Алма групп». *Ведомости*, 14 марта. Доступно на: <https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2016/03/14/633489-operator#/galleries/140737488865361/normal/1>.

Кондратов Д. (2014) Перспективы интеграции кредитно-финансовых систем стран СНГ. *Евразийская экономическая интеграция*, № 2 (23). С. 58–74.

Костиков И. (ред.) (2004) *Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование*. В 2 томах. Москва: Наука.

Крук Д. (2015) Долларизация и дедолларизация в Беларуси: формулирование повестки дня. *BEROC Policy Paper Series*, № 23. Доступно на: http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/PP_23_dollarization.pdf.

Кузнецов А. (2012) Российские прямые инвестиции в странах СНГ. *Международные процессы*, № 2 (10). С. 18–28.

Кузнецов А. (2014) Российские прямые инвестиции как фактор евразийской интеграции. *Вопросы экономики*, № 8. С. 58–69.

Кузнецов А. (2016) Зарубежные инвестиции российских компаний: конкуренция с западноевропейскими и восточноазиатскими ТНК. *Вестник Российской академии наук*, № 3 (86). С. 203–214.

Лансков П., Максимчук Н., Дуисенова Г. (2015) *Внутренние инвестиции в финансовые инструменты рынков капитала стран ЕЭП*. Аналитический обзор. Алматы: Евразийский банк развития.

Миркин Я. (2015) *Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года*. Отчет о научно-исследовательской работе. 3-й этап. Доступно на: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Documents/%d0%9e%d1%82%d1%87%d0%b5%d1%82%203%20%d1%8d%d1%82%d0%b0%d0%bf%20last.pdf>.

Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ) (2016) *Финансовая стабильность в Республике Беларусь, 2015*. Доступно на: <http://www.nbrb.by/publications/finstabrep/FinStab2015.pdf>.

Национальный банк Республики Казахстан (НБК) (2015) *Отчет о финансовой стабильности Казахстана, 2014*. Доступно на: <http://www.nationalbank.kz/?docid=1541&switch=russian>.

Национальный статистический комитет Республики Беларусь (Белстат) (2015) *Республика Беларусь: статистический ежегодник, 2015*. Доступно на: http://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/publications/izdania/public_compilation/index_724.

Регион Плюс (2014) *Азербайджанские инвестиции в РФ за 12 лет превысили \$1 млрд. Регион Плюс, 4 июня*. Доступно на: <http://www.regionplus.az/posts/view/39971>.

Федеральная служба государственной статистики (Росстат) (2015) *Российский статистический ежегодник, 2015*. Статистический сборник. Доступно на: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2015/year/ejegod-15.pdf.

ЦБ РФ (2016) *Прямые инвестиции из Российской Федерации за рубеж по инструментам и странам-партнерам в 2010–2016 гг.* Доступно на: https://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/direct_investment/dir-inv_out_country_1.xlsx.

Центральный банк Республики Армения (ЦБ РА) (2015) *Отчет о финансовой стабильности, 2014*. Доступно на: <https://www.cba.am/RU/ppperiodicals/RusFinKayun-14.pdf>.

ЦИИ ЕАБР (2012) *Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ*. Доклад № 6. Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=43788&linked_block_id=0.

ЦИИ ЕАБР (2015a) *ЕАЭС и страны Евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций*. Доклад № 34. Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/?id_4=49141.

ЦИИ ЕАБР (2015b) *Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ, 2015*. Доклад № 32. Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/invest_monitoring/index.php?id_16=48970.

ЦИИ ЕАБР (2016) *Либерализация финансового рынка Республики Беларусь в рамках ЕАЭС*. Доклад № 36. Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49256&linked_block_id=0.

Шагиев А., Букеева А. (2014) Нацфонд Казахстана: при полной непрозрачности — много соблазнов. *Forbes Kazakhstan*, 22 июля. Доступно на: http://forbes.kz/process/probing/natsfond_kazahstana_pri_polnoy_neproзрачности_-_mnogo_soblaznov.

Эксперт Юг (2015) «Глория Джинс» вернулась в Луганск. *Эксперт Юг*, 22 марта. Доступно на: <http://expert.ru/south/2015/13/gloriya-dzhins-vernulas-v-lugansk/>.

IMF (2015) *Coordinated Direct Investment Survey*. Table 6-i: Inward Direct Investment Positions, by All Reporting Economies Cross-classified by Counterpart Economies, as of end-2014. Available at: <http://cdi.imf.org/>.

IMF (2016) *Coordinated Portfolio Investment Survey*. Table 11: Geographic Breakdown of Total Portfolio Investment Assets: Total Portfolio Investment, as of June 2015. Available at: <http://data.imf.org/>.

Narula, R. and Dunning, J. H. (2010) Multinational Enterprises, Development and Globalization: Some Clarifications and a Research Agenda. *Oxford Development Studies*, 38 (3), pp. 263–287.

UNCTAD (2016) *World Investment Report 2016. Investor Nationality: Policy Challenges*. Available at: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf.

World Bank (2015) *Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency*. Available at: <http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2016>.

2012 год

**Доклад № 1**

Комплексная оценка макроэкономического эффекта различных форм глубокого экономического сотрудничества Украины со странами Таможенного союза и Единого экономического пространства в рамках ЕврАзЭС

Целью исследования стало определение макроэкономического эффекта создания Таможенного союза и Единого экономического пространства России, Беларуси и Казахстана, определение состояния и перспектив развития интеграционных связей Украины со странами Таможенного союза.

На русском и английском языках.

www.eabr.org/r/research/analytcs/centre/projects/ukraine/

**Доклад № 2**

Развитие региональной интеграции в СНГ и Центральной Азии: обзор литературы

Работа обобщает как международные исследования в области региональной интеграции на территории бывшего Советского Союза, так и русскоязычные материалы.

На русском и английском языках.

www.eabr.org/r/research/analytcs/centre/projects/CIS_CentralAsia/

**Доклад № 3**

Трудовая миграция в ЕЭП: Анализ экономического эффекта и институционально-правовых последствий соглашений Единого экономического пространства в области трудовой миграции

В докладе содержится анализ экономического и социального эффекта соглашений ЕЭП в области трудовой миграции, их влияния на интенсивность трудовых миграционных процессов, на рынок и производительность труда, а также на развитие хозяйственной деятельности в регионе и укрепление региональных экономических связей.

www.eabr.org/r/research/analytcs/centre/projects/labour_migration/

**Доклад № 4**

Интеграционный барометр ЕАБР — 2012

Доклад представляет результаты комплексного исследования интеграционных предпочтений и ориентаций населения стран постсоветского пространства, основанного на мониторинговом изучении общественного мнения по вопросам интеграции.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projects/CII/integration_barometer/

**Доклад № 5**

Риски для государственных финансов государств — участников СНГ в свете текущей мировой нестабильности

Авторы доклада на основе богатого эмпирического материала раскрывают одну из актуальных проблем: влияние повышенной турбулентности в мировой экономике на государственные финансы стран СНГ.

<http://eabr.org/r/research/centre/projects/CII/risks/>

**Доклад № 6**

Мониторинг взаимных инвестиций в СНГ

Мониторинг взаимных инвестиций поможет компаниям ориентироваться в бизнес-пространстве стран региона, а государствам — продвигать взаимовыгодную отраслевую кооперацию.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projects/CII/invest_monitoring/

**Доклад № 7**

Таможенный союз и приграничное сотрудничество Казахстана и России

В докладе представлен анализ торговых и производственных связей приграничных регионов РФ и РК, определены основные игроки и основные инвесторы, а также наиболее привлекательные секторы экономики.

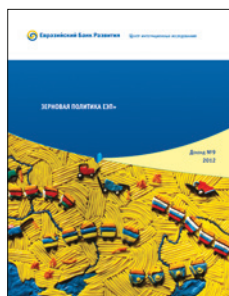
http://www.eabr.org/r/research/centre/projects/CII/KAZ_RUS/

**Доклад № 8**

Единая торговая политика и решение модернизационных задач ЕЭП

В докладе проанализированы основные экономические риски, возникающие при согласовании участниками ЕЭП внешнеторговой политики, сформулированы предложения по направлениям Единой торговой политики ЕЭП и определены меры ее согласованной реализации.

http://eabr.org/r/research/centre/projects/CII/trade_policy/

**Доклад № 9**

Зерновая политика ЕЭП+

В докладе «Зерновая политика ЕЭП+» с системной точки зрения рассмотрены тенденции развития зернового сектора и действующих политик развития и регулирования зернового рынка стран — участниц ЕЭП, Украины и ряда других стран регионального зернового сектора.

http://eabr.org/r/research/centre/projects/CII/grain_policy/



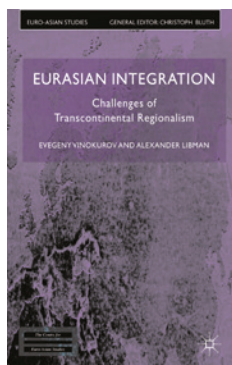
Евразийская континентальная интеграция

Е. Винокуров, А. Либман

«Винокуров и Либман собрали и обработали гигантский объем информации по евразийской экономической интеграции. Их книга на высоком научном уровне и в доступной форме раскрывает тему, лежащую в основе глобальной экономической и политической трансформации в XXI веке».

Йоханнес Линн, Брукингский институт

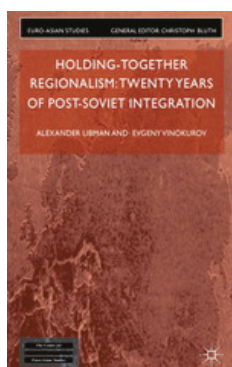
<http://eabr.org/r/research/centre/monographs/>



Eurasian Integration: Challenges of Transcontinental Regionalism

В книге анализируются интеграционные процессы Евразийского континента. Характерной чертой данной монографии является континентальный подход к исследованию, рассматривающий наиболее быстро растущие регионы мира, а также экономические и политические связи в Евразии, находящиеся в процессе становления и до сих пор не подвергнутые глубокому анализу. В фокусе исследования — экономические связи на субнациональном, национальном и транснациональном уровнях.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/monographs/>



Holding-Together Regionalism: Twenty Years of Post-Soviet Integration

В течение всего лишь одного поколения постсоветский политический и социально-экономический ландшафт претерпел огромные изменения. Спустя 20 лет после распада СССР авторы книги предлагают подробный обзор, анализ, а также объяснение одного из самых сложных и запутанных вопросов постсоветской эры — вопроса (ре)интеграции этого тесно взаимосвязанного региона.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/monographs/>

2013 год



Доклад № 10

Технологическая кооперация и повышение конкурентоспособности в ЕЭП

В докладе оценивается состояние технологической кооперации и корпоративной интеграции между экономиками ЕЭП и формулируются предложения, направленные на повышение конкурентоспособности ЕЭП в системе международного разделения труда.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/technological_coordination/



Доклад № 11

Таможенный союз и соседние страны: модели и инструменты взаимовыгодного партнерства

Доклад предлагает широкую палитру подходов к выстраиванию гибкого и прагматичного интеграционного взаимодействия между ТС/ЕЭП и странами евразийского континента.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/cu_and_neighbors/



Доклад № 13

Последствия вступления Кыргызстана в Таможенный союз и ЕЭП для рынка труда и человеческого капитала страны

Работа фокусируется на анализе трудовой миграции из Кыргызстана, а также на эффектах возможного вступления Кыргызстана в ЕЭП применительно к потокам трудовых ресурсов, объемам денежных переводов, конъюнктуре рынка труда и подготовке кадров.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/labor_migration_kyrgyzstan_cu/

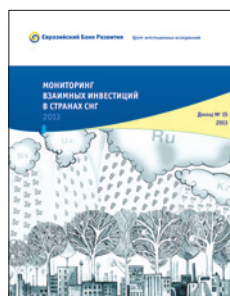


Доклад № 14

Оценка экономического эффекта присоединения Таджикистана к ТС и ЕЭП

Доклад содержит детальный экономический анализ с применением различных моделей и методов анализа.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/Tajikistan_CU_SES/



Доклад № 15

Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ — 2013

Доклад содержит новые результаты совместного исследовательского проекта Центра интеграционных исследований ЕАБР и Института мировой экономики и международных отношений РАН, нацеленного на ведение и развитие базы данных мониторинга взаимных прямых инвестиций в странах СНГ и Грузии. Представлена общая характеристика взаимных инвестиций в СНГ по состоянию на конец 2012 года.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/invest_monitoring/



Доклад № 16

Интеграционный барометр ЕАБР — 2013

Доклад представляет результаты комплексного исследования интеграционных предпочтений и ориентаций населения стран постсоветского пространства, основанного на мониторинговом изучении общественного мнения по вопросам интеграции.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/integration_barometer/



Доклад № 17

Приграничное сотрудничество регионов России, Беларуси и Украины

Сотрудничество приграничных регионов трех государств имеет большой потенциал, однако границы и существующие барьеры являются серьезным фактором фрагментации экономического пространства в регионе.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project16/>



Доклад № 18

Экономическая и технологическая кооперация в разрезе секторов ЕЭП и Украины

Авторы доклада изучили систему отраслевых и межотраслевых связей между экономиками стран ЕЭП и Украиной и пришли к выводу, что кооперационные связи между предприятиями сохранились практически во всех сегментах обрабатывающих производств, а в некоторых отраслях машиностроения это сотрудничество носит базальтернативный характер.

На русском и английском языках.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project17/>



Доклад № 19

Мониторинг прямых инвестиций Беларуси, Казахстана, России и Украины в странах Евразии

Проект МПИ-Евразия расширяет границы еще одного исследования Центра интеграционных исследований ЕАБР — Мониторинга взаимных прямых инвестиций в странах СНГ. На русском и английском языках.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project18/>



Доклад № 20

Армения и Таможенный союз: оценка экономического эффекта интеграции

Целью исследования являются анализ и общая оценка макроэкономического эффекта в различных сценариях взаимодействия Армении с Таможенным союзом.

На русском и английском языках.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project19/>



Доклад № 25

Интеграционный барометр ЕАБР — 2014

Результаты третьей волны исследования предпочтений населения стран СНГ по различным аспектам евразийской интеграции позволяет сделать вывод: идет дальнейшее оформление и кристаллизация «интеграционного ядра» Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Участие в опросе приняли более 13 тысяч граждан 10 стран СНГ и Грузии — от одной до двух тысяч человек в каждой стране.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=42459&linked_block_id=0



Доклад № 26

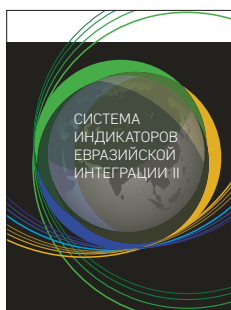
Мониторинг взаимных инвестиций СНГ — 2014

Пятый отчет о результатах многолетнего исследовательского проекта, посвященного мониторингу взаимных прямых инвестиций в странах СНГ и Грузии. Доклад содержит детальные сведения по масштабам и структуре взаимных инвестиций стран СНГ к концу 2013 года. В докладе представлена информация о важнейших тенденциях первой половины 2014 года, включая ситуацию на Украине и ее влияние на российские прямые инвестиции в этой стране. Также в докладе представлен анализ перспектив взаимных прямых инвестиций стран Евразийского экономического союза.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=42828&linked_block_id=0

2014 год



Система индикаторов евразийской интеграции

СИЕИ представляет собой комплексную систему оценки статистики и динамики региональной интеграции, состоящую из ряда индексов, охватывающих различные аспекты экономической, политической и социальной интеграции.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/siei/index.php?id_16=37608projectsandreportsCIS/siei/index.php?id_16=37610



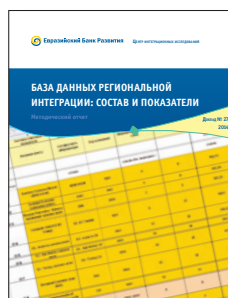
Доклад № 23

Количественный анализ экономической интеграции Европейского союза и Евразийского экономического союза: методологические подходы

Целью доклада является обсуждение и анализ экономической интеграции в Евразии как в континентальном масштабе «от Лиссабона до Шанхая», так и в измерении ЕС-ЕАЭС «от Лиссабона до Владивостока».

На русском и английском языках.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project20/>



Доклад № 27

База данных региональной интеграции

Данный проект имеет прикладной характер и представляет собой создание регулярно обновляемой специализированной базы данных наиболее значимых экономических региональных интеграционных объединений (РПО) и соглашений, действующих в мире.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=41398&linked_block_id=0



Доклад № 24

Мобильность пенсий в рамках Евразийского экономического союза и СНГ

В докладе эксперты оценили перспективы внедрения в регионе эффективных механизмов, призванных решить проблемы пенсионного обеспечения трудовых мигрантов.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project21/>



Доклад № 28

Мониторинг прямых инвестиций Беларуси, Казахстана, России и Украины в странах Евразии — 2014

Второй отчет о результатах многолетнего исследовательского проекта, посвященного мониторингу прямых инвестиций Беларуси, Казахстана, России и Украины в Евразии вне СНГ. Доклад содержит детальные сведения по масштабам и структуре прямых инвестиций четырех крупнейших экономик СНГ в Евразии вне СНГ к концу 2013 года.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=45023&linked_block_id=0

**Доклад № 29****Оценка экономических эффектов отмены нетарифных барьеров в ЕАЭС**

ЦИИ ЕАБР впервые дал развернутую оценку влияния нетарифных барьеров (НТБ) на взаимную торговлю в ЕАЭС и рекомендации по их устранению. В ходе исследования НТБ разбивались на две группы. К первой были отнесены такие нетарифные барьеры, как санитарные и фитосанитарные меры, технические барьеры в торговле, квоты, запреты и меры количественного контроля. Ко второй — меры ценового контроля и меры, влияющие на конкуренцию.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=47861&linked_block_id=0

**Доклад № 30****Оценка влияния нетарифных барьеров в ЕАЭС: результаты опросов предприятий**

Доклад представляет читателю результаты первого этапа исследования, посвященного оценке экономических эффектов отмены нетарифных барьеров (НТБ) в торговле между государствами — участниками Таможенного союза. В исследовании представлены результаты опросов и интервью с экспортирующими товары и услуги на рынки Таможенного союза предприятиями и компаниями Беларуси, Казахстана и России.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=47862&linked_block_id=0

**Доклад № 31****Трудовая миграция и трудоемкие отрасли в Кыргызстане и Таджикистане: возможности для человеческого развития в Центральной Азии**

Настоящее исследование посвящено анализу миграционных потоков, трудового и производственного потенциала региона Центральной Азии на примере Кыргызстана и Таджикистана. В фокусе исследования — поиск возможностей переориентации указанных экономик с экспорта рабочей силы на экспорт трудоемких товаров и услуг.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=48785&linked_block_id=0

**Доклад № 32****Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ — 2015**

Согласно шестому докладу многолетнего исследовательского проекта, падение объемов взаимных прямых иностранных инвестиций (ПИИ) стран СНГ на конец 2014 года составило \$6.3 млрд, или 12% к уровню предыдущего года. Одним из главных факторов обвала всех взаимных ПИИ в СНГ является дестабилизация экономической и политической ситуации в Украине. При этом на фоне значимого сокращения инвестиционной активности в СНГ молодое интеграционное объединение — Евразийский экономический союз (ЕАЭС) — демонстрирует стабильность. Даже в условиях девальвации национальных валют взаимные ПИИ в регионе ЕАЭС в течение 2014 года увеличились с \$24.8 млрд до \$25.1 млрд. Во многом положительная динамика инвестиционных потоков в ЕАЭС объясняется развитием и укреплением интеграционного взаимодействия.

На русском и английском языках.

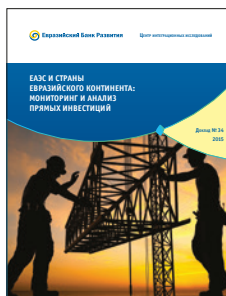
http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=48975

**Доклад № 33****Интеграционный барометр ЕАБР — 2015**

Результаты четвертой волны исследования интеграционных предпочтений в странах СНГ позволяют сделать вывод о том, что идет дальнейшее укрепление «интеграционного ядра» ЕАЭС. В Казахстане, России и Кыргызстане уровень одобрения ЕАЭС зафиксирован на уровне 78-86% населения. При этом интерес населения Беларуси и Армении к евразийской интеграции за последний год снизился. Таковы результаты ежегодного исследования Центра интеграционных исследований Евразийского банка развития (ЦИИ ЕАБР) «Интеграционный барометр». В 2015 году участие в опросе приняли более 11 тыс. граждан в девяти странах региона СНГ: Армении, Беларуси, Грузии, Казахстане, Кыргызстане, Молдове, России, Таджикистане и Украине.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=48996&linked_block_id=0

**Доклад № 34****ЕАЭС и страны Евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций**

Доклад посвящен новым результатам проекта мониторинга прямых инвестиций в Евразии. В фокусе исследования — прямые капиталовложения России, Беларуси, Казахстана, Армении, Кыргызстана, Таджикистана и Украины во всех странах Евразии за пределами СНГ и Грузии, а также встречные прямые инвестиции Австрии, Нидерландов, Турции, Ирана, Индии, Вьетнама, Китая, Республики Корея и Японии в названные страны СНГ.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49141&linked_block_id=0

**Доклад № 35****Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза**

Совместный доклад Евразийской экономической комиссии и Евразийского банка развития

В данной работе подводятся итоги совместной деятельности ЕАБР и ЕЭК по созданию системы прогнозирования развития экономик стран ЕАЭС с учетом социальной компоненты. Результатом проекта стал комплекс моделей, охвативший пять стран. Он позволяет анализировать экономические процессы, строить прогнозы, а также разрабатывать предложения и рекомендации по проведению оптимальной экономической политики в рамках ЕАЭС.

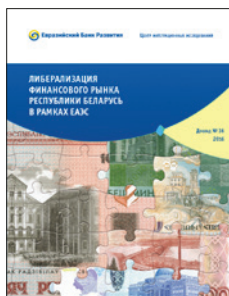
На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49198&linked_block_id=0

**Доклад № 38****Европейский союз и Евразийский экономический союз: долгосрочный диалог и перспективы соглашения**

В докладе отражены предварительные результаты концептуального анализа и поиска практических способов развития экономических отношений Европейского союза (ЕС) и Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Работа проводится Международным институтом прикладного системного анализа (IIASA, Австрия) и Центром интеграционных исследований Евразийского банка развития (ЦИИ ЕАБР) в рамках совместного проекта «Вызовы и возможности экономической интеграции в рамках европейского и евразийского пространств».

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49506&linked_block_id=0

**Доклад № 36****Либерализация финансового рынка Республики Беларусь в рамках ЕАЭС**

В свете формирования общего финансового рынка в рамках ЕАЭС данное исследование освещает международный опыт либерализации доступа на национальный финансовый рынок иностранных поставщиков и снятия ограничений в области трансграничного движения капитала; а также выявляет риски, с которыми может столкнуться Беларусь.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49256

**Доклад № 37****Региональные организации: типы и логика развития**

Доклад представляет читателям результаты работы в рамках постоянного проекта ЦИИ ЕАБР «Мировой опыт региональной интеграции». В проекте поставлена задача системного изучения региональных интеграционных объединений по всему миру с целью применения полученных выводов для совершенствования процессов евразийской интеграции.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/regional_integration



Евразийский банк развития (ЕАБР) является международной финансовой организацией, призванной содействовать экономическому росту государств-участников, расширению торгово-экономических связей между ними и развитию интеграционных процессов на евразийском пространстве путем осуществления инвестиционной деятельности. Банк учрежден в 2006 году по инициативе Президентов Российской Федерации и Республики Казахстан. Государствами-участниками Банка являются Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия, Таджикистан.

Информационно-аналитическое сопровождение интеграционных процессов на евразийском пространстве — одна из важнейших задач Банка. В 2011 году был создан Центр интеграционных исследований ЕАБР (ЦИИ ЕАБР). Ключевые задачи ЦИИ ЕАБР — организация исследовательской работы, подготовка докладов и рекомендаций правительствам государств-участников Банка по вопросам региональной экономической интеграции.

За пять лет работы ЦИИ ЕАБР стал ведущим аналитическим центром по евразийской интеграционной проблематике. В партнерстве с признанными экспертами и научно-исследовательскими центрами было выпущено 39 публичных докладов и подготовлено более 50 аналитических работ для администраций Президентов, министерств государств-участников Банка и Евразийской экономической комиссии.

Более подробная информация о деятельности ЦИИ ЕАБР, его публикациях и направлениях исследований, а также электронные версии опубликованных докладов доступны на сайте ЕАБР:

<http://www.eabr.org/r/research/analytics/centre/>

КОНТАКТЫ:

Россия, 191014, г. Санкт-Петербург
Ул. Парадная, д. 7
Тел. +7 (812) 320 44 41 (доб. 2413)
E-mail: centre@eabr.org

ISBN: 978-5-906157-30-0



Евразийский Банк Развития

МОНИТОРИНГ ВЗАИМНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ СНГ 2016

Доклад является седьмым отчетом о результатах многолетнего исследовательского проекта, посвященного мониторингу взаимных инвестиций в странах СНГ и Грузии. Анализ опирается на базу данных, которая ведется на основании разносторонней информации, полученной из открытых источников. База формируется по принципу «снизу вверх», то есть ее составители отталкиваются от отчетности компаний и другой первичной информации. В результате проект позволяет адекватно учитывать такие факторы, как инвестиции через офшоры и другие «перевалочные базы», а также реинвестирование прибыли, полученной за рубежом.

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных инвестиций стран СНГ. Особое внимание уделено анализу взаимных прямых инвестиций компаний из государств — членов ЕАЭС. Впервые рассматриваются взаимные портфельные трансграничные инвестиции и крупные долгосрочные кредиты.

Электронная версия доклада доступна на сайте Евразийского банка развития:
<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/>

**Санкт-Петербург
2016**