

# Тенденции инвестиционного взаимодействия стран СНГ и мировой экономической кризис \*

А.М. Либман, М.Ю. Головин

Александр Михайлович Либман – к.э.н., Ph.D., младший профессор Франкфуртской школы финансов и менеджмента, старший научный сотрудник Института экономики РАН и ассоциированный научный сотрудник Восточно-Китайского педагогического университета. Основные исследовательские интересы: эмпирическая политическая экономика и политическая экономика региональной интеграции и федерализма. Лауреат премии Кнута Викселля Европейской ассоциации исследований общественного выбора (EPCS, 2010). Основные публикации в *Journal of Comparative Economics*, *Europe-Asia Studies*, *European Journal of Comparative Economics*, а также в ведущих российских и китайских научных журналах. Автор и соавтор пяти монографий.  
Электронный адрес: alibman@yandex.ru

Михаил Юрьевич Головин – к.э.н., руководитель Центра проблем глобализации российской экономики Института экономики РАН. Автор более 60 научных публикаций, в том числе монографий, статей в ведущих экономических журналах. Один из авторов и ответственный редактор коллективной монографии «Взаимодействие финансовых систем стран СНГ». Победитель конкурса на соискание грантов президента РФ для государственной поддержки молодых российских ученых – кандидатов наук и их научных руководителей (2006–2007), лауреат конкурса «Лучшие экономисты РАН» (2004–2005, 2008). Сфера научных интересов – валютно-финансовая интеграция, денежно-кредитная политика, финансовая глобализация.  
Электронный адрес: mgecon@mail.ru

Настоящая статья открывает серию статей, посвященных анализу региональных эффектов современного мирового экономического и финансового кризиса для стран СНГ в контексте трех основных каналов распространения кризиса и его воздействия на национальные экономики: инвестиционного, внешнеторгового и канала, связанного с переводами мигрантов.

## **Воздействие кризиса на экономики стран СНГ**

На протяжении 2000-х годов регион СНГ был наиболее динамично развивающимся в мировой экономике. Среднегодовые темпы экономического роста в нем в 2003–2007 годах уступали лишь развивающимся странам

\* Статья подготовлена в рамках программы исследований региональной интеграции фонда технического содействия Евразийского банка развития по теме «Региональные эффекты мирового экономического кризиса на пространстве СНГ».

Азии. Однако регион наиболее пострадал от мирового экономического и финансового кризиса: в 2009 году темпы падения реального ВВП в постсоветских республиках составили 6.6%, тогда как в странах Центральной и Восточной Европы – 3.7%, в странах Западного полушария – 1.8%, а в ряде развивающихся государств продолжался экономический рост (IMF, 2010).

Среди стран СНГ картина экономической динамики была крайне неоднородной. Наибольшее падение реального ВВП в 2009 году испытали Украина и Армения (на 15.1 и 14.2% соответственно), за ними следовали Россия и Молдова (сокращение ВВП там составило 7.9 и 6.5% соответственно). Экономике Беларуси и Казахстана в том же году практически стагнировали. В то же время Азербайджан, Туркменистан и Узбекистан демонстрировали значительные темпы экономического роста (свыше 4%).

Однако за общими данными по динамике ВВП скрывались заметные различия в динамике отдельных его составляющих. Так, традиционно во время кризиса наибольшему негативному воздействию подвергается инвестиционный спрос. Инвестиции в основной капитал в 2009 году сократились в шести из девяти стран региона. Наибольшее сокращение инвестиций наблюдалось на Украине и в Молдове, однако статистика, имеющаяся лишь за январь–сентябрь 2009 года, явно завышает глубину спада (он составил соответственно 43.7 и 42.5% по сравнению с январем–сентябрем 2008-го). В Армении по итогам года инвестиции сократились на 36.4%, в Азербайджане – на 18.7%, в России – на 17%, в Таджикистане – на 15.5% (по данным Межгосударственного статистического комитета СНГ).

Сокращение инвестиций в национальных экономиках происходило во многом под воздействием сокращения притока иностранных капиталовложений. Так, по данным статистики платежного баланса, прямые инвестиции в экономику Казахстана сократились в 2009 году по сравнению с предыдущим годом на 20%, Беларуси – на 13.8%, Украины – на 56% (International Financial Statistics, 2010, August).

Можно выделить несколько направлений воздействия мирового экономического и финансового кризиса на инвестиции и экономическую динамику в целом в странах СНГ:

1) Сокращение возможностей привлечения новых средств и рефинансирования старых долгов на мировых финансовых рынках, отразившееся уменьшением величины портфельных и прочих инвестиций. Оно проявилось уже на начальном этапе кризиса и затронуло в первую очередь страны СНГ с относительно развитыми и открытыми финансовыми системами (Казахстан, Россия, Украина).

2) Сокращение прямых иностранных инвестиций в силу проблем материнских компаний в их национальных экономиках, а также из-за сокращения спроса на мировом рынке на продукцию предприятий – реципиентов инвестиций из стран СНГ, многие из которых относятся к добывающей или

металлургической промышленности и испытали значительное сокращение цен на производимую ими продукцию<sup>1</sup>.

3) Продолжение снижения иностранных инвестиций под воздействием внутризэкономических факторов (падение национальной экономики и сокращение внутреннего спроса). Этот фактор влияет в первую очередь на инвестиции в предприятия, ориентированные на внутренний рынок.

В дальнейшем мы рассмотрим основные тенденции инвестиционного взаимодействия стран СНГ в период кризиса и постараемся дать предварительную оценку тому, насколько внутрирегиональный инвестиционный канал способствовал «заражению» кризисом экономик этих стран.

### **Исследовательские гипотезы**

В предкризисный период инвестиционное взаимодействие было одним из наиболее динамичных направлений экономического сотрудничества стран Содружества. Формирующиеся российские транснациональные компании (ТНК) стали активно «осваивать» постсоветское пространство, а с середины 2000-х годов к ним присоединились ТНК из Казахстана. Необходимой предпосылкой для этого бурно развивающегося процесса стали высокие темпы экономического роста как в странах базирования новых ТНК, позволившие компаниям набрать достаточный потенциал для выхода на региональные рынки, так и в принимающих странах, что сделало их привлекательной целью для инвестиций.

Кризис 2008–2010 годов не мог не сказаться на этой модели региональной интеграции. Вне всякого сомнения, российские и казахстанские компании вынуждены были так или иначе пересмотреть свои инвестиционные стратегии за рубежом. Определить однозначное направление этой трансформации не так просто. На наш взгляд, упрощенно можно говорить о трех гипотезах относительно возможных эффектов кризиса для инвестиционного взаимодействия в регионе СНГ: мы будем в дальнейшем называть их гипотезами инвестиционного спада, замещающего роста и межгосударственного сотрудничества. Если первая гипотеза позволяет предположить определенное сокращение инвестиционного взаимодействия в государствах Содружества, то две другие гипотезы, напротив, прогнозируют, как минимум, определенный рост или хотя бы стабильное развитие инвестиционной активности, но под влиянием различных факторов.

**Инвестиционный спад.** Наиболее очевидным является предположение о приостановке роста и даже спаде объема взаимных инвестиций. Кризис сократил финансовые возможности российских и казахстанских компаний (в частности, привлечение финансирования за рубежом для обеспечения дальнейшей экспансии в регионе СНГ или доходов от реализации их продукции), а также сделал их осторожнее, заставив более тщательно подходить к выбору потенциальных целей для инвестиций за рубежом, отказаться от многих амбициозных проектов для консолидации основных активов на родине. В этом случае причинно-следственная це-

<sup>1</sup> Среднегодовые цены на нефть упали в 2009 году на 36.3%, на металлы – на 28.6% (IMF, 2010).

почка выглядит достаточно просто: спад в деятельности бизнес-структур и враждебная внешняя среда должны заставить их сократить международную активность в ущерб внутренней и новые проекты в ущерб устоявшимся.

**Замещающий рост.** Проблема гипотезы инвестиционной рецессии состоит в том, что она, по сути, игнорирует возможную реакцию внерегиональных игроков и бизнеса принимающих стран на изменяющиеся условия в мировой и региональной экономике. В последние годы конкуренция со стороны крупнейших ТНК промышленно развитых стран ограничивала инвестиционную экспансию российского бизнеса. В условиях кризиса ТНК также сократили свою активность, «расширив» нишу для входа российских корпораций. Аналогичным образом кризис должен привести к резкому сокращению стоимости активов в странах СНГ и сделать текущих владельцев и бенефициаров компаний в этих государствах более сговорчивыми. В результате, хотя формально ресурсы постсоветских транснациональных корпораций и сократились, фактически они могли увеличиться за счет сокращения внешнего давления, следовательно, кризис должен был бы привести к росту инвестиций.

Иначе говоря, кризис 2008–2010 годов вполне мог представлять собой, по Йозефу Шумпетеру, процесс «творческого разрушения»: на смену одной конфигурации взаимосвязей между странами приходит другая; интенсивность хозяйственного взаимодействия некоторых государств снижается, а других возрастает. В этой связи важно учитывать еще одно обстоятельство: даже если кризис и привел к спаду в количественных характеристиках трансграничной экспансии, нельзя исключать, что бизнес «пожертвовал» скорее имиджевыми проектами, сосредоточив внимание на сделках с реальной отдачей. А это в долгосрочной перспективе, наоборот, содействует интенсивной регионализации. Мы не сумеем на основе доступной нам информации провести сколь бы то ни было достоверную эмпирическую проверку этого вывода, но, как минимум, не можем его исключить.

**Межгосударственное сотрудничество.** Кризис не ограничивается воздействием на регионализацию; за прошедшие два года в сфере межгосударственного сотрудничества (как в рамках формальных интеграционных проектов, так и на двусторонней основе) произошли достаточно серьезные позитивные изменения. Кризис в какой-то степени содействовал более тесному взаимодействию государств. Это связано с преодолением негативных процессов (Антикризисный фонд ЕврАзЭС) и с более «широкой» интеграционной повесткой дня (Таможенный союз). Вообще, всплеск формального сотрудничества в ситуации кризиса – характерная особенность постсоветской интеграции (в отличие от многих других интеграционных проектов) (Libman, Vinokurov, 2010). Если в середине 2000-х годов республики Содружества все чаще скептически относились к иностранным инвестициям в принципе, как, например, Казахстан (Libman, Ushkalova, 2009), или конкретно к российским компаниям в ключевых областях экономики, как Таджикистан (Libman, 2009), то спад и потребность в инвестициях вполне могли бы привести к перелому этой тенденции.

Помимо этого, крайне острый экономический кризис 2008–2009 годов косвенным образом воздействовал на изменение внутривнутриполитической ситуации на Украине, ставшей важной предпосылкой улучшения межгосударственных отношений с Россией в 2010 году с возможными позитивными эффектами для бизнеса. Здесь проявляется своеобразное опосредованное благоприятное воздействие кризиса. С апреля 2010-го неоднократно обсуждались различные возможности более интенсивного участия российского бизнеса в украинской экономике: во-первых, речь идет о доступе российских компаний к приватизируемым активам, а во-вторых, об интенсификации сотрудничества в ключевых отраслях – атомной энергетике, авиастроении и судостроении (Росбалт–Украина, 2010, 24 апреля, см. также Гриценко, 2010).

Рост межгосударственного сотрудничества может оказать воздействие на поведение бизнеса и за счет других каналов. Сам по себе факт роста государственного присутствия в российской (и в меньшей степени казахстанской) экономике в последние годы достаточно очевиден, его воздействие на внешнеэкономическую стратегию российского бизнеса неоднозначно. Целый ряд наблюдателей полагает, что роль государства как фактора, влияющего на совершаемые российскими компаниями за рубежом сделки, незначительна или не противоречит стандартной логике деловых решений (Vahtra, 2007); проникновение государства в ключевые для экспансии отрасли (подобные нефтегазовой) является принципиально ограниченным (Hanson, 2009). Тем не менее в условиях кризиса вполне можно себе представить, что, как минимум, отдельные крупные сделки будут совершаться под давлением приобретающего особую значимость в этих условиях (как основной источник поддержки) государства в силу политической целесообразности – в дальнейшем мы обсудим роль этого фактора более подробно.

Следует подчеркнуть, что все три гипотезы носят достаточно спекулятивный характер. Так, инвестиционный спад исходит из сокращения ресурсов российского бизнеса, но последнее ни в коем случае нельзя считать самоочевидным с учетом масштабных государственных программ помощи, бенефициарами которых стали именно крупные компании. Замещающий рост, по сути дела, предполагает, что компании постсоветских стран – единственная группа бизнес-структур, способная воспользоваться открывающимися возможностями. Но существует целый ряд других стран, чья внешнеэкономическая стратегия еще в меньшей степени пострадала от кризиса, чем российская, они также крайне заинтересованы в расширении присутствия на постсоветском пространстве – прежде всего, речь идет о КНР (СКОЛКОВО, 2009).

Оценка формальных успехов в формальной интеграции также не столь простая задача. Во-первых, 1990-е годы уже стали примером активной «интеграции выживания», когда схожие факторы (экономические трудности) заставляли бизнес активно имитировать интеграционное сотрудничество без реальных действий (Libman, 2007). Во-вторых, даже если предполагать, что существующие институты реально функционируют (скажем, для Таможенного союза такое утверждение представляется нам

справедливым в настоящий момент), неясен их эффект для взаимодействия бизнес-структур. Есть основания предполагать, что новая система окажется крайне противоречивой и запутанной (как минимум, в среднесрочной перспективе), что может оказаться сдерживающим фактором для взаимодействия. В-третьих, для российского бизнеса, как это уже неоднократно отмечалось, во многих случаях создание формальной институциональной среды вообще не является преимуществом: наоборот, в условиях слабо формализованных и неопределенных правил он чувствует себя значительно увереннее.

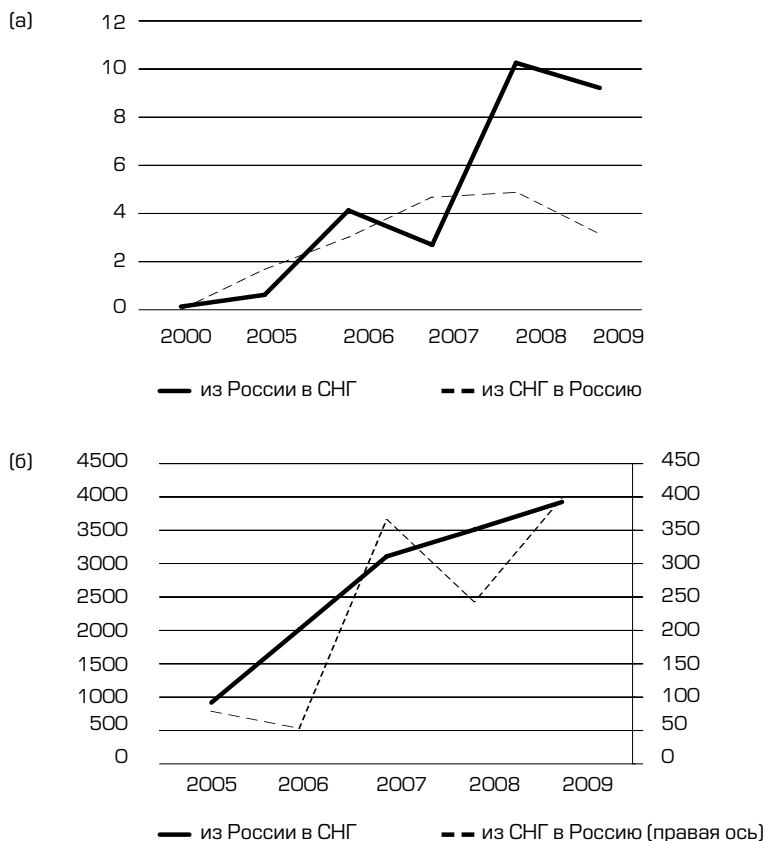
В связи с этим мы попытаемся обобщить хотя бы косвенные свидетельства в пользу описанных выше гипотез. Наше основное внимание будет уделено первым двум; гипотезу межгосударственного сотрудничества мы будем рассматривать лишь в контексте возможной политической подоплеку действий российских компаний в разгар кризиса. Обратимся к данным официальной статистики, к сообщениям СМИ и веб-сайтов корпораций. В контексте настоящей работы оба этих подхода неоднозначны: статистика, как хорошо известно, дает явно заниженную характеристику инвестиций на постсоветском пространстве, которая к тому же сильно различается от страны к стране. И в ней, скорее всего, будут отражаться платежи по уже осуществленным в докризисный период сделкам, то есть эффект кризиса будет наблюдаться лишь с определенным лагом. Что касается данных СМИ и веб-сайтов, то оценка, полученная на основе этих сообщений, скорее всего, окажется искаженной в пользу гипотезы замещающего роста: объявления о новых сделках и проектах, как правило, получают гораздо большее отражение в СМИ и пресс-релизах, чем последующий отказ от их реализации (за исключением разве что крупнейших сделок). Эти обстоятельства необходимо учитывать при интерпретации тех (во многом обрывочных и косвенных) эмпирических данных, которыми мы располагаем.

Наконец, не следует забывать, что начало глобального кризиса совпало с очередным периодом качественной перестройки российских ТНК, касающейся их географических ориентиров во внешнеэкономической деятельности. Представление о постсоветском мире как об обособленном регионе, развитие которого определяется преимущественно внутренней логикой, не соответствует действительности. Логика неформальной интеграции уже достаточно давно «переходит» границы бывшего СССР, хотя масштабы этого процесса неоднозначны для различных форм бизнес-активности. Если традиционно основными регионами инвестиций российского бизнеса являются Европа и постсоветское пространство (SKOLKOVO, 2008; Sethi, 2009), то в последние годы возникает все больше свидетельств выхода российского бизнеса за пределы этого пространства – за счет инвестиций в Африке и Азии (Kuznetsov, 2010). Совпадение этого процесса с периодом кризиса – фактор, осложняющий оценку описанных нами гипотез.

### **Инвестиционное взаимодействие в зеркале национальной статистики**

Обратимся сначала к количественным данным, описывающим инвестиционную динамику на постсоветском пространстве. Применительно к

оценке российских инвестиций в регионе воспользуемся двумя основными источниками: данными Федеральной службы государственной статистики РФ и платежного баланса (приводимыми Центральным банком Российской Федерации). Как следует из *рисунка 1а*, в 2009 году объем российских инвестиций в страны СНГ и инвестиций из стран СНГ в Россию заметно сократился (по данным Федеральной службы государственной статистики). Падение составило около 10% для инвестиций российских компаний и более 30% для инвестиций из постсоветских стран. Подобная тенденция характерна для всех без исключения постсоветских республик, кроме Таджикистана, Молдовы и Туркменистана (где объем инвестиций в экономику России вырос; впрочем, на эти три страны приходится лишь около 2% инвестиций). Например, инвестиции Украины в экономику России в 2009 году составили 43% от уровня 2008-го, Казахстана – 61%; Беларуси – 72%.



**Рисунок 1**  
 Приток инвестиций стран СНГ в экономику России и России в экономику стран СНГ  
 а) \$ млрд, данные Госкомстата;  
 б) \$ млн, прямые инвестиции, данные ЦБ РФ (платежный баланс)

Источник:  
 Федеральная служба государственной статистики России; Банк России

Если в 2008-м российские инвестиции в государства Содружества заметно выросли, то инвестиции Украины и Казахстана в экономику России уже сократились. Впрочем, исключив Беларусь из числа анализируемых стран в 2009 году, мы обнаружили бы значительный спад российских инвестиций: на Украину они составили 65% от уровня 2008-го, в Казахстан – 51%. Таким образом, количественные показатели инвестиционной активности явно свидетельствуют о справедливости ги-

потезы инвестиционного спада, однако этот вывод гораздо в большей степени справедлив для постсоветских стран, чем для самой России. Кризис также смог переломить отмечавшуюся нами ранее тенденцию заметного роста инвестиций из стран СНГ в экономику России (Либман, 2008) – инвестиционный баланс по итогам 2009 года четко свидетельствует о доминировании российских инвестиций, прежде всего, за счет резкого роста в 2008-м, когда другие постсоветские страны (уже) испытывали влияние кризиса. Впрочем, это вполне логично, принимая во внимание воздействие финансовой составляющей кризиса в Казахстане и на Украине и значительное сокращение экономической активности на Украине.

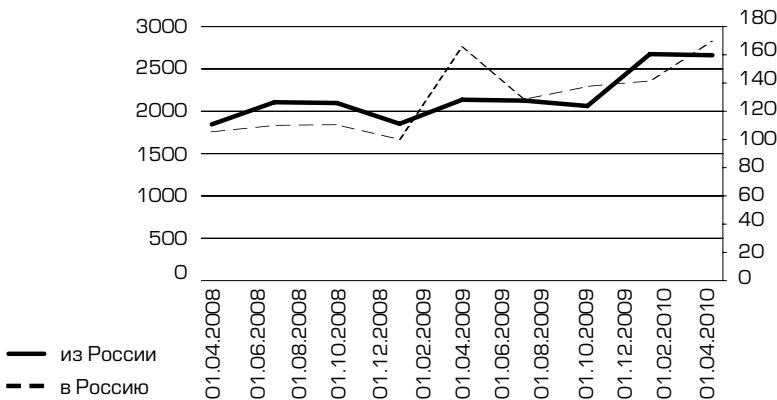
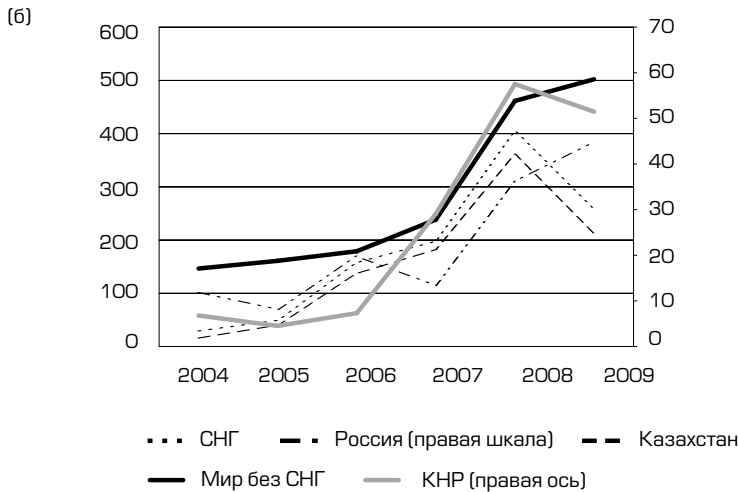
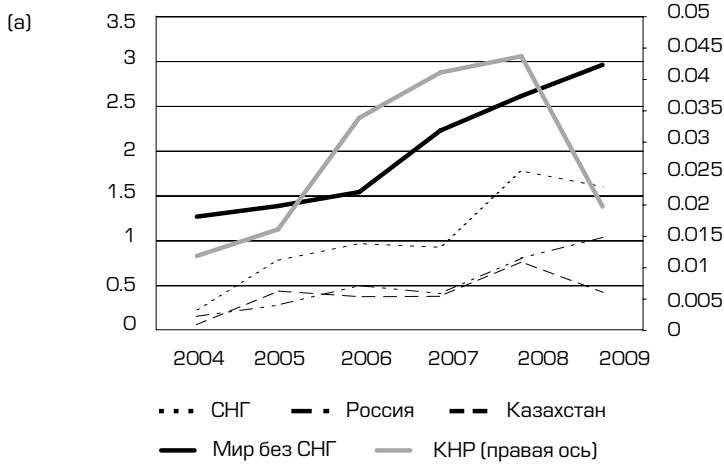
Переходя к анализу данных платежного баланса по российским прямым инвестициям (см. рисунок 1б), мы видим, что ситуация выглядит несколько иначе. Кризис 2008–2009 годов не остановил продолжающийся рост российских инвестиций в экономику постсоветских стран, а несколько замедлил их. Инвестиции из СНГ действительно резко сократились в 2008-м, но затем опять начали расти. Хуже ситуация с портфельными инвестициями (см. Головнин, Ушкалова и Якушева, 2010). В 2008 году активы российских инвесторов в СНГ заметно сократились – с \$113 млн до \$24 млн, однако уже в 2009-м их уровень восстановился до \$71 млн (уже больше, чем в 2006-м). Уровень 2007 года тем не менее достигнут не был. Что касается обязательств, то они упали с \$192 млн в 2007-м до \$152 млн в 2008-м, а в 2009-м наблюдался чистый отток портфельных инвестиций стран СНГ из российской экономики, который несколько восстановился в I квартале 2010 года (но до докризисного уровня портфельным вложениям из стран СНГ еще далеко).

Анализ статистики других стран СНГ позволяет взглянуть на картину с иной стороны.

По данным Национального статистического комитета Кыргызстана (см. рисунок 2а), инвестиции из государств Содружества в эту страну в 2009 году снизились на 10%, но при этом российские инвестиции заметно выросли (по данным российского статистического ведомства, наблюдалось их существенное сокращение). Действительно резко ухудшил свое положение в экономике Кыргызстана Казахстан – если в 2007–2008 годах он постепенно двигался к статусу крупнейшего иностранного инвестора, то в 2009-м вклады из этой страны значительно уменьшились. Следует заметить, что общий приток инвестиций в экономику республики по-прежнему рос, зато заметно сократились китайские вложения, то есть признаков «освоения» освобождающегося пространства не наблюдалось. Данные по прямым инвестициям характеризуются схожей динамикой (см. рисунок 2б): спад инвестиций из СНГ составил более 35%, из Казахстана (основного источника прямых иностранных инвестиций в экономику Кыргызстана) – более 40%; зато сокращение китайских вложений было заметно ниже, а российские несколько выросли.

Согласно данным украинской статистики (см. рисунок 3), в 2008–2010 годах наблюдался постепенный, но устойчивый рост объемов накоплен-

ных инвестиций России на Украине и Украины в России за исключением нескольких относительно непродолжительных периодов спада. Оценку этих данных затрудняет тот факт, что ключевым инвестором в украинской



**Рисунок 2**

Приток инвестиций (\$ млрд, а) и прямых инвестиций (\$ млн, б) в экономику Кыргызстана

Источник: Национальный статистический комитет Кыргызстана

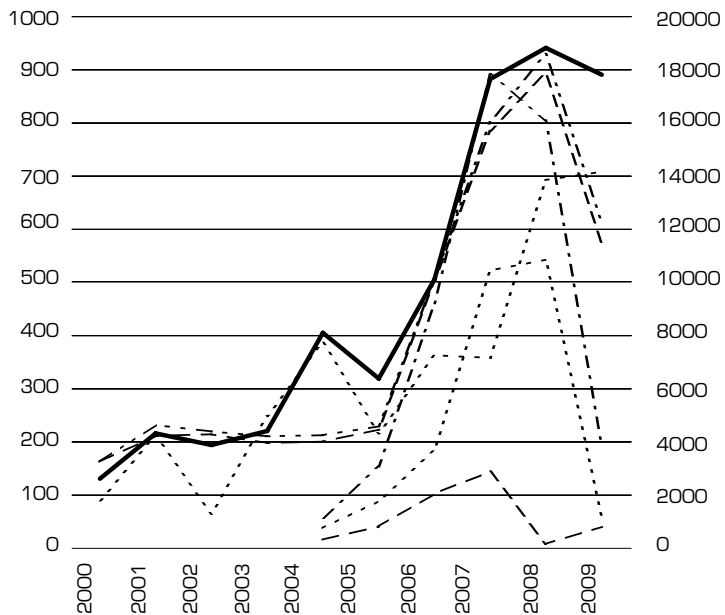
**Рисунок 3**

Накопленные прямые инвестиции Украины в России (правая шкала) и России на Украине (\$ млн)

Источник: Государственный статистический комитет Украины

экономике остается Кипр, по мнению некоторых наблюдателей, «маскирующий» приток российского капитала, особенно в финансовый сектор (Обозреватель, 2010, 12 июня).

Статистика Казахстана, пожалуй, в наибольшей степени соответствует негативным ожиданиям гипотезы инвестиционного спада. Инвестиции из СНГ в экономику страны резко сократились, что было связано с падением российских инвестиций. Вложения Казахстана в страны СНГ в 2009-м упали в восемь раз, а в Россию – почти в десять раз (правда, выросли инвестиции в Кыргызстан, но тенденция не является устойчивой<sup>2</sup> – в I квартале 2010-го наблюдался отток капитала из этой страны). Совокупные инвестиции в экономику Казахстана из прочих стран мира также упали в 2009 году по сравнению с 2008-м, зато резко выросли капиталовложения из КНР.



**Рисунок 4**  
Приток и отток инвестиций в Казахстане (\$ млн)

Источник:  
Национальный банк Казахстана

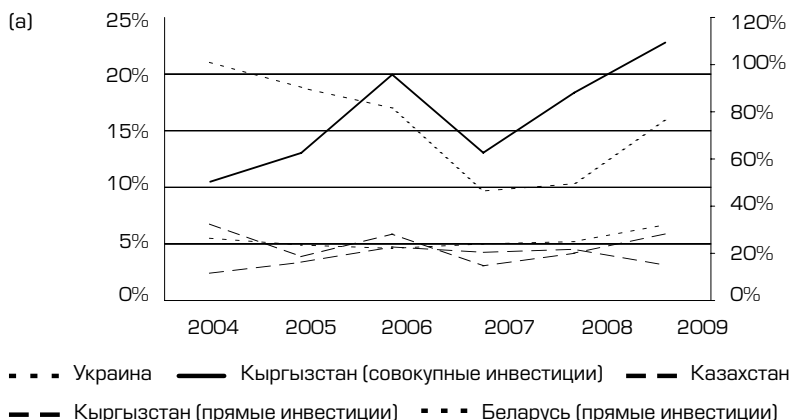
--- из СНГ    - - - из России    . . . из КНР    - - - в СНГ  
 . . . в Россию    - - - в Кыргызстан    ————— из прочих стран мира (правая шкала)

Для Беларуси мы можем воспользоваться данными платежного баланса с Россией, отражающими приток прямых инвестиций в экономику этой страны. Однако в данном источнике никакого спада в период кризиса зафиксировано не было: наблюдался постепенный рост от \$828.6 млн в 2007 году до \$1.069 млрд в 2008-м и \$1.42 млрд в 2009-м. Этот эффект может быть связан с регулярными платежами по покупке «Белтрансгаза» «Газпромом» (Хейфец, 2009; Yermeeva, 2009).

На рисунке 5а мы подводим итог, анализируя доли российских инвестиций в совокупных инвестициях в страны СНГ. Для трех из четырех стран (Бела-

<sup>2</sup> Заметим также, что она входит в противоречие с данными кыргызской статистики.

рус, Кыргызстан и Украина) доля российских капиталовложений выросла; для Казахстана она несколько сократилась. Данные для зарубежных инвестиций РК (см. рисунок 5б) имеются для Кыргызстана и России: в обеих странах в 2009 году было зафиксировано падение доли в совокупных инвестициях. Иначе говоря, развитие ситуации в России согласуется с гипотезой замещающего роста; тогда как в Казахстане наблюдался инвестиционный спад в чистом виде.



**Рисунок 5**

Доля российских (а) и казахстанских (б) инвестиций в совокупном притоке инвестиций в постсоветские страны

Источник: см. рисунки 1–4, для Беларуси – Национальный банк РБ

*Примечание:* для Украины – доля в накопленных прямых инвестициях по состоянию на первое число следующего года; для Беларуси – данные по прямым инвестициям, доля рассчитана как отношение статьи «Обязательства (прямые инвестиции)» финансового счета платежного баланса с Россией и кредита статьи «Во внутреннюю экономику (прямые инвестиции)» финансового счета совокупного платежного баланса; для России использованы данные Федеральной службы государственной статистики. Данные для Беларуси приводятся на правой шкале.

Подводя итог количественным оценкам, отметим, что статистика за 2008–2009 годы сильно дифференцируется по отдельным странам СНГ и дает противоречивые выводы. Тем не менее мы можем констатировать, что кризис достаточно сильно ударил по инвестициям Казахстана на постсоветском пространстве (особенно в России; несколько сложнее

оценить развитие ситуации в Кыргызстане). Положение России уже является более сложным – хотя в 2009 году и наблюдался спад, он оказался менее глубоким, чем у других стран СНГ (а украинская статистика вообще не зафиксировала негативных тенденций). Говорить о последовательном подтверждении гипотезы инвестиционного спада для России на основе количественных данных не приходится. Впрочем, стабильность позиции России не стоит переоценивать: ключевую роль здесь сыграли инвестиции в Беларусь. Тем не менее доля России в совокупном притоке инвестиций выросла, что четко соответствует гипотезе замещающего роста. Наконец, ситуация с внерегиональными игроками неоднозначна: если в Казахстане присутствие КНР резко выросло, то в Кыргызстане, наоборот, сократилось.

Не следует, однако, забывать и о еще одной проблеме анализа количественных данных: вполне возможно предположить, что в условиях кризиса использование разнообразных непрозрачных схем проведения инвестиций стало более активным (опять-таки в связи с необходимостью более рационального планирования). Конечно, со временем усилившееся давление фискальных органов (обеспокоенных резким спадом бюджетных доходов в период кризиса) может вернуть ситуацию к исходному равновесию, но в кризисный 2009 год, вполне возможно, мы фиксировали не спад инвестиций, а переход большего числа инвестиционных сделок в неформальный сектор или более активное использование разнообразных офшорных схем (и без того доминирующих в структуре взаимных инвестиций стран Содружества). Потому тем более важным становится анализ конкретных сделок и компаний на постсоветском пространстве в период кризиса, который приводится далее.

### **Ключевые сделки: общие тенденции**

Анализ конкретных инвестиционных сделок дает несколько более дифференцированную картину, чем обсуждение статистики. Следует отметить, что в настоящем разделе мы сосредоточим внимание на российских инвестиционных проектах. Данные о новых инвестиционных инициативах Казахстана практически отсутствуют, и это неудивительно: сильный банковский сектор, бывший основной движущей силой экспансии Казахстана на постсоветском пространстве, оказался первой жертвой глобального кризиса, затронувшего страну достаточно рано: Казахстан – единственная из экономик СНГ, реально затронутая первой волной кризиса в 2007–2008 годах (Головнин, Ушкалова, Якушева, 2010: 5).

Имеется несколько оценок реакции российских ТНК на мировой экономический кризис с точки зрения глобальной экспансии, не ограничивающейся странами Содружества (Кузнецов, 2009; Vahtra, 2009; СКОЛКОВО, 2009). Насколько можно судить, I половина 2008 года характеризовалась продолжением активного экстенсивного роста инвестиций российского бизнеса за рубежом. При этом развитие российских компаний четко противоречило глобальным тенденциям – Россия оставалась регионом роста инвестиционной экспансии в условиях общего спада. Более того, по некоторым оценкам (Кузнецов, Четверикова, 2009), ведущие ТНК уже в

докризисный период начали сокращать число занятых на предприятиях в самой России, постоянно наращивая занятость в своих зарубежных дочерних компаниях. Во II половине 2008 года, когда вторая волна кризиса достигла стран СНГ, ситуация изменилась в худшую сторону. Многие сделки были отменены или, как минимум, отложены на неопределенный срок. Именно наиболее активные участники экспансии предшествующих лет вынуждены были переосмыслить свою стратегию. Но говорить о полной остановке инвестиций было бы неверно: даже в условиях кризиса наблюдался постоянный рост зарубежных активов российского бизнеса.

Как же выглядела ситуация в специфическом регионе постсоветского пространства? В начале кризиса некоторые российские компании вынуждены были сократить свои проекты на постсоветском пространстве<sup>3</sup>. Речь идет о деятельности российской строительной отрасли («ПИК», «Интеко», Mirax Group) на Украине. Например, в октябре 2008 года проекты в Киеве были заморожены компанией «Интеко» (строительство жилого района «Московский»). Mirax Group вынуждена была продать недостроенный небоскреб в Киеве «Mirax Plaza Украина» компании AEON (Паппэ, 2009), тоже, между прочим, принадлежащей российскому инвестору. Однако ситуация в строительной отрасли оказалась крайне негативной даже по сравнению с российской экономикой в целом, к тому же она столкнулась с кризисом достаточно рано. Уже в 2009-м российский строительный бизнес реализовал несколько крупных сделок на Украине: «Промышленный концерн» приобрел 99.99% акций компании «Планета-буд» (пережившей падение прибыли на 57.8%)<sup>4</sup>, работающей в Крыму. Согласно оценке директора Link Development, «строительная отрасль как никакая другая находится в плачевной ситуации: спрос и цены упали вместе с кредитованием, а цена на стройматериалы пока держится. Именно поэтому строительные активы более всего готовы к продаже по «кризисным» ценам. Пока интерес к покупкам проявили только россияне – они готовы к нашим [украинским. – Авт.] рискам» (Коммерсантъ-Украина, 2009, 22 сентября).

Определенные сокращения наблюдались и в других отраслях: например, «ЛУКОЙЛ» сократил инвестиции в развитие сети АЗС на Украине (Blyakha, 2009). Под вопросом оказались инвестиции «ЛУКОЙЛа» в месторождение Хвальынское в Казахстане, ряд других нефтегазовых проектов в этой стране (Парамонов, Строчков, Столповский, 2009).

Нередко эффекты кризиса были неоднозначны, как, например, в случае с компанией «Еврохим». Кризис, очевидно, стал одним из факторов, несколько замедливших ее экспансию в Казахстане: в феврале 2009 года компания попросила правительство страны воздержаться от проведения конкурса на предоставление прав недропользования по фосфоритовым месторождениям Аралтобе и Кестиктобе, дав, таким образом, компании

<sup>3</sup> По некоторым оценкам, эта ситуация была связана с «открывшимися» для покупки привлекательными активами в самой России и, соответственно, носила временный характер (investory.com.ua, 2009, 23 марта).

<sup>4</sup> Хотя в данном случае не совсем понятно, имела ли место новая сделка или изменилась структура контроля: ранее 95% акций принадлежало компании Vilmorin Holdings (Кипр); «Промышленный концерн» отказался сообщить о наличии связей с этой компанией, ссылаясь на коммерческую тайну (Интерфакс-Украина, 2009, 29 июля).

возможность вернуться к этой тематике несколько позже, ожидая более благоприятной конъюнктуры на рынках фосфатных удобрений и долгового капитала (Эксперт, 2009, 4 марта; Новые химические технологии, 2009, 4 марта). Однако уже в октябре 2008-го «Еврохим» приобрел государственный пакет акций ОАО «Сары-Тас» (50.7%), учредив в связи с этим ТОО «Еврохим-удобрения». Компания погасила задолженность завода «Сары-Тас» за 15 лет простоя, его реконструкция остается в числе важнейших задач. Летом 2010 года было заявлено о намерении инвестировать в актив \$2.5 млрд до 2015-го. В июне 2009 года «Еврохим» также представил план комплексного освоения месторождения Каратау, получивший поддержку российского и казахстанского правительств. План предусматривает строительство горно-обогатительного комбината и завода по производству фосфатных и азотных удобрений. Даже просьба приостановить проведение конкурса сопровождалась указанием на намерение компании продолжить инвестиции в проект Каратау. Обсуждался также вопрос о предоставлении проекту финансирования Евразийского банка развития (меморандум о взаимопонимании был подписан в 2009 году, окончательное решение ожидалось к 2010-му).

В 2009–2010 годах российские компании реализовали ряд достаточно крупных проектов в СНГ (хотя в целом их перечень выглядит менее впечатляюще, чем несколько лет назад; во многих случаях речь идет о завершении уже начатых ранее проектов, а не о качественно новых инициативах). В июне 2009-го ОАО «Полиметалл» выкупило у канадской Orsu Metals 100% доли в золотомедном месторождении Варваринское в Казахстане (компания Three K Exploration and Mining Ltd) (Vesti.kz, 2009, 17 июня). Сумма сделки, по данным компании, составляет до \$20 млн. ТНК-ВР приобрела две нефтебазы и 36 АЗС в Киевской области и в городе Киеве у группы «Гепард» и намерена продолжить расширение сети АЗС на Украине (в том числе в Днепрпетровске и Донецке). «ВымпелКом» приобрел 7% пакета акций сотового оператора Unitel в Узбекистане, установив 100%-ный контроль над этой компанией (Старостенкова, 2010). Буквально накануне кризиса, в июне 2008 года, в состав группы ТМК вошло ТОО «ТМК-Казахстан», производящее насосно-компрессорные и обсадные трубы для нефтяной и газовой промышленности. Осенью 2008 года строительная компания «Промстрой Групп» завершила покупку казахстанских «Казмеханомонтажа» и «Автоматики» (свидетельствуя о стабильности инвестиций небольших ТНК в условиях кризиса, см. Кузнецов, 2009).

Несмотря на кризис, российские инвесторы достаточно активно расширяли свое присутствие в металлургической отрасли Украины. В сентябре 2008 года российская компания «Евраз» завершила сделку по покупке Palmrose Ltd на Украине (ГМК «Сухая балка» и ОАО «Днепропетровский металлургический завод им. Петровского», доли в ОАО «Баглейкокс», «Днепркокс», «Днепродзержинский коксохимический завод») у группы «Приват», начатую еще в апреле 2008-го. Общая стоимость сделки превысила \$2 млрд. А в декабре 2009 года группа российских инвесторов, связанная с акционерами «Металлоинвеста» и «Евраз», приобрела контрольный пакет украинской металлургической группы «Индустриальный

союз Донбасса» (ИСД). Здесь опять же можно проследить неоднозначность эффектов кризиса: по имеющимся данным, уже в 2008 году «Евраз» и ИСД были близки к заключению сделки, но начавшийся экономический кризис приостановил продвижение по данному направлению. Однако через год российским инвесторам удалось сформировать достаточно крупный пул средств (сумма сделки составила около \$2–2.5 млрд и была профинансирована ВЭБ). Иначе говоря, инвестиционный спад действительно имел место, но привел лишь к временной заморозке инвестиций, а не к отказу от проекта. Предполагается также, что актив был куплен с существенной скидкой (из-за высокой задолженности), что можно рассматривать как подтверждение гипотезы замещающего роста (Коммерсантъ, 2010, 11 января; Банкер, 2010, 17 января).

Еще одна сделка, обсуждавшаяся с 2008 года и сохранившая актуальность в условиях кризиса: покупка российской компанией «Полюс Золото» казахстанского KazakhGold. В силу своей значимости она заслуживает более детальной дискуссии. KazakhGold Group принадлежит один из крупнейших производителей золота в Казахстане «Казахалтын», владеющий тремя основными действующими золотыми рудниками. С 2005 года акции KazakhGold торгуются на Лондонской фондовой бирже (ЛФБ). В ноябре 2008-го казахстанское Министерство энергетики и минеральных ресурсов предоставило российскому «Полюс Золото» разрешение на покупку 50.1% акций компании (в Казахстане действующее законодательство отдает в подобных ситуациях приоритет государству); в сентябре 2008-го компания была оценена в \$746 млн (BFM.ru, 2008, 17 ноября). В июне 2009 года сделка была официально завершена и объявлена на ЛФБ: компания «Полюс Золото» стала также поручителем по облигационному займу KazakhGold на \$200 млн со сроком погашения в 2013-м, а также предоставила два займа казахстанской компании на общую сумму \$100 млн. В июне 2010-го было объявлено о начале процедуры обратного поглощения компании, предоставляющей «Полюс Золото» возможность зарегистрироваться в иностранной юрисдикции и выйти на ЛФБ (Финам.ru, 2010, 30 июня).

Однако в 2010 году выяснилось, во-первых, что отчетность KazakhGold, опубликованная еще при предыдущих владельцах, содержит достаточно серьезные отклонения от фактической ситуации: заметно завышена стоимость балансовых активов (на 14%), выручка (на 40%), чистый убыток занижен на 163% (Курсивь, 2010, 26 марта; MAonline, 2010, 1 июля). Российская сторона предъявила в Высоком суде Лондона иск к бывшим владельцам, требуя возмещения ущерба на сумму \$450 млн. А в июле 2010-го правительство Казахстана заявило о намерении пересмотреть заключенную ранее сделку, обвинив «Полюс Золото» в уплате заметно меньшей суммы за компанию, чем это было установлено первоначальной оценкой – \$269 млн. Одновременно против российской ТНК была начата активная кампания в казахстанских СМИ. Сделка явно показывает риски, связанные с попыткой входа в достаточно непрозрачные постсоветские экономики (Eurasia Internet, 2010, 10 августа). С другой стороны, проблема возникла из-за отсутствия due diligence перед сделкой, что, по некото-

рым оценкам, связано с попыткой «Полюс Золото» опередить китайских инвесторов – компанию Zijin (Горнопромышленный портал России, 2010, 9 августа).

Проблемы «Полюс Золото» весьма показательны с точки зрения стандартной логики постсоветской деловой экспансии (роли в совершающихся в регионе сделках непрозрачных соглашений и рисков внешней конкуренции), но для целей настоящей статьи показательно, что привлекательная по мнению российских инвесторов сделка, стратегически значимая для российских партнеров, была реализована вне зависимости от кризиса. Более того, даже кризис не заставил российскую компанию более пристально подойти к процедуре проверки приобретаемых активов. Несмотря на глобальный кризис, российская транснациональная компания осуществляла *business as usual*, причем с яркой постсоветской спецификой.

### **Сделки в финансовом секторе**

Более интересные наблюдения можно сделать на основе анализа сделок в финансовом секторе, продемонстрировавших во многом знаковые изменения.

С одной стороны, эти сделки четко связаны именно с кризисным спадом в постсоветских экономиках. Они позволяют проследить значимость политического фактора (пусть даже потенциального) для сделок, совершавшихся в кризисный период. С другой – две сделки в банковском секторе, достаточно схожие по исходным предпосылкам, привели к совершенно разным результатам, что делает сравнительный анализ достаточно интересным (можно даже говорить о соответствии сделок критерию MSDO – *most similar different outcomes*, принятому в социальных науках для сравнительных исследований).

Среди соглашений, обсуждавшихся в 2009 году, но так и не реализованных, выделим потенциальную сделку по покупке Сбербанком казахстанского БТА (Банк ТуранАлем). В данном случае сам факт обсуждения инвестиционного проекта – яркий пример логики замещающего роста: БТА, как один из ключевых системообразующих банков казахстанской экономики, в принципе был выставлен на продажу только из-за серьезных проблем, вызванных еще первой волной глобального экономического кризиса. Сложности, испытываемые банком, вынудили правительство Казахстана пойти на его частичную национализацию: 75.1% акций было выкуплено государственным холдингом – фондом «Самрук-Казына» (в противовес ведущей тенденции управления банковским сектором страны на протяжении последних 20 лет, основанной на жестком примате частного банковского бизнеса). Тем не менее государство с самого начала заявило о временном характере присутствия в капитале банка: не более чем на период 3-5 лет.

В этой ситуации начался поиск потенциальных покупателей, среди которых российский Сбербанк (уже владеющий дочерним банком в Казахстане) оказался в числе очевидных фаворитов, тем более что глава фонда «Самрук-Казына» Кайрат Келимбетов летом 2009 года вошел в состав

наблюдательного совета Сбербанка. 2 июня 2009 года председатель совета директоров БТА Анвар Сайденов заявил: банком было получено только одно официальное предложение о покупке акций – от Сбербанка России. Еще ранее, в апреле появились сообщения о проведении due diligence БТА со стороны Сбербанка и об активном переговорном процессе, касающемся выкупа всей доли «Самрук-Казыны» в капитале казахстанского банка. В интервью газете «Коммерсантъ» (Коммерсантъ, 2009, 3 июня) президент Сбербанка Герман Греф заявил, что в настоящее время ожидает процесса завершения реструктуризации БТА (задолженность которого перед иностранными кредиторами оценивалась в \$13 млрд) и подписания всех инвестиционных соглашений, после чего будет изучать вопрос сделки по покупке акций.

Однако к осени 2009 года появились неформальные сообщения, что Сбербанк (из-за плачевного положения БТА) все же откажется от сделки. Наблюдатели начали активно обсуждать еще один аспект переговоров, представляющий интерес для нас в контексте настоящей работы: роль политического фактора и, в частности, позиции российского руководства, заинтересованного в сделке (конечно, покупка БТА оказалась бы «весьма кстати» в контексте новой волны переговоров об интенсификации региональной интеграции). Впрочем, мало кто из наблюдателей утверждал, что политические факторы будут содействовать заключению откровенно невыгодного для Сбербанка соглашения: скорее, речь идет о переговорах без окончательного отказа от сделки. Наконец, в октябре 2009 года был подписан меморандум о взаимопонимании с комитетом кредиторов о реструктуризации, дающий кредиторам долгосрочный контроль над БТА, сделавший шансы на заключение сделки еще более прозрачными (Зарщиков, 2009).

Зато другой, аналогичный проект в банковской сфере завершился более успешно. В декабре 2008 – январе 2009-го (то есть значительно раньше и во время более острой фазы кризиса) российский Внешэкономбанк приобрел украинский Проминвестбанк. Логика сделки достаточно похожа на несостоявшееся поглощение БТА Сбербанком. Проминвестбанк был создан в 1992 году на базе Промстройбанка УССР и в 2008-м занимал шестое место по объему активов в стране. Массовый отток средств клиентов осенью 2008-го (только за первую неделю октября он составил \$1 млрд) вынудил Национальный банк Украины ввести в Проминвестбанке временную администрацию (первый банк на Украине, подвергшийся этой процедуре). По всей видимости, ситуация была вызвана не только кризисом, но и рейдерской атакой 2008 года, в участии в которой подозревают и российские структуры (ИА Advisers, 2010, 13 марта). Начался интенсивный поиск потенциального стратегического инвестора, производившийся, видимо, в условиях жесткого цейтнота (по словам временного администратора и зам. главы Национального банка, предложения западных финансовых институтов были отклонены из-за необходимости потратить несколько месяцев на принятие решения, см. Prostobankir.co.ua, 2010, 4 марта). Среди покупателей назывались как отдельные российские и украинские инвесторы, так и многие россий-

ские государственные и частные банки (упоминались Сбербанк, НРБ и Альфа-банк). Но в итоге «победителем» оказался ВЭБ. Инвестиции составили 1.1 млрд гривен (\$158 млн) в уставный капитал банка. Еще около 7 млрд гривен было предоставлено в виде долгосрочных кредитов. К ВЭБ перешли 75% +3 акции Проминвестбанка. 10 февраля 2009-го ВЭБ перечислил Проминвестбанку первые \$390 млн субординированного кредита, а уже через неделю банк заявил о стабилизации работы.

По словам председателя правления ВЭБ, банк до недавнего времени не рассматривал всерьез перспективу выхода на украинский рынок, сосредоточившись на внутреннем реформировании и создании банка развития. Однако в итоге ВЭБ принял решение выйти на рынок Украины, несмотря на крайне серьезные финансовые проблемы приобретаемого банка и на то обстоятельство, что банковский сектор Украины, по оценкам инвесторов, на тот момент являлся наименее привлекательным (см. NewsRu.ua, 2009, 21 декабря). Глава ВЭБ связывает принятое решение с ролью приобретенного банка в кредитовании украинской промышленности: Проминвестбанк обслуживает большое число клиентов, и многие из них тесно связаны с российскими предприятиями. При этом ВЭБ рассчитывает использовать Проминвестбанк для налаживания расчетов с Украиной (UGMK, 2009, 1 апреля). Планируется вывести банк в пятерку крупнейших в стране (РБК-Украина, 2009, 5 марта). Предложение стать покупателями банка поступило ВЭБ от группы Slav AG, принадлежащей украинским политикам и бизнесменам С. и А. Ключевым, также владеющим пакетом акций банка (и обсуждавшимся как потенциальные покупатели контрольного пакета акций). В. Дмитриев полушутя связывает покупку банка с «пролетарским интернационализмом», подчеркивая, что ресурсы на оздоровление в столь сложной ситуации у российских частных банков и других банков с государственным участием отсутствовали<sup>5</sup>.

Как отмечалось выше, сделка похожа на упомянутый проект Сбербанк – БТА, однако есть два существенных отличия. Во-первых, в действиях ВЭБ, являющегося государственной корпорацией, политическая составляющая, по всей видимости, играет более важную роль. Во-вторых, сеть дочерних банков ВЭБ за рубежом заметно меньше, хотя ему и принадлежит банк в Беларуси (еще с советских времен). Таким образом, в данном случае мы не можем исключать оба мотива инвестиционной экспансии – и замещающий рост (стремление воспользоваться критическим положением потенциально привлекательного актива, тем более что сделка была совершена в самый разгар кризиса), и вмешательство политических факторов (впрочем, для ВЭБ их вес, очевидно, не зависит от кризиса). Скорее всего, коммерческая логика в данном случае неразрывно связана с политическими интересами.

Итак, сравнение сделок БТА – Сбербанк и ВЭБ – Проминвестбанк позволяет сделать несколько выводов. Во-первых, накачанные в период кризи-

<sup>5</sup> См. интервью В. Дмитриева на сайте Проминвестбанка, [www.pib.com.ua/pr/biznes20090608.php.ru](http://www.pib.com.ua/pr/biznes20090608.php.ru), доступ 12.08.2010

са государственными средствами российские банки (особенно государственные) вполне были готовы использовать свои ресурсы в соответствии со сценарием замещающего роста для покупки проблемных активов в странах СНГ. В то же время во многих случаях они крайне осмотрительно относились к открывающимся альтернативам, предпочитая осторожный поиск действительно привлекательных активов, чем «скупку» всех доступных предприятий и компаний. В других ситуациях, напротив, банки были готовы идти на достаточно рискованные инвестиции. Наконец, даже формальное наличие государственного контроля не является гарантией (даже – или как минимум – в условиях кризиса) доминирования политических мотивов. Необходимо более детально рассматривать отношения власти и конкретной бизнес-структуры.

Еще один очень яркий пример проектов, осуществившихся в период кризиса, – инфраструктура фондового рынка. Заметим, что в докризисный период взаимодействие между биржами и депозитариями стран СНГ носило в основном рамочный характер в форме подписания меморандумов о взаимопонимании и участия в бизнес-ассоциациях (Международная ассоциация бирж СНГ и Ассоциация центральных депозитариев Евразии) (Golovnin, 2009). Хотя зачастую российская ММВБ занимала активную позицию в продвижении инициатив в области финансовой интеграции.

В период кризиса ситуация резко изменилась, особенно во взаимодействии российских и украинских бирж (Головнин, 2010). Российские биржи неоднократно предпринимали попытки выйти на украинский фондовый рынок через совместные проекты с инфраструктурными организациями этой страны, однако в докризисный период эти попытки успехов не имели. Уже на начальной стадии кризиса РТС удалось запустить свой проект на Украине – в мае 2008 года совместно с украинскими участниками фондового рынка она учредила Украинскую биржу (то есть в данном случае можно говорить об инвестициях «с нуля», а не о покупке уже имеющегося актива). В марте 2009-го там открылись торги. Новая биржа первой обеспечила возможности для проведения интернет-трейдинга на Украине, благодаря этому она вышла в лидеры среди организаторов торгов, серьезно потеснив существовавшую до этого монополию Первой фондовой торговой системы (ПФТС). Следует отметить, что последняя достаточно быстро ощутила угрозу, исходящую от российского конкурента, и еще в июне 2008 года договорилась с другой российской биржей – ММВБ о поставке новой торговой платформы (также для запуска интернет-трейдинга). Однако запуск новой торговой системы несколько запоздал по сравнению с открытием торгов на Украинской бирже (он произошел в апреле 2009 года). Таким образом, быстро восстановить утраченные позиции не удалось, и ПФТС стала рассматривать вопрос о вхождении в ее капитал стратегического иностранного инвестора. По словам руководства биржи, среди всех организаций, которым было сделано соответствующее предложение, откликнулась лишь российская ММВБ (Инвестгазета, 2010, 25 января). В результате в декабре 2009 года руководство ПФТС одобрило продажу ММВБ 50% + 1 акции, а в середине 2010-го сделка была завершена.

Таким образом, в настоящее время основная часть инфраструктуры фондового рынка Украины находится под контролем российского капитала, в том числе связанного с государством (как известно, основным акционером ММВБ является Центральный банк Российской Федерации).

На примере двух отмеченных сделок, особенно сделки ММВБ – ПФТС, мы наблюдаем подтверждение гипотезы замещающего роста. Более того, инвестиции российских бирж по сравнению с инвестициями ВЭБ явно носят стратегический характер, тогда как российский банк, весьма вероятно, перепродает не совсем профильный для него украинский актив (скорее всего, российскому же банку). Одновременно создаются предпосылки для дальнейшего развития проектов в области финансового взаимодействия на постсоветском пространстве, однако их перспективы будут во многом зависеть от того, насколько успешной будет деятельность российских бирж на Украине. Первые шаги в направлении качественных изменений на национальном фондовом рынке страны (запуск интернет-трейдинга) уже сделаны.

### **Кризис и выход на глобальные рынки**

Есть и другие примеры сделок, в которых российский бизнес, по оценке аналитиков, действительно смог эффективно воспользоваться кризисной ситуацией с целью улучшения своего положения в процессе интернационализации. Однако речь идет не столько об экспансии в регионе СНГ, сколько о затрагивающих его процессах диверсификации. В июне 2009 года российская компания «Атомредметзолото» (АРМЗ), входящая в структуру «Росатома», создала стратегический альянс с канадской компанией Uranium One. 50%-ная доля в казахстанском месторождении Каратау (оставшиеся 50% принадлежат «Казатомпрому») была обменена на 16.6% акций Uranium One, выпущенных в результате дополнительной эмиссии, и денежную компенсацию в размере \$90 млн (в зависимости от результатов работы Каратау в течение ближайших трех лет она может быть увеличена на \$60 млн). Канадская компания получила право на приоритетное приобретение активов АРМЗ за пределами России (по всей видимости, интерес для Uranium One представляет Казахстан). АРМЗ стала также первым стратегическим инвестором ранее полностью публичной Uranium One. Тем самым АРМЗ гарантировала доступ к глобальным ресурсам Uranium One, оперирующей на нескольких континентах (собственные ресурсы АРМЗ в России обладают крайне высокой стоимостью эксплуатации в силу неблагоприятных климатических условий) (Эксперт, 2009, 16 июня). Расширилось и присутствие АРМЗ в Казахстане, где Uranium One владеет целым рядом месторождений (Акдалинское и Южно-Инкайское (70%) и Харасанское месторождения (30%) с крайне низкой себестоимостью добычи.

Если учесть, что в июне 2010 года АРМЗ повысила свою долю в Uranium One до, как минимум, 50%, сделка представляет еще больший интерес для российской стороны. Иначе говоря, кризис подстегнул процессы выхода российских компаний из приоритетного региона Европы и СНГ. Впрочем, в данном случае кризис совместим с внутривнутриполитическими про-

цессами в Казахстане. Uranium One некоторое время назад оказалась замешана в крупном скандале (так называемое «дело Джакишева»), связанном с незаконной приватизацией ряда урановых месторождений в Казахстане. По имеющимся оценкам, сделка с АРМЗ станет определенной защитой для Uranium One в РК. Тем более что вторая крупная сделка с Uranium One – покупка около 20% акций компании Toshiba – так и не была одобрена руководством Казахстана (хотя отказа японские инвесторы не получили и, по словам старшего вице-президента Toshiba Ясухару Игараши, уже начали участвовать в работе Uranium One; в любом случае, можно говорить, что одобрение сделки заметно затянулось) (Курсивь, 2010, 10 июня).

### **Выводы**

Хотя приведенные данные и являются во многих случаях достаточно обрывочными и непоследовательными, мы все же можем сделать определенные выводы. Среди двух инвестиционных центров в СНГ действия компаний Казахстана, скорее всего, подтверждают гипотезу инвестиционного спада. В этой связи формирование второго интеграционного ядра в СНГ в этой стране (Винокуров, Либман, 2010) оказывается под вопросом. Впрочем, многое зависит от действий компаний и руководства Казахстана в отношении поддержки инвестиционной экспансии в ближайшем будущем.

Ситуация с российскими ТНК более сложная. В принципе, нам удалось обнаружить ряд свидетельств спада – как приостановки уже заявленных проектов, так и сокращения общего числа новых инициатив. Тем не менее Россия не в полной мере соответствует гипотезе инвестиционного спада: в течение II половины 2008–2010 годов в регионе СНГ реализовано несколько достаточно значимых сделок (другое дело, что большая часть проектов была инициирована еще до кризиса). Иначе говоря, инвестиции российского бизнеса в СНГ, как и в мире в целом, оказались сравнительно устойчивыми к кризису. К тому же многие проекты осенью 2008 года были лишь отложены, чтобы реализоваться в 2009-м после прохождения пика кризиса (примеры такой ситуации наблюдались в металлургической и горнодобывающей промышленности).

Мы также обнаружили некоторые примеры проектов, соответствующих гипотезе замещающего роста, прежде всего, в финансово-банковской сфере (однако также отчасти в строительстве и металлургии); однако их результативность, как показывают исследованные нами примеры, сильно различается. Логика гипотезы замещающего роста явно присутствует в проектах, диверсифицирующих иностранные активы российского бизнеса и выводящих их за пределы собственно постсоветского пространства. В этой связи, впрочем, сочетание параллельно идущих кризисных явлений и изменений стратегии российских ТНК делает идентификацию наблюдаемых эффектов достаточно сложной. С количественной точки зрения доля российских инвестиций в совокупных инвестициях в страны СНГ, по которым мы располагаем информацией, выросла (для всех стран, кроме Казахстана), что также соответствует гипотезе замещающего роста.

На протяжении 2008–2009 годов роль интенсификации межгосударственного сотрудничества в сфере инвестиций оставалась незначительной. Есть основания предполагать, что улучшение отношений России и Украины весной-летом 2010 года, а также старт Таможенного союза могут стать факторами, содействующими росту инвестиционного взаимодействия. Однако изменения в межгосударственных отношениях совпадают по времени с улучшением экономической ситуации в самой России, так что оценки давать сложно. В любом случае, анализ данного предположения станет возможным лишь по прошествии нескольких лет. В период кризиса политические факторы, очевидно, могли присутствовать в некоторых (реализованных и обсуждавшихся) сделках, но их не следует переоценивать.

### Литература

Blyakha N. (2009) Russian Foreign Direct Investment in Ukraine. Turku School of Economics Pan-European Institute Electronic Publication No. 7.

Chernykh L. (2008) Ultimate Ownership and Control in Russia. *Journal of Financial Economics*. Vol. 88

Hanson P. (2009) The Resistible Rise of State Control in the Russian Oil Industry. *Eurasian Geography and Economics*. Vol. 50. No. 1.

IMF (2010) *World Economic Outlook*. April 2010. Washington DC: International Monetary Fund.

Kuznetsov A. (2010) Industrial and Geographical Diversification of Russian Foreign Direct Investments. Turku School of Economics Pan-European Institute Electronic Publication No. 7.

Libman A. (2007) Regionalization and Regionalism in the Post-Soviet Space: Current Status and Implications for Institutional Development. *Europe-Asia Studies*. Vol. 59. No.3.

Libman A. (2009) Russian Federalism and Post-Soviet Integration: Divergence of Development Paths. *MPRA Working Paper*. No. 12944.

Libman A., Ushkalova D. (2009) Post-Soviet Countries in Global and Regional Institutional Competition: The Case of Kazakhstan. *MPRA Working Paper*. No. 12595.

Libman A., Vinokurov E. (2010) Holding Together Regionalism and the Interaction of Functional Bureaucracies. *MPRA Working Paper*. No. 23217.

Sethi D. (2009) Are Multinational Enterprises from the Emerging Economies Global or Regional? *European Management Journal*. Vol. 27.

SKOLKOVO (2008) Emerging Russian Multinationals: Achievements and Challenges. SKOLKOVO Research. November.

Vahtra P. (2007) Expansion or Exodus? The New Leaders among the Russian TNCs. *Turku School of Economics Pan-European Institute Electronic Publication*. No. 13.

Vahtra P. (2009) Expansion or Exodus? Russian TNCs amidst the Global Economic Crisis. *Turku School of Economics Pan-European Institute Electronic Publication*. No. 20.

Yeremeyeva I. (2009) Russian Investments in Belarus. *Turku School of Economics Pan-European Institute Electronic Publication*. No. 13.

Винокуров Е., Либман А. (2010) Тренды региональной интеграции на постсоветском пространстве: результаты количественного анализа. *Вопросы экономики*. 7.

Волков В. (2010) Проблема надежных гарантий прав собственности и российский вариант вертикальной политической интеграции. *Вопросы экономики*. 8.

Головнин М. (2010) Влияние мирового экономического кризиса на развитие взаимодействия фондовых рынков России и Украины. *Проблемы теории и практики управления*. 8.

Головнин М., Ушкалова Д., Якушева А. (2010) Влияние внешних шоков на экономики стран СНГ в период кризиса 2007–2009 годов (глобальный и региональный аспекты). *Евразийская экономическая интеграция*. 1(6): 4–25. Февраль.

Гриценко Г. (2010) Россия – Украина: Экономический фундамент политического сближения. *Интернет-издание Polit.ru*. 25 июня.

Зарщиков А. (2009) Сбербанк и БТА: полное взаимопонимание. *Финанс*. 35. 28 сентября – 4 октября.

Кузнецов А. (2009) Зарубежные инвестиции российских компаний в условиях кризиса: что дальше? Фонд исторической перспективы. *Перспективы*. 27 марта.

Кузнецов А., Четверикова А. (2009) *Российские транснациональные корпорации продолжают зарубежную экспансию даже в условиях кризиса*. Москва: ИМЭМО.

Либман А. (2008) Инвестиционное взаимодействие на постсоветском пространстве в 2007 году. *Информационно-аналитический бюллетень Центра проблем глобализации и интеграции Института экономики РАН*. 1.

Паппэ Я. (2009) Российский крупный бизнес в период кризиса. Лекция на *polit.ru*. 4 июня.

Парамонов В., Строков А., Столповский О. (2009) Российские нефтегазовые проекты в Казахстане: современное состояние. *Время Востока*. 16 сентября.

СКОЛКОВО (2009) *Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: Адаптация в условиях кризиса*. Институт исследования быстрорастущих рынков СКОЛКОВО. Май.

Старостенкова Е. (2010) *Российский крупный бизнес: события и тенденции 2009 года*. Москва: ЦМАКП.

Хейфец Б. (2009) *Влияние кризиса на сотрудничество России со странами ЕвразЭС*. Фонд «Наследие Евразии», портал «Евразийский дом» ([www.eurasiahome.org](http://www.eurasiahome.org)).