

# ВЕСТНИК ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

№ 3/2024

НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ  
ИЗДАЕТСЯ С 2007 ГОДА  
ВЫХОДИТ 6 РАЗ В ГОД

УЧРЕДИТЕЛЬ  
Федеральное государственное бюджетное учреждение науки  
Институт экономики Российской академии наук



ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР  
Козлова С.В., доктор экономических наук



РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ  
Ахапкин Н.Ю., канд. экон. наук  
(заместитель главного редактора)  
Андрюшин С.А., докт. экон. наук  
Братченко С.А., канд. экон. наук  
Колпакова И.А., канд. экон. наук  
Пылин А.Г., канд. экон. наук  
Грибанова О.М.



СЕКРЕТАРИАТ ЖУРНАЛА  
Касьяненко Т.М.  
Нефёдова Н.П.

---

МОСКВА

---

---

## РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ

**Гринберг Р.С.**

председатель, член-корреспондент РАН,  
научный руководитель Института экономики РАН

**Головнин М.Ю.**

член-корреспондент РАН, директор Института экономики РАН

**Абрамова М.А.**

доктор экономических наук, профессор,  
зав. кафедрой банковского дела и монетарного регулирования  
Финансового университета при Правительстве Российской Федерации

**Александрова О.А.**

доктор экономических наук, заместитель директора Института  
социально-экономических проблем народонаселения РАН

**Аносова Л.А.**

доктор экономических наук, профессор,  
начальник отдела Отделения общественных наук РАН

**Бахтизин А.Р.**

член-корреспондент РАН, директор Центрального экономико-  
математического института РАН

**Буторина О.В.**

член-корреспондент РАН, заместитель директора по научной работе  
Института Европы РАН

**Валентей С.Д.**

доктор экономических наук, профессор, руководитель  
научно-исследовательского объединения РЭУ имени Г.В. Плеханова

**Городецкий А.Е.**

доктор экономических наук, профессор, руководитель научного  
направления Института экономики РАН

**Иващенко Н.П.**

доктор экономических наук, профессор, научный руководитель  
кафедры экономики инноваций экономического факультета  
Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

**Калабихина И.Е.**

доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой народонаселения  
экономического факультета Московского государственного университета  
имени М.В. Ломоносова

---

---

**Караваева И.В.**

доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник,  
зав. кафедрой экономической теории Института экономики РАН

**Кузнецов А.В.**

член-корреспондент РАН, доктор экономических наук,  
директор Института научной информации по общественным наукам  
(ИНИОН) РАН

**Лаврикова Ю.Г.**

доктор экономических наук, профессор,  
директор Института экономики УрО РАН

**Ленчук Е.Б.**

доктор экономических наук, руководитель научного направления  
Института экономики РАН

**Музычук В.Ю.**

доктор экономических наук, заместитель директора  
по научной работе Института экономики РАН

**Некипелов А.Д.**

академик РАН, директор Московской школы экономики  
Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

**Прокапало О.М.**

доктор экономических наук, заместитель директора по научной работе  
Института экономических исследований ДВО РАН

**Рубинштейн А.Я.**

доктор философских наук, профессор,  
руководитель научного направления Института экономики РАН

**Цветков В.А.**

член-корреспондент РАН, директор Института проблем рынка РАН

**Черных С.И.**

доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник  
Института экономики РАН, зав. сектором Института проблем развития  
науки РАН

**Шабунова А.А.**

доктор экономических наук, доцент, директор Вологодского  
научного центра РАН

---

---

---

ВЕСТНИК  
ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ  
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК  
Научный журнал

№ 3/2024

Журнал «Вестник Института экономики Российской академии наук»  
зарегистрирован Федеральной службой по надзору за соблюдением  
законодательства в сфере массовых коммуникаций и охране культурного наследия.

Свидетельство о регистрации средства массовой информации

ПИ № ФС 77-26786 от 19 января 2007 г.

ISSN 2073-6487

Каталог «Урал-Пресс», индекс подписной 80713

Журнал «Вестник Института экономики Российской академии наук»  
входит в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК,  
в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций  
на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора  
наук, по следующим научным специальностям и соответствующим им отраслям науки:

5.2.1. Экономическая теория (экономические науки),

5.2.3. Региональная и отраслевая экономика (экономические науки),

5.2.4. Финансы (экономические науки),

5.2.5. Мировая экономика (экономические науки)

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ)

Все статьи проходят обязательное рецензирование

Высказанные в статьях мнения и суждения  
могут не совпадать с точкой зрения редакции.  
Ответственность за подбор и изложение материалов  
несут авторы публикаций

Компьютерная верстка: Хацко Н.А.

Подписано в печать 25.06.2024

Формат 70×100/16. Объем 10 п.л. Тираж 250 экз.

Печать офсетная. Заказ № 3177-24

Адрес редакции: 117218, Москва, Нахимовский проспект, 32

Тел.: 8-499-724-13-91, e-mail: [vestnik-ieran@inbox.ru](mailto:vestnik-ieran@inbox.ru)

<https://vestnik-ieran.ru>

© НП

Редакция журнала «Вестник Института экономики Российской академии наук», 2024

Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит»,

410004, г. Саратов, ул. Чернышевского, 88

Тел.: 8-800-700-86-33 | (845-2) 24-86-33

E-mail: [zakaz@amirit.ru](mailto:zakaz@amirit.ru)

Сайт: [amirit.ru](http://amirit.ru)

---

---

# СОДЕРЖАНИЕ

---

---

## ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ

- Соболева И.В.**  
Качество занятости и благополучие, связанное с работой:  
подходы к измерению ..... 7
- Розанова Н.М.**  
Современный потребитель: в тенетах цифровой экономики ..... 26

## МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА И МЕЖДУНАРОДНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

- Шевцов А.Л.**  
Возможная конфискация российских государственных активов  
на Западе: правовой и политический цугцванг ..... 47
- Квашнина И.А.**  
Новые тенденции в глобальных потоках трансграничных  
прямых инвестиций ..... 61
- Пылин А.Г.**  
Тренды торгово-экономического взаимодействия России  
со странами Центральной Азии ..... 76
- Рязанов В.А.**  
Ценовая конъюнктура и переориентация российского экспорта  
алюминия на азиатские рынки в 2022–2023 гг. .... 88

## ФИНАНСЫ

- Ломоносов А.А.**  
Перспективы стратегии активного инвестирования на примере  
хедж-фондов ..... 104

## НАУЧНАЯ ЖИЗНЬ

- Фролова Н.Д.**  
Институты развития: стратегические цели и российская  
практика (по материалам заседания Научно-экспертного совета  
Института экономики Российской академии наук по проблемам  
управления) ..... 136

---

---

# CONTENTS

---

---

## ECONOMICS AND MANAGEMENT

- Soboleva I.V.**  
Employment Quality and Work-Related Well-Being: Approaches  
to Measurement ..... 7
- Rozanova N.M.**  
Contemporary Consumer in the Nets of Digital Economy ..... 26

## WORLD ECONOMY AND INTERNATIONAL RELATIONS

- Shevtsov A.L.**  
Possible Confiscation of Russian State Assets in the West: Legal  
and Political Zugzwang ..... 47
- Kvashnina I.A.**  
New Tendencies in Global FDI Flows ..... 61
- Pylin A.G.**  
Trends in Trade and Economic Cooperation between Russia  
and Central Asian Countries ..... 76
- Ryazanov V.A.**  
The Price Market Situation and the Redirection of Russian  
Aluminium Export to Asian Markets in 2022–2023 ..... 88

## FINANCE

- Lomonosov A.A.**  
Prospects for an Active Investment Strategy Using the Example  
of Hedge Funds ..... 104

## SCIENTIFIC LIFE

- Frolova N.D.**  
Development Institutions: Strategic Objectives and Russian Practice  
(on the Materials of the Meeting of the Scientific and Expert Council  
of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences  
on Governance Problems) ..... 136

## ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ

---

---

И.В. СОБОЛЕВА

доктор экономических наук, главный научный сотрудник  
ФГБУН Институт экономики РАН

### КАЧЕСТВО ЗАНЯТОСТИ И БЛАГОПОЛУЧИЕ, СВЯЗАННОЕ С РАБОТОЙ: ПОДХОДЫ К ИЗМЕРЕНИЮ<sup>1</sup>

В статье обсуждаются достоинства и недостатки различных методологических подходов к анализу социально-экономического положения трудящегося населения. Обоснована целесообразность опоры на концепцию благополучия, связанного с работой, которая наряду с достаточностью дохода от занятости обращает специальное внимание на немонетарные аспекты положения человека в сфере труда. Показано, что она находится на пересечении нескольких концепций, характеризующих сферу труда с разных сторон, и достаточно четко и вместе с тем комплексно отражает социальный аспект качества занятости, фокусируясь на потребностях работника как наиболее уязвимой стороны социально-трудовых отношений.

**Ключевые слова:** сфера труда, качество занятости, достойный труд, качество трудовой жизни, благополучие, связанное с работой.

УДК: 330.163, 331.101.4, 331.104

EDN: ADMPER

DOI: 10.52180/2073-6487\_2024\_3\_7\_25

### Введение

Сегодня стремительное наступление цифровой экономики благоприятствует росту вариативности условий и форм занятости, что, с одной стороны, расширяет возможности для более полного учета индивидуальных требований к рабочим местам, с другой – генерирует дополнительные риски в области соблюдения прав и гарантий в сфере труда. В отечественной экономике дополнительным ситуаци-

---

<sup>1</sup> Статья подготовлена в рамках темы государственного задания ФГБУН Институт экономики РАН «Трансформация социально-трудовых отношений и ее влияние на уровень жизни населения в новых условиях развития национальной экономики».

онным фактором, который будет давать о себе знать по крайней мере до конца следующего десятилетия, стал резко усилившийся кадровый голод [2], обостряющий конкуренцию за привлечение необходимых трудовых ресурсов, что должно способствовать укреплению позиций работника в диалоге с работодателем. Таким образом, социально-экономическое положение трудящихся формируется под воздействием противоречивых факторов, которые могут по-разному влиять на различные категории работников.

В России общепризнанной проблемной зоной обеспечения достойного качества жизни работающего населения выступает недостаточный уровень доходов от трудовой деятельности [4; 10]. На этом фоне теряется значение немонетарных аспектов положения человека в сфере труда, таких как гарантии занятости, условия труда, возможности самореализации и карьерного роста и т. д. Между тем в современных реалиях, когда мир труда усложняется, а трудовые отношения становятся более гибкими и разнообразными [9; 13], роль немонетарной составляющей благополучия объективно возрастает. Но при этом и роль составляющей, связанной с поддержанием материального положения работников, сохраняется. С учетом перечисленных обстоятельств разработка методологической рамки, позволяющей получить возможно более целостную картину качества занятости и социального самочувствия трудящегося населения, представляется весьма актуальной.

В статье обсуждается целесообразность опоры на концепцию благополучия, связанного с работой (*work-related wellbeing*), которая наряду с достаточностью дохода от занятости обращает специальное внимание на немонетарные аспекты положения человека в сфере труда.

## **Человек и труд: ракурсы исследования**

Изначально исследование немонетарных аспектов благополучия, связанного с работой, получило развитие в таких областях, как психология, медицина, социология и менеджмент. В исследованиях медиков центральное место занимала проблема стрессовых ситуаций на рабочем месте и их влияния на здоровье [25]. Фокус социологических исследований направлен на оценку субъективного благополучия работников, прежде всего удовлетворенности работой и ее различными аспектами, вклада удовлетворенности работой в общую удовлетворенность жизнью [18]. Психологи концентрируют внимание на дихотомии «интерес к работе – профессиональное выгорание» и факторах, способствующих повышению вовлеченности в работу и профессиональной удовлетворенности [32]. Примерно этот же круг проблем интересует специалистов в области менеджмента, но под углом зрения повышения отдачи от персонала и его вклада в деятельность предприятия или организации [23].

Внимание экономистов немонетарные аспекты благополучия работников стали привлекать значительно позже. Изначально в экономических исследованиях господствовал посыл о труде как о тяжелом, но необходимом бремени для получения средств к существованию. При этом труд рассматривался как однородный ресурс, затраты которого представляют собой прямой вычет из благосостояния индивида, но компенсируются вознаграждением – некоторым количеством материальных и нематериальных благ, возмещающим тягость труда.

Со временем, однако, ситуация изменилась. Этому способствовали по крайней мере два обстоятельства. Во-первых, экономисты не могли игнорировать выводы прикладных исследований, демонстрировавших, что повышение качества трудовой жизни работников приносит работодателям отдачу в виде более высокой результативности их труда, экономии на издержках за счет уменьшения процента брака, снижения масштабов оппортунистического поведения, сокращения числа трудовых конфликтов, в том числе сопряженных с остановками производства. Таким образом, вклад работодателей в нематериальные аспекты трудовой деятельности становится важным фактором роста эффективности производственных процессов, значение которого возрастает по мере утверждения доминирующей роли человеческого труда в системе факторов производства. Как справедливо отмечается в недавнем докладе Организации экономического сотрудничества и развития, «Содействие благополучию работников критично для текущего и будущего успеха компании. И наоборот, ухудшение их благополучия может привести к упущенным возможностям для развития бизнеса и повлечь за собой финансовые риски» [26, с. 2]. Во-вторых, по мере роста благосостояния и зрелости трудящихся происходит усложнение трудовых отношений. Растет перечень условий сделки работника и работодателя. Сегодня торг идет не только о заработной плате, но по довольно широкому спектру условий найма, характеризующих различные аспекты трудовой деятельности, права и гарантии, предоставляемые работнику.

Растущий интерес к более обстоятельному и комплексному исследованию положения человека в сфере труда способствовал появлению в этой области ряда междисциплинарных проектов, реализуемых при поддержке международных организаций. К наиболее масштабным из них относится Программа достойного труда, инициированная Международной организацией труда (МОТ). Следует подчеркнуть, что в данном случае речь идет не об исследовательской концепции, а именно о программе, влияющей на практическую политику в сфере труда и направленной на гармонизацию интересов стейкхолдеров, на которых ориентируется МОТ (работников, работодателей и государства), с выраженным акцентом на правах и интересах работников как наиболее уязвимой стороны трудовых отношений. Слоган программы:

«Производительный труд для мужчин и женщин в условиях свободы, справедливости, безопасности и соблюдения человеческого достоинства», а в качестве четырех краеугольных камней декларируются: продуктивная и свободно избранная занятость<sup>2</sup>, соблюдение трудовых прав, социальная защита и социальный диалог [22].

Программа достойного труда делает специальный акцент на уязвимых группах трудящихся, в том числе на лицах, самостоятельно обеспечивающих себя работой, и на других категориях населения, включенных в отношения рынка труда на условиях, отличных от стандартной занятости по найму в официальной экономике. В этом смысле она знаменует расширение изначального фокуса МОТ на дихотомию трудовых отношений «работодатель - наемный работник» и выдвигает в число ключевых проблем соотношение «хороших» и «плохих» рабочих мест, формального и неформального сектора, защищенной и прекарной занятости [30].

Аналитики подчеркивают, что индикаторы достойного труда вырабатывались не исследователями, а политиками [15; 16]. Поэтому разработки в области достойного труда базируются исключительно на стандартных макроэкономических индикаторах, часть из которых собирается из утвержденных национальных статистических форм, часть – из официальных обследований. Одним из ключевых критериев релевантности индикатора интересам программы является его доступность из официальной статистики для достаточно широкого круга стран. В основном это индикаторы контекста, характеризующие макроэкономическую ситуацию в сфере занятости, гендерные характеристики совокупной рабочей силы, распространенность нестандартных трудовых отношений и институты рынка труда.

Такая система индикаторов хорошо приспособлена для межстрановых сопоставлений, но дает лишь самое общее представление о положении трудящегося населения в той или иной стране и предоставляет весьма ограниченные возможности для сопоставительного анализа различных социально-демографических, профессионально-квалификационных и других групп [11]. Тем не менее доступность стандартных индикаторов, на которых базируется программа, низкие издержки поддержания информационной базы обусловили ее устойчивость. В 2014 г. Программа достойного труда МОТ вошла составной частью в более обширный проект Программы развития ООН (ПРООН), в рамках которого разработаны глобальные социальные

<sup>2</sup> В концепции МОТ продуктивная занятость рассматривается как приносящая достойный доход работнику, т. е. термин определяется в аспекте интересов работника, а не как характеристика объективного результата трудовой деятельности, ее вклада в приращение общественного продукта.

ориентиры для мирового сообщества, так называемые Цели устойчивого развития<sup>3</sup>. Индикаторы достойного труда, получаемые из стандартных источников статистических данных, выделяются в специальную рубрику и регулярно публикуются на сайте Росстата.

Значительно менее широкий резонанс получил другой проект МОТ – Программа социально-экономической защищенности в сфере труда [21]. В отличие от Программы достойного труда исследование социально-экономической защищенности базировалось на фактологических и оценочных индикаторах микроуровня, получаемых из целевых обследований населения, специально проводившихся на основе схожего методологического инструментария в разных странах. Оно охватывало как объективные параметры защищенности, связанные с наличием, фактическим соблюдением и доступностью прав и гарантий в сфере труда, так и субъективные аспекты защищенности: насколько уверенно и спокойно ощущают себя люди в сфере труда; насколько они обеспокоены возможностью потери работы; чувствуют ли, что их голос может быть услышан и принят во внимание при решении тех или иных рабочих вопросов. Всего выделялось семь аспектов социально-экономической защищенности в сфере труда, шесть из которых непосредственно связаны с конкретным рабочим местом, которое занимает работник. Собранный массив данных позволял характеризовать не фоновые макро-пропорции сферы труда, а конкретную ситуацию отдельных работников, обладающих разными социально-демографическими характеристиками.

В силу довольно высоких затрат на осуществление проекта исследования социально-экономической защищенности охватили лишь 15 стран<sup>4</sup> и проводились на протяжении первой декады нового тысячелетия. Слабой стороной проекта было и то, что в отличие, например, от международных проектов по исследованию ценностей, в задействованных странах выдерживался хотя и схожий, но не единый инструментарий проведения обследования. В каждой из них анкета проходила серьезную адаптацию к национальной специфике. При соблюдении общей структуры разделов, отражавших ключевые аспекты защищенности, конкретные вопросы внутри них не совпадали. Различались и принципы формирования выборки. Все это существенно ограничивало возможность межстрановых сопоставлений. В то же время разработанная под эгидой МОТ методология открывала хорошие возможности для исследования положения трудящегося населения внутри отдельных стран.

---

<sup>3</sup> ЦУР № 8 «Достойный труд и экономический рост». <https://sdgs.un.org/goals> (дата обращения: 13.05.24 г.).

<sup>4</sup> В России было проведено три раунда обследования – в 2003, 2007 и 2012 г. Партнером МОТ выступал Институт экономики РАН.

Особенность данного проекта состояла в том, что выбранные индикаторы описывали положение человека в сфере труда прежде всего с точки зрения его стабильности, устойчивости, уверенности в будущем, а также текущей безопасности условий труда и социальных гарантий. Так, в анкете содержались вопросы о регулярности получения доходов от занятости, о гарантиях сохранения рабочего места, оценке вероятности потери работы и перспективах получения другой, равноценной работы, но не о размерах заработка и удовлетворенности различными аспектами трудовой деятельности.

Межстрановые исследования состояния и развития социально-трудовой сферы получили развитие также в рамках Европейского союза. Наиболее известное из них – исследование Европейского института профсоюзов, посвященное оценке качества рабочих мест. Для этого разработан индекс, включающий шесть аспектов: уровень заработной платы, распространенность нестандартной занятости, продолжительность рабочего времени, условия труда и гарантии занятости, возможности для профессионального развития на рабочем месте и развитость институтов представительства интересов сторон трудовых отношений [24]. Индекс строится на данных макроуровня, что роднит подход Института профсоюзов с Программой достойного труда МОТ. Его имеет смысл применять прежде всего для межстрановых сопоставлений.

Это ограничение преодолевается в рамках методологии, предложенной Европейским агентством по улучшению труда и жизни, ориентированной на микроуровень, а потому позволяющей оценивать не только контекст того или иного национального рынка труда в целом, но и реальную дифференциацию возможностей занятости, открытых внутри европейских стран. Исследование сфокусировано на четырех ключевых аспектах: Это оплата труда, перспективы профессионального развития, внутренние характеристики работы, продолжительность и организация рабочего времени [20].

В отличие от программ МОТ европейские исследования фокусируются не на положении и правах работников, а на объективных характеристиках доступных рабочих мест. Поэтому вне зависимости от того, применяется ли микро- или макроподход, в проектах Евросоюза все оценки осуществляются исключительно на основе фактологических индикаторов и, что специально подчеркивается при описании методологии, не учитывают субъективных мнений работников, характеризующих, например, удовлетворенность теми или иными аспектами рабочего места.

При сопоставлении международных инициатив можно обнаружить не только много пересечений, но много и различий. При том что все они в той или иной мере отталкиваются от результатов академических исследований, главным фактором, определяющим фокус

исследования, выбор его аспектов и ракурсов, является необходимостью наиболее полного учета интересов стейкхолдеров, стоящих за тем или иным проектом [15]. Второй, не менее важный фактор – наличие доступных сопоставимых данных или по крайней мере возможности для их сбора, что требует значительных финансовых и организационных ресурсов. Именно это обстоятельство определяет, как большую жизнеспособность проектов, базирующихся на макроданных, доступных из стандартной статистической отчетности, так и большую логическую стройность исследований, охватывающих более однородное и институционально скрепленное пространство Евросоюза по сравнению с ориентированными на все мировое сообщество проектами МОТ.

### **Академический дискурс**

Основу для разнообразия подходов международных организаций создает академический дискурс, в рамках которого не выработано общее интегральное понятие, охватывающее весь комплекс аспектов, характеризующих социально-экономическое положение и социальное самочувствие трудящегося населения. Для его характеристики используется довольно много терминов и понятий, а для измерения предлагается широкий спектр индикаторов.

При анализе этого терминологического многоцветья следует иметь в виду, что между англоязычной терминологией, используемой в мировом научном сообществе, и русскоязычной терминологией отечественных исследователей практически нет прямых соответствий. Это также затрудняет выработку стройного терминологического аппарата. В отечественной литературе наиболее распространенной и в то же время наиболее широкой концепцией является «качество занятости», вбирающее в себя много разных ракурсов, что порождает расплывчатость понимания и широчайший набор индикаторов, рекомендуемых разными авторами для его измерения<sup>5</sup>.

Исследователи справедливо отмечают, что качество занятости может рассматриваться с точки зрения разных субъектов трудовых отношений. При этом наполнение понятия будет различно. Работники оценивают качество занятости с точки зрения собственных потребностей и интересов, степени их удовлетворенности непосредственно в сфере труда и при посредстве этой сферы. Для работодателей важным аспектом качества занятости выступает производительность труда на рабочих местах, ее вклад в интегральную эффективность производственных процессов на уровне организации или фирмы. С точки зрения общества на первый план выступает сбалансированность пропорций сферы труда, макро-

---

<sup>5</sup> Подробнее см.: [5].

экономические характеристики занятости и безработицы, распространенность зон неформальной и precarious занятости [14].

В англоязычной литературе понятие «качество занятости» (*employment quality*), как правило, употребляется в более узком смысле для характеристики институциональных основ, закрепляющих права и обязанности сторон трудового договора, таких как тип контракта, зафиксированные в правовых документах гарантии сохранения рабочего места, продолжительности и организации рабочего времени и т. д. Для более полного охвата характеристик рабочего места/работы, которое занимает индивид, используется понятие «*job quality*», которое за неимением лучшего переводится как «качество рабочего места». В данном случае речь идет уже не о гарантиях, а о фактическом положении работников в сфере занятости – уровне зарплаток, продолжительности и интенсивности трудовых процессов, условиях труда, доступности обучения и т. д. Кроме того, существует отдельное понятие «*work quality*», вбирающее в себя конкретные характеристики содержания и организации трудовых процессов (степень автономии работника, разнообразие трудовых функций, уровень ответственности и т. д.). Русскоязычного эквивалента этот термин не имеет, поскольку буквальный перевод (качество труда) несет совершенно иную смысловую нагрузку. В русскоязычной научной литературе все три рассмотренных аспекта вбирает в себя термин «качество занятости», содержательное наполнение которого, как было показано выше, ими не исчерпывается.

Преимущества и недостатки различных подходов к измерению качества занятости и качества рабочих мест выступают объектом дискуссий. Прежде всего, нет единого мнения по поводу того, следует ли принимать во внимание субъективные оценки работников, определяющие их социальное самочувствие, или же отталкиваться исключительно от объективных индикаторов, характеризующих качество рабочих мест.

Основным аргументом сторонников второго подхода является сильная зависимость субъективных оценок от индивидуальных особенностей и уровня притязаний работников. В частности, ссылаются на такие феномены, как зафиксированная во многих исследованиях более высокая удовлетворенность женщин уровнем оплаты своего труда по сравнению с мужчинами, в то время как реальное соотношение зарплаток не только в среднем по экономике, но и в том случае, когда речь идет об оплате за одинаковую работу, складывается в пользу мужчин [31]. Другой пример – более высокий уровень интегрального индикатора удовлетворенности работой в развивающихся странах по сравнению со странами золотого миллиарда, в которых характеристики рабочих мест объективно лучше по всем параметрам [17]. Отметим,

что именно объективистский подход лег в основу рассмотренных выше проектов Евросоюза. В то же время на сегодняшний день расширяется число сторонников использования субъективных оценок для исследования социально-экономических процессов [1; 3].

Опора исключительно на объективные характеристики рабочих мест также может вести к искажениям в силу по меньшей мере двух обстоятельств. Во-первых, субъективное благополучие, фиксируемое через показатели удовлетворенности работой, индивидуальные оценки защищенности и уверенности в будущем, вносит самостоятельный вклад в улучшение качества занятости вне зависимости от объективных характеристик рабочего места. Во-вторых, аспект соответствия профессионально-квалификационных характеристик, личностных особенностей, потребностей и предпочтений работников и занимаемых ими рабочих мест не менее важен, чем параметры рабочих мест как таковые. От этого соответствия зависит как эффективность трудовых процессов, так и социальное самочувствие работников, а объективные индикаторы лишь в очень ограниченной степени позволяют его оценить. Одни и те же характеристики условий занятости, наборы обязанностей и компетенций, востребованных на том или ином рабочем месте, могут позитивно восприниматься одними работниками и представлять проблему для других. Таким образом, опора исключительно на объективные характеристики рабочих мест также может вести к искажениям при оценке благополучия занятых на них работников.

В качестве примера можно привести интересное исследование, апробирующее инструментарий измерения качества занятости с помощью оценки деприваций, выявляемых на основе объективных индикаторов заработка, стабильности и условий занятости [6]. По результатам исследования от «множественной депривации качества занятости», т. е. падения всей линейки индикаторов качества ниже уровня допустимых пороговых значений, в наибольшей степени страдают представители старших возрастных групп. При этом наиболее весомый вклад в ухудшение качества занятости для этой категории вносит низкий уровень зарплаток. В то же время данные об удовлетворенности работой и ее различными аспектами, характеризующие субъективное благополучие работников, подводят к прямо противоположному выводу. Так, по данным Комплексного наблюдения условий жизни населения Росстата, пожилые работники демонстрируют наиболее высокую удовлетворенность по сравнению с другими возрастными группами. Такой же результат фиксируется и по данным Российского мониторинга экономического положения и здоровья НИУ ВШЭ.

Представляется, что именно субъективные индикаторы рисуют в данном случае картину, лучше отражающую реальность. Относительно благополучному положению в сфере занятости пожилых работ-

ников могут способствовать по крайней мере два обстоятельства, связанные с появлением дополнительного источника дохода в виде пенсионных выплат, расширяющего спектр доступных альтернатив в сфере трудовой деятельности. Во-первых, с достижением пенсионного возраста часть работников покидает сферу труда. При этом выбор в пользу экономической неактивности в первую очередь делают лица с низким уровнем удовлетворенности работой. Соответственно из старшей возрастной группы происходит довольно активный отток наименее удовлетворенных. В других возрастах этого процесса нет. Во-вторых, расширение доходной базы улучшает материальное положение работающих пенсионеров и одновременно снижает их зарплатные притязания. В ряде случаев оно дает возможность сменить работу на менее оплачиваемую, но более привлекательную для работника по другим аспектам.

Анализ аргументации сторонников и противников привлечения субъективных индикаторов подводит к выводу, что для адекватного отображения реальной картины положения человека в сфере труда, необходимо ориентироваться на систему индикаторов, учитывающих как объективные характеристики занятости, так и субъективные оценки работников. Такая позиция отражена в документах Организации экономического сотрудничества и развития [26; 29] и в ряде проектов МОТ [21].

Не менее важное значение, чем вопрос об объективных и субъективных индикаторах, имеет и выбор терминологии (см. табл. 1). Сегодня наиболее широко применяется термин «качество занятости», понимаемый в отечественных исследованиях весьма широко, что способствует разработке довольно эклектических систем показателей для его оценки [7; 8]. Как уже отмечалось, представления о хорошем качестве занятости могут различаться не только у разных работников, но и у представителей разных сторон трудовых отношений. Иными словами, этот термин допускает неоднозначное толкование и его использование всегда нуждается в уточнении.

В отличие о качества занятости концепция качества рабочих мест имеет достаточно четкие границы и хорошо проработанный инструментарий оценки<sup>6</sup>. Однако она описывает сугубо объективные характеристики структуры спроса на труд, т. е. отражает скорее взгляд со стороны работодателей, чем со стороны работников. В случае, если задача состоит в том, чтобы последовательно охарактеризовать ситуацию с точки зрения положения трудящегося населения, более приемлемым представлялся бы термин «качество трудовой жизни», охва-

<sup>6</sup> В российском контексте концепция качества рабочих мест, безусловно, заслуживает внимания, поскольку в практике статистического учета есть тенденция судить о качестве рабочих мест исключительно по уровню оплаты труда.

Таблица 1

**Концепции, отражающие положение человека в сфере труда**

Концепция	Ракурс	Индикаторы	
		вид	охват
Качество занятости (широкое понимание)	Любой	Объективные и субъективные	Все аспекты, имеющие прямое или косвенное отношение к занятости
Качество занятости (узкое понимание)	Со стороны государства/ работодателя	Только объективные	Институциональные аспекты, зафиксированные в правовых нормах/ документах
Качество рабочих мест	Со стороны работодателя	Только объективные	Все параметры рабочего места, включая оплату труда
Качество трудовой жизни	Со стороны работника	Объективные и субъективные	Аспекты, непосредственно связанные с работой (не включает оплату труда, баланс семьи и работы)
Удовлетворенность работой	Со стороны работника	Только субъективные	Все аспекты, связанные с работой, через призму субъективного восприятия
Социально-экономическая защищенность работника	Со стороны работника	Объективные и субъективные	Все аспекты положения работника через призму стабильности, уверенности в будущем
Благополучие, связанное с работой	Со стороны работника	Объективные и субъективные	Все аспекты, связанные с работой

Источник: составлено автором.

тывающий все аспекты положения работника в сфере труда (условия и содержание труда, возможности профессионального развития и роста, взаимоотношения в коллективе и т. д.). Однако это понятие не раскрывает важнейшие аспекты качества занятости, выходящие за пределы непосредственно трудового процесса и условий, в которых он протекает. Прежде всего, это уровень и стабильность дохода от трудовой деятельности, а также возможности распределения совокупного временного фонда. Последний аспект обычно характеризуют через имеющий выраженный гендерный скос термин «баланс семьи и работы», хотя в общем случае речь идет о возможностях реализации в других сферах помимо сферы труда, которые зависят от продолжительности рабочего времени и режима труда.

Сопоставление концепций, представленное в табл. 1, показывает, что не существует интегрального понятия, охватывающего весь комплекс параметров, характеризующих положение человека в сфере труда. Так, аспект положения и перспектив на рынке труда в ситуации потери работы отражает только концепция социально-экономической защищенности. Наиболее широкий охват обеспечивает понятие «качество занятости». Однако его многомерность делает это понятие расфокусированным, так как допускает возможность неоднозначного толкования, а потому его использование для анализа всякий раз требует уточнений, в зависимости от выбранного исследовательского ракурса.

### **Благополучие, связанное с работой**

Представляется, что для характеристики социальной стороны качества занятости, т. е. ракурса, отражающего трудовую ситуацию и степень удовлетворения материальных и нематериальных потребностей работающего населения, так или иначе сопряженных с трудовой деятельностью, целесообразно использовать концепцию благополучия, связанного с работой. Ее достоинством является четкая фокусировка на социальных аспектах занятости при их максимально широком охвате.

На сегодняшний день концепция благополучия, связанного с работой, не получила широкого распространения среди экономистов. Она находится в стадии становления, допускает различные толкования, но представляется весьма перспективной. В экономическую науку эта концепция пришла из менеджмента, который, в свою очередь, отталкивался от изысканий в области социальной психологии. Психологи трактовали благополучие, связанное с работой, узко, выделяя лишь три аспекта, характеризующие процесс труда сквозь призму восприятия работника: интерес к выполняемой работе (в противовес выгоранию), испытываемый стресс и удовлетворенность работой в целом [28]. Однако именно эти исследования легли в основу разрабатываемых кадровым менеджментом социально-ответственных корпораций программ развития человеческих ресурсов, которые способствуют постепенному становлению интегральной трактовки благополучия, связанного с работой [19; 27].

В структуре благополучия, связанного с работой, можно выделить аспекты, во-первых, непосредственно характеризующие качество трудовой жизни, во-вторых, сопряженные с работой, но выходящие за рамки трудового процесса (заработная плата, социальный пакет), и в-третьих, пограничные, связанные с распределением совокупного фонда времени между работой и другими вариантами его использования) (см. табл. 2). Каждый из выделенных аспектов может быть охарактеризован на основе совокупности объективных и субъективных индикаторов, для получения которых желательно проведение

Таблица 2

**Доступные индикаторы благополучия, связанного с работой**

Аспект благополучия	Индикаторы	
	фактологические	оценочные
Характеризующие качество трудовой жизни		
Условия труда	Тяжелая работа Опасная работа Воздействие вредных факторов Наличие стресса	Удовлетворенность условиями труда
Профессиональное развитие	Соответствие работы полученному образованию Вовлеченность в дополнительное образование	Удовлетворенность выполняемыми обязанностями Профессиональная удовлетворенность
Защищенность занятости	Статус занятости Тип контракта	Удовлетворенность надежностью работы
Пограничные		
Баланс жизни и работы	Продолжительность рабочего времени График работы Возможность работать дистанционно	Удовлетворенность режимом работы
Сопряженные с работой, но выходящие за рамки трудового процесса		
Доход от занятости	—	Удовлетворенность заработком

Источник: составлено автором.

специального обследования населения. В то же время по ряду аспектов благополучия, связанного с работой, достаточно полную и развернутую во времени характеристику можно получить, опираясь на уже имеющиеся базы данных, в том числе на результаты наиболее представительного из проводимых сегодня обследований Росстата по социально-демографическим проблемам – Комплексного наблюдения условий жизни населения (КОУЖ). В табл. 2 представлены возможности, которые открывает КОУЖ для анализа объективных и субъективных составляющих благополучия, связанного с работой, и информационные лакуны, которые это обследование не покрывает. Важнейшей из последних является отсутствие объективной микроуровневой информации о доходах от занятости<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> К сожалению, в отличие от большинства европейских стран в России Федеральным статистическим агентством информация о величине дохода от занятости на микроуровне не собирается. Соответствующие вопросы не включены не только в КОУЖ, но и в обследование рабочей силы (ОРС).

Результаты КОУЖ за период с 2014 по 2022 г. свидетельствуют о медленном, но устойчивом улучшении практически всех субъективных индикаторов благополучия, связанного с работой. В то же время динамика доступных объективных индикаторов не столь однозначна. Например, в аспекте условий труда доля занятых на тяжелой и очень тяжелой работе выросла почти вдвое (с 12,8 до 21,4%), а доля считающих свою работу совершенно безопасной сократилась почти в полтора раза (с 32,2 до 24,3%). Так, среди работников, наиболее ущемленных в отношении условий труда, чья работа характеризуется одновременно как тяжелая и сопряженная с опасностью, вредностью или стрессом, более половины (55,4%) заявили, что вполне удовлетворены условиями труда [12].

## Заключение

Сопоставление подходов, применяемых для анализа сферы труда, качества занятости и социально-трудовых отношений, показывает, что ни одна из используемых концепций не охватывает всего многообразия характеристик социально-трудовой сферы. Каждая из них фокусируется на определенном круге аспектов, обусловленных исследовательскими или политическими задачами, которые ставят перед собой авторы. Для характеристики социального аспекта качества занятости целесообразно опираться на концепцию благополучия, связанного с работой. Она находится на пересечении нескольких концепций, под разным углом зрения характеризующих сферу труда и положение человека в этой сфере. Ее главное достоинство состоит в том, что она достаточно четко и вместе с тем комплексно отражает подход не со стороны работодателя или текущих государственных задач в области экономического развития, а строго со стороны работника и наиболее полно отвечает задаче отразить возможности для развития и реализации человеческого потенциала, связанные с участием в трудовой деятельности.

Сопоставление объективных и субъективных индикаторов благополучия, связанного с работой, в разрезе различных слоев и групп трудящегося населения позволяет, с одной стороны, выявить уязвимые зоны в структуре и распределении этого важного нематериального ресурса, с другой – оценить потребности и предпочтения работников в отношении различных параметров рабочих мест, уровень их социально-экономической защищенности, возможности для профессионального и личностного развития и «порог терпимости» работников, занятых в неблагоприятных нишах рынка труда.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Автономов В.С., Автономов Ю.В. Общая теория «споров о методах» в экономической науке // *Общественные науки и современность*. 2016. № 4. С. 5–20.
2. Ахаткин Н.Ю. Формирование ресурсов труда и перспективы экономического роста // *Вестник Института экономики Российской академии наук*. 2022. № 6. С. 79–95.
3. Бакеев М.Б., Лола И.С. Использование опросов-самоотчетов в экономической науке: методологические барьеры и их преодоление // *Вопросы экономики*. 2023. № 9. С. 103–120.
4. Бобков В.Н., Одинцова Е.В. Низкий уровень и качество жизни экономически активного населения: критерии идентификации и оценка распространенности // *Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз*. 2020. Т. 13. № 5. С. 168–181.
5. Бобков В.Н., Черных Е.А. Взаимосвязь качества занятости и качества трудовой жизни: обзор исследований и контуры их развития // *Уровень жизни населения регионов России*. 2023. Т. 19. № 3. С. 361–384. DOI: [https://doi.org/10.52180/1999-9836\\_2023\\_19\\_3\\_5\\_361\\_384](https://doi.org/10.52180/1999-9836_2023_19_3_5_361_384); EDN: KWVKLG.
6. Вередюк О. В., Черных Е. А. Качество занятости работников в России: измерение на основе индексного подхода // *Мониторинг общественного мнения: экономические и социальные перемены*. 2024. № 2. С. 258–276. <https://doi.org/10.14515/monitoring.2024.2.2421>
7. Зонова О.В. Качество трудовой жизни: определение и критерии оценки // *Проблемы современной экономики*. 2010. № 3 (35). С. 79–81. EDN: NBLGLR.
8. Иванова К.А. Качественные характеристики занятости: дифференциация смежных понятий // *Вестник Алтайской академии экономики и права*. 2019. № 3–1. С. 56–62.
9. Кубишин Е.С. Условия труда и новые формы нестандартной занятости в контексте развития человеческого потенциала России. М.: Институт экономики РАН, 2023.
10. Соболева И.В. Воспроизводственная функция заработной платы и трудовая мотивация в современной России // *Вопросы политической экономии*. 2019. № 3. С. 95–104.
11. Соболева И.В. Вызовы социально-экономической безопасности в сфере труда и их особенности в современной России // *Экономическая безопасность*. 2023. Т. 6. № 2. DOI: 10.18334/ecsec.6.2.117846.
12. Соболева И.В. Занятость в неблагоприятных условиях и социальное самочувствие работников // *Общество и экономика*. 2023. № 10. С. 41–54. DOI: 10.31857/S020736760028112-2.
13. Стребков Д., Шевчук А. Что мы знаем о фрилансерах? Социология свободной занятости. М.: Издательский дом ВШЭ, 2022.
14. Черных Е.А. Качество трудовой жизни и удовлетворенность занятостью на российском рынке труда // *Уровень жизни населения регионов России*. 2022. Т. 18. № 2. С. 214–226. DOI: <https://doi.org/10.19181/lspr.2022.18.2.6>; EDN: PJNIBY.
15. Anker R., Chernyshev I, Egger P., Mehran F, Ritter J. Measuring decent work with statistical indicators// *Policy Integration Working Paper No. 2 International Labour Office*, 2002.

16. *Berten J.* Producing decent work indicators: contested numbers at the ILO // *Policy and Society*. 2002. Vol. 41. No 4. Pp. 458–470. <https://doi.org/10.1093/polsoc/puac017>
17. *Burchell B., Sehnbruch K., Piasna A., Agloni N.* The quality of employment and decent work: definitions, methodologies, and ongoing debates // *Cambridge Journal of Economics*. 2014. Vol. 38. No. 2. Pp. 459–477.
18. *Cannas M., Sergi B. S., Sironi E., Mentel U.* Job satisfaction and subjective well-being in Europe. *Economics and Sociology*. 2019. No. 12 (4). Pp. 183–196. DOI: 10.14254/2071-789X.2019/12-4/11.
19. *De Simone S.* Conceptualizing wellbeing in the workplace // *International Journal of Business and Social Science*. 2014. Vol. 5. No. 12. Pp. 118–122.
20. Eurofound. Trends in job quality in Europe. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2012.
21. ILO. Economic Security for a Better World. Geneva: ILO, 2004.
22. ILO. Decent work and the 2030 agenda for sustainable development. ILO, 2017.
23. *Kun Á., Balogh P., Krasz K.G.* Development of the work-related well-being questionnaire based on Seligman's PERMA model // *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences*. 2017. Vol. 25. No. 1. Pp. 56–63. DOI: 10.3311/PPso.9326.
24. *Leschke J., Watt A., Finn M.* Putting a number on job quality? Constructing a European job quality index. European Trade Union Institute for Research, Education and Health and Safety. Brussels, 2008.
25. *Loretto W., Popham F., Platt S., Pavis S., Hardy G., Macleod L, et al.* Assessing psychological well-being: a holistic investigation of NHS employees // *International Review of Psychiatry*. 2005. No. 17 (5). Pp. 329–336.
26. OECD. Employee well-being report (Pilot). OECD, 2023.
27. *Pagán-Castaño, E. & Maseda-Moreno, A. & Santos-Rojo, C.* Wellbeing in work environments // *Journal of Business Research*. 2020. Vol. 115. Pp. 469–474.
28. *Soh M., Zarola A., Palaïou K., Furnham A.* Work-related well-being // *Health Psychology Open*. 2016. No. 3 (1). Pp. 1–11. <https://doi.org/10.1177/2055102916628380>
29. *Siegerink V., Shinwell M., Žarnic Ž.* // Measuring the non-financial performance of firms through the lens of the OECD well-being framework: a common measurement framework for “Scope 1” Social performance. OECD Paper on Well-being and Inequalities. No. 3. Paris: OECD Publishing, 2013. <https://doi.org/10.1787/28850c7f-en>
30. *Standing G.* The ILO: an agency for globalization? // *Development and Change*. 2008. No. 3(39). Pp. 355–384. DOI: 10.1111/j.1467-7660.2008.00484.x
31. WEF. Global Gender Gap Report 2023. World Economic Forum. Retrieved 2023-08-17.
32. *Xanthopoulou D, Bakker AB, Demerouti E, Schaufeli W.B.* Reciprocal relationships between job resources, personal resources and work engagement // *Journal of Vocational Behavior*. 2009. No. 74. Pp. 235–244.

## REFERENCES

1. *Avtonomov V.S., Avtonomov Yu.V.* General theory of “disputes about methods” in economic science // Social sciences and modernity. 2016. No. 4. Pp. 5–20. (In Russ.).
2. *Akhapkin N.Yu.* Formation of labor resources and prospects for economic growth // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2022. No. 6. Pp. 79–95. (In Russ.).
3. *Bakeev M.B., Lola I.S.* The use of self-report surveys in economic science: methodological barriers and their overcoming // Voprosy Ekonomiki. 2023. No. 9. Pp. 103–120. (In Russ.).
4. *Bobkov V.N., Odintsova E.V.* Low level and quality of life of the economically active population: identification criteria and assessment of prevalence // Economic and social changes: facts, trends, forecast. 2020. Vol. 13. No. 5. Pp. 168–181. (In Russ.).
5. *Bobkov V.N., Chernykh E.A.* Relationship between employment quality and quality of working life: a review of research and contours of development // Living standards of the population in the regions of Russia. 2023. Vol. 19. No. 3. Pp. 361–384. DOI: [https://doi.org/10.52180/1999-9836\\_2023\\_19\\_3\\_5\\_361\\_384](https://doi.org/10.52180/1999-9836_2023_19_3_5_361_384); EDN KWVCLG. (In Russ.).
6. *Veredyuk O. V., Chernykh E. A.* Employment quality of workers in Russia: measurement based on the index approach // Monitoring of public opinion: economic and social changes. 2024. No. 2. Pp. 258–276. <https://doi.org/10.14515/monitoring.2024.2.2421>. (In Russ.).
7. *Zonova O.V.* Quality of working life: definition and evaluation criteria // Problems of modern economics. 2010. No. 3 (35). Pp. 79–81. EDN NBLGLR. (In Russ.).
8. *Ivanova K.A.* Qualitative characteristics of employment: differentiation of related concepts // Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law. 2019. No. 3–1. Pp. 56–62 (In Russ.).
9. *Kubishin E.S.* Working conditions and new forms of non-standard employment in the context of Russian human potential development. Moscow: IE RAS, 2023. (In Russ.).
10. *Soboleva I.V.* Reproductive function of wages and labor motivation in modern Russia // Issues of political economy. 2019. No. 3. Pp. 95–104. (In Russ.).
11. *Soboleva I.V.* Challenges to socio-economic security in the sphere of labor and their features in modern Russia // Economic security. 2023. Vol. 6. No. 2. DOI: 10.18334/ecsec.6.2.117846. (In Russ.).
12. *Soboleva I.V.* Employment in unfavorable conditions and social well-being of workers // Society and Economics. 2023. No. 10. P. 41–54 DOI: 10.31857/S020736760028112-2. (In Russ.).
13. *Strebkov D., Shevchuk A.* What do we know about freelancers? Sociology of free employment. M.: HSE Publishing House. 2022. (In Russ.).
14. *Chernykh E.A.* Quality of working life and employment satisfaction in the Russian labor market // Living standards of the population in the regions of Russia. 2022. Vol. 18. No. 2. Pp. 214–226. DOI <https://doi.org/10.19181/isprr.2022.18.2.6>; EDN PJNIY. (In Russ.).
15. *Anker R., Chernyshev I, Egger P., Mehran F, Ritter J.* Measuring decent work with statistical indicators. Policy Integration Working Paper No. 2 International Labour Office, 2002.
16. *Berten J.* Producing decent work indicators: contested numbers at the ILO // Policy and Society. 2002. Vol. 41. No 4. Pp. 458–470. <https://doi.org/10.1093/polsoc/puac017>

17. Burchell B., Sehnbruch K., Piasna A., Agloni N. The quality of employment and decent work: definitions, methodologies, and ongoing debates // Cambridge Journal of Economics. 2014. Vol. 38. No. 2. Pp. 459–477.
18. Cammas M., Sergi B. S., Sironi E., Mentel U. Job satisfaction and subjective well-being in Europe. Economics and Sociology. 2019. Vol. 12. No. 4. Pp. 183–196. DOI: 10.14254/2071-789X.2019/12-4/11.
19. De Simone S. Conceptualizing wellbeing in the workplace // International Journal of Business and Social Science. 2014. Vol. 5. No. 12. Pp. 118–122.
20. Eurofound. Trends in job quality in Europe. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2012.
21. ILO. Economic Security for a Better World. Geneva: ILO, 2004.
22. ILO. Decent work and the 2030 agenda for sustainable development. ILO, 2017.
23. Kun Á., Balogh P., Krasz K.G. Development of the work-related well-being questionnaire based on Seligman's PERMA model // Periodica Polytechnica Social and Management Sciences. 2017. Vol. 25. No. 1. Pp. 56–63. DOI: 10.3311/PPso.9326.
24. Leschke J., Watt A., Finn M. Putting a number on job quality? Constructing a European job quality index. European Trade Union Institute for Research, Education and Health and Safety. Brussels, 2008.
25. Loretto W., Popham F., Platt S., Pavis S., Hardy G., Macleod L, et al. Assessing psychological well-being: a holistic investigation of NHS employees // International Review of Psychiatry. 2005. No. 17 (5). Pp. 329–336.
26. OECD. Employee well-being report (Pilot). OECD, 2023.
27. Pagán-Castaño, E. & Maseda-Moreno, A. & Santos-Rojo, C. Wellbeing in work environments // Journal of Business Research. 2020. Vol. 115. Pp. 469–474.
28. Soh M., Zarola A., Palaïou K., Furnham A. Work-related well-being // Health Psychology Open. 2016. No. 3 (1). Pp. 1–11. <https://doi.org/10.1177/2055102916628380>
29. Siegerink V., Shinwell M., Žarnic Ž. // Measuring the non-financial performance of firms through the lens of the OECD well-being framework: a common measurement framework for “Scope 1” Social performance. OECD Paper on Well-being and Inequalities No 3. Paris: OECD Publishing, 2013. <https://doi.org/10.1787/28850c7f-en>
30. Standing G. The ILO: an agency for globalization? // Development and Change. 2008. Vol. 3. No. 39. Pp. 355–384. DOI: 10.1111/j.1467-7660.2008.00484.x.
31. WEF. Global Gender Gap Report 2023. World Economic Forum. Retrieved 2023-08-17.
32. Xanthopoulou D, Bakker AB, Demerouti E, Schaufeli W.B. Reciprocal relationships between job resources, personal resources and work engagement // Journal of Vocational Behavior. 2009. No. 74. Pp. 235–244.

Дата поступления рукописи: 01.06.2024 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Соболева Ирина Викторовна** – доктор экономических наук, главный научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0002-3049-7789  
irasobol@gmail.com

ABOUT THE AUTHOR

**Irina V. Soboleva** – Dr. Sci. (Econ.), Senior Researcher at the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0002-3049-7789  
irasobol@gmail.com

EMPLOYMENT QUALITY AND WORK-RELATED WELL-BEING:  
APPROACHES TO MEASUREMENT

The article discusses advantages and disadvantages of various methodological approaches to analyzing socio-economic situation of the working population. The expedience of relying on the concept of work-related well-being is substantiated. While encompassing the crucial indicator of earnings sufficiency it pays special attention to non-monetary aspects of individual situation in the world of work. It is shown that the concept lies at intersection of several approaches that characterize the world of work from different sides and comprehensively reflects the social aspect of employment quality, focusing upon the needs of the employee as the most vulnerable side of labor relations.

**Keywords:** *world of work, employment quality, decent work, quality of working life, work-related well-being.*

**JEL:** J81, 017, J28.

**Н.М. РОЗАНОВА**

доктор экономических наук, профессор,  
сотрудник кафедры микро- и макроэкономического анализа  
экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова

## **СОВРЕМЕННЫЙ ПОТРЕБИТЕЛЬ: В ТЕНЕТАХ ЦИФРОВОЙ ЭКОНОМИКИ**

Цифровая экономика создает не только новые возможности, но и порождает определенные риски для потребителей. Исследователи отмечают возникновение эффектов запутывания, с помощью которых цифровые экосистемы осуществляют манипулирование оптимизационным выбором индивида в условиях высоких поисковых трансакционных издержек. Межвременной разброс цен и динамическое ценообразование базируются на использовании невнимательности клиентов и их информационной усталости от многочисленных ценовых колебаний. Периодические снижения цен затрудняют индивидам ценовую ориентацию и служат хорошим стимулом для поддержания картельной дисциплины цифровых платформ. Новые ценовые стратегии запутывания не подпадают под действие текущего антимонопольного законодательства и никак не регулируются.

**Ключевые слова:** *потребитель, цифровая экономика, эффекты запутывания.*

**УДК:** 330.342.24

**EDN:** CEHRSU

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2024\_3\_26\_46

XXI в. предоставил в наше распоряжение большое число инновационных продуктов, среди которых наиболее востребованными являются инструменты цифровых технологий. Цифровая среда и цифровая экономика позволяют реализовать самые амбициозные планы и самые значительные инвестиционные проекты. Цифровизация производственных и сбытовых цепочек создания ценностей укрепила позиции современных компаний. Цифровые стратегии, разрабатываемые фирмами, выступают в качестве ключевых факторов повышения конкурентоспособности компаний на национальных и мировых рынках. Положительные стороны цифровой активности организаций хорошо известны и неплохо представлены в экономической литературе. Однако массовая цифровизация имеет и теневую сторону, на которую до сих пор обращалось гораздо меньше внимания. Цель статьи – выявить и обобщить те риски и те угрозы, которые представляют собой законо-

мерные следствия цифровых технологий, целенаправленно применяемых фирмами для максимизации прибыли. Поскольку от негативных результатов цифровой конкуренции в первую очередь страдают индивидуальные потребители, акцент в статье делается именно на том, как рациональный потребитель делает выбор в виртуальной реальности XXI в., и как этот оптимальный выбор может быть искажен сознательными цифровыми усилиями цифровых платформ.

Методология исследования базируется на контент-анализе доступных баз данных научных электронных ресурсов (*jstor; sciencedirect; nber; google scholar*). Приводятся ссылки на наиболее важные работы в данной области.

### **Эффект запутывания как новая реальность в процессе выбора товара потребителем**

Когда появился интернет, экономисты заявили о возникновении экономики обмена с нулевыми транзакционными издержками при полноте информации о продукте. В XXI в. новые технологии поиска должны были облегчить потребителю нахождение оптимальных вариантов в соотношении качества и цены блага. Но так ли все безоблачно в цифровом мире?

Современные цифровые экосистемы используют разнообразные стратегии манипулирования потребителями<sup>1</sup>. К таким стратегиям относится запутывание (*obfuscation*). Происхождение слова связано с английским глаголом *to obfuscate* – запутывать, затемнять, затуманить, сбивать с толку, умышленно запутывать вопрос. *Под стратегией запутывания можно понимать любые действия фирмы, которые затрудняют рациональным потребителям сделать наилучший выбор.*

Дж.А. Акерлоф и Р.Дж. Шиллер [1] в 2015 г. ввели определение информационного «фишинга» – особой стратегии представления информации таким образом, чтобы ввести клиента в заблуждение. Ключевое слово здесь – *намерение* компании утаить или исказить информацию в свою пользу.

Почему даже простейший поиск в интернете затруднен? Какие товары первыми предлагаются к покупке? Интернет-поиск выдает сотни и сотни страниц информации. Появляются иконки, стимулирующие потребителя перейти к более продвинутому (и более дорогому)

---

<sup>1</sup> Манипулирование действиями потребителя, безусловно, не новая стратегия конкурентной активности компаний. Можно, в частности, отметить манипулятивный аспект рекламы и разнообразные методы привлечения потребителей, практикуемые в торговле с начала зарождения товарного производства и обмена. Цифровые технологии способствуют качественному «обновлению» данных практик, их кастомизации и массовизации.

продукту. Возникают новые дополняющие и замещающие опции. Экономисты выявили такую закономерность: когда конкурентное давление нарастает, фирмы не всегда стремятся сократить издержки или улучшить качество товара. Во многих случаях компании прибегают к стратегии запутывания. Последствия конкуренции зависят от того, какие именно инструменты фирмы применяют для конкурентной борьбы.

Откуда берется и на чем базируется стратегия запутывания?

Решения потребителей далеки от совершенства. Выбор потребителя подвержен поведенческим ошибкам и предубеждениям и зависит от когнитивных ограничений. Сравнение конкурирующих предложений компаний не является всеохватывающим, всесторонним и беспристрастным, как это показали исследования поведения индивидов на телекоммуникационных рынках [2] и рынках электроэнергии [3]. Фирмы научились использовать эти когнитивные ограничения с помощью стратегий запутывания [4].

В информационную эпоху главным ограничителем выбора индивида становится внимание. Усложнение и удлинение процесса поиска релевантного товара в цифровом мире снижает когнитивные способности человека, увеличивая степень его невнимательности, что, как свидетельствуют исследования в области поведенческой экономики отраслевых рынков [5; 6], сопровождается повышением склонности потребителей к поведенческим ошибкам и предвзятостям.

Фирмы могут оказывать влияние на уровень внимания потребителей. В условиях когнитивных ограничений избыток информации приводит к снижению степени ее сознательного восприятия. Концентрируясь на одних вариантах, потребитель, возможно, упускает лучшие альтернативы [7]. Для создания работающей конкуренции необходимо достаточное число хорошо информированных и сознательных потребителей. Путем усложнения ценовой информации, особой презентации цен фирмы затрудняют потребителям принятие решений.

*В теоретическом плане эффекты запутывания изучаются в рамках теории Даймонда «ловушка для туристов»<sup>2</sup>. П. Даймонд показал, что даже небольшие издержки поиска увеличивают равновесные цены, поскольку потребители не склонны к длительному поиску, осознавая, что практически все фирмы рынка могут назначать монопольные*

<sup>2</sup> Модель Даймонда опирается на ситуацию асимметричной информации в отношении цены товара. В город приезжает турист, пребывание которого ограничено по времени и который хочет приобрести сувенир. Турист не может обойти все сувенирные магазины в поисках наилучшей цены. Турист приобретает сувенир в первом попавшемся киоске по той цене, которую предлагает этот магазинчик. Если таких «наивных» неинформированных туристов в городе много, то, как показывает П. Даймонд, цены товаров (сувениров) стремятся к монопольному уровню [8].

цены. Как показывает исследование Гл. Эллисона [9] на примере поисковой системы *Pricewatch*, покупка даже простейшей карты памяти для компьютера сопряжена с невероятными трудностями.

Механизм искажения сигнала встраивается в стратегию запутывания. Издержки поиска включают два компонента, эндогенные и экзогенные элементы. Потребители оценивают экзогенные элементы поиска по первому опыту покупки. Например, поход в первый банк за ссудой потребовал длительного времени беседы с консультантом. Клиент рационально ожидает, что и последующие обращения за кредитом в другие банки потребуют от него примерно такого же времени. Если экзогенное время получения кредита примерно одинаково долгое, то индивид принимает решение минимизировать эндогенные издержки путем выбора единственного варианта – первого банка. Таким образом, действие эффекта запутывания ограничивает рациональное поведение путем сокращения перебираемых альтернатив.

Развитие технологий искусственного интеллекта, как показывает исследование Д. Аджемоглу [10], может играть на руку стратегии запутывания. Искусственный интеллект позволяет быстро и точно отслеживать предпочтения потребителей и в ситуации поиска предоставлять индивиду информацию, которая может убедить клиента в том, что данный продукт и есть его желаемый вариант, хотя в действительности товар может содержать скрытые негативные характеристики или вообще не подходить потребителю. Однако если потребитель отклоняет этот результат, издержки поиска нового варианта могут оказаться запретительно высокими, так что при получении продукта, характеристики которого не вполне отвечают заявленному в рекламе, клиент соглашается со сделанным искусственным интеллектом выбором.

## Многообразие стратегий запутывания

Можно выделить несколько неценовых и ценовых моделей использования стратегий запутывания<sup>3</sup>.

Во-первых, речь идет о *стратегии прямого обмана (trickery)*. Клиентов заставляют поверить в то, что цена на товар или услугу низкая (ниже, чем у конкурентов), хотя по факту индивиду придется затем доплатить за предоставление дополнительных услуг, без которых потребление основного блага невозможно, затруднительно, либо не отвечает ожидаемым стандартам. Примерами могут служить авиабилеты без багажа с неоправданно высокими ограничениями на ручную кладь (потребителю придется заплатить за ручную кладь неподходящего размера или веса гораздо больше, чем за стандартный багаж);

---

<sup>3</sup> Обзор литературы по стратегиям запутывания представлен в [11].

кредитные карты банка с низкой на первый взгляд ставкой (но без указания на то, что снятие наличности даже в банке-эмитенте влечет за собой неоправданно высокие пени); воспользоваться такой картой можно только в небольшом числе связанных с данным банком магазинов. Фирмы эксплуатируют невнимательность клиентов при чтении контрактов и договоров.

Во-вторых, применяется *стратегия путаницы (confusion)*. С целью снижения возможностей потребителей сравнивать конкурирующие товары фирмы используют стратегии искажения товарных характеристик и многокомпонентные варианты ценообразования [12]. Создание замешательства (конфузии) у потребителя приводит к тому, что даже рациональный потребитель не понимает, какая цена является реальной для выбранного товара. Усложнение процесса сопоставления конкурирующих благ и сравнения услуг конкурирующих компаний увеличивают ценовую неопределенность. Товары предоставляются в множественных форматах, со множественными ценами и различной ценовой динамикой. Например, молоко как товарный продукт может быть представлен в разных количественных форматах (0,3; 0,4; 0,5; 0,8; 0,9; 1 л) при примерно одной и той же визуальной упаковке; в различных упаковках (мягкие и твердые пакеты; квадратная, прямоугольная, трапециевидная или треугольная форма); с разной степенью жирности. Другой пример – многокомпонентные пакеты сотовых операторов. Здесь наблюдаются сложные количественные переплетения «бесплатного» доступа в интернет, мобильная связь, смс-сообщения, нелимитированное общение в выбранном наборе мессенджеров и/или социальных сетей.

В-третьих, имеет место *стратегия помех (obstruction)*. Фирмы усложняют поиск товара и информации о товаре для покупателя, что увеличивает издержки поиска. Поиск становится времязатратным, затратным по усилиям или даже просто бесполезным. Это ограничивает тот уровень поиска со стороны потребителя, когда может быть получена достоверная информация о товаре. Например, один продукт может доминировать во всех страницах поиска посетителя. Исследование Т. О'Рейли, И. Штраусса и М. Мадзукато показало, что для трех наиболее рекламируемых товаров на платформе *Amazon* цена для покупателей оказалась завышена на 17% по сравнению с этими же товарами вне рекламируемого контура. При этом одна треть товаров была неподходящей для потребителя [13, р. 6–14].

Потребитель либо не может сделать выбор в силу наличия когнитивных ограничений, либо понимает, что получение всей информации влечет за собой чрезмерно большие издержки поиска, и потому сознательно ограничивает свой поиск и свой выбор. *Ex ante* последствия обоих типов потребителей одинаковы: индивид делает неоп-

тимальный выбор случайным образом. Однако *ex post* ситуация различна. Когда потребитель обнаруживает, что его выбор не оптимален, кого он будет обвинять? В первом случае речь идет о том, что фирма «обманула» клиента. Во втором случае индивид будет брать ответственность на себя, размышляя о том, что в следующий раз он будет более внимательным при чтении документов [14].

*Ценовые механизмы стратегии запутывания также применяются в разнообразных формах* [15; 16].

В первую очередь фирмы используют сегментирование (*partitioning*). Сегментирование цены предполагает разбиение стоимости блага на базовую цену и несколько дополнительных, но обязательных компонентов. Хотя все компоненты полной цены товара или услуги известны потребителю с самого начала, клиент вводится в заблуждение низким базовым уровнем первоначального предложения.

Своеобразным «развитием» сегментирования является капельное ценообразование (*drip pricing*) [17; 18]. При капельном ценообразовании в начале процесса покупки онлайн-магазин объявляет низкую базовую цену. Однако по мере того, как покупатель оказывается втянутым в процесс приобретения товара или услуги, появляются дополнительные сборы, налоги, отчисления, которые «капают» в первоначальную корзину клиента. Таким образом, капельное ценообразование скрывает разнообразные компоненты цены при исходном интересе индивида к товару. И пока покупатель не вложит определенные усилия, время и, возможно, авансовые платежи, полная итоговая цена не будет ему известна. Здесь выявляется поведенческая ценовая дискриминация: наивные индивиды будут приобретать товар на основе первоначальной низкой цены, а опытные клиенты задумаются об общей стоимости покупки.

Следующий формат ценового эффекта запутывания – цена «под покровом» (*shrouding*) [19]. Цена «под покровом» предусматривает такую стратегию, когда фирма намеренно сокращает видимость цены или ее отдельных элементов. Например, плохой или мелкий шрифт ценника, отсутствие цены как таковой, устная договоренность, которая впоследствии не выполняется, «забывается».

Стратегия запутывания включает также ценовую модель доплаты за качество, когда продавцы поставляют вертикально дифференцированные продукты разного качества и разной степени сложности, но рекламируют только товары с низкой ценой. Это привлекает множество клиентов, однако затем им приходится доплачивать за дополнительные услуги, либо приобретать обновленные варианты за высокие цены. Например, индивидуальные потребители часто покупают (по низким ценам) демоверсии популярных ИТ программ или цифровых игр. Но при использовании данного ПО выясняется ограничен-

ность его действия во времени и низкий функционал, а обновление программы и расширение функциональных компонентов возможно только при достаточно высокой дополнительной оплате.

Еще один вариант ценообразования связан со стратегией усложнения цены (*complexity*). Процесс усложнения цены включает в себя намеренное создание когнитивных сложностей для покупателей с помощью таких методов, как: множественность цен, динамическое ценообразование, использование сложного технического языка, чрезмерно большое число опций, несопоставимые форматы цен и объемов. В частности, динамическое ценообразование означает, что цена товара или услуги не фиксирована, а определяется покупателю в момент реального приобретения продукта и оплаты покупки, хотя на сайте компании может быть указана некая, как правило, невысокая, предварительная стоимость. Ценовые контракты включают в себя множество самых разных элементов (как в контрактах мобильных операторов), что затрудняет сравнение альтернативных предложений компаний.

Как делают выбор потребители? Они изучают свойства товара. Но если этих свойств чрезмерно много или информации об этих свойствах чрезмерно много, индивиды легко совершают ошибки вследствие усталости. Предоставляя потребителям более точную и краткую характеристику блага, фирма может уменьшить вероятность ошибки. И наоборот, помещая в описание товара чрезмерно большой объем зачастую ненужной информации, делая в рекламе акценты на излишних и неинформативных деталях, компания затрудняет индивиду принятие решение о выборе товара, что ведет к потребительской ошибке. Сложность ценовой структуры предлагаемых услуг, наличие или отсутствие дополнительных опций, динамическое ценообразование и давление продавца (когда в интернет-магазине мы видим соответствующие иконки «до конца действия льготного тарифа осталось ... 3 дня») затрудняют или даже делают невозможным оптимальный выбор потребителя, заставляя индивида с неизбежностью совершать ошибки.

Если потребитель понимает наличие возможной стратегии запутывания, то это не облегчает его выбор, – он рационально выбирает в какой-то момент прекратить поиски и остановиться на одном из предлагаемых вариантов, даже если этот вариант его не вполне удовлетворяет. Чем более детальным и неинформативным является описание товара, тем ниже качество принимаемого потребителем решения.

Гл. Эллисон и А. Волицки [20] описывают несколько сценариев использования стратегии запутывания. Один из вариантов – это удлинение поиска. Фирма сама назначает то число интернет-страниц, которые потребитель должен пролистать, чтобы найти релевантную

информацию о желаемом товаре. Аналогично, в условиях «живого» общения в реальном магазине фирма может инструктировать продавцов в отношении времени личного общения (разговора) с клиентом. Наличие нескольких уровней получения информации увеличивает издержки поиска для индивида. Если индивид обладает рациональными ожиданиями в отношении уровней запутывания, он может принять рациональное решение приостановить поиск на любом этапе.

Стратегии запутывания действуют весьма изощренным образом. Например, потребителю предлагается большое число интернет-страниц с очень детальным описанием благ. Просмотр цифровых страниц и онлайн выбор индивид может не расценивать в качестве издержек поиска, не осознавая, что сам факт онлайн активности его утомляет, что снижает качество принимаемого в итоге решения, особенно когда речь идет о сложных пакетных продуктах (тарифы мобильных операторов, страховые полисы, банковские продукты). Стратегия запутывания со стороны платформ заключается в том, что платформы намеренно дают потребителям несоответствующие варианты их выбора, первыми при поиске продукта открывают страницы с заведомо неверным и не соответствующим пожеланиям клиента товаром, менее предпочтительным выбором, с целью затруднить поиск релевантного блага [21; 22].

Эффекты запутывания возникают и тогда, когда потребители не в состоянии оценить все характеристики продукта или все элементы цены товара. Множественность компонентов цены затрудняет выбор потребителя. Например, фирмы используют стратегию хаотичной цены, когда цена одних элементов товара высока, в то время как других – очень низка. Потребители могут видеть цену одного компонента (цена базового товара, цена базовой комплектации), но не осознавать наличие и величину цен других компонентов товара (цены дополнительных компонентов) [23; 24]. Воспринимая низкую цену базовой комплектации как цену всего товара, потребитель не имеет представления о том, что продукт в совокупности будет стоить намного дороже, поскольку включает завышенные цены дополнительных, но важных других составных частей. Подобная стратегия встречается на рынках сложных продуктов [25], где низкая цена определяет самый первый базовый уровень приобретения товара: низкая компьютерная и цифровая память, краткосрочная гарантия, низкие базовые услуги в экономклассе авиаперелетов, небольшой набор продуктов на завтрак в туристическом отеле.

Фирмы модифицируют тот язык, на котором цены «говорят» с потребителем, видеоизменяют ценовой язык своих продаж. Это запутывает потребителя, затрудняя клиенту сравнение и выбор. Например, хотя во многих странах от супермаркетов требуют вывешивать цены за единицу

товара, на практике вместо единичных цен потребитель сталкивается с ценами за товарные наборы, с ценовыми бонусами, ценовыми купонами. Фирмы также используют различные количественные единицы при продаже разных упаковок или разных форматов одного и того же товара. Стратегии запутывания дезориентируют потребителя.

Значимость поиска и издержек поиска подтверждается многими эмпирическими исследованиями даже в тех случаях, когда поиск сводится к простому просмотру интернет-страниц. С. Кулаев [26] обнаружил эмпирическую зависимость ценовой эластичности от величины издержек поиска при онлайн бронировании отелей. Чем выше издержки поиска, тем ниже оказывается ценовая эластичность клиентов в отношении стоимости услуг гостиницы. С. МакДональд и К. Рен [27] приводят еще один пример стратегии запутывания, когда страховые компании позиционируют онлайн разные страховые контракты с разными ценами и ценовыми структурами под различными брендами, хотя в действительности речь идет об одном и том же страховом продукте.

М. Амстронг и коллеги [28] полагают, что известность является цифровым капиталом фирмы и потребители в первую очередь выбирают или просматривают товары (страницы) сайта известной фирмы. Фирмы получают высокую прибыль, если потребители оценивают их как известные, значимые компании. Поэтому обычно считается, что фирмы показывают на сайте в первую очередь товары высокого качества. Однако авторы приводят модель и эмпирические свидетельства в поддержку противоположной точки зрения: известные фирмы показывают первыми наихудшие товары, поскольку такая стратегия усложняет и удлинняет поиск, повышает издержки поиска и заставляет потребителя выбирать более дорогие продукты.

Х. Сун [29] также рассматривает в качестве стратегии запутывания манипулирование позицией товара на интернет-страницах цифровой компании или цифрового магазина. При условии горизонтальной продуктовой дифференциации товары со сложными и неоднозначными характеристиками, блага, полезность которых в наибольшей степени сомнительна или неизвестна, неопределенна, показываются первыми на сайте компании.

## **Субъекты стратегий запутывания**

Какие фирмы в большей степени склонны к использованию стратегий запутывания – известные или малоизвестные? Какие факторы стимулируют фирмы к активизации данных стратегий? В условиях когнитивных ограничений и активного использования фирмами стратегий запутывания потребители делают выбор стохастически, случай-

ным образом. Какова должна быть оптимальная стратегия компании? Инвестировать в запутывание или инвестировать в обучение клиентов?

Однородные или малодифференцированные товары могут включать гетерогенные элементы, потенциально различные у разных фирм. В этом случае компании будут заинтересованы в обучении клиентов, как отличить «хороший товар» (то есть выпускаемый их компанией) от «плохого» (выпускаемого конкурентами). Например, магазин «Вкус-Вилл» презентует свою продукцию как товары для здорового образа жизни, хотя по ассортименту это такие же потребительские блага повседневного спроса.

Р. Шпиглер [23], Б. Карлин [30], И. Шиовону и Дж. Зу [31] показывают в своих теоретических моделях, что склонность фирм к выбору стратегии запутывания прямо пропорциональна числу конкурентов. В частности, речь идет о ценовом запутывании – разработке сложных вариантов ценообразования со множественностью цен для одного и того же блага. Почему конкуренция мотивирует компании использовать стратегии запутывания, что, на первый взгляд, противоречит экономической теории? Ключевой фактор здесь – возможность использования персонализированных цен, разрабатываемых с помощью алгоритмического ценообразования [32]. Ценовая дискриминация тесным образом связана с эффектом запутывания. Типичным примером является кейс 2000 г. в США – жалоба потребителя на то, что, использовав другую версию интернет-браузера, индивид увидел тот же товар с более низкой ценой на платформе *Amazon* [33, р. 3].

Изучая цифровое поведение индивида, алгоритм быстрее и качественнее анализирует особенности выбора потребителя, что выражается в назначении каждому клиенту его собственной уникальной цены. Таким образом, совершенная ценовая дискриминация, оставшаяся до сих пор по большей части теоретическим феноменом, становится повседневной практикой цифровой экономики даже на формально конкурентных рынках.

Персонализированные цены могут оказать негативный дискриминирующий эффект, выходящий за рамки ценовых механизмов. Например, было обнаружено, что при использовании географической ценовой дискриминации некоторые университеты назначают более высокие цены на образовательные услуги студентам с азиатскими корнями, поскольку алгоритм отмечает здесь более высокие доходы семьи<sup>4</sup>. В 2015 г. эксперимент в *Carnegie Mellon University* (США) выявил

---

<sup>4</sup> *Angwin J., Mattu S., Larson J.* The tiger mom tax: Asians are nearly twice as likely to get a higher price // *Princeton Review*. 2015. September 1. Available at: <https://www.propublica.org/article/asians-nearly-twice-as-likely-to-get-higher-price-from-princeton-review> (дата обращения: 14.05.2024 г.).

«странную» закономерность: посетителям, которых Google идентифицировал как «женщин», показывалось меньше рекламы с высокооплачиваемыми вакансиями<sup>5</sup>.

Эмпирическое исследование стратегий запутывания на примере гостиничного бизнеса в США приводится в диссертации Е. Чилес. Исследование установило, что сильная конкуренция стимулирует фирмы к выбору стратегии запутывания. Так, наличие на рынке дополнительных десяти конкурирующих отелей сопровождается 1–2 процентными пунктами роста склонности фирмы к использованию стратегии запутывания [11, р. 4]. На рынке онлайн бронирования компании показывают низкую базовую цену, но скрывают или открыто не указывают на то, что плата за пребывание также включает обязательный налог на отдых или какой-либо другой дополнительный, но обязательный расход средств. Это позволяет фирмам указывать в рекламе свои услуги как низкие по цене, что и видят потребители на интернет-площадках. Налог на отдых еще именуется как дополнительная плата за услуги, плата за удобства, плата за выбор комнаты и т. д. В качестве обязательных дополнительных услуг могут входить плата за электроэнергию, плата за уборку комнаты, плата за доступ к интернету.

В работе Иц. Гу и Т. Вензеля [34] изучаются стратегии запутывания со стороны фирм-лидеров и фирм-аутсайдеров. Более значимые фирмы в большей степени склонны к использованию данной стратегии, чем менее значимые компании. Гу и Вензель в теоретической модели показывают, что известная фирма (фирма – лидер рынка) в большей степени склонна к выбору стратегии запутывания, поскольку сбитый с толку потребитель, скорее всего, предпочтет сделать выбор в пользу товара известной фирмы. Значимые фирмы всегда выбирают максимальную степень запутывания, в то время как выбор стратегии запутывания со стороны менее значимых компаний зависит от степени асимметрии между ними и лидерами рынка, а также от активности государства по защите потребителей. Влияние государственной политики по защите прав потребителей может оказать обратный желаемому эффект, так как в этом случае возрастает склонность менее значимых фирм к использованию стратегии запутывания.

Потребители оценивают какую-либо компанию как «известную фирму» на основании самых разных факторов: фирма-старожил по сравнению с фирмой-новичком; государственная компания или част-

<sup>5</sup> *Spice B.* Fewer women than men are shown Google ads related to high-paying jobs. <https://phys.org/news/2015-07-women-men-shown-google-ads.html> (дата обращения: 25.05.2024 г.).

ная; фирма с устоявшейся репутацией; фирма со значительными маркетинговыми действиями и т. д. Как бы то ни было, если потребители оценивают компанию как «известную», они доверяют ее решениям и в большей степени склонны к покупкам именно ее товаров и услуг. Главное преимущество известной фирмы состоит в том, что такая компания может привлекать значительную долю наивных потребителей – индивидов, которым сложно предпринимать адекватные сравнения и сопоставления предложений конкурирующих компаний. Авторы показывают, что стимулы к выбору стратегии запутывания со стороны малоизвестной компании тем выше, чем ниже репутационная асимметрия фирм – различие между известной и малоизвестной компаниями.

Выбор стратегии запутывания зависит также от величин издержек фирмы. Фирма с высокими издержками выбирает максимальный уровень запутывания, а фирма с низкими издержками – минимальный уровень запутывания. Конкуренция за внимательность клиентов, за «наивных» и «мудрых» потребителей приводит к тому, что если различие в издержках между фирмами невелико, то даже эффективная фирма придерживается стратегии запутывания. Если же преимущество в издержках значимо, то эффективная фирма выбирает отказ от стратегии запутывания, чтобы сосредоточиться на привлечении «мудрых» (опытных) потребителей.

Компании предлагают более низкие цены и ценовые скидки для целевых потребителей цифровых услуг в зависимости от их (потребителей) степени влияния на социальные сети. Масштаб сетевого эффекта, который создает потребитель, определяет его ценовую скидку. Влиятельные инфлюенсеры получают значительные ценовые скидки [35]. Для того чтобы привлечь инфлюенсеров в свою цифровую сеть, компании предлагают таковым индивидам дополнительные выгодные условия участия. Фирмы извлекают прибыль из продажи товаров по более высоким ценам для менее влиятельных потребителей. Критерий ценовой дискриминации – степень влияния клиента на других индивидов и величина создаваемого им положительного внешнего эффекта.

Интернет – друг или враг для фирмы? Д. Мейзлин и коллеги [36], М. Лука и Г. Зервас [37] показали, что для многих цифровых рынков (особенно в сфере услуг, таких как отели и рестораны) более сильная степень конкуренции сопровождается большим объемом и большей интенсивностью (и вероятностью) негативных фейковых обзоров, комментариев, мнений, которые, вполне вероятно, пишутся конкурирующими компаниями. Таким образом, эффекты запутывания охватывают не только клиентов, но и конкурентов.

## Последствия стратегий запутывания

Ограниченные когнитивные возможности потребителя, а также его способность сохранять внимание при выборе товара, что становится редкостью в наше время, удерживают цены высокими даже в условиях сильной формальной конкуренции и множества продавцов на рынке [38]. Потребители теряются в товарном разнообразии и готовы платить неконкурентную цену даже в условиях значительной конкуренции на рынке.

Стратегия запутывания способствует получению конкурирующими фирмами прибыли и при однородном продукте [39], поскольку потребителям сложно сделать правильный выбор при использовании различных форматов стратегии запутывания.

Высокая сложность продукта, наличие большого числа дополнительных элементов, хотя и увеличивают ценность товара для потребителя, одновременно ограничивают широту и глубину потребительского поиска. Эксперимент П. Хейдюза, Дж. Джонена и Б. Козеджи [40] показал лимитированность широты поиска: 40% участвующих покупателей ограничивались только одним продуктом, а еще 45% – только двумя или тремя товарами при наличии большого числа продуктового разнообразия. Глубина поиска также оказалась ограниченной, поскольку многие дополнительные свойства даже просмотренных товаров не были исследованы и востребованы покупателями. Выявилась такая закономерность: чем больше продуктов просматривал покупатель, тем более поверхностным знанием обладал индивид.

Б. де Лос Сантос [41] и С. Селлер [42] на основе эмпирического исследования онлайн-торговли также выявили схожую закономерность: при большом числе товаров – близких заменителей, потребители ограничивают свой поиск 2-3 продуктами наиболее известных ретейлеров. Модель С. Хамалейнена многопродуктовой олигополии [43] теоретически подтверждает тот факт, что если фирмы предлагают большое число товаров–субститутов, то потребители для сопоставления конкурирующих продуктов выбирают товар только одной фирмы.

Время покупок у потребителя ограничено, в том числе и на опробование образцов товара. Все это ведет к разбросу цен. Многопродуктовые фирмы назначают цены с дисконтом на ряд товаров и увеличенные цены на все другие свои продукты. Эта стратегия смягчает конкуренцию, так как заставляет покупателей применять больше усилий для поиска товара, что означает более изощренную ценовую дискриминацию [44].

Стратегии запутывания ведут к росту прибылей фирм. Например, в розничной торговле при сокрытии полной цены доставки товара

маржинальная надбавка возрастает с 3–6% до 12%, а выручка компаний увеличивается в среднем на 5–7% [11, р. 85].

Эксперименты, проведенные К. Калайчи, и Дж. Поттерсом [45], доказывают, что потребители совершают больше ошибок и транзакционные цены возрастают при увеличении сложности ценообразования. Когда вследствие эффектов запутывания издержки поиска товара повышаются, склонность потребителей к нахождению наилучшего выбора снижается, что позволяет фирмам назначать практически монопольные цены даже в условиях формальной конкурентной среды.

Почему цены сильнее реагируют на рост издержек, чем на падение затрат?

Исследование С. Хайма [46] по панельным данным за 2011–2014 гг. на примере розничного рынка электроэнергии Германии показывает, что дело тут в издержках поиска со стороны потребителей. Когда цены растут, потребители увеличивают свои усилия по ценовому поиску, а когда цены падают, подобной корректировки усилий поиска практически не происходит - наоборот, потребители сокращают усилия по поиску адекватных цен при их общем снижении.

*Влияет ли политика государства на эффекты запутывания?* Потенциальные негативные последствия сложных схем ценообразования привлекают внимание антимонопольных органов. Однако государственная экономическая политика, нацеленная на увеличение прозрачности рынка и защиту потребителей от стратегии запутывания, часто приводит к обратному результату.

С одной стороны, известные фирмы действительно сокращают количество и масштабы применяемых стратегий запутывания под действием контролирующих усилий государства. С другой стороны, в результате уменьшения эффектов запутывания усиливается конкуренция на рынке, и это вынуждает малоизвестные небольшие компании – аутсайдеры, в свою очередь, наращивать стратегии запутывания, поскольку в целом они в меньшей степени подвержены регулирующему воздействию. Б. Карлин показал [47], что эффективность государственной политики зависит от степени симметричности рынка: решающее влияние оказывает одинаковость или различность распределения долей рынка между его участниками. Политика эффективна в условиях симметричного рынка (когда фирмы-продавцы примерно одинаковы по размерам и долям рынка) и малоэффективна для асимметричного рынка (когда на рынке действуют один-два лидера со значительной рыночной долей и большое число фирм-аутсайдеров с очень малыми рыночными долями).

Регулирование цены (установление потолка цен государством или регулирующим органом) может привести к неожиданному негативному исходу. Когда разброс цен невелик вследствие наличия админи-

стративного ограничения, потребители менее охотно предпринимают усилия по поиску наилучшей цены, поэтому конкуренция на рынке ослабевает, и фирмы могут поднять средние цены [48; 49].

## Основные выводы

Современные достижения в цифровом мире, которые, казалось бы, должны были привести индивидов к золотому веку потребления, в реальности могут быть использованы цифровыми компаниями как технологическая база для разработки стратегий запутывания. Эффекты запутывания делают покупки сложными, неясными, обманчивыми, противоречивыми, сбивающими с толку. Многостороннее ценообразование скрывает те свойства товара, которые не добавляют ценности к покупке. Информационная избыточность искажает сигналы о качественных характеристиках продукции. Непонятными и замысловатыми оказываются даже самые простые приобретения. Потребитель – и наивный, и рациональный – не обладает полнотой информации, ограничен во времени и подвержен когнитивной усталости. В этих условиях выбор потребителя становится неоптимальным, даже случайным<sup>6</sup>.

Ограниченная рациональность индивида в условиях стратегии запутывания проявляется как в том, что потребитель делает неоптимальный выбор, так и в том, что он не принимает во внимание издержки поиска, которые влияют на его выбор, особенно когда это касается времени, проводимом в интернете, а не прямых денежных расходов. Вследствие стратегии запутывания потребители либо ошибочно думают, что цена за благо низкая (не принимая во внимание наличие дополнительных расходов), либо не могут адекватно сопоставить цены конкурентов и потому делают выбор случайным образом. Стратегии запутывания предусматривают увеличение времени на поиск и на сравнение однородных товаров. Увеличение времени поиска товара, либо увеличение времени на понимание полной величины цены блага ведут к росту цен и прибыли фирм.

Современные потребители, осознавая наличие эффектов запутывания, затрачивают слишком мало усилий на поиск релевантного товара, слишком привержены прошлому выбору (даже если этот выбор ока-

<sup>6</sup> Согласно Большой российской энциклопедии, случайность как философская категория выражает отсутствие прямых закономерных связей в поведении объектов и систем. См.: <https://old.bigenc.ru/philosophy/text/3838812> (дата обращения: 25.05.2024 г.). Именно отсутствием закономерности отличается выбор индивида, действующего под влиянием эффектов запутывания. Потребитель ориентируется на первый вариант, предоставленный программой (ИИ), но для самого человека этот выбор будет случайным.

зался неоптимальным) и чрезмерно подвержены ошибочным или предвзятым предположениям относительно будущего выбора. При этом фирмы получают прибыль даже в условиях сильной конкуренции и при продаже однородных товаров.

Фирмы во многих отраслях в своих стратегиях используют когнитивные ограничения потребителей, затрудняя получение релевантной информации о продуктах путем предоставления чрезмерного количества информации или делая получение такой информации времязатратным, чтобы увеличить издержки поиска для индивида. Формально стратегии ценового запутывания не являются незаконными, они не подпадают под действие антимонопольного законодательства, но находятся в сфере деловой этики.

В цифровой экономике при наличии эффектов запутывания и стратегий запутывания актуальным становится классический лозунг *emptor caveat* (лат.) «Пусть покупатель будет бдителен!» К стимулированию финансовой грамотности целесообразно добавить обучение экономической грамотности при взаимодействии с виртуальными компаниями. Потребители должны быть хорошо осведомлены о наличии практик ценового и продуктового запутывания и новых форм ценовой дискриминации. Ценовые механизмы цифровой экономики требуют адекватного анализа с точки зрения возможных неконкурентных последствий.

Антимонопольным органам следует более тщательно присмотреться к разнообразным практикам цифрового менеджмента для принятия необходимых юридических документов по регулированию практик запутывания.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Akerlof G., Shiller R. Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception. 2015. Princeton. Princeton University Press.
2. Miravete E.J. Competition and the Use of Foggy Pricing // American Economic Journal: Microeconomics. 2013. Vol. 5. No. 1. Pp. 194–216.
3. Waddams C., Wilson C. Do Consumers Switch to the Best Supplier? // Oxford Economic Papers. 2010. Vol. 61. Pp. 647–668.
4. Ellison G., Ellison S.F. Search, Obfuscation, and Price Elasticities on the Internet // Econometrica. 2009. Vol. 77. No. 2. Pp. 427–452.
5. Spiegler R. Bounded Rationality and Industrial Organization. 2014. Oxford. Oxford University Press.
6. Grubb M. Behavioral Consumers in Industrial Organization: An Overview // Review of Industrial Organization. 2015. Vol. 47. No. 3. Pp. 247–258.
7. Hefti A. Limited Attention, Competition and Welfare // Journal of Economic Theory. 2018. Vol. 178. Pp. 318–359. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2018.09.012> (accessed 30.04.2024).

8. *Diamond P.* A Model of Price Adjustment // *Journal of Economic Theory.* 1971. Vol. 3. Pp. 156–168.
9. *Ellison G.* A Model of Add-On Pricing // *Quarterly Journal of Economics.* 2005. Vol. 120. Pp. 585–637.
10. *Acemoglu D.* Harms of AI. NBER Working Paper 29247. September 2021.
11. *Chiles E.B.S.* Shrouded Information and Strategic Transparency: Three Essays on Price Obfuscation. A Dissertation. Doctor of Philosophy in Management. University of California. Los Angeles. 2017.
12. *Spiegler R.* Competitive Framing // *American Economic Journal: Microeconomics.* 2014. Vol. 6. No. 3. Pp. 35–58.
13. *O'Reilly T, Strauss I, Mazzucato M.* Algorithmic Attention Rents: A Theory of Digital Platform Market Power // *Data & Policy.* 2024. No. 6. pp. e6-1-e6-25. DOI: 10.1017/dap.2024.1.
14. *Lee Y., Han C.* Partitioned Pricing in Advertising: Effects on Brand and Retailer Attitudes // *Marketing Letters.* 2002. Vol. 13. No. 1. Pp. 27–40.
15. *Ahmetoglu G., Furnham A., Fagan P.* Pricing Practices: a Critical Review of Their Effects on Consumer Perceptions and Behaviour // *Journal of Retailing and Consumer Services.* 2014. Vol. 21. No. 5. Pp. 686–707.
16. *Ayres I., Nalebuff B.* In Praise of Honest Pricing // *MIT Sloan Management Review.* 2003. Vol. 45. No. 1. Pp. 23–28.
17. *Baye M.R., Morgan J.* Search Costs, Hassle Costs, and Drip Pricing: Equilibria with Rational Consumers and Firms. University of California, Berkeley.\* March 2019.
18. *Rhodes A.* A Survey on Drip Pricing and Other False Advertising. Working paper N1434. May 2023. Toulouse School of Economics.
19. *Gabaix X., Laibson D.* Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets // *Quarterly Journal of Economics.* 2006. Vol. 121. No. 2. Pp. 505–540.
20. *Ellison G., Wolitzky A.* A Search Cost Model of Obfuscation // *The RAND\*\* Journal of Economics.* 2012. Vol. 43. Pp. 417–441.
21. *Hagiu A., Jullien B.* Why do Intermediaries Divert Search? // *The RAND\*\* Journal of Economics.* 2011. Vol. 42. No. 2. Pp. 337–362.
22. *White A.* Search Engines: Left Side Quality Versus Right Side Profits // *International Journal of Industrial Organization.* 2013. Vol. 31. No. 6. Pp. 690–701.
23. *Spiegler R.* Competition over Agents with Boundedly Rational Expectations // *Theoretical Economics.* 2006. Vol. 1. Pp. 207–231.
24. *Gabaix X., Laibson D.* Shrouded Attributes, Consumer Myopia and Information Suppression in Competitive Markets // NBER Working Paper 11755. November 2005.
25. *Greenleaf E., Johson E., Morwitz V., Shalev E.* The price does not Include Additional Taxes, Fees, and Surcharges: A Review of Research on Partitioned Pricing // *Journal of Consumer Psychology.* 2016. Vol. 26. No. 1. Pp. 105–124.
26. *Koulayev S.* Search for Differentiated Products: Identification and Estimation // *The RAND\*\* Journal of Economics.* 2014. Vol. 45. No. 3. Pp. 553–575.
27. *McDonald S., Wren C.* Multiple Price Posting and Consumer Search Obfuscation: Evidence from an Online Market // Working paper. Conference Name: 40th EARIE Annual Conference. 2013. Pp. 1–25.
28. *Armstrong M., Vickers J., Zhou J.* Prominence and Consumer Search // *The RAND\*\* Journal of Economics.* 2009. Vol. 40. No. 2. Pp. 209–234.

\* University of California, Berkeley (США) признан нежелательной организацией в России.

29. *Song H.* Orders Search with Asymmetric Product Design // *Journal of Economics*. 2017. Vol. 121. Pp. 105–132.
30. *Carlin B.* Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets // *Journal of Financial Economics*. 2009. Vol. 91. No. 3. Pp. 278–287.
31. *Chioveanu I., Zhou J.* Price Competition with Consumer Confusion // *Management Science*. 2013. Vol. 59. No. 11. Pp. 2450–2469.
32. *Schofield A.* Personalized Pricing in the Digital Era // *Competition Law Journal*. 2019. Vol. 18. No. 1. Pp. 35–44.
33. *Bourreau M., Strel A.* The Regulation of Personalised Pricing in the Digital Era // *SSRN Electronic Journal*. 2018. No. 150. DOI: 10.2139/ssrn.3312158.
34. *Gu Y., Wenzel T.* Strategic Obfuscation and Consumer Protection Policy // *Journal of Industrial Economics*. 2014. Vol. 62. No. 4. Pp. 632–660.
35. *Fainmesser I., Galeotti A.* Pricing Network Effects // *American Economic Journal: Microeconomics*. 2020. Vol. 12. No. 3. Pp. 1–32.
36. *Mayzlin D., Dover Y., Chevalier J.* Promotional Reviews: An Empirical Investigation of Online Review Manipulation // *The American Economic Review*. 2014. Vol. 104. No. 8. Pp. 2421–2455.
37. *Luca M., Zervas G.* Fake it Till You Make it: Reputation, Competition, and Yelp Review Fraud // *Management Science*. 2016. Vol. 62. No. 12. Pp. 3412–3427.
38. *Gu Y., Wenzel T.* Consumer Confusion, Obfuscation, and Price Regulation // *Scottish Journal of Political Economy*. 2017. Vol. 64. No. 2. Pp. 169–190.
39. *Chioveanu I., Zhou J.* Price Competition with Consumer Confusion // *Management Science*. 2013. Vol. 59. No. 11. Pp. 2450–2469.
40. *Heidhues P., Johnen J., Koszegi B.* Browsing Versus Studying: a Pro-Market Case for Regulation // *The Review of Economic Studies*. 2021. Vol. 88. No. 2. Pp. 708–729.
41. *De Los Santos B.* Consumer Search on the Internet // *International Journal of Industrial Organization*. 2018. Vol. 58. Pp. 66–105.
42. *Seller S.* The Impact of Search Costs on Consumer Behavior. A Dynamic Approach // *Quantitative Marketing and Economics*. 2013. Vol. 11. No. 2. Pp. 155–203.
43. *Hamalainen S.* Multiproduct Search Obfuscation // *International Journal of Industrial Organization*. 2022. Vol. 85(C). No. 102863. DOI: 10.1016/j.ijindorg.2022.102863.
44. *Fehr E., Wu K.* Obfuscation in Competitive Markets // Working Paper No. 391. 2021. University of Zurich, Department of Economics.
45. *Kalayci K., Potters J.* Buyer Confusion and Market Prices // *International Journal of Industrial Organization*. 2011. Vol. 29. Pp. 14–22.
46. *Heim S.* Rockets and Feathers: Asymmetric Pricing and Consumer Search – Evidence from Electricity Retailing // ZEW – Centre for European Economic Research. Discussion Paper No. 16–070. 2019. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW). Mannheim.
47. *Carlin B.* Strategic Price complexity in Retail Financial Markets // *Journal of Financial Economics*. 2009. Vol. 91. Pp. 278–287.
48. *Armstrong M.* Economic Models of Consumer Protection Policies. In *The Pros and Cons of Consumer Protection*. Swedish Competition Authority. 2012. Pp. 123–147.
49. *Armstrong M., Vickers J., Zhou J.* Consumer Protection and the Incentive to Become Informed // *Journal of the European Economic Association*. 2009. Vol. 7. No. 2–3. Pp. 399–410.

\*\*RAND Corporation («РЭНД корпорейшн»), США признан нежелательной организацией в России.

REFERENCES

1. *Akerlof G., Shiller R.* Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception. 2015. Princeton. Princeton University Press.
2. *Miravete E.J.* Competition and the Use of Foggy Pricing // *American Economic Journal: Microeconomics*. 2013. Vol. 5. No. 1. Pp. 194–216.
3. *Waddams C., Wilson C.* Do Consumers Switch to the Best Supplier? // *Oxford Economic Papers*. 2010. Vol. 61. Pp. 647–668.
4. *Ellison G., Ellison S.F.* Search, Obfuscation, and Price Elasticities on the Internet // *Econometrica*. 2009. Vol. 77. No. 2. Pp. 427–452.
5. *Spiegler R.* Bounded Rationality and Industrial Organization. 2014. Oxford. Oxford University Press.
6. *Grubb M.* Behavioral Consumers in Industrial Organization: An Overview // *Review of Industrial Organization*. 2015. Vol. 47. No. 3. Pp. 247–258.
7. *Hefti A.* Limited Attention, Competition and Welfare // *Journal of Economic Theory*. 2018. Vol. 178. Pp. 318–359. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2018.09.012> (accessed 30.04.2024).
8. *Diamond P.* A Model of Price Adjustment // *Journal of Economic Theory*. 1971. Vol. 3. Pp. 156–168.
9. *Ellison G.* A Model of Add-On Pricing // *Quarterly Journal of Economics*. 2005. Vol. 120. Pp. 585–637.
10. *Acemoglu D.* Harms of AI. NBER Working Paper 29247. September 2021.
11. *Chiles E.B.S.* Shrouded Information and Strategic Transparency: Three Essays on Price Obfuscation. A Dissertation. Doctor of Philosophy in Management. University of California. Los Angeles. 2017.
12. *Spiegler R.* Competitive Framing // *American Economic Journal: Microeconomics*. 2014. Vol. 6. No. 3. Pp. 35–58.
13. *O'Reilly T, Strauss I, Mazzucato M.* Algorithmic Attention Rents: A Theory of Digital Platform Market Power // *Data & Policy*. 2024. No. 6. pp. e6-1-e6-25. DOI: 10.1017/dap.2024.1.
14. *Lee Y., Han C.* Partitioned Pricing in Advertising: Effects on Brand and Retailer Attitudes // *Marketing Letters*. 2002. Vol. 13. No. 1. Pp. 27–40.
15. *Ahmetoglu G., Furnham A., Fagan P.* Pricing Practices: a Critical Review of Their Effects on Consumer Perceptions and Behaviour // *Journal of Retailing and Consumer Services*. 2014. Vol. 21. No. 5. Pp. 686–707.
16. *Ayres I., Nalebuff B.* In Praise of Honest Pricing // *MIT Sloan Management Review*. 2003. Vol. 45. No. 1. Pp. 23–28.
17. *Baye M.R., Morgan J.* Search Costs, Hassle Costs, and Drip Pricing: Equilibria with Rational Consumers and Firms. University of California, Berkeley,\* March 2019.
18. *Rhodes A.* A Survey on Drip Pricing and Other False Advertising. Working paper N1434. May 2023. Toulouse School of Economics.
19. *Gabaix X., Laibson D.* Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets // *Quarterly Journal of Economics*. 2006. Vol. 121. No. 2. Pp. 505–540.
20. *Ellison G., Wolitzky A.* A Search Cost Model of Obfuscation // *The RAND\*\*Journal of Economics*. 2012. Vol. 43. Pp. 417–441.
21. *Hagiu A., Jullien B.* Why do Intermediaries Divert Search? // *The RAND\*\*Journal of Economics*. 2011. Vol. 42. No. 2. Pp. 337–362.

\* University of California, Berkeley (США) признан нежелательной организацией в России.

22. White A. Search Engines: Left Side Quality Versus Right Side Profits // International Journal of Industrial Organization. 2013. Vol. 31. No. 6. Pp. 690–701.
23. Spiegler R. Competition over Agents with Boundedly Rational Expectations // Theoretical Economics. 2006. Vol. 1. Pp. 207–231.
24. Gabaix X., Laibson D. Shrouded Attributes, Consumer Myopia and Information Suppression in Competitive Markets // NBER Working Paper 11755. November 2005.
25. Greenleaf E., Johson E., Morwitz V., Shalev E. The price does not Include Additional Taxes, Fees, and Surcharges: A Review of Research on Partitioned Pricing // Journal of Consumer Psychology. 2016. Vol. 26. No. 1. Pp. 105–124.
26. Koulayev S. Search for Differentiated Products: Identification and Estimation // The RAND\*Journal of Economics. 2014. Vol. 45. No. 3. Pp. 553–575.
27. McDonald S., Wren C. Multiple Price Posting and Consumer Search Obfuscation: Evidence from an Online Market // Working paper. Conference Name: 40th EARIE Annual Conference. 2013. Pp. 1–25.
28. Armstrong M., Vickers J., Zhou J. Prominence and Consumer Search // The RAND\*\* Journal of Economics. 2009. Vol. 40. No. 2. Pp. 209–234.
29. Song H. Orders Search with Asymmetric Product Design // Journal of Economics. 2017. Vol. 121. Pp. 105–132.
30. Carlin B. Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets // Journal of Financial Economics. 2009. Vol. 91. No. 3. Pp. 278–287.
31. Chioveanu I., Zhou J. Price Competition with Consumer Confusion // Management Science. 2013. Vol. 59. No. 11. Pp. 2450–2469.
32. Schofield A. Personalized Pricing in the Digital Era // Competition Law Journal. 2019. Vol. 18. No. 1. Pp. 35–44.
33. Bourreau M., Streeck A. The Regulation of Personalised Pricing in the Digital Era // SSRN Electronic Journal. 2018. No. 150. DOI:10.2139/ssrn.3312158.
34. Gu Y., Wenzel T. Strategic Obfuscation and Consumer Protection Policy // Journal of Industrial Economics. 2014. Vol. 62. No. 4. Pp. 632–660.
35. Fainmesser I., Galeotti A. Pricing Network Effects // American Economic Journal: Microeconomics. 2020. Vol. 12. No. 3. Pp. 1–32.
36. Mayzlin D., Dover Y., Chevalier J. Promotional Reviews: An Empirical Investigation of Online Review Manipulation // The American Economic Review. 2014. Vol. 104. No. 8. Pp. 2421–2455.
37. Luca M., Zervas G. Fake it Till You Make it: Reputation, Competition, and Yelp Review Fraud // Management Science. 2016. Vol. 62. No. 12. Pp. 3412–3427.
38. Gu Y., Wenzel T. Consumer Confusion, Obfuscation, and Price Regulation // Scottish Journal of Political Economy. 2017. Vol. 64. No. 2. Pp. 169–190.
39. Chioveanu I., Zhou J. Price Competition with Consumer Confusion // Management Science. 2013. Vol. 59. No. 11. Pp. 2450–2469.
40. Heidhues P., Johnen J., Koszegi B. Browsing Versus Studying: a Pro-Market Case for Regulation // The Review of Economic Studies. 2021. Vol. 88. No. 2. Pp. 708–729.
41. De Los Santos B. Consumer Search on the Internet // International Journal of Industrial Organization. 2018. Vol. 58. Pp. 66–105.
42. Seller S. The Impact of Search Costs on Consumer Behavior. A Dynamic Approach // Quantitative Marketing and Economics. 2013. Vol. 11. No. 2. Pp. 155–203.
43. Hamalainen S. Multiproduct Search Obfuscation // International Journal of Industrial Organization. 2022. Vol. 85(C). No. 102863. DOI: 10.1016/j.ijindorg.2022.102863.

\*\*RAND Corporation («РЭНД корпорейшн»), США признан нежелательной организацией в России.

44. *Fehr E., Wu K.* Obfuscation in Competitive Markets // Working Paper No. 391. 2021. University of Zurich, Department of Economics.
45. *Kalayci K., Potters J.* Buyer Confusion and Market Prices // International Journal of Industrial Organization. 2011. Vol. 29. Pp. 14–22.
46. *Heim S.* Rockets and Feathers: Asymmetric Pricing and Consumer Search – Evidence from Electricity Retailing // ZEW – Centre for European Economic Research. Discussion Paper No. 16–070. 2019. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW). Mannheim.
47. *Carlin B.* Strategic Price complexity in Retail Financial Markets // Journal of Financial Economics. 2009. Vol. 91. Pp. 278–287.
48. *Armstrong M.* Economic Models of Consumer Protection Policies. In The Pros and Cons of Consumer Protection. Swedish Competition Authority. 2012. Pp. 123–147.
49. *Armstrong M., Vickers J., Zhou J.* Consumer Protection and the Incentive to Become Informed // Journal of the European Economic Association. 2009. Vol. 7. No. 2–3. Pp. 399–410.

Дата поступления рукописи: 14.05.2024 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Розанова Надежда Михайловна** – д.э.н., профессор, сотрудник кафедры микро- и макроэкономического анализа экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0003-3660-0625  
happyeconomics@list.ru

#### ABOUT THE AUTHOR

**Nadezhda M. Rozanova** – Dr. Sci. (Econ.), Professor, Department of Micro and Macroeconomic Analysis, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0003-3660-0625  
happyeconomics@list.ru

#### CONTEMPORARY CONSUMER IN THE NETS OF DIGITAL ECONOMY

Digital economy has created both new possibilities and new risks for consumers. Researchers have noted that there arise obfuscation effects, instruments that digital ecosystems use to manipulate the optimal choice of individuals under high search transactional costs. Intertemporal price dispersions and dynamic pricing are based on the situations where clients express inattentive aspects as a result of their informational overloading in the periods of numerous price changes. Periodic up and down price oscillations hamper price understandings for consumers and serve as a beneficial focus in supporting collusive discipline within digital platforms. Newly formed price strategies on the basis of obfuscation phenomenon are out of the current competition policy and are not duly regulated.

**Keywords:** *consumer, digital economy, obfuscation effects.*

**JEL:** D10, D11, D40, L10.

## МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА И МЕЖДУНАРОДНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

---

---

А.Л. ШЕВЦОВ

кандидат политических наук,  
заместитель Секретаря Совета Безопасности Российской Федерации

### ВОЗМОЖНАЯ КОНФИСКАЦИЯ РОССИЙСКИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ АКТИВОВ НА ЗАПАДЕ: ПРАВОВОЙ И ПОЛИТИЧЕСКИЙ ЦУГЦВАНГ

В работе рассматриваются перспективы возможной конфискации государственных активов Российской Федерации в пользу западных стран. Кратко рассмотрен случай конфискации частных активов. Проанализированы прецеденты конфискации суверенных активов. Продемонстрирована юридическая несостоятельность намерений конфискации российских активов. Несмотря на то что западными странами ведется активная работа по нормативному решению вопроса, показано, что реализация такого сценария несет серьезные риски для международной валютной системы, может выступить драйвером значительной эрозии системы, построенной на долларовой гегемонии в целом. В этой ситуации любое действие, равно как и бездействие, влечет ухудшение ситуации, что отсылает нас к названию статьи, вызывая ассоциацию с цугцвангом.

**Ключевые слова:** суверенные активы, частная собственность, конфискация, принцип суверенного иммунитета, международное право.

УДК: 339.7, 339.98

EDN: FDRANL

DOI: 10.52180/2073-6487\_2024\_3\_47\_60

Вопрос конфискации замороженных на территории западных стран российских активов, прежде всего валютных резервов Банка России, в последнее время регулярно поднимается на политическом уровне. Организованы соответствующие исследования, к работе привлечены именитые юристы.

В то же время в отличие от частных активов<sup>1</sup>, которые подвергаются аресту, заморозке и конфискации<sup>2</sup>, не только российские государственные активы, но и прибыль от них пока никак не используются западными государствами, несмотря на регулярные требования антироссийски и проукраински настроенных политиков направить их на помощь Украине.

Этому есть объективное объяснение. Если схемы изъятия частных активов иностранцев на Западе отработывались веками и подкреплены солидной юридической базой, то одностороннее изъятие собственности государств обычно вступает в противоречие с международным правом<sup>3</sup>. При этом прямые последствия подобных действий, включая «зеркальные» меры пострадавших государств, могут оказаться менее значимыми, чем косвенные. Исследованию этой темы и посвящена настоящая работа.

### Конфискация частных активов

Страны современного Запада, которые позиционируют себя как страны с «устойчивой демократией», давно наделили себя правом самостоятельно изобретать удобные для них и, как они считают, обязательные для всех «правила», в том числе касающиеся толкования и применения норм и принципов международного права<sup>4</sup>. Специфическая интерпретация отдельных правовых положений с прицелом на сохранение видимости соблюдения законодательства дополняется действиями вне правового поля, размыванием ответственности между национальными и наднациональными механизмами, а в отдельных случаях – целенаправленным принятием законов, намеренно допускающих максимально широкую трактовку.

<sup>1</sup> Например, в феврале 2023 г. суд в США постановил конфисковать принадлежащие российскому предпринимателю К. Малофееву 5,4 млн долл. США. <https://www.reuters.com/world/europe/us-attorney-general-oks-transfer-forfeited-funds-russia-oligarch-use-ukraine-2023-05-10/> (дата обращения: 23.05.2024 г.).

<sup>2</sup> В прессе понятия «арест», «заморозка/блокировка» и «конфискация» часто смешиваются, однако между ними есть существенное различие. Заморозка или блокировка активов – это ограничение их использования вплоть до полного запрета. Арест представляет собой, по сути, заморозку, но в судебном порядке, как правило, рассматривается в качестве обеспечительной меры по иску. Конфискация предполагает изъятие активов в пользу государства.

<sup>3</sup> Имеются, впрочем, и соответствующие международно-правовые механизмы: резолюции Совета Безопасности ООН, соглашения о репарациях, решения Международного Суда и других органов международного правосудия, обязывающий характер решений которых признают все стороны.

<sup>4</sup> По сути, это является основным элементом концепции «порядка, основанного на правилах».

Например, небезызвестным американским «Глобальным Актом Магнитского» президент США (т. е. исполнительная власть) наделяется полномочиями налагать экономические и визовые санкции на лиц, которых «президент считает ответственными за внесудебные убийства, пытки или другие нарушения международно признанных прав человека», совершенные в отношении лиц, которые «предают огласке незаконные действия государственных чиновников или ... защищают или поощряют международно признанные права человека»<sup>5</sup>. Очевидно, что подобная формулировка оставляет весьма широкий простор для интерпретаций и позволяет подвести под действия данного американского закона практически всех, кто оказывает помехи агентам американского влияния за рубежом.

Следует отметить, что «Акт Магнитского» не предусматривает конфискацию активов в качестве санкционной меры, однако предполагает запрет на въезд подсанкционных лиц и заморозку активов на территории США. При этом необходимость приведения доказательств об отсутствии оснований для включения в соответствующие списки лежит на их фигурантах, что объективно нарушает принцип презумпции невиновности, а процедура исключения из списков сопряжена с существенными издержками, в том числе и финансовыми.

«Каких-либо заметных последствий для экономики России этот закон не имел: блокирования группы чиновников рынок попросту не заметил. Более того, эффективность с точки зрения продвижения демократии и прав человека в их американской трактовке можно считать отрицательной. Закон вызвал резкую реакцию Москвы и привел к последствиям, прямо противоположным ожидаемым» [6, с. 141–142]. Вместе с тем не будет преувеличением сказать, что значительная часть активов, замороженных в соответствии с данным законом, будет, весьма вероятно, в конце концов признана не востребовавшей и обращена в доход США.

После начала российской специальной военной операции на Украине Вашингтон активизировал работу на данном направлении. На сегодняшний момент Россия является безусловным мировым «лидером» по количеству введенных в отношении нее санкций: только за период с конца февраля по май 2022 г. против нашей страны было введено 4620 санкций [1, с. 50].

В марте 2022 г. Министерством юстиции США была сформирована специальная межведомственная группа KleptoCapture, в задачи которой входит в том числе поиск и арест российских активов с последующим направлением в суды исков, предусматривающих их конфискацию.

---

<sup>5</sup> Global Magnitsky Human Rights Accountability Act, Section 1263. <https://ofac.treasury.gov/media/5721/download?inline> (дата обращения: 26.05.2024 г.).

В частности, в феврале 2024 г. 484 тыс. долл. США, полученных в результате данных действий, были направлены в Эстонию для поддержки Украины<sup>6</sup>. Очевидно, что подобная практика продолжится и в дальнейшем.

В Евросоюзе также арестованы значительные активы российских граждан<sup>7</sup>, однако «политической отмашки» на их конфискацию дано не было. Еврокомиссар по вопросам юстиции и верховенства права Дидье Рейндерс заявлял ранее, что конфискация может осуществляться на основании уголовных обвинений в обходе введенных ЕС ограничений, а также в рамках приговоров по обвинениям в совершении военных преступлений и преступлений против человечности.

В этом контексте следует обратить внимание на то, что, согласно устоявшейся мировой практике, конфискация как мера уголовно-правового характера применяется в отношении имущества или денег, которые выступали орудием совершения преступлений или получены в результате совершения преступных деяний. На момент заморозки активов физические лица, в отношении которых приняты соответствующие ограничительные меры, никаких правонарушений не совершили. То есть конфискацию имущества в уголовном процессе планируют применять для решения политических задач, связанных с изъятием имущества и денег у российских лиц, и для направления их на финансирование военной кампании на Украине. Однако уголовное право ни при каких обстоятельствах не должно использоваться для достижения политических целей [2, с. 9; 8, р. 499].

Тем не менее 12 марта 2024 г. Европарламентом одобрен проект директивы об установлении уголовной ответственности «за нарушения ограничительных мер ЕС»,<sup>8</sup> 13 марта – директивы «об изъятии и конфискации активов»<sup>9</sup>. Предполагается расширить полномочия стран по изъятию активов и их замораживанию в качестве обеспечительной меры, а также ввести уголовную ответственность за нарушение санкций и их обход. Проекты директив должны быть утверждены Советом ЕС, после чего страны – члены Евросоюза должны будут имплементировать их положения в национальное законодательство в течение 12 месяцев.

<sup>6</sup> Более подробно см. <https://www.justice.gov/opa/pr/justice-department-transfers-approximately-500000-forfeited-russian-funds-estonia-benefit> (дата обращения: 26.05.2024 г.).

<sup>7</sup> По разным данным, их общая стоимость составляет от 17 до 30 млрд евро. В декабре 2023 г. еврокомиссар Д. Рейндерс сообщил о 28,7 млрд евро. <https://www.rbc.ru/politics/04/12/2023/656df5169a79479316c9543f> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>8</sup> Definition of criminal offences and penalties for the violation of Union restrictive measures. Док. Европарламента P9\_TA(2024)0125. [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0125\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0125_EN.pdf) (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>9</sup> Asset recovery and confiscation. Док. Европарламента P9\_TA(2024)0141. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/HIS/?uri=CELLAR:b3f07b52-fdaf-11ee-a251-01aa75ed71a1> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

## Конфискация суверенных активов: краткая история вопроса

Изъятие активов государств и их последующее направление на определенные цели широко практиковалось во время войн, причем необязательно в рамках соглашений о репарациях. Так, резервы стран, вошедших по итогам Второй мировой войны в социалистический блок, использовались США по своему усмотрению, включая выплаты обязательств по ленд-лизу и компенсации конфискованного имущества американским гражданам. Согласно Закону о международных чрезвычайных экономических полномочиях,<sup>10</sup> президент США может передавать активы государств, с которыми они находятся в вооруженных боевых действиях или нападению которых подверглись, «агентам или лицам» по своему усмотрению.

Заморозка суверенных активов и их последующее изъятие регулярно практиковалась в США. Так, в 2016 г. Иран был признан ответственным за теракт 11 сентября 2001 г., а его арестованные средства (значительная часть их была заморожена еще с 1979 г.) были использованы для выплаты компенсаций страховщикам и пострадавшим на сумму 10,5 млрд долл. США<sup>11</sup>.

Компенсационная комиссия ООН по Ираку присудила выплаты истцам на общую сумму 52,4 млрд долл. США<sup>12</sup>. Эти средства изымались в том числе из замороженных в 1990 г. иракских резервов. Президент США Дж. Буш в 2003 г. распорядился конфисковать «все недипломатические активы» Ирака, которые были использованы в последующем «на нужды населения». Их общий объем составил 1 740 млн долл. США<sup>13</sup>.

В 2011 г. были заморожены активы Инвестиционного фонда Ливии на сумму около 68 млрд долл. Часть доходов от этих средств была впоследствии передана в распоряжение Правительства национального согласия Ливии. Вместе с тем сами активы остаются замороженными, хотя фонд продолжает функционировать как юридическое лицо<sup>14</sup>.

<sup>10</sup> International Economic Emergency Powers Act (IEEPA). <https://www.congress.gov/110/crpt/srpt82/CRPT-110srpt82.pdf> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>11</sup> См., например: <https://www.rt.com/usa/335174-iran-damages-september-911-victims/?ysclid=lxevswv11t969625804> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>12</sup> [https://www.reuters.com/world/middle-east/iraq-pays-last-chunk-524-billion-gulf-war-reparations-un-2022-02-09/#:~:text=GENEVA%2C%20Feb%209%20\(Reuters\),set%20up%20by%20the%20U.N.](https://www.reuters.com/world/middle-east/iraq-pays-last-chunk-524-billion-gulf-war-reparations-un-2022-02-09/#:~:text=GENEVA%2C%20Feb%209%20(Reuters),set%20up%20by%20the%20U.N.) (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>13</sup> <https://www.nytimes.com/2003/03/22/world/a-nation-at-war-iraqi-assets-bush-asks-seizure-of-1.7-billion-held-in-us.html> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>14</sup> См., например: <https://libyareview.com/39077/libyan-official-concerned-over-erosion-of-frozen-assets-abroad/> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

В 2019 г. Банк Англии отказал правительству Венесуэлы в выдаче слитков золота на общую сумму более 1 млрд долл. США под предлогом того, что Лондон признал законность «временного президентства» Хуан Гуайдо. Обращения венесуэльской стороны в британские суды не принесли результатов<sup>15</sup>.

В 2012 г. Евросоюз принял решение о заморозке валютных резервов Центрального банка Сирии на сумму около 20 млрд долл. США. Решение о заморозке было принято Советом ЕС под предлогом того, что «режим продолжает жестокую кампанию репрессий против гражданского населения и систематические и широко распространенные нарушения прав человека»<sup>16</sup>.

Резервы Центрального банка Афганистана, составлявшие на момент смены режима в 2021 г. около 7 млрд долл. США, были конфискованы (называя вещи своими именами – украдены). Половина была переведена в созданный США «Фонд для афганского народа», вторая половина зарезервирована на выплаты по возможным судебным искам со стороны жертв терактов 11 сентября 2001 г.

Следует отметить, что если в случае Ирака и Ливии юридическим основанием для конфискации (пусть и с определенной натяжкой) можно было назвать резолюции Совета Безопасности ООН, то в отношении Венесуэлы и Афганистана изъятие носило откровенно произвольный характер. Очевидно и то, что в случае с Россией санкции Совета Безопасности ООН ожидать не приходится, и международно-правовых оснований для конфискации суверенных российских активов не появится.

В то же время западные страны стремятся изменить национальное законодательство в целях узаконивания конфискации замороженных активов иностранных государств даже в случае отсутствия состояния войны/прямого конфликта с ними или решения Совета Безопасности ООН.

Так, только за период с 15 марта по 7 апреля 2022 г. в Конгресс США поступило 7 законопроектов, направленных на создание нормативно-правовой базы для конфискации российских активов [5, с. 83]. Юридическая возможность конфискации активов, принадлежащих иностранным государствам, была создана в Канаде. Соответствующие поправки к Закону о специальных экономических мерах 1992 г.<sup>17</sup> были приняты в 2022–2023 гг. Исполнительные власти страны наделяются

<sup>15</sup> <https://www.reuters.com/world/britains-high-court-rules-against-venezuelas-maduro-latest-gold-battle-2022-07-29/> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>16</sup> Более подробно см. <https://www.centralbanking.com/central-banking/news/2155325/eu-freezes-assets-syrian-central-bank> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>17</sup> Special Economic Measures Act (SEMA). <https://laws-lois.justice.gc.ca/PDF/S-14.5.pdf> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

правом изымать по своему усмотрению средства иностранных государств и направлять их на восстановление государства, пострадавшего от грубого нарушения международного мира и безопасности и компенсацию жертвам.

Конгрессом США в апреле 2024 г. был принят «Акт о восстановлении экономического процветания и возможностей для Украины»<sup>18</sup>. В нем президент страны наделяется полномочиями конфисковать российские суверенные активы в американских банках и передавать их в специальный фонд «на восстановление Украины».

Подробный анализ негативных последствий вступления этого закона в силу был сделан аналитиками фонда Heritage<sup>19</sup>. В частности, было отмечено, что объем замороженных на территории США российских суверенных активов составляет около 4,95 млрд долл. США, тогда как на территории Евросоюза – около 226 млрд (большая часть – около 206 млрд долл. США – на счетах бельгийского депозитария Euroclear). Риски для финансовой системы США, включая рынки капитала, в этом случае существенно превышают прибыль, которую можно было бы извлечь из конфискации активов, особенно с учетом того, что США устойчиво занимает первое место в мире по объему долговых обязательств.

Опасения по поводу конфискации выразила и глава Европейского центрального банка Кристин Лагард, охарактеризовавшая потенциальные решения о принудительном изъятии российских активов как «разрушение международного порядка, который мы хотели бы защитить»<sup>20</sup>.

12 февраля 2024 г. Советом ЕС принят регламент<sup>21</sup>, вносящий поправки в действующий санкционный режим против России. Документом установлены дополнительные правила для европейских депозитариев по обращению с суверенными активами России. Впредь депозитарии, имеющие более 1 млн евро активов и резервов Банка России на своих счетах, должны будут вести отдельный учет остатков средств, аккумулирующихся у них в результате их заморозки, а также собирать на отдельных счетах доходы от реинвестирования

---

<sup>18</sup> Rebuilding Economic Prosperity and Opportunity (REPO) for Ukrainians Act. <https://www.congress.gov/bill/118-the-congress/senate-bill/2003> (дата обращения: 20.03.2024 г.).

<sup>19</sup> <https://www.heritage.org/budget-and-spending/report/the-repo-ukrainians-act-unnecessary-costly-and-risky> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>20</sup> Цит. по: <https://www.rt.com/news/596161-lagarde-russian-assets-international-order/> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>21</sup> COUNCIL REGULATION (EU) 2024/576 of 12 February 2024 amending Regulation (EU) No 833/2014 concerning restrictive measures in view of Russia's actions destabilising the situation in Ukraine <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2024/576/oj> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

данных средств с 15 февраля 2024 г.<sup>22</sup> Прибыль депозитариев после вычета административных расходов и уплаты корпоративного налога в стране – члене ЕС не должна отчуждаться в пользу акционеров или третьих лиц. «Непредвиденные и чрезвычайные доходы» депозитариев от «замороженных» активов Банка России в соответствии с действующими нормами ЕС не подлежат выплате Банку России даже после отмены санкций.

Обсуждался и вопрос передачи прибыли от замороженных российских суверенных активов Украине<sup>23</sup>. В частности, 20 марта 2024 г. Высокий представитель ЕС по иностранным делам и политике безопасности Жозеп Боррель предложил передать 90% этих средств в «Европейский фонд мира», через который осуществляется финансовая помощь Украине на военные цели, а оставшиеся 10% – в бюджет ЕС для финансирования украинского военно-промышленного комплекса<sup>24</sup>.

Соответствующее решение так и не было принято. Совет ЕС на заседании 22 марта 2024 г. постановил оставить эти доходы на счетах депозитариев, в первую очередь – бельгийской компании Euroclear. Только по итогам 2023 г. прибыль Euroclear от размещенных на счетах компании российских активов составила 4,4 млрд евро [3, с. 17]. При этом подразумевается, что эти деньги могут быть потрачены на оплату судебных издержек по искам в России и за рубежом.

Поиск решения по использованию российских активов, в том числе и государственных, имеет место и в Швейцарии. Так, 7 марта 2024 г. Совет кантонов (верхняя палата парламента) Швейцарии поручил правительству принять меры по разработке механизма репараций Украине в рамках международного права, в том числе законной передачи замороженных активов Центрального банка и госкомпаний украинской стороне. При этом голосование было отнюдь не единодушным – 21 член совета высказался «за», 19 – «против», трое воздержалось.

Понимая юридическую несостоятельность возможных изъятий активов, США предложили членам «Группы семи» создать специальный механизм, который использовал бы их как гарантии: выпустить гособлигации на сумму не менее 50 млрд долл. и обеспечить их прибылью от замороженных российских средств. Для управления заблокированными активами при этом предлагалось создать специальную компанию.

<sup>22</sup> Иное решение неизбежно вызвало бы юридические коллизии, поскольку, очевидно, имело бы обратную силу.

<sup>23</sup> <http://www.politico.eu/article/euroclear-missing-profits-ukraine-eu-russia-assets/> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>24</sup> <https://www.eunews.it/en/2024/05/08/eu-agreement-on-profits-from-frozen-russian-assets-90-per-cent-will-go-to-military-assistance-for-ukraine/> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

Данное предложение также вряд ли получит поддержку, поскольку предполагает операции с активами. Кроме того, предъявление обязательств к погашению означало бы передачу замороженных средств – того, чего американцы и европейцы пока пытаются избежать. Поэтому в заявлении министров финансов и глав центральных банков «Группы семи» по итогам встречи в Вашингтоне 17 апреля 2024 г. говорится о намерении сохранить замороженными суверенные российские активы до тех пор, пока не будут гарантированы выплаты от России за ущерб в рамках украинского конфликта и продолжить работу над всеми возможными способами использования замороженных суверенных активов России для поддержки Украины в соответствии с международным правом и национальными правовыми системами<sup>25</sup>.

Российская позиция по всем указанным действиям недружественных стран была выражена однозначно. В частности, МИД России отметил, что подобный шаг «обнуляет основополагающие принципы и нормы международного права в отношении государственного иммунитета», а «любое посягательство на российскую государственную собственность под прикрытием какого бы то ни было надуманного «репарационного механизма» будет являться не чем иным, как воровством на государственном уровне»<sup>26</sup>. В случае конфискации российских резервов или попыток использовать их в качестве залога по облигациям с целью привлечения капиталов для финансирования киевского режима Россия будет «руководствоваться принципом взаимности в международных отношениях, предусматривающим неотъемлемое право на ответные меры»<sup>27</sup>.

### **Последствия конфискации активов: прямые и косвенные**

Как уже отмечалось, нормативная база для изъятия российских суверенных активов, в принципе, может быть создана, и соответствующие шаги для этого предпринимаются. Однако то, что работа застопорилась, означает, что конфискация может иметь серьезные последствия.

---

<sup>25</sup> Полный текст заявления размещен по адресу: <https://www.g7italy.it/wp-content/uploads/G7-Capri-Communique-SUPPORT-FOR-UKRAINE.pdf> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>26</sup> <https://ria.ru/20240314/ekonomika-1932796332.html> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>27</sup> Ответ официального представителя МИД России М.В. Захаровой на вопрос СМИ относительно возможных ответных мер России на экспроприацию Западом суверенных российских активов. [https://mid.ru/ru/foreign\\_policy/news/1945182/](https://mid.ru/ru/foreign_policy/news/1945182/) (дата обращения: 27.05.2024 г.).

Это также подтверждается политическими заявлениями. Например, президент Франции Эммануэль Макрон заявил 5 марта 2024 г., что конфискация замороженных российских активов и использование их на финансирование Украины противоречит международному праву, а начало такого обсуждения «ослабит ЕС»<sup>28</sup>. Французский лидер добавил при этом, что «когда мы защищаем верховенство права, нам надо идти до конца».

Директор департамента коммуникаций МВФ Джули Козак 22 февраля 2024 г. подтвердила<sup>29</sup>, что конфискация Западом суверенных российских активов несет риски для международной валютной системы: «Риски включают возможность судебного разбирательства, ответные меры и угрозы для международной валютной системы», а соответствующие действия со стороны Запада должны иметь «достаточное юридическое обоснование».

Действительно, правовая аргументация для конфискации российских государственных активов носит весьма зыбкий характер. Например, в подготовленном западными юристами для Европарламента исследовании «Правовые основания конфискации российских государственных активов для поддержки восстановления Украины»<sup>30</sup> содержится следующее утверждение: «Согласно международному обычному праву, государство несет ответственность за свои международно-противоправные деяния, что, в свою очередь, обуславливает взаимную обязанность обеспечить репарации. В своей агрессии против Украины Россия действовала в нарушение своих международных обязательств, включая Устав ООН. Это было неоднократно признано Генеральной Ассамблеей ООН»<sup>31</sup>.

Юридическая несостоятельность подобных заявлений очевидна. Во-первых, «ответственность государств за международно-противоправные деяния» никак не может считаться общепризнанной нормой международного права. Эта концепция была сформулирована в виде соответствующих статей в докладе Комиссии международного права ООН<sup>32</sup>,

<sup>28</sup> Видеоинтервью опубликовано на официальном сайте Президента Франции <http://www.elysee.fr/emmanuel-macron/2024/03/05/deplacement-du-president-de-la-republique-a-prague> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>29</sup> <https://pledgetimes.com/imf-warns-against-confiscation-of-russian-assets/> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>30</sup> Legal options for confiscation of Russian assets to support the reconstruction of Ukraine. [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS\\_STU\(2024\)759602](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_STU(2024)759602) (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>31</sup> См. Legal options for confiscation of Russian assets to support the reconstruction of Ukraine, стр. 5 [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS\\_STU\(2024\)759602](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_STU(2024)759602) (дата обращения: 27.05.2024 г.).

<sup>32</sup> Док. ООН A/56/10 [https://legal.un.org/ilc/publications/yearbooks/russian/ilc\\_2001\\_v2\\_p2.pdf](https://legal.un.org/ilc/publications/yearbooks/russian/ilc_2001_v2_p2.pdf) (дата обращения: 27.05.2024 г.).

который был лишь «принят к сведению» Генеральной Ассамблеей ООН и предложен вниманию правительств, «не затрагивая при этом вопроса о будущем принятии» этих статей<sup>33</sup>.

Во-вторых, факт «агрессии России против Украины» не установлен ни Советом Безопасности ООН, ни каким-либо другим международным органом, уполномоченным выносить юридически обязывающие для России решения.

В-третьих, резолюции Генеральной Ассамблеи ООН, на которые ссылаются европейские юристы, носят для государств лишь рекомендательный характер и, кроме того, не принимались консенсусом.

Вместе с тем приведенные выше доводы вряд ли перевесят соображения «политической целесообразности», которыми в последнее время все чаще руководствуются в своих действиях не только западные страны, но и отдельные международные органы, в том числе контрольные. Существенно более весомым аргументом является прецедентный характер подобных решений и возможность их дальнейшего использования против западных стран и их союзников. В частности, приведенная выше формулировка (вплоть до «неоднократного признания Генеральной Ассамблеей ООН») применима к действиям Израиля в оккупированной Палестине, американской блокаде Кубы и незаконной аннексии Мальвинских островов Великобританией.

Прецедент принудительного изъятия российских суверенных активов, очевидно, повлечет за собой ответные меры со стороны России, о чем уже было недвусмысленно объявлено. В этом случае велика вероятность подачи пострадавшими собственниками исков о возмещении убытков, причем не только к государствам, изъывшим средства, но и к депозитариям, к тому же Euroclear, например. Это может в конечном итоге привести к существенным сложностям для финансовых систем западных стран, вплоть до банкротств.

Что касается косвенных последствий, то попытки Запада передать российские активы или прибыль от их использования Украине неминуемо приведут к сокращению доли валют западных стран в международных расчетах и последующему высвобождению денежной массы. Это, в свою очередь, будет способствовать усилению долговой нагрузки на их эмитентов и может выступить драйвером инфляции.

Конфискация российских золотовалютных резервов будет негативно воспринята в государствах, чьи резервы также размещены в валютах стран, которые пойдут на такие меры. De facto это будет означать размывание прав собственности [4, с. 279], в результате чего

---

<sup>33</sup> См. п. 3 резолюции Генеральной Ассамблеи ООН A/RES/56/83 <https://documents.un.org/doc/undoc/gen/n01/477/99/pdf/n0147799.pdf?token=XiTTxuTA7QT59n66aR&fe=true> (дата обращения: 27.05.2024 г.).

произойдет утрата доверия к правительствам и финансовым системам стран, которые прибегнут к изъятию российских активов. Все это вызывает у западных стран беспокойство относительно того, смогут ли они в дальнейшем привлекать активы иностранных центральных банков [7, р. 15]. Кроме того, это приведет к снижению инвестиций: риск оказаться втянутыми в длительные международные судебные разбирательства с плохо предсказуемым исходом не способствует повышению инвестиционной привлекательности.

Эрозии подвергнется система валютного резервирования, которую США выстраивали десятилетиями при помощи институтов, основанных на Бреттон-Вудских и Ямайских соглашениях, и благодаря которой создан и искусственно поддерживается «долларовый пузырь». Совокупный долг США по состоянию на 2024 г. превысил 34 трлн долл.<sup>34</sup>, и эти обязательства не могут быть одномоментно (или вообще когда-либо) погашены. Аналогичная ситуация, пусть и в меньших масштабах, сложится и с евро. По сути, конфискация российских резервов ускорит конец гегемонии доллара.

В результате европейцы и американцы оказались перед непростым выбором: изыскать дополнительные резервы на помощь киевскому режиму, который они сами же и взрастили, нанеся собственному будущему критический ущерб, или же занять выжидательную позицию в расчете на поражение России, теряя позиции на Украине и влияние в мире.

В шахматах такая ситуация называется цугцвангом: любое действие, равно как и бездействие, влечет ухудшение ситуации. Впрочем, в нее США и другие страны коллективного Запада давно загнали себя сами.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Артемов Н.М., Ситник А.А.* Противодействие антироссийским санкциям в платежной и валютной сферах // Актуальные проблемы российского права. 2022. № 6. С. 48–62. DOI: 10.17803/1994-1471.2022.139.6.048-062. EDN: HRCWEJ.
2. *Войников В.В.* Конфискация по-эстонски. Правовые и политические аспекты возможного изъятия российских активов в странах ЕС // Балтийский регион. 2024. № 1. С. 4–22. DOI: 10.5922/2079-8555-2024-1-1 EDN: BAFXUH.
3. *Волков Г.Ю.* Перспективы реализации риска конфискации российских зарубежных активов представителями администрации недружественных стран // Право, экономика и управление: актуальные вопросы. Сб. трудов конф. Чебоксары. Издательский дом «Среда», 2024. С. 15–18. DOI: 10.31483/r-110337 EDN: FRWJUE.

<sup>34</sup> <https://quote.rbc.ru/news/article/645e58c89a7947668c1aadf6?ysclid=lxld9bigh193812693>  
(дата обращения: 05.05.2024 г.)

4. Гимальдинов Б.А. Управление активами иностранных компаний в условиях санкций // Управление активами – 2023: бизнес-модели в эпоху изменения делового климата / Под ред. И.М. Степнова, Ю.А. Ковальчука. М.: Институт проблем рынка Российской академии наук, 2023. С. 279-283. DOI: 10.33051/978-5-6048731-3-7-2023-1-488. EDN: JMIVWX.
5. Лебедева О.В. Санкционный «дикий Запад»: конфискация замороженных российских активов как возможный новый инструмент санкционной политики США // Перспективы. Электронный журнал. 2022. № 4. С. 80–87. DOI: 10.32726/2411-3417-2022-4-80-87 EDN: CRTRJY.
6. Тимофеев И.Н. Сомнительная эффективность? Санкции против России до и после февраля // Россия в глобальной политике. 2022. № 4. С. 136–152. DOI: 10.31278/1810-6439-2022-20-4-136-152 EDN: OGQEHM.
7. Kamminga M.T. Confiscating Russia's Frozen Central Bank Assets: A Permissible Third-Party Countermeasure? // Netherlands International Law Review. 2023. Vol. 70. Pp. 1–17.
8. Sakellaraki A. EU Asset Recovery and Confiscation Regime – Quo Vadis? A First Assessment of the Commission's Proposal to Further Harmonise the EU Asset Recovery and Confiscation Laws. A Step in the Right Direction? // New Journal of European Criminal Law. 2022. Vol. 13. No. 4. Pp. 478–501.

#### REFERENCES

1. Artemov N.M., Sitnik A.A. Countering anti-Russian sanctions in the payment and currency spheres // Actual problems of Russian law. 2022. No. 6. Pp. 48–62. DOI: 10.17803/1994-1471.2022.139.6.048-062. EDN: HRCWEJ. (In Russ.).
2. Voynikov V.V. Confiscation in Estonian. Legal and political aspects of the possible seizure of Russian assets in the EU countries // Baltic Region. 2024. No. 1. Pp. 4–22. DOI: 10.5922/2079-8555-2024-1-1 EDN: BAFXZH. (In Russ.).
3. Volkov G.Y. Prospects for realizing the risk of confiscation of Russian foreign assets by representatives of the administration of unfriendly countries // Law, Economics and Management: topical issues. Collection of works of the conf. Cheboksary: ID «Wednesday», 2024. Pp. 15–18. DOI: 10.31483/r-110337 EDN: FRWJUE. (In Russ.).
4. Himaldinov B.A. Asset management of foreign companies under sanctions // Asset Management – 2023: business models in the era of business climate change / Ed. Stepnova I.M., Kovalchuk Y.A. M.: Institute of Market Problems of the Russian Academy of Sciences, 2023. Pp. 279–283. DOI: 10.33051/978-5-6048731-3-7-2023-1-488. EDN: JMIVWX. (In Russ.).
5. Lebedeva O.V. The sanctions «wild West»: confiscation of frozen Russian assets as a possible new tool of the US sanctions policy // The prospects. Electronic journal. 2022. No. 4. Pp. 80–87. DOI 10.32726/2411-3417-2022-4-80-87 EDN: CRTRJY. (In Russ.).
6. Timofeev I.N. Questionable effectiveness? Sanctions against Russia before and after February // Russia in global politics. 2022. No. 4. Pp. 136–152. DOI: 10.31278/1810-6439-2022-20-4-136-152 EDN: OGQEHM. (In Russ.).
7. Kamminga M.T. Confiscating Russia's Frozen Central Bank Assets: A Permissible Third-Party Countermeasure? // Netherlands International Law Review. 2023. Vol. 70. Pp. 1–17.
8. Sakellaraki, A. EU Asset Recovery and Confiscation Regime – Quo Vadis? A First Assessment of the Commission's Proposal to Further Harmonise the EU Asset Recovery and Confiscation Laws. A Step in the Right Direction? // New Journal of European Criminal Law. 2022. Vol. 13. No. 4. Pp. 478–501.

Дата поступления рукописи: 06.05.2024 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Шевцов Алексей Леонтьевич** – кандидат политических наук, заместитель Секретаря Совета Безопасности Российской Федерации, Москва, Россия  
ashevtsov@mail.ru

#### ABOUT THE AUTHOR

**Alexey L. Shevtsov** – Cand. Sci. (Pol.), Deputy Secretary of the Security Council of the Russian Federation, Moscow, Russia  
ashevtsov@mail.ru

#### POSSIBLE CONFISCATION OF RUSSIAN STATE ASSETS IN THE WEST: LEGAL AND POLITICAL ZUGZWANG

The paper examines the prospects for the possible confiscation of state assets of the Russian Federation in favor of Western countries. The case of confiscation of private assets is briefly considered. The precedents of the confiscation of sovereign assets are analyzed. The legal inconsistency of the intentions to confiscate Russian assets has been demonstrated. Despite the fact that Western countries are actively working on a regulatory solution to the issue, it is shown that the implementation of such a scenario carries serious risks to the international monetary system, can act as a driver of significant erosion of the Bretton Woods system and dollar hegemony in general. In this situation, any action, as well as inaction, leads to a deterioration of the situation, which refers us to the title of the article, causing an association with zugzwang.

**Keywords:** *sovereign assets, private property, confiscation, the principle of sovereign immunity, international law.*

**JEL:** F51, F53, K11, K33.

**И.А. КВАШНИНА**

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник  
ФГБУН Институт экономики РАН

## **НОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В ГЛОБАЛЬНЫХ ПОТОКАХ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

В текущих геополитических условиях для некоторых стран и экономических блоков политика в отношении входящих и исходящих инвестиций становится частью стратегии экономической безопасности и обеспечения технологического суверенитета. Анализ динамики введения ограничительных и регуляторных мер в отношении ПИИ свидетельствуют об усилении протекционизма, что приводит, в частности, к реконфигурации мировых потоков капитала. Оценка изменений объемов и географии распределения различных видов трансграничных инвестиций позволяет сделать заключение о происходящей, с одной стороны, локализации части ПИИ внутри геополитически близких государств, а с другой – диверсификации инвестиционных партнеров в целях снижения политических и экономических рисков.

**Ключевые слова:** ПИИ, протекционизм, регуляторные меры, фрагментация.

УДК: 339.9, 339.72

EDN: FVZLEY

DOI: 10.52180/2073-6487\_2024\_3\_61\_75

В последнее десятилетие в трансграничном перемещении капитала как части мировых экономических связей происходят заметные изменения. С одной стороны, в условиях технологической трансформации и на фоне опережающего роста трансграничных потоков нематериальных активов снижается роль прямых вложений иностранного капитала. С другой стороны, по геополитическим причинам и соображениям национальной безопасности в инвестиционной политике ведущих мировых игроков все чаще используются ограничительные, регуляторные или санкционные практики. В связи с этим возникают вопросы, как происходящие изменения в экономической политике влияют на конфигурацию потоков прямых иностранных инвестиций (ПИИ), происходит ли в этой области переход от глобализации к фрагментации, от либерализации к протекционизму и каковы его возможные последствия?

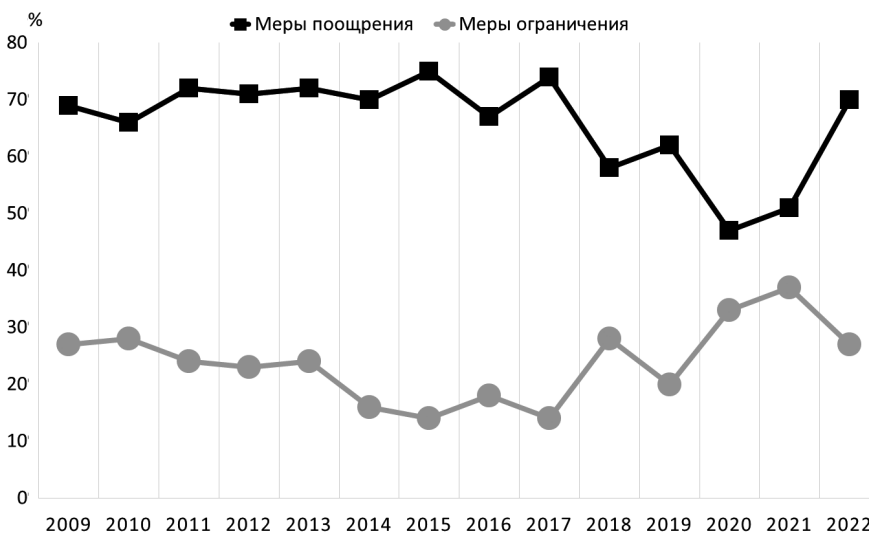
## Изменения в политике регулирования ПИИ

Мировая практика регулирования прямых иностранных инвестиций в течение последних десятилетий в целом была направлена на повышение экономической эффективности и отличалась достаточно либеральным подходом как в развивающихся, так и в развитых странах. Она заключалась в стимулировании притока инвестиций с полными или частичными изъятиями для стратегически важных отраслей (военная, космическая промышленность, финансовый сектор, информация и связь, добыча природных ресурсов и др.) [1]. После окончания мирового финансово-экономического кризиса, несмотря на провозглашенный странами Большой двадцатки курс на либерализацию [2], число протекционистских практик во внешней торговле увеличилось в разы, превысив количество мер по либерализации [3, с. 12]. Усиление протекционизма затронуло и прямые иностранные инвестиции (см. рис. 1). Согласно методологии ЮНКТАД изменения в инвестиционной политике могут быть направлены на либерализацию или поощрение ПИИ, ограничение или регулирование, либо – иметь нейтральный/неопределенный характер<sup>1</sup>. К числу первых относятся меры по упрощению административных процедур инвестирования, открытие для ПИИ доступа к новым видам деятельности, а также новые стимулы для инвестиций. К числу вторых – скрининг (мониторинг) ПИИ, ограничения для защиты национальных компаний, контроль по регуляторным или политическим причинам за слияниями и поглощениями с участием иностранных инвесторов.

Первая волна протекционизма в отношении иностранного капитала пришлось на период 2010–2013 гг. Новые ограничения или регулирование, как правило, были связаны с вопросами обеспечения национальной безопасности или же касались прав собственности на землю и природные ресурсы. Вторая волна (2017–2018 гг.) – в значительной степени была обусловлена началом торговой войны между США и КНР и налоговыми изменениями в США. Третий, и самый значительный всплеск, который на рис. 1 выглядит как узкий коридор, пришелся на период кризиса, вызванного пандемией COVID-19. Реакцией на пандемию стало увеличение числа мер, связанных с ограничением или регулированием иностранных инвестиций с целью защиты чувствительных (с точки зрения национальной безопасности) активов, недопущением кризисных продаж упавших в цене национальных компаний. Доля мероприятий протекционистского характера увеличилась, по данным UNCTAD, в 2020 г. до 41% против 24% в 2019 г. и 28%

<sup>1</sup> World Investment Report 2018 – Investment and New Industrial Policies. N.Y. and Geneva: UNCTAD. 2018. P. 80.

в кризисном 2009 г. Как и в предыдущие годы, абсолютное большинство защитных мер было принято развитыми странами, хотя некоторые развивающиеся государства и страны с переходной экономикой также действовали в этом направлении [4]. На фоне развернувшегося кризиса многие страны параллельно с ограничительными мерами делали шаги по стимулированию притока капитала, в том числе и зарубежного, в сектор здравоохранения.



Источник: построено автором по: данные UNCTAD World Investment Report, за 2010–2023 гг. <https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report>

Рис. 1. Соотношение между либеральными и протекционистскими мерами в национальной инвестиционной политике

По мере выхода из кризиса вновь наметился тренд на поощрение инвестиций. Планы по восстановлению экономик предусматривали привлечение всех видов инвестиций прежде всего в инфраструктурные отрасли, а также такие растущие сектора, как цифровая экономика, возобновляемая энергетика [5]. Двукратный рост числа либеральных практик в 2022 г. происходил за счет развивающихся стран Азии, Африки и Латинской Америки. Это не удивительно, так как в своем большинстве развивающиеся страны являются реципиентами капитала, а входящие ПИИ – самый значимый источник внешнего финансирования (их объемы, как правило, превышают поступления по линии портфельных и прочих инвестиций). Что же касается развитых стран, то в этой группе половина предпринятых мер была направлена либо на введение новых барьеров в отношении инвестиции, либо на усиление уже действующих. Например, продление ограничений, введенных еще в пандемию, с целью защиты чув-

ствительного национального бизнеса или же запрет на иностранное владение объектов критической инфраструктуры и технологических компаний<sup>2</sup>.

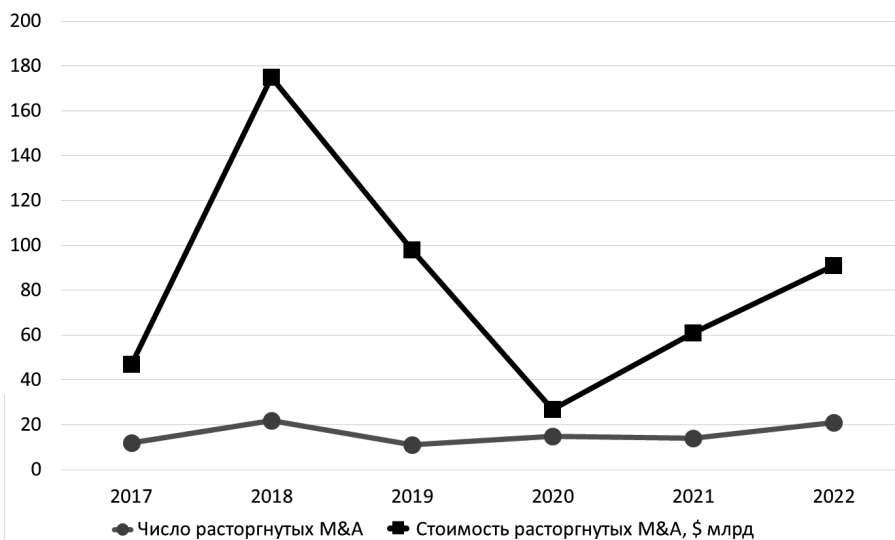
Свидетельством нарастания протекционистских тенденций стало и увеличение числа расторгнутых международных инвестиционных соглашений (МИС). Впервые их количество превысило количество вновь заключенных в 2017 г., а в целом за 2013–2022 гг. число денонсированных МИС на 70% превысило показатели предыдущего десятилетия<sup>3</sup>. Растет и число отмен (запретов) на осуществление трансграничных сделок по слиянию и поглощению (M&As). Спектр расторгнутых по регуляторным или политическим соображениям мегаделок, превышающих 50 млн долл. США (см. рис. 2) широк и включает различные сектора и отрасли: добывающую промышленность, производство полупроводников, автомобилестроение и авиационную отрасль, связь, финансовые, банковские, информационные и торговые услуги, коммерческие медицинские и биологические исследования и др. Во время кризиса, вызванного эпидемией, произошло общее падение числа такого рода сделок, но по мере восстановления инвестиционной активности и роста этого сегмента вновь усилились и ограничительные меры. Совокупная стоимость аннулированных в 2022 г. сделок по слияниям и поглощениям увеличилась за год на 70% и составила 5,4% от общего объема входящих за тот же период ПИИ<sup>4</sup>.

Особенно наглядно протекционистский тренд в отношении торговли и инвестиций проявляется в современной политике США, которые, заметим, и являются лидером по числу аннулированных сделок. Торговая война, которую начал президент Д. Трамп с повышения в 2018 г. импортных пошлин на китайскую продукцию, сопровождалась санкциями против китайской корпорации ZTE (запрет на покупку продукции американских технологических компаний), а затем из-за угрозы национальной безопасности и против Huawei и связанных с ней компаний. На предотвращение экспансии Китая был направлен Закон о модернизации оценки рисков иностранных

<sup>2</sup> World Investment Report 2022 – International Tax Reforms and Sustainable Investment. N.Y. and Geneva: UNCTAD, 2022. P. 59. [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2022\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2022_en.pdf) (дата обращения: 15.04.2024 г.).

<sup>3</sup> World Investment Report 2023 – Investing in Sustainable Energy for All. N.Y. and Geneva: UNCTAD, 2023. P. 73. [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2023\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2023_en.pdf) (дата обращения: 15.04.2024 г.).

<sup>4</sup> World Investment Report 2023 – Investing in Sustainable Energy for All. N.Y. and Geneva: UNCTAD, 2023. P. 69. [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2023\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2023_en.pdf) (дата обращения: 15.04.2024 г.).



Источник: построено автором по: данные UNCTAD, World Investment Report 2018–2023. <https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report>.

Рис. 2. Количество (учитываются сделки свыше \$50 млн) и общая стоимость отмененных по регуляторным и политическим соображениям сделок по трансграничному слиянию и поглощению

инвестиций (FIRRMA) [1]<sup>5</sup>. В том же году вступила в силу налоговая реформа. Помимо снижения налога на прибыль корпораций с 35 до 21%, она предусматривала льготное налогообложение зарубежной прибыли при условии ее репатриации в США, что вызвало отток капитала, в том числе и из Европы<sup>6</sup>.

Замораживание тарифной войны в 2020 г. и смена руководства США не остановили регуляторный процесс в отношении инвестиций. Принципиально новым подходом стало введение контроля за исходящими из США капиталовложениями. В 2021 г. был наложен запрет на инвестиции в компании, связанные с военно-промышленным комплексом, а в 2022 г. рестрикции коснулись новых технологических отраслей: производства оборудования для зеленой энергетики и экспорта передовых полупроводников и технологий их производства. Был также запрещен обмен специалистами в области высоких техно-

<sup>5</sup> Официальный сайт министерства финансов США. <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/the-committee-on-foreign-investment-in-the-united-states-cfius> (дата обращения: 18.04.2024 г.).

<sup>6</sup> World Investment Report 2018 – Investment and New Industrial Policies. N.Y. and Geneva: UNCTAD, 2018. P. 17. [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2018\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2018_en.pdf) (дата обращения: 18.04.2024 г.).

логий, а к антикитайскому «чиповому фронту» примкнули ведущие тайваньские, японские и южнокорейские корпорации. Одновременно с 2023 г. в США вступила в действие десятилетняя программа повышения экономической конкурентоспособности, инноваций и производительности промышленности США. Она базируется на трех принятых законодательных актах – Законе о двухпартийной инфраструктуре (BIL) (2021 г.), Законе о снижении инфляции (IRA) (2022 г.) и Законе о создании полезных стимулов для производства полупроводников и науки (CHIPS) (2022 г.) и предусматривает почти 2 трлн долл. нового федерального финансирования на модернизацию инфраструктуры, экологически чистую энергетику, отечественное производство полупроводников и научно-технические инновации [6]. Приоритет отдается организациям и компаниям, которые поддерживают устойчивость цепочек поставок полупроводников для критически важных отраслей обрабатывающей промышленности в Соединенных Штатах, при этом средства в рамках программы законодательно запрещено использовать за пределами страны<sup>7</sup>.

В свою очередь ЕС утвердил новую нормативную базу для проверки прямых иностранных инвестиций из третьих стран. В 2020 г. вступил в силу Регламент Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2019/452 об установлении правовых рамок для проверки прямых инвестиций в Союз. Новые правила обязывают государства-члены сотрудничать друг с другом и с Европейской комиссией, а именно предоставлять информацию об иностранном инвесторе и его бенефициаре, учитывать мнение других государств-членов и Европейской комиссии о потенциальном воздействии ПИИ на безопасность [5]<sup>8</sup>. С 2023 г. действует Регламент ЕС 2022/2560 об иностранных субсидиях, вводящий режим обязательного уведомления при совершении сделок по слияниям и поглощениям европейских компаний фирмами, которые получили финансовую поддержку от стран, не входящих в ЕС<sup>9</sup>. Европейская комиссия также анонсировала идеи по изменению режима исходящих инвестиций, затрагивающих чувствительные технологии, которые предполагается включить в обновленную Стратегию экономической безопасности ЕС.

Формально поддерживая поворот США в сторону климатической повестки, страны ЕС критически относятся к откровенным требова-

<sup>7</sup> CONGRESS.GOV <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/4346> (дата обращения: 18.04.2024 г.).

<sup>8</sup> Информационно-правовой портал. ГАРАНТ.РУ <https://base.garant.ru/72349856/> (дата обращения: 18.04.2024 г.).

<sup>9</sup> Информационно-правовой портал. ГАРАНТ.РУ <https://base.garant.ru/72349856/> (дата обращения: 18.04.2024 г.).

ниям «покупайте американское» и высказывают опасения, что экспорт из ЕС в США будет затруднен, а предполагаемое щедрое финансирование может подтолкнуть компании из ЕС к переезду в США. Пока что ЕС отреагировал на американские законодательные изменения, адаптацией своих правил государственной помощи. Еврокомиссия (ЕК) 1 февраля 2023 г. опубликовала план зеленого курса для повышения конкурентоспособности промышленности Евросоюза перед лицом США и Китая. Документ включает реформу нормативной базы, упрощение и увеличение финансирования зеленой энергетики и производства. Специальные климатические субсидии Фонда восстановления и устойчивости должны компенсировать воздействие Закона о снижении инфляции IRA на экономику зоны<sup>10</sup>. В целях укрепления европейской полупроводниковой экосистемы, обеспечения экономической безопасности и достижения технологического лидерства в ЕС был принят свой закон о чипах – The European Chips Act-Regulation (2023/1781) и создано в 2023 г. совместное предприятие Chips JU с ожидаемым бюджетом в размере почти 11 млрд евро к 2030 г.<sup>11</sup> В итоге к 2030 г. ЕС планирует занять 20% от мирового рынка полупроводников и вложить в эту отрасль в целом свыше 43 млрд евро<sup>12</sup>.

В отличие от США и ЕС, Китай в условиях усилившейся геополитической напряженности не предпринимал никаких шагов в отношении исходящих инвестиций. Что же касается поступающих в страну ПИИ, то в 2020 г. вступил в силу закон об иностранных инвестициях, направленный на повышение инвестиционной привлекательности КНР для зарубежных инвесторов. Он, в частности, включает дополнительные гарантии защиты иностранных инвестиций, равные и более прозрачные условия ведения бизнеса для зарубежных и китайских инвесторов, более строгие подходы к защите интеллектуальной собственности.

Торгово-инвестиционная война против Китая и политика технологического сдерживания дали дополнительные импульсы для пересмотра промышленной политики КНР, на финансирование которой Китай тратит от двух до пяти процентов ВВП. Среди прочего были активизированы процессы импортозамещения и локализации производства, особенно в сферах высоких технологий. «Война за чипы», как и в США и Европе, сопровождается масштабными внутренними капиталовложениями. Совокупный выделенный объем инвестиций

---

<sup>10</sup> EU's response to the US Inflation Reduction Act (IRA) [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL\\_IDA\(2023\)740087](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_IDA(2023)740087) (дата обращения: 01.06.2024 г.).

<sup>11</sup> European Act of Chips. <https://www.european-chips-act.com/> (дата обращения: 01.06.2024 г.).

<sup>12</sup> WORLD ECONOMIC OUTLOOK: A Rocky Recovery. International Monetary Fund / April 2023. P.108 (дата обращения: 01.06.2024 г.).

на развитие китайской полупроводниковой отрасли не имеет аналогов ни в одной стране мира. Только в 2021–2022 гг. было реализовано 742 проекта общей стоимостью в 302,8 млрд долл. Государственная поддержка обеспечила китайским производителям значительные преимущества с точки зрения себестоимости продукции, фактически изолировав их от глобальной рыночной конкуренции [7, с. 18]. Еще один фронт экономического противостояния, который затронул взаимные потоки прямых инвестиций, открылся после начала СВО с введением финансово-экономических санкций странами условного запада против РФ и ответных защитных мер российской стороной [8].

Таким образом, в современных условиях для многих стран политика в отношении ПИИ становится не только инструментом экономического развития и повышения эффективности, но и ключевой составляющей стратегии экономической безопасности [1] и обеспечения технологического суверенитета. В практическом плане это оборачивается как усилением контроля над входящими ПИИ, так и ограничениями в отношении вывоза инвестиций и интенсификацией их мониторинга.

## Фрагментация и диверсификация ПИИ

Нарушение цепочек поставок и нарастающая геополитическая напряженность вызвали в экспертном сообществе дебаты по поводу будущих перспектив глобализации. Обсуждаются последствия, риски и выгоды возможной геоэкономической фрагментации, а изменения в трансграничных потоках ПИИ становятся важной частью этого дискурса (см., например: [9; 10; 11]).

В результате кризиса, вызванного пандемией, более 80% глобальных секторов столкнулись с нарушениями в цепочке поставок<sup>13</sup>. Как уже отмечалось выше, многие правительства дали понять, что по соображениям устойчивости, национальной безопасности, конкурентоспособности они будут влиять на реконфигурацию некоторых цепочек создания стоимости. На государственном уровне и на уровне компаний начала реализовываться стратегия переноса производства в свою страну (*reshoring*), ближе к главному хабу (*nearshoring*) или в страны, которым доверяют (*friend-shoring*) [12]. Две трети опрошенных в 2023 г. респондентов собираются получать больше ресурсов от поставщиков, расположенных ближе к их производственным площадкам, примерно столько же производителей планирует перейти от глобальных к региональным сетям поставок. Такая тенденция быстрее всего набирает обороты в Европе и Юго-Восточной Азии [13].

<sup>13</sup> Back to the USA: The case for reshoring //Bank of America INSTITUTE. 07 September 2022 (дата обращения: 23.04.2024 г.).

Аналитики МВФ указывают, что в современных условиях доля потоков ПИИ между близкими в геополитическом отношении странами растет быстрее и геополитические предпочтения все в большей степени определяют географическое распределение ПИИ, особенно, если речь идет о стратегически важных отраслях<sup>14</sup>. По сравнению с 2015 г. Китай теряет значительную долю рынка как в стратегических отраслях, так и в производстве полупроводников. Расхождение в модели поведения принимающих инвестиции стран особенно становится заметным начиная с 2018 г. и усиливается в 2022 г.<sup>15</sup> В докладе МВФ «Перспективы развития мировой экономики» (2023 г.) впервые предпринята попытка оценки последствий возможной фрагментации прямых иностранных инвестиций в рамках двух противостоящих блоков, образованных США и Китаем<sup>16</sup>. Вероятные долгосрочные потери мировой экономики от такой смоделированной фрагментации потоков оцениваются в 2% от ВВП, при этом их распределение будет неравномерным. В большей степени пострадают страны с формирующимся рынком, а также развивающиеся страны из-за ограничений доступа к капиталу и более совершенным технологиям и ноу-хау [12]. Что касается развитых стран, то, с одной стороны, реорганизация производства и цепочек поставок укрепит национальную безопасность и обеспечит технологическое преимущество над геополитическим соперником, а с другой – возвращение производства в собственную или дружественную страну снижает его диверсификацию и повышает риски на случай экономических потрясений<sup>17</sup>. Некоторые страны, например, те, которые остаются открытыми для различных геополитических блоков, могут получить выгоду от перенаправления инвестиций. Однако такие преимущества, вполне вероятно, будут сглаживаться вторичными эффектами ослабления внешнего спроса и неопределенностью в отношении будущего статуса неприсоединившихся стран [12].

Об изменении конфигурации инвестиционных потоков идет речь еще в одном недавнем исследовании «Геополитика и геометрия мировой торговли» («Geopolitics and the geometry of global trade»). Трансграничные инвестиции в новые проекты, особенно в обрабатывающей промышленности, рассматриваются экспертами Глобального института McKinsey, как предвестник трансформации моделей мировой

---

<sup>14</sup> WORLD ECONOMIC OUTLOOK: A Rocky Recovery. International Monetary Fund / April 2023. P.91-94 (дата обращения: 23.04.2024 г.).

<sup>15</sup> Ibid. P. 95 (дата обращения: 23.04.2024 г.).

<sup>16</sup> Исследование построено на анализе данных об инвестициях в новые проекты (greenfield projects) (дата обращения: 23.04.2024 г.).

<sup>17</sup> WORLD ECONOMIC OUTLOOK: A Rocky Recovery. International Monetary Fund / April 2023. P.91-94 (дата обращения: 01.06.2024 г.).

торговли. При этом обозначаются две тенденции реконфигурации инвестиционных и торговых потоков. Первая – фрагментация, при которой сокращение геополитической дистанции сопровождается увеличением концентрации торговли, и наоборот. Вторая – диверсификация, когда зависимость одной экономики от другой снижается [14]. Сопоставление инвестиций в новые проекты, сделанных до и после пандемии, говорит о существенном (более чем на 50%) увеличении потоков в Африку, Развитую Азию и Европу, Индию. Более скромный рост показали США и Канада, Развивающаяся Европа, Центральная Азия и Ближний Восток. Капиталовложения в Китай и Россию за указанный период упали примерно на 70 и 98% (см. табл. 1). Сдвиги произошли не только среди стран – получателей инвестиций, но коснулись и основных доноров капитала. Если в Африке и странах АСЕАН наблюдался рост инвестиций из стран всего географического и геополитического спектра, то в развитой Азии прирост обеспечили инвестиции из Китая, развитых европейских стран, а также внутрирегиональные потоки. Сдвиг в сторону взаимных инвестиций произошел и в Европе. Китайские инвесторы потеряли позиции на рынке Индии, снизилась их доля в совокупных инвестициях, поступающих в США, Канаду и развитые страны Европы (объемы вложений при этом остались прежними). В то же время большой Китай заметно увеличил свое присутствие в Центральной Азии, на Ближнем Востоке, в Восточной и Южной Европе [14].

Таблица 1

**Среднегодовые трансграничные инвестиции в новые проекты  
по некоторым странам и группам стран**

Страны и группы стран	2015–2019, млрд долл. США	2022–2023, млрд долл. США	Прирост, %
Африка	92	193	109
Развитая Азия	49	80	62
Развитая Европа	186	289	55
США и Канада	127	169	33
Центральная Азия и Ближ- ний Восток	83	105	26
АСЕАН	128	136	6
Индия	56	87	54
Китай (с Гонконгом, Макао, Тайванем)	102	34	-67
Российская Федерация	21	1	-98

Источник: составлено автором по: данные McKinsey&Company. <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/geopolitics-and-the-geometry-of-global-trade/>.

Таблица 2

Динамика и структура входящих ПИИ по регионам мира за 2017–2022 гг.

	Годовой объем, млрд долл. США			В сред- нем за 2017– 2019, %	Годовой объем, млрд долл. США			В сред- нем за 2020– 2022, %
	2017	2018	2019		2020	2021	2022	
ВЕСЬ МИР	1 700	1 495	1 540	100	962	1 500	1 300	100
Развитые эконо- мики	950	761	800	52,9	315	597	378	34,1
в том числе:								
<i>Европа</i>	570	364	429	28,5	133	51	–107	3,0
<i>США и Канада</i>	304	297	297	19,0	123	453	338	23,2
Развивающиеся экономики	701	699	685	44,2	647	881	916	65,9
в том числе:								
<i>Африка</i>	42	51	45	2,9	39	80	45	4,3
<i>Азия</i>	502	499	474	31,2	516	662	662	49,9
Восточная и Юго- Восточная	422	416	389	25,9	404	547	547	40,2
Южная	52	52	57	3,4	71	53	57	5,1
Западная	28	30	28	1,8	35	56	48	3,7
<i>Латинская Америка и Карибский бассейн</i>	156	149	164	10,0	90	138	208	11,5

Источник: составлено автором по: данные UNCTAD.FDI/MNE database. <http://www.unctad.org/fdistatistics>

Оба исследования, как уже отмечалось, основаны на анализе движения только части прямых инвестиций, а именно на вложениях в новые проекты. Несмотря на рост в последние два года удельного веса «проектов с нуля», их доля в годовых притоках ПИИ невелика и составляет 6,2%<sup>18</sup>. Если же рассматривать движение всех ПИИ (включая также сделки по слияниям и поглощениям, международное проектное финансирование, вложения в активы и реинвестирование полученной прибыли), то картина изменения потоков капитала будет существенно отличаться. Данные UNCTAD по региональному распределению входящих ПИИ, лишь отчасти совпадая с описанными трендами в отношении вложений в новые проекты, также свидетельствуют о происходящей реконфигурации (см. табл. 2). Для входящих ПИИ

<sup>18</sup> Среднее значение за 2017–2022 гг. Расчеты по данным: UNCTAD.FDI/MNE database. <http://www.unctad.org/fdistatistics>.

в целом характерен существенный сдвиг в сторону развивающихся экономик, доля которых, как получателей капитала выросла со средних 44,2 до 65,9%. Что касается развитых стран, то внутри этой группы мы имеем дело с ростом инвестиционной привлекательности Северо-американского региона, а также таких стран, как Австралия, Япония, Республика Корея, Израиль, и кратное падение внешних инвестиций в Европу<sup>19</sup>. Половина всех ПИИ приходится на азиатский регион, в котором основным импортером и драйвером притока инвестиций стала Восточная и Юго-Восточная Азия, в том числе являющийся аутсайдером по привлечению капитала в новые проекты – Китай [15]. Самые большие темпы роста (двукратное увеличение доли в мировых входящих потоках) показала Западная Азия за счет крупных проектов в Саудовской Аравии, ОАЭ и Турции. В Африке общий прирост инвестиций был не таким значительным, как в случае с greenfield projects, но все равно составил порядка 20% (см. табл. 2).

Среди стран – получателей ПИИ главными по-прежнему остаются США и Китай. При этом в 2022 г. впервые КНР вместе с Гонконгом привлекли больше капитала, чем США (соответственно 307 и 285 млрд долл.). Приток капитала в Китай был сконцентрирован в промышленном производстве, производстве электроники и оборудования для связи, а главными инвесторами стали европейские МНК<sup>20</sup>. Из числа значимых реципиентов капитала выбыли завершившая процедуру выхода из ЕС Великобритания, государства с большой долей транзитных потоков (Нидерланды, Кипр), а также Российская Федерация, в которой по геополитическим причинам приток капитала сменился оттоком. Вместо них в двадцатку крупнейших импортеров инвестиций вошли Испания, Польша, Япония, Республика Корея и ОАЭ. В *вывозе* капитала на долю развитых экономик стабильно приходится  $\frac{2}{3}$  от глобальных исходящих потоков. США вернули себе лидирующие позиции, которые в 2018–2019 гг. уступили Японии, а на второе место вышел Китай (с Гонконгом). Клуб крупнейших экспортеров капитала в 2022 г. покинули Нидерланды и РФ, а пополнили Саудовская Аравия и Бразилия<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Картина падения входящих потоков капитала в Европу не так однозначна. Она существенно искажается сильными колебаниями в транзитных странах (Нидерланды, Люксембург, Кипр), крупными разовыми сделкам по слиянию и поглощению. Кроме того, нужно иметь в виду и наметившийся тренд к росту трансграничных инвестиций внутри ЕС.

<sup>20</sup> Прямые инвестиции Германии в КНР в 2023 г. почти достигли рекордных 12 млрд евро. <https://www.vedomosti.ru/politics/articles/2024/04/17/1032281-lideri-kitaya-i-germanii-vspomnili-o-plyusah-sotrudnichestva>

<sup>21</sup> World Investment Report 2023 – Investing in Sustainable Energy for All. N.Y. and Geneva: UNCTAD, 2023. P. 17. [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2023\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2023_en.pdf);

Резюмируя изложенное, можно констатировать, что в условиях современной геополитической напряженности, санкций, экономического и технологического разъединения США и Китая, России и западных (в широком смысле) стран, иностранные инвестиции все чаще воспринимаются как источник технологических и политических рисков [1]. В результате во многих странах либеральный подход к регулированию инвестиций сменяется более жесткой протекционистской политикой. Реконфигурация потоков прямых иностранных инвестиций становится отражением этих процессов. Она происходит постепенно и неравномерно, в разной степени затрагивая отдельные составляющие ПИИ и отдельных участников движения капитала. Вероятным результатом происходящей трансформации станет локализация иностранных инвестиций, в первую очередь, связанных со стратегическими отраслями, внутри геополитически близких государств или блоков. Одновременно с целью снижения рисков скорее всего будет происходить дальнейшая диверсификация инвестиционных партнеров с расширением географии входящих и исходящих потоков капитала.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Клочко О.А. Новые подходы к регулированию прямых иностранных инвестиций: инициативы крупнейших стран мира и уроки для России // Современная мировая экономика. 2023. Т. 1. № 3 (3).
2. Квашина И.А. Новые тенденции в глобальных потоках прямых инвестиций // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2019. № 4. С. 125–133.
3. Хейфец Б.А. Метаморфоза экономической глобализации. М.: Институт экономики РАН, 2018.
4. Квашина И.А. Трансформация мировых потоков капитала // Международная экономика. 2022. № 10. С. 688–698.
5. Квашина И.А. Мировые потоки капитала в условиях глобальной нестабильности // Общество и экономика. 2021. № 10. С. 68–79.
6. McKinsey&Company. The Inflation Reduction Act: Here's what's in it. <https://www.mckinsey.com/industries/public-sector/our-insights/the-inflation-reduction-act-heres-whats-in-it>
7. Ильина С.А. Технологический суверенитет в полупроводниковой промышленности: миф или реальность? М.: Институт экономики РАН, 2023.
8. Квашина И.А. Ограничения по трансграничным потокам капитала в условиях внешних санкций и ответных мер России // Общество и экономика. 2022. № 7. С. 52–63.
9. Хейфец Б.А. Видение глобальной экономики первой четверти XXI века. СПб.: Алетейя, 2023.

---

World Investment Report 2020 – International Production Beyond the Pandemic. N.Y. and Geneva: UNCTAD, 2020. P. 12,15. (дата обращения: 23.04.2024).

10. Варнавский В.Г. Мировая торговля: долгосрочные тренды и структурные сдвиги // Мировая экономика и международные отношения. 2024. Т. 68. № 1. С. 5–18.
11. Shekhar Aiyar, Jiaqian Chen, Christian Ebeke, Roberto Garcia-Saltos, Tryggvi Gudmundsson, Anna Ilyina, Alvar Kangur and others. 2023. "Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism". Staff Discussion Notes No. 2023/001, International Monetary Fund, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266>
12. Квашнина И.А. Изменения в глобальных потоках прямых иностранных инвестиций и достижение целей устойчивого развития // Общество и экономика. 2023. № 9. С. 51–61.
13. Accelerating Europe: Competitiveness for a new era // McKinsey Global Institute January 16, 2024. <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/accelerating-europe-competitiveness-for-a-new-era#/>
14. Geopolitics and the geometry of global trade // McKinsey Global Institute January 17, 2024. <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/geopolitics-and-the-geometry-of-global-trade#>
15. Ван И. Исследование факторов, влияющих на поток прямых инвестиций Китая в соседние страны // Экономические отношения. 2021. Т. 11. № 1. С. 103–120.

#### REFERENCES

1. Klochko O.A. New approaches to the regulation of foreign direct investment: initiatives of the largest countries in the world and lessons for Russia // Modern World Economy. 2023. Vol. 1. No. 3 (3). (In Russ.).
2. Kвашнина I.A. New Trends in the Global Flows of Direct Investment // Vestnik of Institute of Economics Russian Academy of Sciences. 2019. No. 4. Pp. 125–133. (In Russ.).
3. Kheyfetz B.A. Metamorphosis of economic globalization // Institute of Economics Russian Academy of Sciences. 2018. (In Russ.).
4. Kвашнина I.A. Transformation of World Capital Flows // The World Economics. 2022. No. 10. Pp. 688–698. (In Russ.).
5. Kвашнина I.A. World Capital Flows Under Global Instability // Society and Economy. 2021. No. 10. Pp. 68–79. (In Russ.).
6. McKinsey&Company. The Inflation Reduction Act: Here's what's in it. <https://www.mckinsey.com/industries/public-sector/our-insights/the-inflation-reduction-act-heres-whats-in-it>
7. Ilyina S.A. Technological sovereignty in the semiconductor industry: myth or reality? // Institute of Economics Russian Academy of Sciences. 2023. (In Russ.).
8. Kвашнина I.A. Restrictions on cross-border capital flows in the context of foreign sanctions and Russia's retaliation // Society and Economy. 2022. No. 7. Pp. 52–63. (In Russ.).
9. Kheyfetz B.A. Vision For The Global Economy In The Quarter Of The XXI Century. Spb.: Alteya, 2023. (In Russ.).
10. Varnavskii V.G. Global Trade: Long-Term Trends And Structural Changes //World Economy and International Relations. 2024. Vol. 68. No. 1. Pp. 5–18. (In Russ.).
11. Shekhar Aiyar, Jiaqian Chen, Christian Ebeke, Roberto Garcia-Saltos, Tryggvi Gudmundsson, Anna Ilyina, Alvar Kangur and others. 2023. "Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism". Staff Discussion Notes No. 2023/001, International

- Monetary Fund, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266>
12. *Kvashnina I.A.* Changes in Global Foreign Direct Investment Flows and Achievement of the Sustainable Development Goals // *Society and Economy*. 2023. No. 9. Pp. 51–61. (In Russ.).
  13. Accelerating Europe: Competitiveness for a new era // McKinsey Global Institute January 16, 2024. <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/accelerating-europe-competitiveness-for-a-new-era#>
  14. Geopolitics and the geometry of global trade // McKinsey Global Institute January 17, 2024. <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/geopolitics-and-the-geometry-of-global-trade#>
  15. *Wang Y.* Study of Factors Affecting the Flow of Chinese Direct Investment to Neighboring Countries // *Journal Of International Economic Affairs*. 2021. Vol. 11. No. 1. Pp. 103–120. (In Russ.).

Дата поступления рукописи: 07.05.2024 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Квашнина Ирина Анатольевна** – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0009-0002-1700-5580  
[irina.kvashnina@gmail.com](mailto:irina.kvashnina@gmail.com)

#### ABOUT THE AUTHOR

**Irina A. Kvashnina** – Cand. Sci. (Econ.), Leading Researcher at the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia  
ORCID: 0009-0002-1700-5580  
[irina.kvashnina@gmail.com](mailto:irina.kvashnina@gmail.com)

#### NEW TENDENCIES IN GLOBAL FDI FLOWS

The article examines measures, that took place in the regulation of foreign direct investment and their impact on the configuration of investment flows. It is noted that for some countries and economic unions in current geopolitical situation, FDI policy is becoming a part of the national strategy for economic security and technological sovereignty. The dynamics of the introduction of FDI restrictive and regulatory measures indicates an increase in protectionism, which leads, in particular, to a reconfiguration of global capital flows. The changes in the FDI inflows/outflows volumes and in their distribution by different regions and countries allow us to conclude that, on the one hand, the localization of a part of FDI within geopolitically close states is taking place, while on the other hand, in order to reduce political and economic risks the diversification of investment partners is going on.

**Keywords:** *FDI, protectionism, regulatory measures, fragmentation.*

**JEL:** F21, F34.

**А.Г. ПЫЛИН**

кандидат экономических наук, доцент, ведущий научный сотрудник  
ФГБУН Институт экономики РАН

## **ТРЕНДЫ ТОРГОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ РОССИИ СО СТРАНАМИ ЦЕНТРАЛЬНОЙ АЗИИ**

В статье приведены результаты анализа основных тенденций экономического сотрудничества России с государствами Центральной Азии за период 2021–2023 гг. в контексте российских интересов. Анализируются факторы, влияющие на тенденции экономического взаимодействия с учетом растущего потенциала стран региона. Установлено, что в условиях геополитической напряженности и масштабных антиросийских санкций Запада геоэкономическое значение стран Центральной Азии для РФ существенно возросло. Представлена динамика и структура торговых, инвестиционных и миграционных связей между Россией и странами региона. Особенно отмечается роль посреднической торговли и релокации в активизации экономического сотрудничества. Рассматриваются совместные проекты в транспортной и энергетической сферах. Среди перспективных направлений взаимодействия выделяется промышленная кооперация, в том числе в рамках совместного формирования промышленных зон.

**Ключевые слова:** Россия, Центральная Азия, экономика, санкции, торговля, инвестиции, миграция, транспорт, энергетика, промышленная кооперация.

**УДК:** 339.9

**EDN:** LVLEXA

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2024\_3\_76\_87

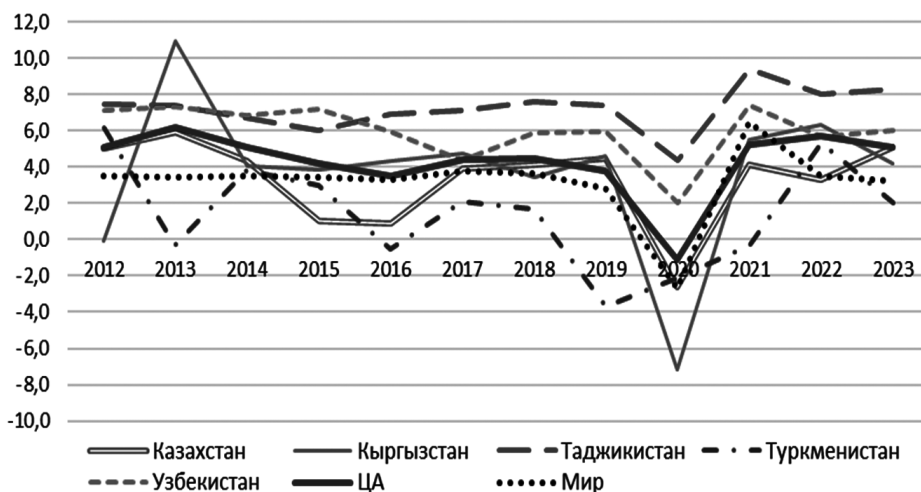
### **Факторы экономического сотрудничества России и Центральной Азии**

Центральная Азия (ЦА) – крупный, динамично развивающийся регион мира, важный сегмент российского «пояса соседства»<sup>1</sup>. Привлекательность данного региона для России во многом определяется его быстрорастущим демографическим и экономическим потенциалом.

---

<sup>1</sup> Используемая в статье трактовка состава ЦА носит преимущественно географический характер и включает следующие пять государств: Республика Казахстан (далее по тексту – Казахстан), Кыргызская Республика (далее – Кыргызстан), Республика Узбекистан (далее – Узбекистан), Туркменистан и Республика Таджикистан (далее – Таджикистан).

За последние 20 лет численность населения пяти стран региона росла в среднем на 1,7% ежегодно и к середине 2022 г. составила 78,6 млн чел. (из которых 35,6 млн проживало в Узбекистане) или 1% мирового населения<sup>2</sup>. Наиболее высокими темпами прирастало население Таджикистана, Узбекистана и Кыргызстана. В 2012–2023 гг. ежегодные темпы прироста ВВП стран региона составляли в среднем 4,3%, что заметно превышало мировые (3,2%) показатели<sup>3</sup>. При этом наиболее высокие темпы роста экономики демонстрировали Таджикистан и Узбекистан (см. рис. 1). В 2023 г. совокупный ВВП (в текущих ценах) пяти стран ЦА составил 456 млрд долл. или 0,72% (по ППС) от мировой экономики<sup>4</sup>.



Источник: составлено и рассчитано автором по: данные IMF, World Economic Outlook Database, April 2024.

Рис. 1. Темпы прироста реального ВВП стран ЦА в 2012–2023 гг., %

Высокие темпы роста экономики приводили к повышению уровня благосостояния населения стран региона, что потенциально расширяло емкость их внутреннего рынка. За последние 20 лет ВВП (ППС, 2017) на душу населения в среднем по региону вырос в 2,3 раза и в 2022 г. составил 11,6 тыс. долл. или  $\frac{2}{3}$  от мирового уровня. В то же время сохраняется существенная разница по уровню социально-экономического развития стран. Так, если в 2022 г. ВВП (ППС, 2017) на человека в Казахстане составлял 26,1 тыс. долл. (что сопоставимо с российским показателем в 27,5 тыс. долл.), то в Таджикистане – лишь

<sup>2</sup> Расчеты по данным The World Bank. World Development Indicators database. Last Updated 28.03.2024.

<sup>3</sup> Расчеты по данным IMF, World Economic Outlook Database, April 2024.

<sup>4</sup> Расчеты по данным IMF, World Economic Outlook Database, October 2023.

4,1 тыс. долл.<sup>5</sup>, что оказывает влияние на динамику и структуру внешнеэкономических связей России с данными странами.

В 2011–2021 гг. внешнеэкономические связи РФ со странами ЦА определялись преимущественно торговлей товарами и трансграничными переводами, которые для экономик региона были равнозначными каналами воздействия. При этом торговля услугами и прямые иностранные инвестиции в двусторонних связях с Россией имели низкое значение для рассматриваемых стран. Наибольшее влияние России сохраняется в небольших экономиках с относительно низким уровнем благосостояния населения – Кыргызстане и Таджикистане, прежде всего за счет личных переводов. Наименьшее российское влияние отмечается в экономике Туркменистана. В 2019–2021 гг. наблюдалось относительное усиление экономического влияния РФ в странах ЦА, особенно в Узбекистане и Казахстане (см. табл. 1).

Таблица 1

**Внешеэкономические связи России со странами ЦА,  
% ВВП стран-партнеров**

Страны	Торговля товарами			Торговля услугами			Трансграничные переводы из России			Накопленные ПИИ из России		
	2011–2014	2015–2018	2019–2021	2011–2014	2015–2018	2019–2021	2011–2014	2015–2018	2019–2021	2011–2014	2015–2018	2019–2021
Кыргызстан	28,2	18,6	21,5	8,8	8,5	9,6	27,5	26,0	22,8	2,5	2,4	2,8
Таджикистан	11,6	13,8	13,3	12,4	8,8	7,2	46,4	30,6	24,2	8,1	5,7	4,9
Узбекистан	5,5	5,6	9,6	2,4	1,3	2,0	7,9	5,2	7,7	0,8	0,3	0,3
Казахстан	10,8	9,2	11,3	1,4	1,9	2,1	0,2	0,4	0,3	1,3	1,8	2,0
Туркменистан	2,8	1,6	1,5	1,0	0,5	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ЦА (ср. ариф.)	11,8	9,8	11,4	5,2	4,2	4,3	16,4	12,4	11,0	2,5	2,0	2,0

**Примечание:** все показатели рассчитаны на основе номинальных (текущих) цен.

*Источники:* составлено и рассчитано автором по: данные ЦБ РФ, ITC Trade Map, IMF Coordinated Direct Investment Survey, IMF World Economic Outlook database April 2023.

В настоящее время экономическое взаимодействие России со странами региона строится на преференциальной основе, как на многостороннем уровне в рамках договора о Евразийском экономическом

<sup>5</sup> Расчеты по данным The World Bank. World Development Indicators database. Last Updated 28.03.2024.

---

союзе (ЕАЭС) (с Казахстаном и Кыргызстаном) и зоны свободной торговли (ЗСТ) СНГ<sup>6</sup> (с Таджикистаном), так и на двустороннем уровне – в режиме ЗСТ (с Узбекистаном и Туркменистаном)<sup>7</sup>. Это позволяет российскому бизнесу торговать со странами ЦА преимущественно на беспощинной основе или с минимумом исключений из номенклатуры товаров, к которым применяются импортные пошлины. Помимо этого, между Россией и отдельными странами региона подписаны двусторонние соглашения об экономическом сотрудничестве.

## Особенности миграционного, торгового и инвестиционного взаимодействия РФ со странами ЦА

В текущих условиях геополитической напряженности и масштабных антироссийских санкций Запада геоэкономическое значение стран ЦА для РФ существенно возросло. В этой связи произошло усиление центральноазиатского направления внешнеэкономической деятельности России. Так, в октябре 2022 г. состоялся первый саммит в формате «Россия – Центральная Азия», в 2022–2023 гг. был подписан ряд двусторонних соглашений об углублении экономического сотрудничества со странами региона [2]. В частности, в ноябре 2023 г. главами государств подписан трехлетний план сотрудничества между РФ и Республикой Казахстан<sup>8</sup>.

**Миграционное взаимодействие.** Среди традиционных экономических интересов нашей страны в регионе ЦА следует выделить сотрудничество в сфере трудовой миграции, внешнеторговое и инвестиционное взаимодействие. Центральная Азия – основной источник трудовых ресурсов для нужд российской экономики. По оценкам ООН, в России насчитывается 11,6 млн международных мигрантов (4-е место в мире по состоянию на 2020 г.), что составляет 7,9% населения страны [9, p. 202]. Основной приток трудовых мигрантов формируется из Узбекистана, Таджикистана и Кыргызстана, на которые приходится почти 90% въезжающих в РФ трудовых мигрантов. Они заняты преимущественно низкоквалифицированным трудом в таких секторах, как строительство, жилищно-коммунальное хозяйство, сельское хозяйство и розничная торговля. Однако в 2022–2023 гг. дефицит рабочей силы в России резко вырос и может составлять 4,8 млн человек [1]. На фоне

---

<sup>6</sup> К Договору о зоне свободной торговли СНГ от 18 октября 2011 г. Узбекистан присоединился в особом порядке (путем подписания отдельного протокола к договору от 31.05.2013 г.).

<sup>7</sup> Единый портал внешнеэкономической информации Минэкономразвития России. Тепловая карта соглашений // <https://ved.gov.ru/news/23738.html#/> (дата обращения: 26.04.2024 г.).

<sup>8</sup> План совместных действий Российской Федерации и Республики Казахстан на 2024–2026 годы // <http://kremlin.ru/supplement/6044> (дата обращения: 26.04.2024 г.).

геополитической напряженности и санкций Запада отмечалась эмиграция квалифицированной рабочей силы из России, в том числе в страны ЦА. В результате за последние два года в регионе наблюдался беспрецедентный рост денежных переводов из РФ. Частично этот приток представлял собой денежные переводы от граждан ЦА в России, а частично – денежные переводы российских граждан на их недавно открытые банковские счета в странах ЦА.

Приток в страну трудовых мигрантов сокращается<sup>9</sup>, что во многом обусловлено снижением курса российского рубля к доллару США, ужесточением миграционного законодательства РФ, а также формированием альтернативных миграционных векторов и сменой приоритетов экономической политики в самих странах ЦА [4]. В то же время, хотя ослабление рубля в 2023 г. снизило привлекательность российского рынка труда для мигрантов, разрыв в заработной плате между Россией и странами-экспортерами рабочей силы в ЦА остается очень большим [7, р. 29]. Анализ современных особенностей миграционного взаимодействия РФ со странами ЦА позволяет сделать вывод о том, что в среднесрочной перспективе потребность в привлечении из стран региона рабочей силы для отдельных секторов российской экономики сохранится, но возможности дальнейшего наращивания трудовой иммиграции могут быть ограничены.

**Внешнеторговые связи.** Регион ЦА – важный внешнеторговый партнер России, значение которого за последние два года существенно возросло. Ограничения на торговлю и финансирование со стороны стран «Большой семерки» и ЕС привели к перенаправлению части внешней торговли РФ в страны Центральной Азии, которые наряду с Китаем, Индией, Турцией и Южным Кавказом стали играть важную роль в обеспечении транзитной торговли. ЦА – достаточно крупный рынок сбыта разнообразных российских товаров. Основным торговым партнером России в регионе является Казахстан, на долю которого приходится почти  $\frac{2}{3}$  российской торговли с ЦА. В 2023 г. товарный экспорт России в страны ЦА (без учета Туркменистана) составил 26,5 млрд долл. или 6,2% всего экспорта страны (см. табл. 2). Российский экспорт в страны данного региона более диверсифицирован по сравнению с поставками в страны дальнего зарубежья. Россия выступает крупным поставщиком металлов и изделий из них, продовольственных товаров и сельскохозяйственного сырья (пшеницы), машин, оборудования и транспортных средств, продукции химической про-

<sup>9</sup> По данным Росстата, количество прибывших в Россию из стран СНГ в рамках международной миграции снизилось с 662 тыс. (2022 г.) до 491 тыс. (2023 г.) чел. См.: Социально-экономическое положение России. Январь 2024 года. М.: Росстат, 2024. С. 186.

Таблица 2

## Динамика экспорта товаров из России в страны ЦА, млн долл. США

Страны	2021 г.	2022 г.	2023 г.	Темпы прироста в 2022 г. к 2021 г., %	Темпы прироста в 2023 г. к 2022 г., %	Темпы прироста в 2023 г. к 2021 г., %
Казахстан	17 605,5	17 880,6	16 192,2	1,6	-9,4	-8,0
Кыргызстан	1 911,5	2 406,0	2 182,9	25,9	-9,3	14,2
Таджикистан	1 280,5	1 585,7	1 565,3	23,8	-1,3	22,2
Узбекистан	5 462,2	6 230,7	6 576,1	14,1	5,5	20,4
ЦА, всего	26 259,7	28 103,0	26 516,5	7,0	-5,6	1,0
Доля ЦА в общем объеме экспорта РФ, %	5,3	4,7	6,2			

Источники: составлено и рассчитано автором по: данные Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан, Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, Исполнительный комитет СНГ, Агентство статистики при Президенте Республики Узбекистан, ФТС России.

мышленности, а для стран – чистых импортеров углеводородов (Кыргызстан и Таджикистан) – также нефти и нефтепродуктов.

В 2022–2023 гг. импорт товаров из стран ЦА в Россию вырос на 46,0% и достиг 14,0 млрд долл. (см. табл. 3). Наибольший прирост поставок пришелся на малые страны – Кыргызстан и Таджикистан. В то же время Казахстан стал одним из крупных торговых хабов, через который Россия импортирует некоторые высокотехнологичные товары из стран с развитой экономикой, в том числе электрические машины и детали (включая полупроводники), офисные и автоматические вычислительные машины, телекоммуникационное и звукозаписывающее оборудование<sup>10</sup>. По данным Бюро национальной статистики, за последние два года казахстанский экспорт машин, оборудования, транспортных средств, приборов и аппаратов в Россию вырос в 5,4 раза – с 0,471 млрд долл. до 2,6 млрд долл., что во многом стало результатом транзитной торговли. Россия также традиционно выступает крупным импортером черных и цветных металлов, хлопка, одежды, овощей и фруктов из стран региона.

В этот период увеличение экспорта из ЦА в Россию было обусловлено не только развитием посреднической торговли, но и ростом товарного экспорта из самих стран региона. На фоне ухода круп-

<sup>10</sup> Figure 4: Russia's imports of selected categories that include goods subject to export bans from advanced economies. Kazakhstan. Bruegel, 20 February 2024. <https://www.bruegel.org/dataset/russian-foreign-trade-tracker> (дата обращения: 26.04.2024 г.).

Таблица 3

## Динамика импорта товаров в Россию из стран ЦА, млн долл. США

Страны	2021 г.	2022 г.	2023 г.	Темпы прироста в 2022 г. к 2021 г., %	Темпы прироста в 2023 г. к 2022 г., %	Темпы прироста в 2023 г. к 2021 г., %
Казахстан	7 018,7	9 091,4	9 788,2	29,5	7,7	39,5
Кыргызстан	393,3	1 069,7	747,8	172,0	-30,1	90,1
Таджикистан	72,5	88,2	134,7	21,7	52,7	85,8
Узбекистан	2 088,2	3 151,1	3 307,6	50,9	5,0	58,4
ЦА, всего	9 572,7	13 400,4	13 978,3	40,0	4,3	46,0
Доля ЦА в общем объеме импорта РФ, %	3,3	5,2	4,9			

*Источники:* составлено и рассчитано автором по: данные Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан, Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, Исполнительный комитет СНГ, Агентство статистики при Президенте Республики Узбекистан, ФТС России.

ных международных брендов с российского рынка многие производители стран ЦА увидели возможность начать или расширить экспорт в Россию товаров национального производства – прежде всего, текстиля, продуктов питания, табака и напитков, что хорошо видно на примере Кыргызстана. Росту продаж способствовала интеграция с российскими онлайн-маркетплейсами. Например, на крупнейшей в России онлайн-торговой площадке Wildberries в 2022 г. количество зарегистрированных продавцов в Кыргызстане увеличилось в 2,4 раза. Индивидуальные предприниматели, малые и средние предприятия выиграли больше всего, поскольку их доля в экспорте Кыргызстана выросла в 2,4 раза [8, р. 22–25].

Сохраняется значительный потенциал в наращивании взаимной торговли услугами, в том числе цифровыми. Растущая урбанизация и увеличение численности населения крупнейших городов стран ЦА способствуют распространению городского образа жизни, росту потребительского спроса на качественные и современные сервисы. Российские компании заинтересованы в усилении своего присутствия на региональных рынках финансовых, логистических, информационно-коммуникационных и цифровых услуг. Так, например, российские маркетплейсы Ozon и Wildberries уже работают в Казахстане, Кыргызстане и Узбекистане.

**Инвестиционное сотрудничество.** В последние годы отмечается усиление инвестиционного взаимодействия РФ со странами ЦА на фоне переориентации российского бизнеса на рынки дружественных государств. Быстро растущие экономики стран ЦА нуждаются в притоке иностранных инвестиций как для модернизации традиционных отраслей, так и для создания новых высокотехнологичных производств. Россия выступает одним из крупнейших инвесторов стран региона. По данным ЕАБР, на первое полугодие 2023 г. накопленный объем прямых иностранных инвестиций (ПИИ) из России в пяти странах ЦА составил 23,9 млрд долл., где реализуются 136 крупных российских инвестиционных проектов [5, с. 26]. По оценкам ЕБРР, ПИИ из России в ЦА резко возросли в 2023 г. благодаря логистическим услугам, которые дополняют их растущую взаимную торговлю через посредников. Абсолютные объемы являются самыми высокими в Казахстане, в то время как в относительном выражении они высоки в небольших экономиках региона [8, р. 17].

Помимо быстрого демографического и экономического развития российский бизнес привлекает относительно невысокая стоимость рабочей силы в регионе. Инвесторы из России традиционно проявляют наибольший интерес в отраслях нефте- и газодобычи, добычи металлов и химической промышленности. Российские маркетплейсы Ozon и Wildberries инвестировали в строительство логистических центров в Казахстане. В 2022–2023 гг. Казахстан и Узбекистан стали одними из наиболее привлекательных государств для релокации компаний из России, что обусловлено благоприятным инвестиционным климатом и льготным режимом налогообложения в двух странах. За этот период число зарегистрированных предприятий с российским участием в Казахстане выросло в два раза – с 11,5 тыс. до 23,0 тыс. В Казахстане функционирует специальная экономическая зона «Кызылжар», а в Узбекистане – Технологический парк программных продуктов и информационных технологий.

### **Транспорт, энергетика и промышленная кооперация как новые драйверы сотрудничества**

В текущих геополитических условиях для сохранения экономической связанности России со странами ЦА помимо развития традиционных торговых, инвестиционных и миграционных связей повышается значимость укрепления сотрудничества в сфере транспорта, энергетики и промышленной кооперации.

ЦА играет важную роль в обеспечении транспортной связанности России с Китаем, Ираном и другими азиатскими странами, выступая крупным транспортным хабом Евразии. По территории региона про-

ходят международные транспортные коридоры (МТК), среди которых: Центральный Евразийский, ТРАСЕКА, Восточный маршрут коридора «Север – Юг» [3, с. 15], Транскаспийский международный транспортный маршрут. В текущих условиях МТК «Север – Юг» (СЮ) приобретает особое значение в качестве маршрута вывоза российских грузов в страны Ближнего Востока и Южной Азии. Восточная ветка этого МТК предполагает транспортировку грузов по железной дороге из России через Казахстан, Узбекистан, Туркменистан с выходом на ж/д сеть Ирана. Россия заинтересована в увеличении объемов транзита по Восточному маршруту путем внедрения сквозной технологии грузопотоков, обеспечения электронного обмена информацией на маршрутах и установления конкурентоспособных тарифов. Важно также активнее использовать и морской сегмент МТК СЮ. Так, в апреле 2024 г. был восстановлен паромный маршрут Туркменбаши (Туркменистан) – Оля (Россия).

В интересах Москвы также диверсификация транспортных коридоров в самом регионе и развитие альтернативных (казахстанскому транзиту) маршрутов. Одним из таких проектов может стать коридор Кыргызстан – Узбекистан – Туркменистан – Россия с включением морского транзита по Каспийскому морю. В то же время Россия заинтересована во взаимодействии со странами ЦА в целях наращивания транзита грузов по своей территории в направлении Китай – Европа. Помимо реализации новых транспортных проектов необходимо совместными усилиями модернизировать существующую инфраструктуру, упростить административные процедуры и повышать эффективность логистических цепочек.

В последние годы активизировалось энергетическое сотрудничество России со странами региона. В условиях утраты значительной части европейского рынка Москва заинтересована в увеличении транзита через Казахстан российских углеводородов в Китай и Узбекистан. В марте 2024 г. Мажилис Казахстана принял закон о продлении до 2033 г. соглашения о транзите нефти из России в Китай объемом до 10 млн т нефти в год. В октябре 2023 г. правительства России и Узбекистана заключили соглашения по вопросам поставки нефтепродуктов железнодорожным транспортом и о расширении сотрудничества в области поставок нефти. В ноябре 2023 г. Россия, Узбекистан и Казахстан заключили трехстороннее соглашение о поставке в Узбекистан российского нефтяного сырья в объеме до 1 млн т по нефтепроводу «Омск – Павлодар – Шымкент – Шагыр». Кроме того, в 2023 г. по трубопроводу «Средняя Азия – Центр» запущен транзит российского газа (до 3 млрд куб. м в год) через Казахстан в Узбекистан. Российская сторона заинтересована в сохранении транзита по своей территории казахстанской нефти в рамках Каспийского тру-

беспроводного консорциума. Россия также готова принять активное участие в реализации планов по строительству атомной электростанции в Казахстане и Узбекистане, что повысит энергетическую безопасность стран региона.

Промышленная кооперация России со странами ЦА может стать драйвером торгово-экономического сотрудничества. Масштабные антироссийские санкции Запада и уход части компаний из РФ повышают интерес российского бизнеса к развитию производственной кооперации со странами региона. Одним из направлений такого сотрудничества может стать локализация производств российских компаний в странах региона, в том числе путем совместного формирования промышленных зон. Так, например, в Узбекистане уже функционируют два узбекско-российских технопарка – «Чирчик» и «Джизак». Еще одной формой кооперации может стать привлечение компаний из ЦА в российские программы импортозамещения, в том числе через размещение заказов на предприятиях стран региона к изготовлению соответствующих деталей и компонентов (производственный аутсорсинг). Углубление промышленной кооперации России со странами ЦА позволит эффективнее использовать имеющийся производственный потенциал и активнее выходить с совместной продукцией на рынки третьих стран.

## **Заключение**

Таким образом, торгово-экономическое взаимодействие России со странами Центральной Азии носит весьма обширный и многоплановый характер, что обусловлено исторически сложившимися тесными двусторонними связями в различных сферах экономики, растущим демографическим и экономическим потенциалом стран региона и усилением его геоэкономического значения для России в современных условиях. При реализации в регионе российских экономических интересов необходимо учитывать дальнейшее усиление санкционного давления Запада, растущие риски введения вторичных санкций, а также обострение конкуренции со стороны других внерегиональных игроков – США, ЕС, Великобритании, Китая и Турции. В силу сравнительной слабости технологического и инновационного потенциала страны ЦА будут стремиться сохранить свою многовекторную ориентацию. Концентрация усилий на реализации совместных проектов в рамках накопительной интеграции [6] позволит России сохранить тесные связи со странами региона. В этой связи, требуется разработка новых концептуальных подходов и стратегии взаимодействия со странами ЦА как части российского «поояса соседства» и Большого Евразийского партнерства.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Ахаткин Н.Ю.* Российская экономика в условиях санкционных ограничений: динамика и структурные изменения // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 6. С. 7–25.
2. *Вардомский Л., Головин В., Головина Е.* Центральная Азия в меняющейся системе международных отношений // Мир перемен. 2024. № 1. С. 68–85.
3. *Винокуров Е., Ахунбаев А., Забоев А., Усманов Н.* Международный транспортный коридор «Север – Юг»: инвестиционные решения и мягкая инфраструктура. Доклады и рабочие документы 22/2. Алматы, Москва: Евразийский банк развития. 2022.
4. *Ивахнюк И.* Трудовая миграция в Россию: взгляд через призму политических, экономических и демографических тенденций. М.: РСМД, 17 ноября 2023. <https://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/trudovaya-migratsiya-v-rossiyu-vzglyad-cherez-prizmu-politicheskikh-ekonomicheskikh-i-demografichesk/> (дата обращения: 26.04.2024).
5. *Малахов А., Серик Е., Забоев А.* Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2023. Доклады и рабочие документы 23/5. Алматы: Евразийский банк развития. 2023.
6. *Хейфец Б.А., Чернова В.Ю.* Новый взгляд на стратегию экономической интеграции России со странами Центральной Азии в современных геополитических реалиях мировой экономики // Россия и современный мир. 2024. № 1 (122). С. 7–24.
7. Migration and Development Brief 39. December 2023. Washington, D.C. International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. 2023.
8. Regional Economic Prospects in the EBRD Regions. Taming inflation. May 2024. London. European Bank for Reconstruction and Development. 2024. P. 22–25.
9. World Migration Report 2022. Geneva. International Organization for Migration. 2022.

## REFERENCES

1. *Akhapkin N.Yu.* Russian economy under sanctions: dynamics and structural changes // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2023. No. 6. Pp. 7–25. (In Russ.).
2. *Vardomskiy L., Golovin V., Golovina E.* Central Asia in the Changing System of International Relations // Mir Peremen. 2024. No. 1. Pp. 68–85. (In Russ.).
3. *Vinokurov E., Akhunbaev A., Zabojev A., Usmanov N.* International transport corridor “North – South”: investment solutions and soft infrastructure. Reports and working papers 22/2. Almaty, Moscow: Eurasian Development Bank, 2022. (In Russ.).
4. *Ivakhnyuk I.* Labor migration to Russia: a look through the prism of political, economic and demographic trends. M.: RIAC, November 17, 2023. <https://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/trudovaya-migratsiya-v-rossiyu-vzglyad-cherez-prizmu-politicheskikh-ekonomicheskikh-i-demografichesk/> (date of application: 04/26/2024). (In Russ.).
5. *Malakhov A., Serik E., Zabojev A.* EDB Monitoring of Mutual Investments — 2023. Reports and Working Papers 23/5. Almaty: Eurasian Development Bank. 2023. (In Russ.).
6. *Kheifets B.A., Chernova V.Yu.* A new look at the strategy of economic integration of Russia with the countries of Central Asia in the modern geopolitical realities of the world economy // Russia and the Modern World. 2024. No. 1 (122). Pp. 7–24. (In Russ.).

7. Migration and Development Brief 39. December 2023. Washington, D.C. International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2023.
8. Regional Economic Prospects in the EBRD Regions. Taming inflation. May 2024. London. European Bank for Reconstruction and Development. 2024. P. 22–25.
9. World Migration Report 2022. Geneva. International Organization for Migration, 2022.

Дата поступления рукописи: 04.06.2024 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Пылин Артем Геннадьевич** – кандидат экономических наук, доцент, ведущий научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0002-1979-3624  
artem-pylin@yandex.ru

#### ABOUT THE AUTHOR

**Artem G. Pylin** – Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Leading Researcher at the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0002-1979-3624  
artem-pylin@yandex.ru

#### TRENDS IN TRADE AND ECONOMIC COOPERATION BETWEEN RUSSIA AND CENTRAL ASIAN COUNTRIES

The paper analyzes the main trends in economic cooperation between Russia and the Central Asian states for the period 2021–2023 years in the context of Russian interests. The factors of economic interaction are analyzed taking into account the growing potential of the countries of the region. It is established that amid geopolitical tensions and large-scale anti-Russian sanctions of the West, the geo-economic importance of the Central Asian countries for the Russian Federation has increased significantly. The dynamics and structure of trade, investment and migration relations between Russia and the countries of the region are studied. The role of intermediated trade and relocation in enhancing economic cooperation is particularly noted. Joint projects in the transport and energy sectors are being considered. Industrial partnership stands out among the promising areas of cooperation, including through the joint formation of industrial zones.

**Keywords:** *Russia, Central Asia, economy, sanctions, trade, investment, migration, transport, energy, industrial cooperation.*

**JEL:** F15, O57, P27.

**В.А. РЯЗАНОВ**

кандидат географических наук, старший научный сотрудник  
ФГБУН Институт экономики РАН

## **ЦЕНОВАЯ КОНЪЮНКТУРА И ПЕРЕОРИЕНТАЦИЯ РОССИЙСКОГО ЭКСПОРТА АЛЮМИНИЯ НА АЗИАТСКИЕ РЫНКИ В 2022–2023 гг.**

Автор рассматривает влияние рыночных цен на изменение географии сбыта алюминия, исторически одного из ключевых российских экспортных товаров. Увеличение поставок алюминия на рынки Китая, Южной Кореи и Турции после февраля 2022 г. происходило на фоне снижения цен. Проведенный регрессионный анализ показал, что без фактора санкционных рисков при подобной конъюнктуре импорт из России бы сокращался, как это устойчиво происходило с поставками из третьих стран. Также в статье рассматриваются другие конъюнктурные факторы ухудшения финансового положения российской алюминиевой отрасли – удорожание импортного глинозема из-за смены поставщиков, а также слабые сырьевые преимущества России перед другими странами из-за низких цен на углеводороды. Предложены меры государственной промышленной политики, направленные на восстановление глобальной конкурентоспособности отрасли.

**Ключевые слова:** *Россия, Китай, Япония, Южная Корея, Турция, экспорт, алюминий, цены, регрессионный анализ, ценовая конъюнктура, российский экспорт алюминия, азиатские рынки.*

**УДК:** 339.56

**EDN:** NFCWVP

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2024\_3\_88\_103

### **Введение. История отношений отрасли с мировым рынком**

Алюминиевая отрасль в России имеет особое значение, поскольку позволяет монетизировать гидроэнергетический потенциал страны – один из полностью возобновляемых и глобально востребованных ресурсов, которыми располагает государство. Практически с самого основания в 1930-е годы отечественная алюминиевая отрасль оказалась тесно связана с мировым рынком. Ее неспособность обеспечить военные нужды в годы Второй мировой войны стала причиной масштабного импорта алюминия в рамках поставок по ленд-лизу, которые обеспечили около половины всех потребностей экономики в тот период [8, с. 198]. В послевоенные годы строительство алюминиевых заводов стало

одним из приоритетов новой волны индустриализации, но сталкивалось с прогрессирующим дефицитом в стране качественного рудного сырья. Большая энергоёмкость производства алюминия, напротив, не была препятствием для развития отрасли. Крупные новые заводы строились почти исключительно в Восточной Сибири (в Шелехове в 1962 г., Братске в 1964 г. и Красноярске в 1966 г.) одновременно с местными ГЭС, которые обеспечивали их дешевой электроэнергией<sup>1</sup>.

Расширение производства позволило СССР не только полностью удовлетворять внутренние нужды, резко выросшие с началом холодной войны и форсированного развития гражданской авиации в 1950-е гг., но и продавать металл за рубеж. Информация об этих операциях публиковалась в зарубежных изданиях (см., например: [13]). В 1965 г. выручка от таких поставок составила 130 млн долл. (около 1,3 млрд в ценах 2024 г.), в 1974 г. – уже 351 млн (2,2 млрд в ценах 2024 г.). В значительной степени поставки представляли собой оплату ввозимого глинозема и бокситов, без которых выпуск алюминия в стране, по оценкам, к середине 1970-х гг. был бы на 37% ниже фактического. Расходы на закупку сырья между 1965 и 1974 г. выросли с 3,9 до 97,5 млн долл., существенно меньше выручки. Сделки со странами за пределами СЭВ создавали для Советского Союза валютный профицит, хотя оттуда поступало две трети необходимого отрасли сырья. По зарубежным оценкам, в 1974 г. поставки на Запад за твердую конвертируемую валюту обеспечили СССР треть экспорта алюминия, т. е. этот поток почти вдвое перекрывал расходы на ввоз сырья из стран с рыночной экономикой. С 1974 г. важнейшим поставщиком бокситов для СССР была Гвинея, где на советские кредиты и с советским участием был построен комплекс в Киндии [2].

Выгоды СССР от внешней торговли алюминием существенно выросли в силу ряда внешних факторов: резкого роста стоимости углеводородного сырья после нефтяного шока 1973 г. и последующего кризиса американской алюминиевой отрасли, а также повышения цен на продукт после начала торговли алюминием на Лондонской бирже металлов в 1978 г. Вскоре, в 1980 г., для выпуска глинозема из импортных бокситов был запущен глиноземный завод в Николаеве, а в 1985 г. в Саяногорске начал работать последний советский алюминиевый завод в Восточной Сибири. В результате роста производства, ухудшения положения конкурентов и улучшения ценовой конъюнктуры на фоне стабильности внутреннего потребления из-за стагнации авиапрома СССР в 1980-е гг. стал не только вторым по величине производителем, но и ключевым игроком мирового рынка алюминия. К концу десятилетия страна экспортировала 0,8–0,9 млн т металла, две трети которого потребляли государства СЭВ [12].

---

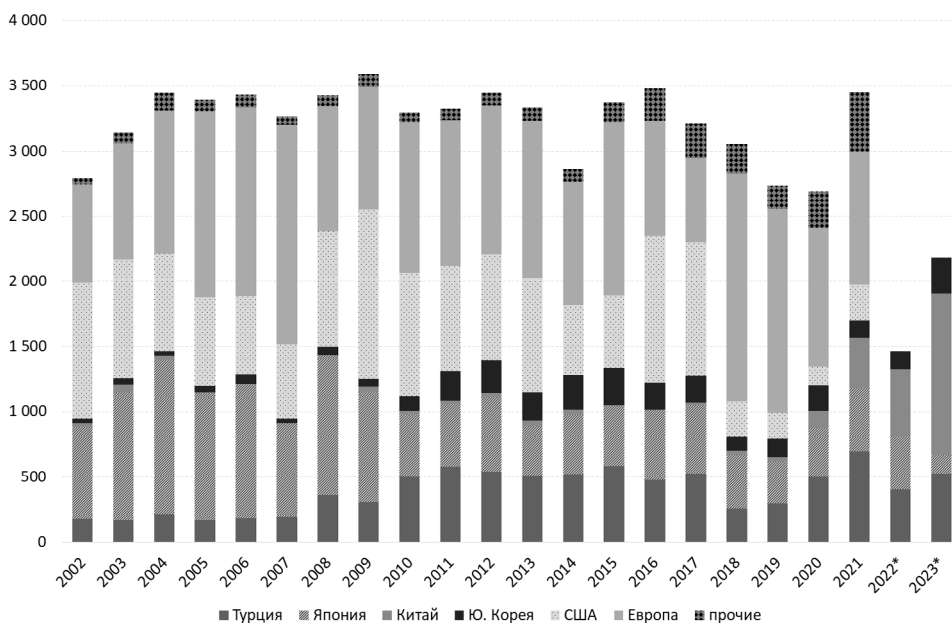
<sup>1</sup> <https://www.kommersant.ru/doc/5446641> (дата обращения: 17.06.2024 г.).

С переходом к рыночным принципам в начале 1990-х годов в России отношения отечественной алюминиевой отрасли с мировым рынком стали более интенсивными. На мировом рынке росла потребность в алюминии, тогда как объемы выпуска в США продолжали сокращаться. Сжатие внутреннего спроса в России после коллапса авиапрома и ВПК, обретение алюминиевыми заводами экономической самостоятельности и возможность напрямую продавать металл зарубежным трейдерам [6] привели к быстрому росту предложения российского алюминия на мировом рынке. Это вызвало резкое снижение цен и введение в 1994 г. ЕС и США квот на импорт из России [2]. Корпоративная и экономическая история отрасли в тот период хорошо описана как в публицистике [6], так и в академических работах [3]. Ее ключевыми итогами стало закрепление статуса России как крупнейшего экспортера алюминия в мире и консолидация к 2007 г. всех предприятий отрасли в объединенной частной компании «Российский алюминий» (RUSAL, далее «Русал»).

Важнейшим трендом на глобальном рынке в конце 1990-х – конце 2010-х годов было стремительное увеличение производства и потребления алюминия в Китае в силу общего прогресса обрабатывающей промышленности страны. Если в 2002 г. в КНР производилось 4,3 из 26,2 млн т мирового выпуска алюминия, то в 2021 г. – 38,8 из 67,2 млн т, т. е. 58% [5, с. 35]. Баланс производства и потребления металла в КНР стал профицитным уже к 2002 г. [3], а в 2004 г. экспорт составил 1,7 млн т (3-е место в мире после России и Канады). Хотя в дальнейшем объемы китайских поставок начали быстро сокращаться, общепринятой является точка зрения, что именно бурный рост алюминиевой промышленности Китая привел к длительному снижению мировых цен на алюминий в 2009–2015 гг. [4], что поставило «Русал» в крайне сложное положение и произошло вопреки прежним крайне оптимистичным прогнозам развития отрасли. Так, согласно одному из них, сделанному в 2008 г., к 2015 г. производство металла в России должно было достигнуть 5,4 млн т [1, с. 40], фактический результат был в 1,5 раза ниже. К этому времени сильными конкурентами российской компании стали производители из других азиатских стран [5].

Несмотря на запуск в постсоветский период трех новых алюминиевых заводов (Хакасского в 2006 г., Богучанского в 2016 г. и Тайшетского в 2021 г.) дальнейшего расширения присутствия «Русала» на мировом рынке не произошло. Пик экспорта в 3,6 млн т был достигнут еще в 2009 г., с тех пор географическая структура продаж существенно изменилась (см. рис. 1). Важнейшим сдвигом стало начало масштабного экспорта алюминия в Китай в 2020–2021 гг.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> <https://www.kommersant.ru/doc/5040292> (дата обращения: 17.06.2024 г.).



\* – данные за 2022 и 2023 гг. «зеркальные» и только по четырем приведенным странам.  
 Источник: данные ИТС Trade Map.

Рис. 1. География экспорта алюминия из России в 2002–2023 гг., тыс. т

Против «Русала» США в 2018 г. временно вводили санкции<sup>3</sup> и почти одновременно ввели импортную пошлину в 10% на ввоз алюминия в страну<sup>4</sup>, что ускорило переориентацию экспорта (рост поставок на азиатские рынки в 2020–2021 гг.) еще до известных событий начала 2022 г. Хотя формально против компании новые санкции после 2022 г. и не были введены из-за большой доли «Русала» в мировой торговле алюминием<sup>5</sup>, риски подобного развития событий и затруднение финансовых отношений с западными контрагентами привели к изменению направлений поставок. На фоне внеэкономических факторов ценовая конъюнктура принимающих рынков отошла на второй план, однако то, по каким ценам продается металл, критически важно как для экспортной выручки, так и для оценки конкурентоспособности российской продукции.

Целью данного исследования является количественная оценка влияния ценовой конъюнктуры рынков алюминия азиатских стран на переориентацию российского сбыта металла в 2022–2023 гг.

<sup>3</sup> <https://tass.ru/ekonomika/5106717>. (дата обращения: 17.06.2024 г.).

<sup>4</sup> <https://tass.ru/info/5252855>. (дата обращения: 17.06.2024 г.).

<sup>5</sup> <https://www.interfax.ru/business/824327>. (дата обращения: 17.06.2024 г.).

## Статистический анализ связи цен и изменения экспорта алюминия на азиатские рынки

Российская статистика внешней торговли с начала 2022 г. в открытых источниках не публикуется, однако зеркальные данные ключевых торговых партнеров доступны, в частности на портале агрегации таможенной статистики ИТС Trade Map<sup>6</sup>. Для исследования влияния ценовой конъюнктуры на переориентацию сбыта алюминия (код ТН ВЭД 7601) на азиатские рынки взяты помесячные данные об объемах и стоимости поставок (и, следовательно, ценах) для четырех стран – Китая, Японии, Южной Кореи и Турции за пять календарных лет – с января 2019 г. по декабрь 2023 г. Число точек наблюдения достаточно для статистически значимых выводов, причем как на интервале до начала военного конфликта в феврале 2022 г., так и после этой даты. На указанные страны в 2021 г. приходилось около половины всего экспорта алюминия из России (см. рис. 1).

Для целей исследования были рассчитаны среднемесячные импортные цены на алюминий для четырех перечисленных выше рынков, в том числе отдельно цены на алюминий, импортируемый из России. Сравнение полученных значений друг с другом и с котировками на алюминий на Лондонской бирже металлов<sup>7</sup> говорит о том, что цены весьма близки друг к другу. Отношение амплитуды между указанными рядами к биржевым котировкам обычно в пределах 10–15%, но с февраля по август 2022 г. было более 20% из-за максимального расхождения между значениями в Китае и Корее, которые, как правило, определяют, соответственно, нижнюю и верхнюю границы выбранного ценового коридора. Средняя цена импорта российского алюминия, как правило, отличается от средней импортной цены для каждого рынка не более, чем на 5%. Большой дисконт имел место при поставках в Японию в январе 2019 – июне 2020 гг. и в Турцию в апреле 2022 – апреле 2023 гг., однако почти никогда не превышал 10%. Следует заметить, что на указанные расчеты неизбежно влияют внутримесячная ценовая динамика и удельный вес России как поставщика. Таким образом, цена импорта российского алюминия зависит, прежде всего, от конъюнктуры на каждом из рынков, которые, в свою очередь, близко следуют за котировками на Лондонской бирже металлов.

Классическая модель баланса спроса и предложения предполагает, что при снижении цен поставки становятся менее привлека-

<sup>6</sup> <https://www.trademap.org/> (дата обращения: 10.04.2024 г.).

<sup>7</sup> <https://www.lme.com/Metals/Non-ferrous/LME-Aluminium#Price+graphs> (дата обращения: 10.04.2024 г.).

тельными и предложение на рынке сокращается, а при повышении цен объемы продаж растут. Простейшая количественная проверка данной гипотезы возможна путем расчета коэффициентов корреляции между динамикой цен и динамикой импорта. Расчет можно выполнить отдельно для российских поставок, а отдельно для прочих поставщиков и дополнительно для периодов до и после февраля 2022 г. Для сглаживания помесечных колебаний можно рассмотреть и корреляцию между полиномиальными трендами указанных рядов. Результаты расчета представлены в табл. 1.

Таблица 1

**Коэффициенты корреляции между поставками алюминия из России и из других стран с уровнем импортных цен на соответствующих рынках в январе 2019 г. – декабре 2023 г.**

Импорт	Страны			
	Китай	Япония	Ю. Корея	Турция
Исходные ряды				
Российский импорт	0,18	-0,01	0,03	-0,34
– до февраля 2022 г.	0,12	0,39	-0,14	-0,24
– с марта 2022 г.	-0,64	0,87	-0,60	-0,35
Сторонний импорт	0,26	0,30	0,23	0,77
– до февраля 2022 г.	0,35	0,35	0,37	0,87
– с марта 2022 г.	-0,14	0,23	0,39	0,43
Полиномиальные тренды				
Российский импорт	0,18	-0,02	-0,01	-0,87
– до февраля 2022 г.	0,21	0,95	0,00	-0,89
– с марта 2022 г.	-0,88	0,98	-0,98	-0,80
Сторонний импорт	0,35	0,53	0,54	0,97
– до февраля 2022 г.	0,47	0,54	0,94	0,99
– с марта 2022 г.	0,32	0,51	0,96	0,90

Источник: рассчитано автором по: данные ITC Trade Map.

Таким образом, выраженная положительная корреляция для российских поставок отмечалась только при экспорте в Японию, причем как до, так и после февраля 2022 г. При этом сторонний импорт при сглаживании месячной динамики всегда имеет положительную корреляцию с ценами, которая изменяется от слабой для Китая и Японии до очень сильной для Южной Кореи и Турции, что соответствует тра-

диционной экономической логике. Полностью противоположна этой логике динамика российского экспорта с марта 2022 г. в Турцию, Китай и особенно в Южную Корею, где отрицательный коэффициент корреляции говорит об обратной статистической связи между поставками алюминия и уровнем цен. Заметим, что для рынка Турции подобная ситуация была характерна и до февраля 2022 г.

На Лондонской бирже металлов алюминий подешевел с 3549 долл. в марте 2022 г. до 2261 в сентябре с последующим отскоком до 2603 в январе 2023 г. и дальнейшей стагнацией на уровне около 2200 долл. Отрицательная корреляция объемов российского экспорта с такой динамикой означает увеличение поставок на фоне падающих цен на рынки Китая, Южной Кореи и Турции. Экспорт в Японию при этом быстро сократился с 35–50 тыс. т в месяц в конце 2021 г. до 5–10 тыс. т в конце 2023 г., что, очевидно, связано с финансовыми рисками из-за введенных против России западных санкций.

Рассмотрим подробнее расширение поставок российского алюминия на рынки трех других рассматриваемых стран. Для этого проведем регрессионный анализ импорта алюминия из России в зависимости от цены на рынке и от объема сторонних поставок (которые, как показано выше, все подчиняются рыночной логике и при ухудшении конъюнктуры сокращаются). В качестве внеэкономического фактора санкционных рисков используем дамми-переменную, которая принимает значения 1 с марта 2022 г. и 0 до этой даты (аддитивная зависимость) или  $e$  и 1 соответственно (мультипликативная зависимость). Для каждой страны построим четыре регрессионные модели:

- модель №1 – по исходным рядам с аддитивной зависимостью (линейная функция трех переменных с константой),
- модель №2 – аналогичная модель для полиномиальных трендов,
- модель №3 – по темпам роста исходных рядов (мультипликативная функция трех переменных, которая после логарифмирования переходит в линейную),
- модель №4 – аналогичная модель для полиномиальных трендов.

Результаты регрессионного анализа представлены в таблицах 2–4. Для поставок в КНР результаты регрессионных моделей с исходными рядами и их полиномиальными трендами близки, причем коэффициенты при дамми-переменной практически совпадают и составляют около 70 (тыс. т). Иными словами, санкционные риски после февраля 2022 г. статистически ответственны примерно за такой среднемесячный объем поставок российского алюминия на этот рынок. Реальный среднемесячный объем поставок с марта 2022 по декабрь 2023 г. составил 78 тыс. т, то есть без внеэкономических факторов объем экспорта в Китай при снижающихся ценах был бы минимальным (см. рис. 2).

Таблица 2

**Параметры регрессионных моделей, описывающих зависимости поставок российского алюминия в Китай от уровня цен, сторонних поставок и изменения рисков после февраля 2022 г.**

	Модель №1	Модель №2	Модель №3	Модель №4
<b>Регрессионная статистика</b>				
множественный R	0,79	0,82	0,20	0,70
R-квадрат	0,63	0,68	0,04	0,50
нормированный R-квадрат	0,61	0,66	-0,02	0,46
стандартная ошибка	25,60	21,83	0,51	0,46
наблюдения	56	56	55	49
<b>Коэффициенты</b>				
константа	49,75	52,25	0,06	0,46
цены	-0,03	-0,03	0,24	-11,94
сторонний импорт	0,23	0,32	0,31	3,67
дамми с марта 2022 г.	70,84	69,52	0,01	-0,19
<b>P-значение</b>				
константа	0,01	0,00	0,71	0,04
цены	0,00	0,00	0,86	0,00
сторонний импорт	1,58E-05	7,51E-07	0,16	5,5E-05
дамми с марта 2022 г.	7,73E-12	1,28E-13	0,86	0,07

Источник: рассчитано автором по: данные ITC Trade Map.

Таблица 3

**Параметры регрессионных моделей зависимости поставок российского алюминия в Южную Корею от уровня цен, сторонних поставок и изменения рисков после февраля 2022 г.**

	Модель №1	Модель №2	Модель №3	Модель №4
<b>Регрессионная статистика</b>				
множественный R	0,57	0,66	0,50	0,89
R-квадрат	0,33	0,44	0,25	0,79
нормированный R-квадрат	0,29	0,41	0,21	0,78
стандартная ошибка	5,99	4,54	0,55	0,09
наблюдения	60	60	59	59

	Модель №1	Модель №2	Модель №3	Модель №4
<b>Коэффициенты</b>				
константа	7,03	51,04	0,05	-0,07
цены	-0,00	-0,00	-1,44	-5,19
сторонний импорт	0,12	-0,35	2,61	30,54
дамми с марта 2022 г.	10,03	5,94	-0,01	0,09
<b>R-Значение</b>				
константа	0,43	0,08	0,77	0,02
цены	0,02	0,92	0,41	1,57E-08
сторонний импорт	0,15	0,27	0,00	1,44E-18
дамми с марта 2022 г.	2,69E-06	0,06	0,92	2,15E-07

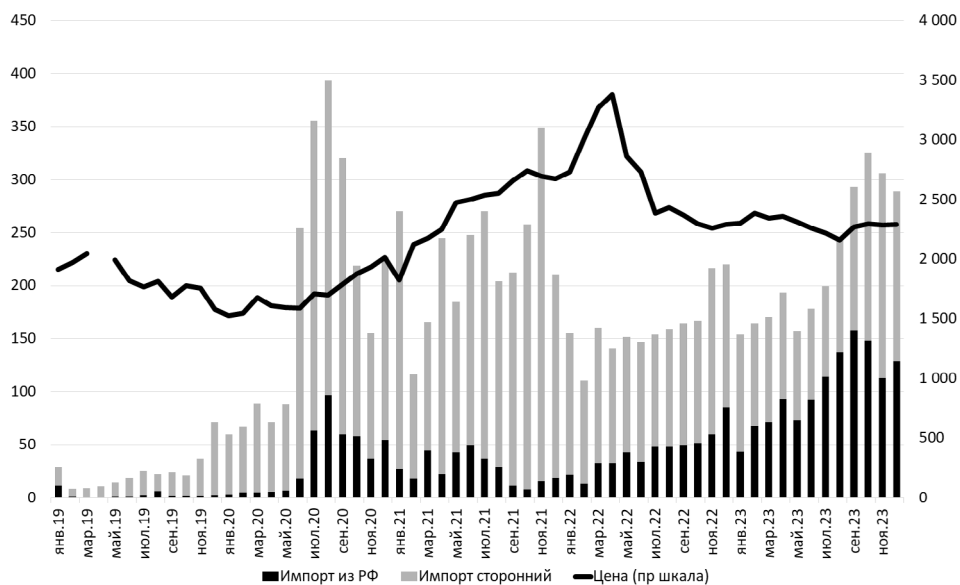
Источник: рассчитано автором по: данные ITC Trade Map.

Таблица 4

**Параметры регрессионных моделей зависимости поставок российского алюминия в Турцию от уровня цен, сторонних поставок и изменения рисков после февраля 2022 г.**

	Модель №1	Модель №2	Модель №3	Модель №4
<b>Регрессионная статистика</b>				
множественный R	0,39	0,60	0,40	0,49
R-квадрат	0,15	0,36	0,16	0,24
нормированный R-квадрат	0,11	0,33	0,12	0,20
стандартная ошибка	12,54	6,65	0,40	0,10
наблюдения	60	60	59	59
<b>Коэффициенты</b>				
константа	71,11	56,94	-0,01	0,01
цены	-0,02	-0,00	0,41	6,44
сторонний импорт	0,11	-0,15	0,50	-3,02
дамми с марта 2022 г.	-0,96	1,39	0,00	0,01
<b>R-значение</b>				
константа	1,27E-09	1,72E-06	0,95	0,84
цены	0,01	0,91	0,70	0,00
сторонний импорт	0,13	0,24	0,00	0,00
дамми с марта 2022 г.	0,79	0,49	0,95	0,53

Источник: рассчитано автором по: данные ITC Trade Map.

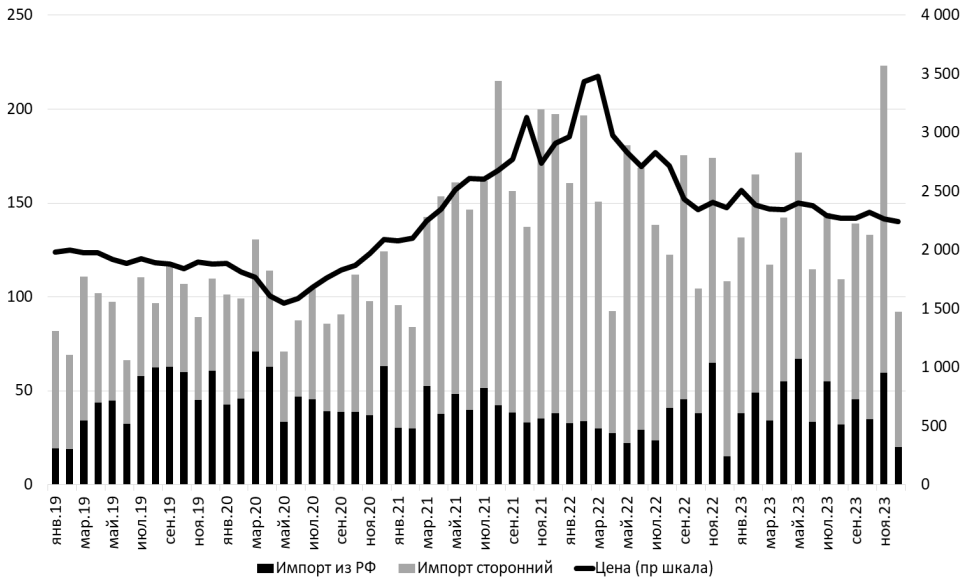


Источник: рассчитано автором по: данные ITC Trade Map.

Рис. 2. Импорт алюминия в Китай в 2019–2023 гг., тыс. т

Для поставок в Южную Корею единственная математически корректная модель регрессии из построенных – та, где в качестве рядов используются логарифмы темпов роста трендов. Значение коэффициента при дамми-переменной в ней представляет собой степень числа  $e$ , которое является последним множителем темпов роста российского импорта. Полученный множитель (примерно 1,098) очевидно превосходит реальные темпы роста поставок, что означает, что без действия этого фактора они бы сокращались. С начала 2022 г. по конец 2023 г. фактический импорт российского алюминия в Южную Корею вырос с примерно 10 до 25 тыс. т в месяц, то есть более, чем вдвое. Примерно так же оценивают вклад санкционной дамми-переменной статистически слабые линейные регрессии – в 6–10 тыс. т из 18 тыс. т среднего за весь период с марта 2022 г. по декабрь 2023 г. объема российского импорта в Республику Корея.

Наконец, для поставок в Турцию все четыре построенные регрессионные модели оказались статистически неточны, причем санкционная дамми-переменная везде является незначимой, в отличие от уровня цен и объемов стороннего импорта. Поставки алюминия из России в Турцию, как показал еще корреляционный анализ, и до событий 2022 г. демонстрировали отрицательную зависимость от цен, то есть происходили вопреки экономической логике. Их физический объем существенно не изменился и составлял 35–40 тыс. т как в начале 2022 г., так и в последующие месяцы (см. рис. 3).



Источник: рассчитано автором по: данные ITC Trade Map.

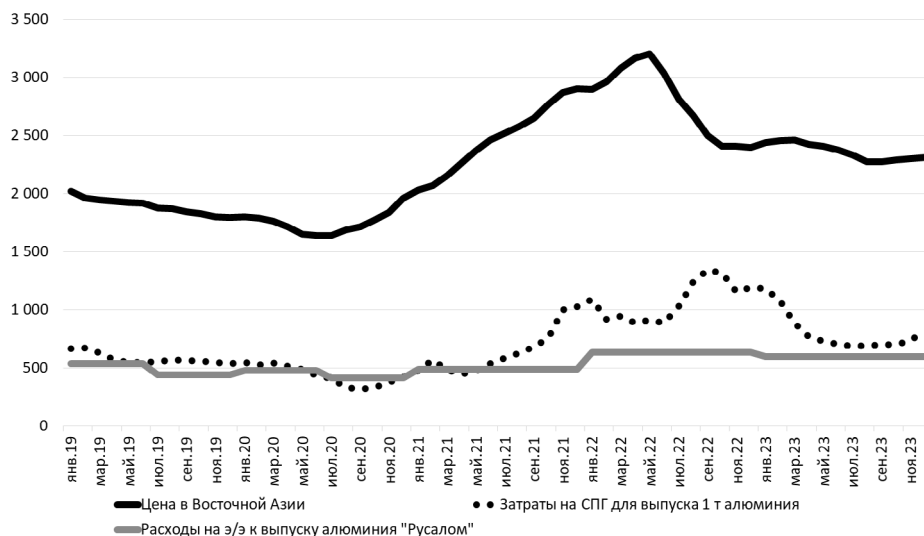
Рис. 3. Импорт алюминия в Турцию в 2019–2023 гг., тыс. т

## Прочие факторы конъюнктуры и их влияние

Проведенный выше статистический анализ показал, что увеличение поставок российского алюминия на азиатские рынки, прежде всего, на китайский, происходило исключительно в силу санкционных рисков после февраля 2022 г. и происходило на фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры. Логичным выглядит вопрос об обратном влиянии данных поставок на уровень цен на металл, однако многочисленные попытки моделирования и прогнозирования мировых цен на алюминий вплоть до поисков цикличности [9] и фрактальных закономерностей [7] приводили к выводам о том, что они не в полной мере формируются балансом спроса и предложения [11] и зависят от спекулятивной активности [10]. Очевидно, впрочем, что снижение цен при перенаправлении экспортных объемов должно было негативно отразиться на выручке «Русала», которая в 2023 г. сократилась на 12,6% с 14 до 12,2 млрд долл. При этом скорректированная чистая прибыль упала почти на 90%<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> <https://rusal.ru/sustainability/social-investment/index-gorodov/15.03.2024%20%D0%A0%D1%83%D1%81%D0%B0%D0%BB%20%D0%BE%D0%B1%D1%8A%D1%8F%D0%B2%D0%BB%D1%8F%D0%B5%D1%82%20%D1%80%D0%B5%D0%B7%D1%83%D0%B%D1%8C%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8B%20%D0%B7%D0%B0%2012M2023.pdf> (дата обращения: 17.06.2024 г.).

Представления о том, что, благодаря дешевой электроэнергии ГЭС российская алюминиевая отрасль конкурентоспособна и прибыльна даже при низких мировых ценах на металл, не учитывают ряд других факторов, прежде всего, конъюнктуру рынков других энергоносителей. На рис. 4 представлена динамика средневзвешенной импортной цены на алюминий в Восточной Азии в сравнении с условными энергетическими издержками выплавки 1 т алюминия при использовании импортного СПГ<sup>9</sup>, для которого также были рассчитаны средневзвешенные импортные цены. Для сравнения добавлено отношение затрат на электроэнергию к производству алюминия «Русалом», согласно отчетам и презентациям публичной компании.



Источник: рассчитано автором по: данные ITC Trade Map, отчетность «Русала».

Рис. 4. Цена в Восточной Азии и удельная стоимость электроэнергии на получение алюминия, долл. США за тонну

На приведенную выше динамику существенно влияет курс российского рубля, поскольку основные производственные активы «Русала» находятся в России. Однако даже для условного алюминия, на выпуск которого бы направлялся импортный СПГ, энергетическая составляющая себестоимости оказывается небольшой в сравнении с уровнем цен, поэтому конверсия фактора дешевой электроэнергии ГЭС Восточной Сибири в конкурентное рыночное преимущество в реальных условиях не так велика. Помимо финансовых затрат, связанных с обслужива-

<sup>9</sup> В качестве расходных коэффициентов взяты 17 тыс. кВт-ч на 1 т алюминия и 14,5 кВт-ч из 1 кг СПГ.

нием долга, которые в том числе определяют приемлемый для компании уровень цен, важным фактором, который влияет на финансовый результат, являются расходы на импорт глинозема.

В 2019–2021 гг. Россия ежегодно импортировала 4,7–4,9 млн т глинозема (код ТН ВЭД 281820), причем основные объемы поступали с Украины (1,7 млн т в 2021 г.) и из Австралии (1,5 млн т). После февраля 2022 г. в силу известных причин данные поставки прекратились, и «Русал» начал ориентироваться на иных поставщиков, среди которых ключевым стал Китай, где российская компания в конце 2023 г. даже приобрела долю глиноземного комбината<sup>10</sup>. Из КНР, согласно «зеркальным» данным таможенной статистики, было поставлено 0,8 млн т глинозема в 2022 г. и 1,2 млн т в 2023 г., что обеспечило почти весь экспорт КНР этой продукции, в которой страна сама остро нуждается. При этом средняя цена поставки составила 491 и 425 долл. США соответственно, тогда как в 2021 г. австралийское сырье завозилось в Россию по 372 долл. США за тонну, а украинское – по 390. Учитывая, что для выпуска 1 т алюминия необходимо примерно 2 т глинозема, можно посчитать, что удельные затраты при работе полностью на импортном сырье увеличились бы в 2022 г. примерно на 50 долл. США за тонну. Реальное увеличение было меньшим из-за наличия собственного глиноземного производства в России.

## Выводы

Санкционные риски после февраля 2022 г. существенно осложнили работу российской алюминиевой отрасли, причем это происходило на фоне ухудшения конъюнктуры мирового рынка. В результате поставки металла из России на крупные азиатские рынки, за исключением японского, росли вопреки рыночной логике – при все более снижающихся ценах. При ограниченности вариантов реализации продукции данная мера стала вынужденной, поскольку альтернативой было резкое сокращение производства. Это подтверждается результатами проведенного регрессионного анализа, согласно которому при наблюдавшейся конъюнктуре и поведении конкурентов без действия фактора санкционных рисков роста экспорта бы не произошло.

Дополнительными негативными факторами для России были сравнительно низкие цены на энергоносители, что уменьшало преимущество использования дешевой электроэнергии ГЭС в сравнении с поставщиками из других стран, а также прекращение поставок глинозема с Украины и из Австралии. Их замена импортом существенно

<sup>10</sup> <https://www.forbes.ru/biznes/499077-uc-rusal-kupit-30-akcij-kitajskogo-metallurgiceskogo-zavoda-u-hebei-wenfeng> (дата обращения: 05.04.2024 г.).

более дорогого глинозема из Китая привела к росту сырьевых издержек и дополнительному ухудшению финансового положения «Русала».

Факторы помимо конъюнктурных, в частности стоимость обслуживания долга «Русала», валютная и фискальная политика российских властей, доходы от участия в капитале других компаний, в рамках данного исследования не рассматривались. В нынешних условиях, которые созданы внеэкономическими и никак не зависящими от компании факторами, именно меры гибкой отраслевой, в том числе фискальной, политики, в частности, снижение налоговой нагрузки, содействие рефинансированию кредитов, субсидирование выросших расходов на транспортировку и страхование, были бы крайне полезны для улучшения положения российской алюминиевой отрасли. Это, впрочем, актуально и для многих других базовых экспортных отраслей промышленности страны.

Очевидно, что стратегическим приоритетом долгосрочного развития российской алюминиевой отрасли не может быть происходящая интеграция в металлургический комплекс Китая. Приоритетными задачами для участия профильных государственных органов могут быть поддержка проектов по расширению в России собственного глиноземного производства на импортных и отечественных бокситах, субсидирование транспортных затрат на доставку алюминия до других, дружественных России, рынков, помимо китайского, помощь проектам переработки алюминия в России для выпуска продукции с большей добавленной стоимостью для внутренних и экспортных нужд. Конечной целью этих мер должна быть максимальная капитализация естественных конкурентных преимуществ страны для долгосрочного экономического развития.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Бекетов Н.В. Стратегия развития металлургического комплекса России // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2008. Т. 4. № 6. С. 33–46.
2. Бутрин Д., Петров И. Легкий на подъем. Алюминиевая отрасль России в историческом измерении // Коммерсантъ. 2022. 14 июля. <https://www.kommersant.ru/doc/5446641>
3. Зандер Е.В. Алюминиевая промышленность России: ретроспективный анализ и условия эффективного развития. Дисс. ... д.э.н. 2005. Красноярский государственный университет.
4. Дмитриева Т. Борьба на падающем рынке алюминия // Морские порты. 2015. № 10. <https://morvesti.ru/themes/1694/55044/>
5. Малышев М.К. Мировые тренды развития металлургической отрасли за 2002–2021 гг. // Журнал экономических исследований. 2022. Т. 8. № 5. С. 29–41.
6. Миронцева Я., Петрович Г. Алюминиевые короли и «капуста» // Коммерсантъ. 1995. 23 марта. <https://www.kommersant.ru/doc/104952>

7. *Рыдзельева А.В., Ермолаев М.Б.* Опыт применения фрактального анализа в исследовании ценовой динамики на примере рынка алюминия. Сб. научных трудов вузов России «Проблемы экономики, финансов и управления производством». 2013. № 34. С. 136–138.
8. *Рыжков Н.И.* Экономика Советского Союза в годы Великой Отечественной войны. Москва – Белгород: Изд-во БГТУ, 2010. С. 198.
9. *Тиндова М.Г., Кублин И.М.* Некоторые аспекты ценообразования на рынке металлов // Вопросы современной науки и практики. Университет им. В.И. Вернадского. 2021. № 3. С. 50–59.
10. *Шевелев И.М.* Оценка биржевых спекуляций на рынке цветных металлов посредством коэффициентов эластичности // Economics. 2015. № 2. С. 24–30.
11. *Шевелев И.М., Черный С.А.* Анализ корреляции цен металлов на Лондонской бирже // Фундаментальные исследования. 2014. № 3–4. С. 810–816.
12. *Regan J.G.* Soviet aluminum export seen soaring // American Metal Market, 1991.
13. *Shabad T.* Soviet experiment in aluminum fails // The New York Times. 1976. May 9. P. 103. <https://www.nytimes.com/1976/05/09/archives/soviet-experiment-in-aluminum-fails.html>

## REFERENCES

1. *Beketov N.V.* Strategy of the development of the metallurgical complex of Russia // National interests: priorities and security. 2008. Vol. 4. No. 6. Pp. 33–46. (In Russ.).
2. *Butrin D., Petrov I.* Easy to rise. The aluminum industry of Russia in the historical dimension // Kommersant. 2022. July 14th. (In Russ.). <https://www.kommersant.ru/doc/5446641>
3. *Zander E.V.* The aluminum industry of Russia: a retrospective analysis and conditions for effective development. Diss. ... Doctor of Economics 2005. Krasnoyarsk State University. (In Russ.).
4. *Dmitrieva T.* The struggle on the falling aluminum market // Seaports. 2015. No. 10. (In Russ.). <https://morvesti.ru/themes/1694/55044/>
5. *Malyshev M.K.* Global trends in the development of the metallurgical industry in 2002–2021 // Journal of Economic Research. 2022. Vol. 8. No. 5. Pp. 29–41. (In Russ.).
6. *Mirontseva Ya., Petrovich G.* Aluminum kings and “cabbage” // Kommersant. 1995. March 23rd. (In Russ.). <https://www.kommersant.ru/doc/104952>
7. *Rydzeleva A.V., Ermolaev M.B.* The experience of fractal analysis in the study of price dynamics on the example of the aluminum market // Collection of scientific papers of Russian universities “Problems of economics, finance and production management”. 2013. No. 34. Pp. 136–138. (In Russ.).
8. *Ryzhkov N.I.* The economy of the Soviet Union during the Great Patriotic War. Moscow – Belgorod: Publishing house of BSTU, 2010. P. 198. (In Russ.).
9. *Tindova M.G., Kublin I.M.* Some aspects of pricing on the metal market // Issues of modern science and practice. V.I. Vernadsky University. 2021. No. 3. Pp. 50–59. (In Russ.).
10. *Shevelev I.M.* Evaluation of stock market speculation on the non-ferrous metals market with elasticity coefficients // Economics. 2015. No. 2. Pp. 24–30. (In Russ.).
11. *Shevelev I.M., Cherny S.A.* Analysis of the correlation of metal prices on the London Stock Exchange // Fundamental researches. 2014. No. 3–4. Pp. 810–816. (In Russ.).
12. *Regan J.G.* Soviet aluminum export seen soaring // American Metal Market, 1991.

13. *Shabad T. Soviet experiment in aluminum fails // The New York Times. 1976. May 9. P. 103. <https://www.nytimes.com/1976/05/09/archives/soviet-experiment-in-aluminum-fails.html>*

Дата поступления рукописи: 13.04.2024 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Рязанов Влас Александрович** – кандидат географических наук, старший научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
vlas.ryazanov@gmail.com

#### ABOUT THE AUTHOR

**Vlas A. Ryazanov** – Cand. Sci. (Geogr.), Senior Researcher at the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia  
vlas.ryazanov@gmail.com

#### THE PRICE MARKET SITUATION AND THE REDIRECTION OF RUSSIAN ALUMINIUM EXPORT TO ASIAN MARKETS IN 2022–2023

The author studies the impact of market prices on the geographic sales changes of aluminium, which is historically one of the key Russian exports. The increase in supplies to the markets of China, South Korea and Turkey after February 2022 was accompanied by price decline. The regression analysis has shown that without the factor of sanctions risks in this market situation, imports from Russia would have decreased, as it steadily happened with supplies from other countries. The article also examines other market factors of the deterioration of the financial situation of the Russian aluminium industry – the rise in the costs of imported alumina due to a change of suppliers, as well as Russia's weak energy advantages over other countries due to low prices for oil and gas. The measures of the state industrial policy to restore the global competitiveness of the industry were proposed.

**Keywords:** *Russia, China, Japan, South Korea, Turkey, export, aluminum, prices, regression analysis.*

**JEL:** C22, F14, L61.

## ФИНАНСЫ

**А.А. ЛОМОНОСОВ**

аспирант экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова

### ПЕРСПЕКТИВЫ СТРАТЕГИИ АКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА ПРИМЕРЕ ХЕДЖ-ФОНДОВ

В статье охарактеризовано современное состояние сегмента хедж-фондов и их инвестиционные стратегии с помощью анализа финансовой отчетности, бизнес-моделей и индексным методом, при котором определяется эффективность не отдельного фонда, а группы хедж-фондов, придерживающихся одной стратегии, объединенных в индекс. Используются SARIM-моделирование, МНК, а также расчет коэффициентов эффективности (в т. ч. коэффициента Шарпа). Результаты проведенной оценки позволили сделать вывод о том, что наиболее эффективной в современных условиях является глобальная макростратегия инвестирования хедж-фондов. Для оценки будущей доходности в рамках заданной стратегии была разработана модель зависимости от рыночных индексов.

**Ключевые слова:** хедж-фонды, инвестиционные стратегии, эконометрическое моделирование.

УДК: 336.767

EDN: ZCXFCA

DOI: 10.52180/2073-6487\_2024\_3\_104\_135

#### Введение

В современных условиях геополитической и экономической нестабильности, возрастающей неопределенности участников финансовых рынков и ускорения инфляционных процессов в развитых странах стратегии активного инвестирования представляют собой для инвестора все более актуальный способ не только сохранения, но и увеличения капитала, поскольку доходность пассивных стратегий, предусматривающих существенно более низкие инвестиционные риски, зачастую не способна покрыть даже потери от инфляции.

В этой связи профессиональные участники рынка ценных бумаг во всем мире обращают свое внимание на инструменты, в основе которых

лежат активные инвестиционные стратегии, предполагающие постоянный анализ рынка с целью покупки/продажи активов в зависимости от ожидаемого уровня доходности (степени риска и пр.). Одним из таких инструментов выступают хедж-фонды, строящиеся на свободном выборе инвестиционной стратегии и необходимых методов, которые, с одной стороны, имеют возможность получения многократной прибыли, а с другой - путем создания гибкого портфеля инвестиций на основе инвестирования в различные активы и использования не характерных для институциональных инвесторов инструментов, способны получать прибыль в период падения рынка, выступая таким образом инструментом, снижающим риски инвесторов и, следовательно, элементом для стратегии диверсификации портфеля.

Одновременно в последние десятилетия на рыночную и инвестиционную среду серьезное влияние оказало развитие информационных технологий. Сегодня инвесторы могут быстро и легко получать информацию, свежие и важные новости об изменениях в отрасли, и это помогает им быть готовыми к корректировкам и изменениям рынка, что гораздо шире возможностей 20-летней давности. При этом лучшие технологические возможности требуют больших финансовых вложений, а учитывая, что хедж-фонды привлекают значительные финансовые средства, в том числе за счет привлечения аккредитованных инвесторов (с инвестициями от 1 млн долл. США), их возможности к получению и ускоренной обработке информации, необходимой для принятия инвестиционных решений, более широкие, чем у отдельных инвесторов.

Цель данной статьи заключается в определении наиболее доходных стратегий активного инвестирования хедж-фондов в современных условиях с учетом рисков. Результаты помогут менеджерам фондов и инвесторам принимать инвестиционные решения при формировании портфеля.

## **Обзор литературы**

Вопросы, связанные с изучением и применением различных стратегий активного инвестирования хедж-фондов, рассмотрены в научных трудах таких отечественных авторов, как В.В. Здоровенин, А.В. Иевлев, В.П. Матвеев, А.В. Пенюголова, И.В. Рожков, Ф.А. Смирнов, В.Е. Парамонов, исследования которых внесли значительный вклад в изучение развития отрасли хедж-фондов во всем мире. Так, опубликованное в 2016 г. исследование [3] содержит важные выводы о теневом влиянии стратегий инвестирования хедж-фондов на мировое хозяйство, в том числе на их взаимосвязь с дефолтом Аргентины, Транстихоокеанским партнерством и влиянием системы хедж-фондов на рынок нефти. В исследова-

нии [2] приведен анализ инвестиционных стратегий хедж-фондов при бинарных событиях (итоги референдума в Великобритании и результаты выборов в США). Результаты исследования показали, что одной из наиболее выигрышных активных стратегий хедж-фондов является отслеживание информации по определенным политическим событиям мирового масштаба и определение их вероятного воздействия на определенные финансовые инструменты (макростратегия). Подобные стратегии данных фондов, по мнению автора, можно использовать при прогнозировании различных событий на мировой арене. Однако исследования В.В. Здравовенина, А.В. Иевлева, В.П. Матвеева, А.В. Пенюголова, И.В. Рожкова носят в большей части описательный характер и дают общее представление об индустрии хедж-фондов, но не об особенностях их инвестиционных стратегий.

Среди зарубежных авторов следует выделить Б. Битса и Д. Швагера, которые в своих исследованиях уделили много внимания стратегиям инвестирования. Эти авторы в своих работах раскрывают поведение хедж-фондов «изнутри». Так, Б. Битс является основателем одноименного хедж-фонда, а Д. Швагер до 2010 г. был партнером одного из крупнейших лондонских хедж-фондов Fortune Group. Тем не менее их работы носят в большей степени прикладной характер, содержат общее описание индустрии хедж-фондов и не дают ответа на вопросы о выборе стратегий институциональными инвесторами.

Структурный макроэкономический анализ отрасли рассмотрен в работе [9]. В данной статье показано, как спекулятивные действия крупных инвесторов (хедж-фондов) в рамках реализации отдельных стратегий могут спровоцировать продовольственные кризисы, и приведены предложения по ограничению такой спекуляции. Также в [5] показано, что систематическое спекулятивное воздействие со стороны хедж-фондов оказывает серьезное влияние на цены сырьевых товаров и, следовательно, на стоимость конечных продуктов пищевой или обрабатывающей промышленности.

Кроме того, ряд зарубежных работ посвящен анализу стратегий хедж-фондов с использованием эконометрического аппарата. Так, в исследовании [7] автор проводит сравнение нескольких спецификаций многофакторных и однофакторных моделей для учета изменчивости доходности индексов хедж-фондов во временных рядах. В данной работе доказано, что способность многофакторных моделей, параметризованных по методу OLS моделей, соответствовать наборам данных индексов хедж-фондов, хуже, чем у однофакторных моделей. При этом наиболее приоритетной среди моделей в случае хедж-фондов оказывается CAPM, которой уступают семифакторная модель Fung and Hsieh, четырехфакторная модель Carhart, трехфакторная модель «value and momentum everywhere» и трехфакторная модель Fama and

French. Однако данное исследование не учитывает специфику хедж-фондов как экономических агентов.

Ключевым недостатком существующих исследований в рамках изучаемого вопроса является отсутствие структурированного подхода к анализу стратегий хедж-фондов на основе обобщения материалов первичной отчетности фондов и рыночных индикаторов. Помимо этого, в современных работах недостаточно внимания уделено рискам применения активных инвестиционных стратегий хедж-фондов для мировой экономики и международных экономических отношений.

### **Теоретические аспекты исследования**

В экономической литературе представлено большое количество инвестиционных стратегий и их классификаций, основной из которых является их разделение на активные и пассивные.

Пассивные стратегии предполагают вложения в финансовые инструменты на основе отслеживания различных рыночных индексов (бенчмарков), в том числе в биржевые фонды, в то время как активные стратегии предполагают поиск инвестиционных возможностей с целью превзойти установленные показатели доходности рынка. Иными словами, пассивные инвесторы придерживаются правила «покупай и держи», который основан на получении прибыли за счет общего роста цен на активы в долгосрочной перспективе. Таким образом, пассивные инвестиции являются менее рискованными и не подвержены краткосрочным настроениям на рынке, в том числе и потому, что не предусматривают короткие позиции. Примером пассивных инвестиций могут послужить фонды, которые инвестируют в различные рыночные индексы: российские индексы Мосбиржи, РТС, зарубежные индексы S&P 500, Nasdaq и др.

Под активным управлением инвестиционным фондом в современной экономической литературе понимается использование различных приемов и стратегий инвестирования с целью превзойти рыночные показатели [11]. В общем случае фонды, применяющие активные инвестиции, используют неэффективность рынка и вкладываются в финансовые инструменты, стоимость которых недооценена [10], либо открывают короткую позицию по инструментам с завышенной стоимостью. Чаще всего управление такими фондами осуществляет группа профессиональных менеджеров с большим опытом принятия инвестиционных решений и аналитическим мышлением, решения которых подкреплены расчетами и прогнозами с применением различных моделей. Благодаря глубокому пониманию рынка они могут «вылавливать» компании, у которых возникают некоторые проблемы, и те компании, которые продают свои акции или облигации по сни-

женной стоимости в кризисной ситуации, чтобы привлечь большой капитал. Экспертный анализ и оценка от высококвалифицированных специалистов имеют высокую стоимость, а расходы на них переносятся на инвесторов в форме различных комиссионных, выплачиваемых активным управляющим за их услуги. В конечном итоге это сказывается на чистой доходности инвестиций. Однако если все пойдет хорошо, управляющий фондом все равно сможет превзойти рынок, что даст инвестору большую отдачу после вычета всех затрат.

Стратегии активного инвестирования используются по отдельности или в комбинации друг с другом. При этом в рамках активной стратегии фонды могут поставить себе цель не только превзойти базовый индикатор, но и также стремиться поддерживать инвестиционный портфель, не подверженный волатильности рынка. Например, во время падения технологического сектора в 1999 г. и банковского сектора в 2008 г., на долю которого приходилось более 20% индекса FTSE 100, только при активном инвестировании инвестор мог избежать рисков в падении этих акций [11].

Хедж-фонд, согласно определению Goldman Sachs & Co, представляет собой множество инвестиционных стратегий, основанных на навыках [управляющих фонда], с широким диапазоном целей по риску и доходности. Общим элементом является использование навыков инвестирования и управления рисками для получения прибыли независимо от направления рынка [4].

Хедж-фонды отличаются от других инвестиционных компаний тем, что их деятельность менее регулируется законодательством. Кроме того, хедж-фонды не имеют ограничений по сроку деятельности в отличие, например, от паевых инвестиционных фондов, по которым срок действия договора доверительного управления в соответствии с российским законодательством<sup>1</sup> не может превышать 15 лет. Еще одной особенностью является ограниченный объем раскрываемой хедж-фондами информации: только хедж-фонды с капитализацией более 100 млн долл. США обязаны подавать форму 13F, в которой подробно описываются их длинные позиции на конец квартала по акциям, торгуемым на американских биржах. Отчетность по форме 13F включает следующие данные:

- перечень ценных бумаг, которыми владеет хедж-фонд, и названия эмитентов;
- класс активов (например, обыкновенные или привилегированные акции, опционы и пр.);
- количество принадлежащих фонду ценных бумаг;
- рыночная стоимость активов на отчетную дату (конец квартала).

<sup>1</sup> Ст. 12. Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Большинство хедж-фондов устанавливают свой порог для инвестирования, превышающий законодательно установленный порог в 1 млн долл. США (например, 5 млн долл. или более). Инвесторы в хедж-фонды имеют ограниченный доступ к своему капиталу после осуществления своих инвестиций [1; 3]. Так, они не могут вывести свои деньги, к примеру, в течение года после внесения первоначальных инвестиций. Помимо этого, для вывода средств необходимо направить уведомление управляющей компании минимум за три месяца и только в конце квартала. Многие из этих ограничений связаны с базовой ликвидностью инвестиционной стратегии, а именно с их активной направленностью, когда хедж-фонд владеет ценными бумагами, которые трудно реализовать, поэтому инвесторы не должны ежемесячно выводить свои деньги или даже добавлять капитал.

Хедж-фондам разрешено применять более сложные стратегии (но они не обязаны этого делать). Эти стратегии могут включать использование кредитного плеча, короткие позиции или деривативы (отсюда и «хеджирование» в хедж-фонде). Их компенсационные контракты обычно включают плату за управление (например, 1% от активов в год), а также плату за производительность (15% от прибыли сверх определенного порогового уровня). Они также могут иметь высокую оценку в своем компенсационном контракте, где фонд получает плату за выполнение только в том случае, если фонд превышает их пиковую стоимость. Эта последняя функция гарантирует, что менеджеру не заплатят «дважды», если он потеряет деньги, а затем снова поднимется.

В зарубежных научных исследованиях существуют различные классификации стратегий активного инвестирования хедж-фондов. Рассмотрим наиболее распространенную классификацию в соответствии с данными Barclay, которая предполагает выделение следующих стратегий:

- конвертируемый арбитраж (Convertible Arbitrage Hedge Fund);
- секьюритизация проблемных активов (Distressed Securities Hedge Fund);
- нейтральный фондовый рынок (Equity Market Neutral Hedge Fund);
- длинные/короткие позиции (Long/Short Equity Hedge Fund);
- управляемый событиями фонд (Event Driven Hedge Fund);
- арбитраж с фиксированным доходом (Fixed Income Arbitrage Hedge Fund);
- развивающиеся рынки (Emerging Markets Hedge Fund);
- глобальная макростратегия (Global Macro Hedge Fund);
- мультистратегия (Multi-Strategy Hedge Fund).

Эффективность работы хедж-фондов, как уже было указано, определяется активными управленческими решениями («альфа»), а не пассивным владением классом активов и получением премии за риск («бета»). Такая позиция предполагает концентрацию на гибкой инвестиционной политике.

Еще одной характерной чертой хедж-фондов является их слабое законодательное регулирование. Ряд хедж-фондов зарегистрированы в офшорных налоговых зонах. Также для хедж-фондов характерна непрозрачность деятельности, поскольку они не заинтересованы, чтобы об их инвестиционных решениях узнавали сторонние пользователи информации. В то же время хедж-фонды являются высокорисковыми. Так, в работе [6] показано, что операционный риск, связанный с конфликтами интересов как внутри фонда, так и за его пределами, может привести к снижению доходности в среднем на 1,68% в годовом исчислении. Поскольку полная отчетность хедж-фондов является непубличной, провести оценку рисков представляется затруднительным.

Хедж-фонды применяют различные стратегии активного инвестирования, на основании которых формируются индексы. Все стратегии хедж-фондов направлены на максимизацию коэффициента «альфа», который позволяет сравнить доходность инвестиционного портфеля с доходностью базового индекса – бенчмарка. Несмотря на широкое многообразие стратегий хедж-фондов, вопрос эффективности их стратегий остается актуальным. Анализ экономической литературы по данной теме позволяет утверждать, что исследователи разделились на два лагеря: одни считают, что хедж-фонды способны постоянно превосходить рынок, другие отмечают недостатки такого инвестирования. В работе [6] авторы доказывают, что средний коэффициент Шарпа у хедж-фондов выше, чем у взаимных фондов. В работе [8] авторы утверждают, что доходность хедж-фондов определяется лучшими исполнителями, что подтверждается тщательным подбором персонала, проводимым индустрией хедж-фондов.

Проводя оценку стратегий активного инвестирования хедж-фондов, особое внимание необходимо уделить измерению эффективности индексов хедж-фондов с акцентом на показателях с поправкой на риск.

Далее рассмотрим основные методологические подходы к оценке эффективности стратегий хедж-фондов. Результаты анализа методологических подходов к оценке эффективности хедж-фондов представлены в табл. 1.

Таким образом, в основе современных моделей оценки инвестиционных стратегий лежат однофакторные и многофакторные модели CAPM, а также производные от них модели, такие как модель Фамы-

Френча и др. При этом вопросам оценки эффективности стратегий хедж-фондов в российской литературе уделено мало внимания, в том числе и в связи с отсутствием такого финансового инструмента, как хедж-фонды в России на сегодняшний день.

Таблица 1

**Результаты анализа методологических подходов к оценке эффективности хедж-фондов**

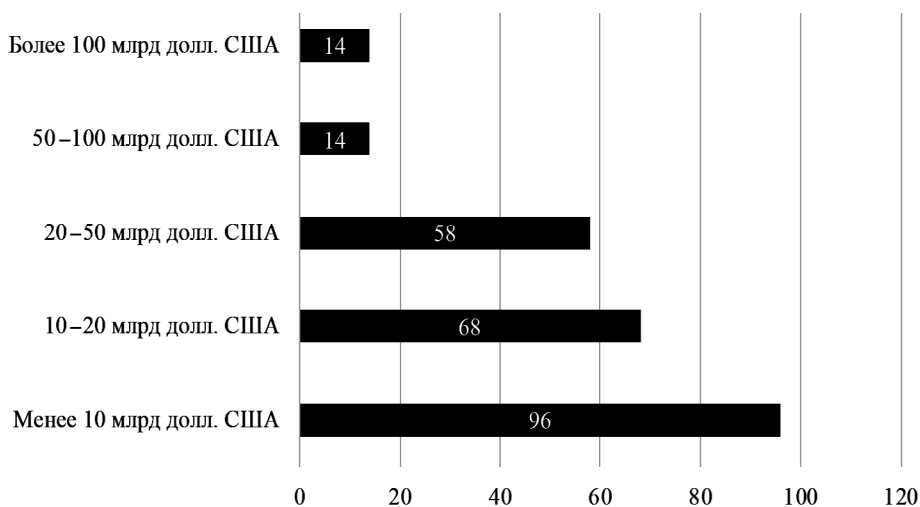
<b>Тип анализируемых данных</b>	<b>Описание</b>
Размер активов под управлением и показатели доходности	Источником информации служит отчетность хедж-фондов. С одной стороны, преимущество такого подхода является его «точечный характер», т. к. можно дать оценку отдельному хедж-фонду или группе, выделенной по определенному признаку. Недостатком при этом является отсутствие достаточного объема открытых данных. Отчетность раскрывается только для крупных хедж-фондов с периодичностью раз в квартал
Индексный анализ стратегий	Позволяет оценить деятельность не конкретного хедж-фонда, а группы хедж-фондов, придерживающихся определенной стратегии. Преимущество данного метода – ежемесячная частота данных, сопоставимость с рыночными индексами. Недостаток – добровольный характер предоставления данных хедж-фондами рейтинговым агентствам, что делает показатели, например, индексов Barclay и Credit Suisse несопоставимыми
Региональный анализ	Позволяет выявить тенденции в индустрии хедж-фондов разных регионов, определить наиболее перспективные регионы для инвестирования. Недостаток – более высокие показатели будут в юрисдикциях с меньшим налоговым бременем. По сути, такой анализ дает скорее оценку того, в каком регионе выгоднее дислоцироваться фонду, и часто не соотносится с его инвестиционной привлекательностью
Применение моделей оценки доходности активов	Данный метод не исключает другие методы и может дополнять их. Чаще всего в литературе для оценки доходности хедж-фондов используют модели CAPM, Fama-French и др.

Источник: составлено автором.

## Результаты анализа действующих стратегий активного инвестирования, используемых хедж-фондами

Методологическую основу исследования включает в себя сравнительный анализ данных, графический и статистический анализ, корреляционный анализ, расчет коэффициентов, экономико-математическое моделирование (САРМ-моделирование, МНК и др.), ретроспективную оценку. Эмпирическую базу исследования составили статистические данные, рабочие материалы, аналитические разработки и доклады исследовательских компаний и международных организаций (IOSCO, Bloomberg, Barclay, J.P. Morgan, Preqin, Statista), рыночные индексы (в т. ч. индексы хедж-фондов Barclay), а также данные формы отчетности SEC Form 13F (2018–2022 гг.). В ходе исследования проанализированы пять отдельных хедж-фондов и десять индексов стратегий хедж-фондов.

Автором выявлено, что индустрия хедж-фондов представлена большим количеством хедж-фондов с активами под управлением от нескольких миллионов до сотен миллиардов долларов США. Активы под управлением хедж-фондов уже к концу 2021 г. превысили сумму в 4 трлн долл. США, а спустя год, в конце 2022 г., под управлением 250 крупнейших хедж-фондов мира находились активы уже на 6,39 трлн долл., из которых 1,7 трлн долл. управляются только десятью фондами. Количество хедж-фондов по объему управляемых активов представлено на рис. 1.

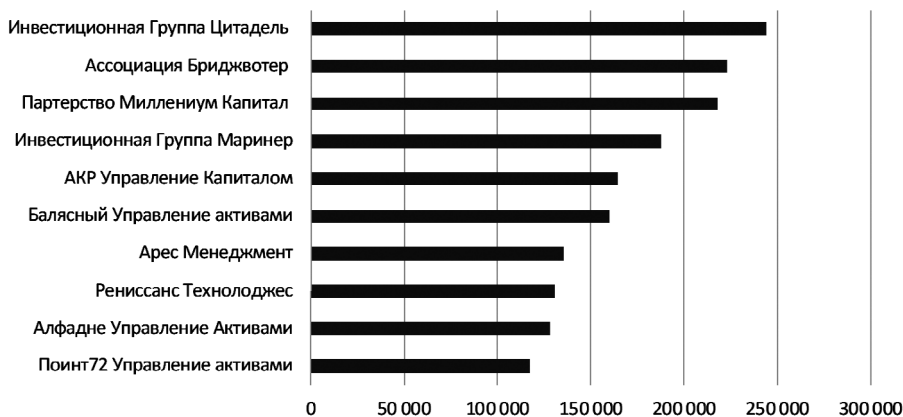


Источник: рассчитано автором по: данные Hedgelist: <https://hedgelists.com/top-250-largest-hedge-funds-2022/>

Рис. 1. Распределение 250 наиболее крупных хедж-фондов по сумме активов под управлением, млрд долл. США

Из данных рис. 1 видно, что большая часть хедж-фондов имеет под управлением менее 10 млрд долл. США и только 14 – более 100 млрд долл. Следует отметить, что 184 из рассматриваемых 250 фондов базируются в США, включая 15 с наибольшей капитализацией и, соответственно, представляющих отчетность по форме 13F.

Далее рассмотрим рейтинг десяти хедж-фондов с наибольшим объемом управляемых активов на конец 2022 года, представленный на рис. 2.



Источник: рассчитано автором по: данные Hedgelist: <https://hedgelist.com/top-250-largest-hedge-funds-2022/>

Рис. 2. Топ-10 хедж-фондов мира по объему активов под управлением на конец 2022 г., млрд долл. США

По данным на рис. 2 видно, что на конец 2022 г. наибольшими хедж-фондами являлись Инвестиционная Группа Цитадель (Citadel Investment Group), Ассоциация Бриджвотер (Bridgewater Associates), Партнерство Миллениум Капитал (Millennium Capital Partners), Инвестиционная Группа Маринер (Mariner Investment Group LLC) и АКР Управление Капиталом (AQR Capital Management). Под их управлением находится 44,3 млрд долл. США, 223,0 млрд, 218,0 млрд, 187,9 млрд и 164,4 млрд долл. США соответственно. Для дальнейшего анализа будут рассмотрены именно эти хедж-фонды, поскольку, с одной стороны, в связи с большим объемом активов под управлением они обязаны частично раскрывать свою отчетность по форме 13F, а с другой - данные хедж-фонды придерживаются разных инвестиционных стратегий. Выбранные хедж-фонды заявляют<sup>2</sup>, что используют в своей дея-

<sup>2</sup> Информация официального сайта Цитадель, режим доступа: <https://www.citadel.com/what-we-do/> (дата обращения: 01.05.2024 г.). Информация официального сайта Бриджвотер, режим доступа: <https://www.bridgewater.com/research-and-insights/the-all-weather-story> (дата обращения: 01.05.2024 г.).

тельности сочетание нескольких стратегий. Это преимущественно такие стратегии, как глобальная макростратегия, стратегия длинных/коротких позиций, секьюритизация проблемных активов и др.

Для сравнительного анализа стратегий выбранных хедж-фондов использованы данные ежеквартальной отчетности по форме 13F, которая представляется хедж-фондами в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) на 45-ый день, следующий за отчетным кварталом. Временной интервал – IV квартал 2022 г., а также более ранняя отчетность.

Прежде всего следует обратить внимание на стоимость активов, отражаемых в форме 13F каждым из хедж-фондов (см. табл. 2).

Таблица 2

**Основные показатели отчетности исследуемых хедж-фондов по состоянию на конец 2022 г.**

Наименование хедж-фонда	Число клиентов	Сумма активов под управлением (AUM), млрд долл. США	Стоимость ценных бумаг в портфеле, млрд долл. США / доля от AUM, %	Крупнейший холдинг (количество акций)
Инвестиционная Группа Цитадель (Citadel Investment Group)	16	244,3	428,1 / 175,2	SPDR S&P 500 ETF TRUST (85 млн акций)
Ассоциация Бриджвотер (Bridgewater Associates)	107	223,0	18,3 / 8,2	iShares Core S&P 500 ET (2 млн акций)
Партнерство Миллениум Капитал (Millennium Capital Partners)	15	218,0	180,7 / 82,9	SPDR S&P 500 ETF TRUST (20 млн акций)
Инвестиционная Группа Маринер (Mariner Investment Group LLC)	37	187,9	34,2 / 18,2	Hertz Global Holdings Inc (480 тыс. акций)
АКР Управление Капиталом (AQR Capital Management)	284	164,4	43,9 / 26,7	Apple Inc (9 млн акций)

Источник: рассчитано автором по: данные отчетности хедж-фондов по форме 13F.

Из данных табл. 2 видно, что у таких хедж-фондов, как Ассоциация Бриджвотер, Инвестиционная Группа Маринер, АКР Управление Капиталом, в отчетность попадают незакрытые позиции, стоимость которых менее трети капитала под управлением. При этом наименьшая доля – 8,2% от AUM зафиксирована у Bridgewater Associates, флагманский фонд Pure Alpha которого использует преимущественно стратегию длинных и коротких позиций с акцентом на коротких позициях на глобальных рынках. Иными словами, в форме 13F данных хедж-фондов отражены только их незакрытые позиции, в которые они вкладывают средства для хеджирования.

Инвестиционная Группа Цитадель (Citadel Investment Group) – единственный среди рассматриваемых хедж-фондов, стоимость портфеля которого превышает сумму капитала под управлением. Такое соотношение, с одной стороны, объясняется использованием стратегии конвертируемого арбитража, при которой фонд инвестирует в конвертируемые облигации и долговые обязательства компании и одновременно занимает короткую позицию по базовым акциям, с другой – свидетельствует о привлечении заемных средств для хеджирования рисков.

Тем не менее, с точки зрения сравнительного анализа, следует рассмотреть не только сам объем портфеля, но и его структуру и содержание.

Прежде чем перейти к анализу портфеля, рассмотрим также показатели эффективности деятельности фондов в 2022 г. (см. табл. 3).

Таблица 3

**Показатели эффективности хедж-фондов в 2022 г.**

Наименование хедж-фонда	Коэффициент эффективности (performance) за 2022 г., %	Коэффициент эффективности (performance) за IV кв. 2022 г., %
Инвестиционная Группа Цитадель (Citadel Investment Group)	23,9	8,5
Ассоциация Бриджвотер (Bridgewater Associates)	-1,4	4,0
Партнерство Миллениум Капитал (Millennium Capital Partners)	10,5	2,6
Инвестиционная Группа Маринер (Mariner Investment Group LLC)	-0,4	7,3
АКР Управление Капиталом (AQR Capital Management)	-3,9	5,1

Источник: рассчитано автором по: данные отчетности хедж-фондов по форме 13F.

По данным табл. 3 видно, что 2022 г. был неоднозначным для хедж-фондов. Citadel Advisors и Millennium Capital Partners показали высокие результаты, в то время как показатели остальных фондов ухудшились. Тем не менее в IV кв. 2022 г. наблюдается улучшение ситуации для всех исследуемых фондов.

Однако полученные результаты не могут быть в полной мере репрезентативными в связи с тем, что форма 13F<sup>3</sup> имеет ряд недостатков, а именно:

1) поскольку форма собирается раз в квартал по состоянию на отчетную дату, в данных формы отражена информация только о незакрытых позициях на соответствующий момент времени. Таким образом, операции хедж-фондов в течение месяца остаются за пределами исследования. При этом анализ показал, что отдельные хедж-фонды получают свою прибыль преимущественно от реализации коротких позиций внутри квартала. Длинные позиции служат для хеджирования рисков, вне зависимости от используемой стратегии: менее четверти портфелей хедж-фондов в конце 2022 г. приходилась на вложения в длинные позиции;

2) значительный временной лаг: отчетность публикуется с лагом в 45 дней после окончания квартала;

3) большое количество ошибок в отчетах. Комиссия по ценным бумагам и биржам не раз признавалась в том, что не анализирует содержание отчетности по форме 13F на ошибки и точность;

4) трудности с выделением отдельной активной стратегии, используемой фондом. Поскольку ряд хедж-фондов состоит из нескольких субфондов (например, Citadel Investment Group включает Wellington Fund–Citadel's flagship fund, Citadel Global Equities, Fixed Income и Macro), каждый из которых специализируется на отдельной стратегии, а отчетность по форме 13F в соответствии с законодательством сдает вся группа в совокупности.

В этой связи большое значение для изучения индустрии хедж-фондов имеет анализ индексов стратегий хедж-фондов, который будет рассмотрен далее.

Для определения наиболее перспективных стратегий активного инвестирования хедж-фондов в современных условиях недостаточно анализа отдельных хедж-фондов, поскольку, с одной стороны, каждый из них применяет сразу несколько стратегий, с другой - такой анализ охватывает только единичные фонды, данные которых могут не соот-

<sup>3</sup> Форма 13F Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) представляет собой ежеквартальный отчет, который должны подавать все управляющие институциональными инвестициями с активами не менее 100 млн долл. США активы под управлением. В ней раскрывается их акционерный капитал.

ветствовать общей тенденции, быть «выбросами» в общем статистическом ряду. Решением указанной проблемы является анализ не отдельных хедж-фондов, а фондовых индексов, которые представляют собой индикатор той или иной стратегии хедж-фонда, рассчитанный определенным образом на основе доходности ряда хедж-фондов в рамках указанной стратегии, по аналогии с биржевыми индексами.

Индекс стратегии хедж-фондов Barclay – это показатель средней доходности всех хедж-фондов в базе данных Barclay, применяющих данную стратегию. Индекс рассчитывается как среднее арифметическое чистой доходности всех фондов данной стратегии, представивших данные за указанный месяц. На основе данных о значении индексов за 2015–2022 гг. построим график (см. Приложение 3).

Из рисунка Приложения 3 видно, что прямая зависимость между индексами различных стратегий инвестирования хедж-фондов отсутствует. В целом за период наблюдения динамика индексов различных стратегий была разнонаправленной. Однако определенные события, такие как пандемия коронавируса, оказывают схожее влияние на все хедж-фонды. В частности, из графика видно, что весной 2020 г. вне зависимости от выбранной стратегии хедж-фонды теряли доходность. Однако одни хедж-фонды, избравшие стратегию развивающегося рынка или событийную стратегию, потеряли больше, чем другие (арбитраж с фиксированной доходностью или стратегию нейтрального фондового рынка).

В Приложении 1а представлена описательная статистика индексов стратегий хедж-фондов Barclay, использованных в данном исследовании, которые рассчитаны на основе 95 наблюдений за ежемесячными данными за период с января 2015 по ноябрь 2022 г. В таблице Приложения 1а представлена описательная статистика ежемесячной доходности индекса хедж-фонда Barclay и его стратегических индексов (панель А); ежемесячной доходности рыночных индексов (панель Б); и факторов, использованных в этом исследовании (панель В). Цифры, выделенные жирным шрифтом, обозначают статистическую значимость на уровне 5%. Т-среднее значение обозначает t-статистику средних значений для нулевой гипотезы о том, что среднее значение равно нулю. Тест Жарка-Бера на нормальность асимптотически распределен как центральный хи-квадрат с двумя степенями свободы при нулевой гипотезе. ACF обозначает функцию автокорреляции, а число указывает на запаздывание (лаг) ACF. Тест Юнга-Бокса на автокорреляцию порядка до 10 (LB-Q10) асимптотически распределен как центральный хи-квадрат с 10 степенями свободы в соответствии с нулевой гипотезой. LM-тест Энга для авторегрессионной условной гетероскедастичности порядка до 4 (ARCH4) асимптотически распределен как центральное распределение хи-квадрат с 4 степенями свободы при нулевой гипотезе.

Прежде всего следует обратить внимание на такую особенность статистики хедж-фондов, как ее ненормальность. Статистика Джарка-Бера по индексам хедж-фондов, как правило, больше, чем по рыночным индексам, и отвергает нулевую гипотезу о том, что их распределение доходности является нормальным на уровне значимости 5%. Среди стратегических индексов ненормальное распределение доходности демонстрируют практически все индексы, в том числе индексы стратегий конвертируемого арбитража, инвестиций в проблемные ценные бумаги, событийной и мульти-стратегии. Учитывая эти характеристики, коэффициент Шарпа, который основан на первых двух моментах распределения доходности, не может быть лучшим показателем эффективности хедж-фондов с поправкой на риск, поскольку одним из необходимых условий при расчете коэффициента является нормальное распределение временного ряда. Ненормальность временных рядов индексов хедж-фондов связана в первую очередь с выбросами, которые наблюдались во время пандемии 2020 г., а также в период неопределенности 2022 г.

При помощи программы JDemetra+ для каждого индекса хедж-фонда были идентифицированы выбросы. Количество выбросов в каждом временном ряду варьируется от одного до трех, и преимущественно приходится на значениях марта–апреля 2020 г. Такая динамика свидетельствует о влиянии пандемии коронавируса на доходность в рамках практически всех активных стратегий, кроме глобальной макростратегии и нейтральной рыночной стратегии. Одновременно мультистратегия показывает выброс в июне 2022 г., что свидетельствует о косвенной взаимосвязи данной стратегии и событий вокруг Российской Федерации. Идентифицируемые выбросы были заменены методом линейной интерполяции для проведения дальнейших расчетов. Аналогичные итерации проведены и для рыночных индексов. Результаты представлены в Приложении 1б.

Рассмотрим таблицу в Приложении 1б. В результате сглаживания выбросов практически все индексы имеют нормальное распределение, что видно из значений теста Джарка-Бера. Исключение составляет только индекс длинных/коротких позиций.

Ряд практиков и исследователей отмечают, что одной из определяющих характеристик временного ряда доходности стратегий хедж-фондов является его относительно высокая избыточная доходность на единицу волатильности или стандартного отклонения. Как показано на панели А (Приложение 1б), индексы хедж-фондов также демонстрируют эти свойства: их годовые коэффициенты Шарпа, как правило, выше, чем у рыночных индексов, обобщенных на панели Б. Коэффициент Шарпа индекса хедж-фондов Barclay составляет 0,632 по сравнению с 0,008 индекса высокодоходных облигаций Credit Suisse

или 0,000 совокупного индекса облигаций JP Morgan Aggregate Bond, а значение коэффициента 1,037 для индекса S&P 500 уступает значениям коэффициента Шарпа ряда хедж-фондов. Среди стратегических индексов фиксированный арбитраж демонстрирует самый высокий коэффициент Шарпа (2,322), за которым следуют конвертируемый арбитраж (2,136) и глобальный макроиндекс (1,900). Более тщательное изучение данных показывает, что такая привлекательная особенность в первую очередь объясняется относительно низкой волатильностью рядов доходности хедж-фондов, что может быть частично объяснено способом формирования этих данных, что будет обсуждаться далее.

Автокорреляция – еще одна уникальная характеристика рядов доходности хедж-фондов. Как показано в таблице Приложения 1б, подавляющее большинство индексов хедж-фондов демонстрируют значительную автокорреляцию. Среди стратегических индексов автокорреляцию по 1 лагу демонстрируют все стратегии кроме стратегии длинных/коротких позиций и глобальной макростратегии. При этом индексы хедж-фондов не демонстрируют значительную автокорреляцию с Q-статистикой Юнга-Бокса, отвергающей нулевую гипотезу о том, что десять коэффициентов автокорреляции с запаздыванием линейно независимы на уровне значимости 5% (кроме стратегии длинных/коротких позиций). В значениях индекса глобальной макростратегии автокорреляция отсутствует.

Так, волатильность доходности индексов хедж-фондов имеет тенденцию к кластеризации или автокорреляции, при этом индекс хедж-фондов Barclay, наряду с его индексом конвертируемого арбитража, индексами длинных/коротких акций и мульти-стратегией, демонстрирует авторегрессионную условную гетероскедастичность (ARCH). Последний столбец таблицы Приложения 1б содержит результат теста Энгла для эффектов ARCH порядка до 4, который выполняется на остатках модели AR (5), чтобы удалить линейные зависимости, которые могли бы спровоцировать тест. Интересно, что для большинства индексов хедж-фондов зафиксирован незначительный эффект ARCH, хотя такой результат может быть связан с недостаточной мощностью теста для коротких временных рядов. Среди рыночных индексов индекс высокодоходных облигаций Credit Suisse демонстрирует схожий уровень рыночных эффектов.

Для дальнейшего анализа определим пять наиболее популярных стратегий, используемых хедж-фондами в 2021 г. Так, по данным Barclay<sup>4</sup>:

- 1) стратегия длинных/коротких позиций (28%);

4 <https://portal.barclayhedge.com/cgi-bin/indices/displayIndices.cgi?indexID=hf> (дата обращения: 11.12.2023 г.).

- 2) мультистратегия (21%);
- 3) стратегия развивающихся рынков (14%);
- 4) глобальная макростратегия (13%);
- 5) событийная стратегия (10%).

Важно отметить, что стратегии, основанные на долевом участии (такие как длинные/короткие и нейтральные к рынку), и мультистратегии составляют более половины глобального рынка хедж-фондов.

Сопоставив данные внутри Приложения 1б можно сделать вывод о том, что среди наиболее часто встречающихся стратегий хедж-фондов наиболее эффективной является глобальная макростратегия, значение коэффициента Шарпа для которой составляет 1,900.

Ранее стратегии длинных/коротких позиций были более популярны. Так, по данным IOSCO<sup>5</sup>, доля данной стратегии на рынке достигала 40%. Однако в последние годы они начали уступать мультистратегиям и событийным стратегиям. Существует несколько факторов, которые могли бы способствовать этому изменению. Во-первых, это связано с производительностью. Поскольку рынки продолжали расти в течение последних нескольких лет, короткие позиции находились под давлением. С увеличением потерь произошел переход от длинных/коротких стратегий, хотя они по-прежнему популярны, к стратегиям с долгосрочным уклоном. Другим объяснением снижения эффективности длинных/коротких стратегий является «внедрение» управления длинными/короткими стратегиями внутри компании, поскольку крупные институциональные инвесторы стремятся внедрить управление такими стратегиями внутри компании. Как следствие, такие продуктовые предложения больше не пользуются спросом у многих долгосрочных инвесторов в хедж-фонды.

Кроме того, важно также отметить, что из-за экономических последствий кризиса в области здравоохранения, вызванного COVID-19, многие стратегии, ориентированные на события, сосредоточенные на слияниях и поглощениях (M&A), пришли в упадок, поскольку эти виды сделок затормозились.

С учетом проведенного анализа на основе данных о значениях коэффициента Шарпа, автокорреляции и доли рынка для дальнейшего исследования были отобраны хедж-фонды следующих стратегий: конвертируемого арбитража (Convertible Arbitrage Index), нейтрального фондового рынка (Equity Market Neutral Index), событийной стратегии (Event Driven) и глобальной макростратегии (Global Macro Index).

Для дальнейшего анализа необходимо определить, построение какой модели для индексов хедж-фондов является предпочтительнее. Для этого обратимся к исследованию Ichiro Tange «Multivariate

<sup>5</sup> IOSCO Investment Funds Statistics Report 2022 (дата обращения: 11.12.2023).

Time-Series Analysis of Hedge Fund Indices»[7]. В данном исследовании автор проводит сравнение нескольких спецификаций многофакторных и однофакторных моделей для учета изменчивости доходности индексов хедж-фондов во временных рядах. В данном исследовании доказано, что способность многофакторных моделей, параметризованных по методу OLS, соответствовать наборам данных индексов хедж-фондов хуже, чем у однофакторных моделей. При этом наиболее приоритетной среди моделей в случае хедж-фондов оказывается CAPM, которой уступают semifакторная модель Fung and Hsieh, четырехфакторная модель Carhart, трехфакторная модель «value and momentum everywhere» и трехфакторная модель Fama and French.

В связи с этим далее для каждой стратегии построена однофакторная CAPM модель вида:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta ERP_t + \varepsilon_{i,t}.$$

Таблица 4

**Модель CAPM для индексов стратегий хедж-фондов**

	<b>BHFI</b>	<b>BCAI</b>	<b>BGMI</b>	<b>BFIAI</b>	<b>BEMNI</b>	<b>BLSEI</b>
Beta	2,09	0,07	2,10	0,14	1,95	0,23
ERP	2,05	0,07	2,05	0,14	1,88	0,24

Источник: рассчитано автором по: данные Приложения 1б.

Из данных табл. 4 видно, что наибольшее значение премии за риск (ERP) ожидается у хедж-фондов, использующих глобальную макростратегию. При этом следует отметить, что значение коэффициента бета по всем исследуемым стратегиям меньше единицы, что означает меньшую чувствительность стратегий хедж-фондов к общей доходности рынка (в данном случае в качестве рыночного индикатор был взят индекс S&P 500).

Определить зависимости между доходностью различных стратегий хедж-фондов и рынком позволяет корреляционная матрица (Приложение 2). Из матрицы видно, что результативность различных стратегий зависит от результатов других стратегий, что объясняется в том числе применением спектра стратегий одним отдельным хедж-фондом. При этом такие стратегии, как конвертируемый арбитраж, событийная стратегия и мультистратегия, имеют высокий уровень корреляции с рыночным индексом S&P 500. Также наблюдается достаточный уровень корреляции между глобальной макростратегией и индексами S&P 500, JPAВ и DYX, хотя в 2020 г. на фоне общего падения хедж-фонды, использующие глобальные макростратегии, получали прибыль, как и стратегии развивающихся рынков (см. Приложение 3). Однако высокая волатиль-

ность индекса стратегии развивающихся рынков, а также низкие значения коэффициента Шарпа (0,383) делают данную стратегию менее привлекательной для потенциального инвестора.

Результаты построения регрессии МНК для индекса глобальной макростратегии хедж-фондов в программе Gretl представлены в табл. 5–7.

Таблица 5

**Модель со всеми переменными**

	<b>Коэффициент</b>	<b>Ст. ошибка</b>	<b>t-статистика</b>	<b>p-значение</b>
const	0,00505076	0,00112614	4,485	2,35e–05***
SP	0,102178	0,0719142	1,421	0,1592
JPAB	0,585353	0,175239	3,340	0,0013***
MSEM	–0,0301036	0,0272720	–1,104	0,2729
GSER	0,0294002	0,0159572	1,842	0,069*
DYX	0,105476	0,0891086	1,184	0,24
ERP	0,0791745	0,0524140	1,511	0,1347
VAL	0,178720	0,0576760	3,099	0,0027***
MOM	0,293211	0,0688189	4,261	5,41e–05***

Источник: рассчитано автором по: данные Приложения 1б.

Таблица 6

**Модель со значимыми переменными**

	<b>Коэффициент</b>	<b>Ст. ошибка</b>	<b>t-статистика</b>	<b>p-значение</b>
const	0,00525498	0,00108545	4,841	5,72e–06***
SP	0,192913	0,0255747	7,543	4,66e–11***
JPAB	0,337182	0,127307	2,649	0,0096***
GSER	0,0245418	0,0132901	1,847	0,0683*
VAL	0,187263	0,0506767	3,695	0,0004***
MOM	0,301888	0,0679681	4,442	2,67e–05***

Источник: рассчитано автором по: данные Приложения 1б.

Проверим значимость регрессии в целом с помощью F-теста:

$$F\text{-значение} = \frac{0,523806}{1 - 0,523806} * \frac{95 - 6}{5} = 19,58.$$

Получаем, что F-статистика = F(0,05; 6,89) ≈ 2,2... < 17,81, H0: β = 0, все коэффициенты при регрессорах незначимы. Отсюда вывод: регрессия значима в целом.

Таблица 7

Тест Вайта (White) на гетероскедастичность  
 МНК, использованы наблюдения 2015:01-2022:11 ( $T = 95$ )  
 Зависимая переменная:  $uhat^2$

	Коэффициент	Ст-ошибка	t-статистика	p-значение
const	8,08717e-05	2,96811e-05	2,725	0,0079***
SP	0,000673012	0,000519124	1,296	0,1986
JPAB	0,00339832	0,00224789	1,512	0,1345
MSEM	0,000501677	0,000529117	0,9481	0,3459
GSER	0,000327396	0,000292686	1,119	0,2667
sq_SP	0,00244681	0,00899146	0,2721	0,7862
X2_X3	0,122820	0,0478201	2,568	0,0121**
X2_X4	0,0204784	0,00952434	2,150	0,0346**
X2_X5	0,00921742	0,00593932	1,552	0,1246
S9_JPAB	0,393471	0,169857	2,316	0,0231**
X3_X4	0,0532997	0,0452191	1,179	0,242
X3_X5	0,0308441	0,0325878	0,9465	0,3467
sQ_MSEM	0,000410305	0,00733696	0,05592	0,9555
X4_X5	0,00289944	0,00734085	0,395	0,6939
SQ_GSER	0,00209118	0,00344298	0,6074	0,5453

Неисправленный R-квадрат = 0,260487.

Тестовая статистика:  $TR^2 = 24,746267$ , p-значение =  $P(\chi^2(14) > 24,746267) = 0,037157$ .

Источник: рассчитано автором по: данные Приложения 16.

Для проверки модели на наличие гетероскедастичности воспользуемся тестом Уайта.

$H_{0уайт}$ :  $\gamma$  при попарных произведениях равны 0, модель гетероскедастична.

Таким образом, регрессионная модель индекса глобальных макростратегий хедж-фондов Barclay имеет вид:

$$BGMI = 0,0061 + 0,1472 * SP + 0,3254 * JPAB - 0,0657 * MSEM + 0,049 * GSER,$$

где SP – значение индекса S&P 500; JPAB – JP Morgan Global Aggregate Bond Index; MSEM – MSCI Emerging Markets Index; GSER – GSCI Excess Return Index.

На основании прогнозных значений рыночных индексов по оценкам разных аналитических агентств можно определить оценочную доходность хедж-фондов, придерживающихся глобальной макростратегии.

Следует отметить, что полученные результаты подтверждаются на практике: по итогам 2022 г. многие хедж-фонды, использующие глобальную макростратегию, обошли стороной падение на фондовых рынках, потрясенных стремительным повышением процентных ставок и геополитическими событиями. По данным Reuters<sup>6</sup>, индекс глобальных макростратегий за 2022 г. вырос на 14,2%, в то время как общий индекс хедж-фондов упал на 4,25%, что стало первым убытком с 2018 г.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что в современных условиях наиболее перспективной является глобальная макростратегия инвестирования хедж-фондов. Не случайно 21% общего объема активов под управлением хедж-фондами принадлежит именно хедж-фондам, применяющим данную стратегию в качестве основной.

### **Реализация инвестиционных стратегий хедж-фондов в России**

Ввиду законодательных ограничений, в том числе по раскрытию информации и сроку деятельности (хедж-фонды являются бессрочными, в то время как в соответствии с российским законодательством срок действия договора доверительного управления не может превышать 15 лет), в Российской Федерации по состоянию на 2023 г., по данным Банка России, официально не зарегистрирован ни один хедж-фонд (отдельные хедж-фонды, штаб-квартиры которых находятся в России, зарегистрированы на территории офшорных юрисдикций). Тем не менее практика реализации активных инвестиционных стратегий может быть использована отдельными закрытыми паевыми инвестиционными фондами (ЗПИФами) или интервальными паевыми инвестиционными фондами (ИПИФами), предназначенными для квалифицированных инвесторов, в характере деятельности которых присутствует хедж, в частности, такие фонды:

- обладают специфической стратегией, отличной от принятой на рынке;
- имеют существенный объем активов под управлением и минимальный размер принимаемых инвестиций от нескольких миллионов рублей;
- осуществляют анализ и прогнозирование изменений макроэкономической обстановки и финансовой политики (макро фонды);
- имеют повышенный рыночный (процентный) риск вследствие возможности использования фондами заемных средств (опера-

<sup>6</sup> Информация официального сайта информационно-аналитического агентства Reuters. <https://www.reuters.com/markets/macro-hedge-funds-end-2022-high-many-others-lose-big-investors-say-2023-01-10/> (дата обращения: 12.01.2024 г.).

ции с плечом) и инвестирования в облигации с высокой дюрацией или деривативы;

- доступны только квалифицированным инвесторам, толерантным к высокому уровню риска.

Кроме того, в наименовании отдельных ИПИФов есть слово «хедж-фонд», что не запрещено действующим законодательством и указывает на реализацию ими элементов стратегий хедж-фондов.

Ввиду существенного объема активов под управлением и расширенного спектра инструментов (начиная от акций и заканчивая сырьевыми товарами) данные фонды могут реализовывать макростратегию на уровне государства, что может привести к следующим негативным последствиям [3]:

- 1) влияние на движение цен на те или иные товары внутри страны;
- 2) проникновение в деятельность крупных корпораций и оказание влияния на их банкротство, что может спровоцировать финансовый кризис.
- 3) влияние на политические решения через покупку государственного долга соседних стран.

Указанные проблемы вызывают риски как для органов государственной власти, так и для фондов, использующих стратегии хедж-фондов, и их инвесторов. Особое внимание к проблеме воздействия глобальной макростратегии на внутривосточные финансовые отношения в определенный момент приведет к расширенному применению ряда ограничений для фондов, что они должны учитывать в своей деятельности, разрабатывая альтернативные стратегии инвестирования с учетом возможных ограничений, с одной стороны, и лоббируя свои интересы, с другой. Инвесторам, в свою очередь, также необходимо учитывать возможные риски введения ограничений, принимая решение инвестировать в хедж-фонды с глобальной макростратегией. Иными словами, через определенный период времени глобальная макростратегия под натиском нормативного регулирования изживет себя, и хедж-фондам необходимо будет искать новые возможности.

С учетом обозначенных выше рисков рассмотренных стратегий на мировом рынке российским компаниям, принимающим стратегии хедж-фондов, следует рассмотреть следующие предложения:

- 1) предложения по развитию стратегий активного инвестирования:
  - применение количественных методов и машинного обучения;
  - инвестирование в цифровые активы, расширение присутствия крипто-хедж-фондов;
  - инвестирование в развивающиеся рынки дружественных стран.
- 2) предложения по повышению эффективности бизнес-моделей хедж-фондов:

- развитие взаимоотношений с инвесторами путем предоставления различных консультационных услуг и упрощения процесса взаимодействия для поддержания конкурентоспособности;
- изменение структуры персонала путем расширения штата сотрудников, осуществляющих математическое моделирование и макроэкономические расчеты.

## Выводы

Проведенный анализ позволил выделить особенности хедж-фондов, их отличия от других инвестиционных компаний. Хедж-фонды являются закрытыми инвестиционными фондами с активными инвестиционными стратегиями, принимающими инвестиции только от профессиональных участников рынка ценных бумаг в размере не менее 1 млн долл. США. Они отличаются от других инвестиционных компаний тем, что их деятельность менее регулируется законодательством. Благодаря особому статусу хедж-фонды привлекают значительные объемы финансовых средств. Так, активы под управлением хедж-фондов в 2021 г. превысили отметку в 4 трлн долл. США, а по итогам 2022 г. 250 крупнейших хедж-фондов мира управляют активами на сумму уже 6,39 трлн долл., 1,7 трлн из которых находятся под управлением только 10 фондов<sup>7</sup>.

Автором систематизированы основные стратегии хедж-фондов за период с января 2015 по ноябрь 2022 г. на основе данных крупнейшего в Великобритании и мире финансового конгломерата с широким представительством в Европе, США и Азии - Barclay. В частности, были выделены и описаны 9 стратегий: 1) конвертируемый арбитраж (Convertible Arbitrage Hedge Fund); 2) секьюритизация проблемных активов (Distressed Securities Hedge Fund); 3) нейтральный фондовый рынок (Equity Market Neutral Hedge Fund); 4) длинные/короткие позиции (Long/Short Equity Hedge Fund); 5) управляемый событиями хедж-фонд (Event Driven Hedge Fund); 6) арбитраж с фиксированным доходом (Fixed Income Arbitrage Hedge Fund); 7) развивающиеся рынки (Emerging Markets Hedge Fund); 8) глобальная макростратегия (Global Macro Hedge Fund); 9) мультистратегия (Multi-Strategy Hedge Fund).

Автором были использованы разные подходы к оценке эффективности активных инвестиционных стратегий. В частности, метод сопоставительного анализа отдельных хедж-фондов, представляющих разные стратегии (анализ их финансовой отчетности и бизнес-моделей), и индексный метод. Анализ финансовой отчетности исследуемых хедж-

<sup>7</sup> По данным информационно-аналитического агентства Hedgelist.com. <https://hedgelists.com/top-250-largest-hedge-funds-2022/> (дата обращения: 21.12.2023).

фондов позволил определить наиболее приоритетные сферы инвестирования. Тем не менее было выявлено, что полученные результаты не могут быть в полной мере репрезентативными по причине того, что отчетная форма 13F имеет ряд недостатков. В этой связи автором была использована методика оценки на основе индексного метода, при котором определяется эффективность не отдельного фонда, а группы хедж-фондов, придерживающихся одной стратегии, объединенных в индекс.

В аналитической части исследования была проведена оценка различных инвестиционных стратегий хедж-фондов с использованием SARМ-моделирования, МНК, а также расчета коэффициентов эффективности (в том числе коэффициента Шарпа). Результаты проведенной оценки позволили сделать вывод о том, что наиболее эффективной в современных условиях является глобальная макростратегия инвестирования хедж-фондов, что подтверждается в том числе ее популярностью среди хедж-фондов. Для оценки будущей доходности в рамках заданной стратегии была разработана модель зависимости от рыночных индексов.

Несмотря на высокие показатели доходности, выявляется ряд недостатков глобальной макростратегии хедж-фондов, что определяет направление будущих исследований. Основной проблемой реализации глобальной макростратегии является ее воздействие на мировое хозяйство, которое проявляется в следующем:

- 1) использование событийной стратегии на уровне государств (покупки государственного долга) оказывает влияние на политические решения;
- 2) влияние на движение цен на те или иные товары по всему миру;
- 3) проникновение в деятельность крупных корпораций и оказание влияния на их банкротство, что может спровоцировать финансовый кризис.

Также можно предположить, что через определенный период времени глобальная макростратегия под натиском нормативного регулирования изживет себя, и хедж-фондам необходимо будет рассматривать новые возможности. У исследователей же возникает необходимость рассмотреть пути развития индустрии хедж-фондов и разработать предложения по их совершенствованию. Дальнейшие исследования должны быть направлены в том числе на анализ потенциального влияния хедж-фондов на российский фондовый рынок при условии возобновления доступа к нему иностранных инвесторов, а также разработку более детальных рекомендаций по регулированию стратегий хедж-фондов с учетом возможных социально-значимых рисков.

## Приложение 1

Основные характеристики используемых данных  
А) без корректировки

	Среднее, %	Медиана, %	T-mean	Станд. Откл., %	Шарп	Макс., %	Мин., %	Skewness	Kurtosis	Характеристика	ACF1	ACF2	ACF3	ACF4	LB-Q10	ARCH
<i>Панель А, Индексы стратегий хедж-фондов</i>																
<b>Индекс хедж-фондов Barclay*</b>	0,37	0,62	1,81	2,00	0,338	5,80	-9,16	-1,101	5,112	108,26	0,080	-0,032	-0,008	0,046	6,46	12,13
Индекс конвертируемого арбитража *	0,38	0,34	2,85	1,29	0,835	3,82	-6,97	-1,442	10,838	473,14	0,190	0,100	-0,023	-0,007	5,18	25,69
Индекс секьюритизации проблемных активов*	0,65	0,70	3,35	1,89	1,149	5,39	-7,42	-0,698	2,667	30,09	0,310	0,299	0,077	0,172	8,51	6,97
Индекс стратегии действующего рынка	0,17	0,26	2,71	0,60	0,753	1,68	-1,56	-0,507	0,304	1,38	0,106	0,079	0,055	0,116	3,97	4,87
Индекс длинной/ короткой позиции*	0,38	0,50	2,42	1,52	0,601	5,08	-6,04	-0,238	4,094	66,56	0,046	-0,002	0,052	0,073	10,38	17,64
Индекс событийной стратегии*	0,66	0,90	2,67	2,40	0,731	6,30	-13,09	-1,970	10,883	484,22	0,075	0,014	0,029	0,046	5,27	0,64
Индекс арбитража с фиксированным доходом *	0,24	0,27	3,47	0,69	1,234	2,59	-2,07	-0,084	2,605	26,90	0,364	0,106	0,200	0,208	7,35	9,54
Индекс развивающихся рынков*	0,45	0,78	1,38	3,16	0,194	7,91	-14,46	-0,889	4,714	91,09	0,121	0,021	-0,019	0,055	9,63	42,64
Глобал макро индекс	0,64	0,76	4,30	1,46	1,900	4,92	-3,24	-0,027	0,740	2,17	0,018	-0,084	-0,035	0,019	7,52	1,45
Индекс мультистратегий*	0,25	0,45	1,85	1,30	0,352	2,89	-7,46	-2,316	12,495	639,26	0,101	-0,043	0,001	-0,023	4,93	11,75

Окончание табл. со с. 114

	Среднее, %	Медиана, %	T-mean	Станд. Откл, %	Шарп	Макс, %	Мин, %	Skewness	Kurtosis	Харке-Бера	ACF1	ACF2	ACF3	ACF4	LB-Q10	ARCH1
<i>Панель Б. Рыночные индексы</i>																
S&P 500	0,75	1,3	2,02	3,62	0,418	6,3	-19,1	-2,019	8,782	321,41	0,093	-0,161	-0,102	0,057	7,47	5,26
JP Morgan Aggregate Bond	0,00	0,1	0,01	1,04	0,000	2,4	-3,0	-0,423	0,701	2,65	0,100	0,133	0,014	0,115	9,06	8,45
MSCI Emerging Market	0,14	0,2	0,27	5,11	0,008	14,6	-15,6	0,025	0,777	2,39	0,043	0,006	-0,039	0,011	6,13	3,46
Credit Suisse High Yield	-0,24	0,0	-0,51	4,54	0,026	11,6	-20,4	-0,771	3,956	64,30	0,150	-0,102	0,006	-0,025	1,64	10,46
S&P GSCI Excess Return	0,51	1,4	0,60	8,29	0,036	21,5	-38,3	-1,032	4,169	73,01	0,200	0,030	-0,059	-0,153	5,76	5,63
Traded Weighted USD	0,24	0,2	1,48	1,60	0,226	6,0	-3,2	0,382	0,793	3,06	-0,009	0,034	-0,142	0,054	13,04	43,77
<i>Панель В. Факторы</i>																
HML	-0,08	-0,5	-0,20	3,86	0,004	12,8	-13,9	0,340	2,131	18,44	0,152	0,078	0,100	0,109	5,88	67,49
SMB	-0,02	0,0	-0,07	2,61	0,000	7,3	-5,9	0,316	-0,040	0,40	0,085	0,051	0,075	-0,123	6,43	25,59
WHL	0,85	1,1	1,75	4,73	0,314	13,7	-13,4	-0,330	0,906	3,68	-0,146	-0,084	0,008	0,005	6,21	12,50
Value Everywhere	0,28	0,0	0,95	2,91	0,092	13,0	-6,6	1,664	6,489	177,64	0,224	-0,094	-0,075	0,168	16,00	51,39
Momentum Everywhere	-0,00	0,0	0,00	1,87	0,000	4,4	-5,7	-0,182	0,363	0,65	-0,019	-0,109	-0,103	-0,101	7,95	39,60

\* – с корректировкой выбросов методом линейной интерполяции.

Б) С корректировкой выбросов

		Панель А. Индексы стратегий хедж-фондов															
		Среднее, %	Медиана, %	T-mean	Станд. Откл., %	Шарп	Макс., %	Мин., %	Skewness	Kurtosis	Харке-Бера	ACF1	ACF2	ACF3	ACF4	LB-Q10	ARCH4
<b>Индекс хедж-фондов Barclay*</b>	<b>ВНFI</b>	0,43	0,62	2,48	1,67	0,632	5,80	-3,94	-0,266	0,998	4,22	0,147	0,036	0,068	0,116	6,46	12,13
Индекс конвертируемого арбитража*	ВСАI	0,49	0,34	4,56	1,05	2,136	3,82	-1,97	0,781	1,243	8,53	0,582	0,290	0,220	0,253	5,18	25,69
Индекс секьюритизации проблемных активов*	ВДСI	0,75	0,72	4,29	1,70	1,884	5,39	-3,44	0,028	-0,053	0,01	0,465	0,356	0,223	0,153	8,51	6,97
Индекс стратегии нейтрального рынка	ВЕМNI	0,17	0,26	2,71	0,60	0,753	1,68	-1,56	-0,507	0,304	1,38	0,106	0,079	0,055	0,116	3,97	4,87
Индекс длинной/короткой позиции*	ВLSEI	0,37	0,50	2,90	1,23	0,863	5,08	-2,73	0,248	2,104	17,76	0,064	0,096	0,015	0,050	10,38	17,64
Индекс событийной стратегии*	ВЕДИ	0,81	0,90	4,11	1,93	1,733	6,30	-5,16	-0,094	0,968	3,74	0,210	0,109	0,150	0,113	5,27	0,64
Индекс арбитража с фиксированным доходом*	ВFIAI	0,28	0,29	4,76	0,57	2,322	2,12	-1,11	0,275	0,732	2,42	0,448	0,191	0,150	0,092	7,35	9,54
Индекс развивающихся рынков*	ВЕМGI	0,53	0,78	1,93	2,66	0,383	7,91	-6,64	0,110	0,556	1,27	0,260	0,126	0,143	0,168	9,63	42,64
Глобал макро индекс	ВСМI	0,64	0,76	4,30	1,46	1,900	4,92	-3,24	-0,027	0,740	2,17	0,018	-0,084	-0,035	0,019	7,52	1,45
Индекс мультистратегий*	ВМСI	0,32	0,46	3,41	0,90	1,193	2,30	-1,96	-0,485	0,231	1,14	0,216	-0,010	-0,007	0,075	4,93	11,75

Окончание табл. со с. 116

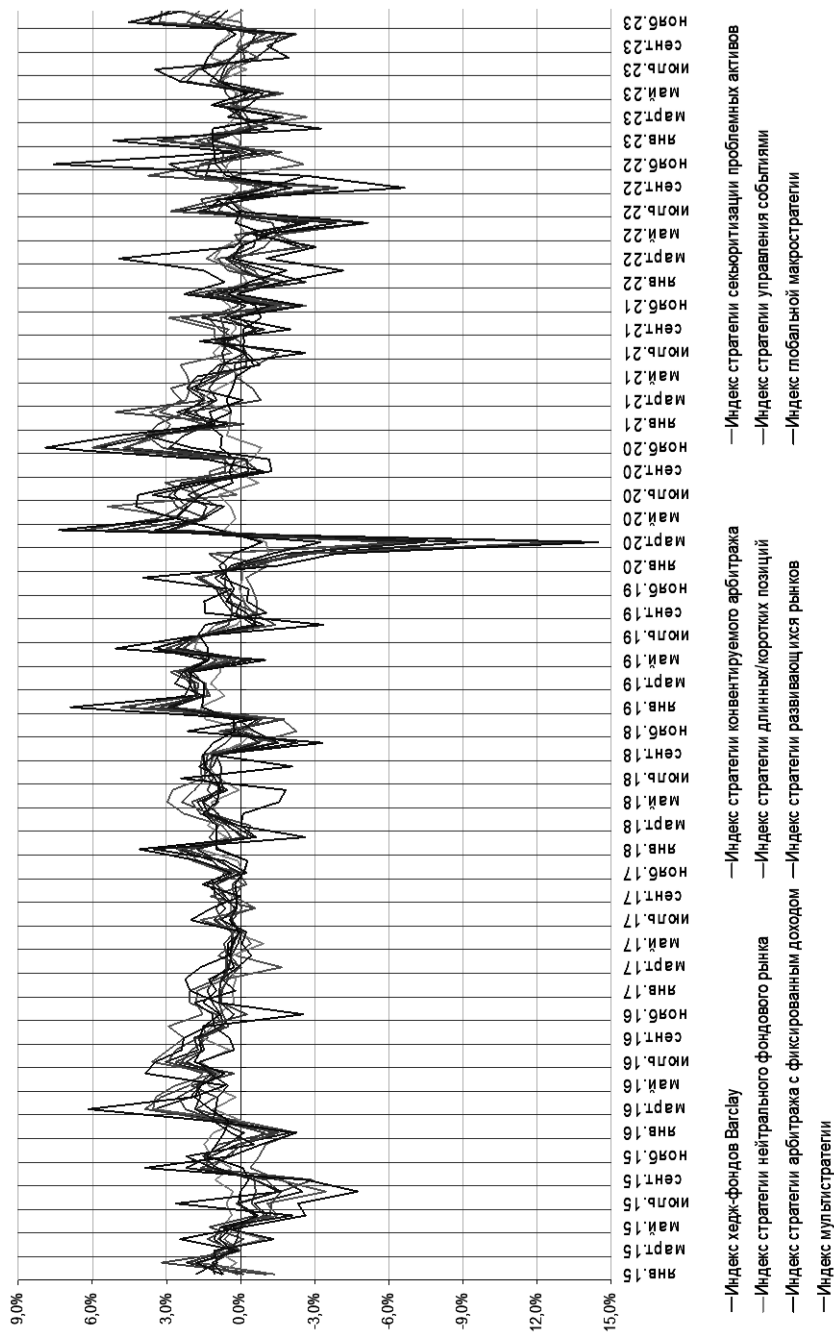
		Среднее, %	Медиана, %	T-mean	Станд. Откл., %	Шарп	Макс, %	Мин, %	Skewness	Kurtosis	Харк-тера	АСГ1	АСГ2	АСГ3	АСГ4	ЛВ-Q10	АРСН4
<i>Панель Б. Рыночные индексы</i>																	
	S&P 500*	0,97	1,4	3,18	2,98	1,037	6,3	-8,0	-0,645	0,701	3,59	0,199	-0,056	0,023	0,231	7,47	5,26
	JP Morgan Aggregate Bond	0,00	0,1	0,01	1,04	0,000	2,4	-3,0	-0,423	0,701	2,65	0,100	0,133	0,014	0,115	9,06	8,45
	MSCI Emerging Market	0,14	0,2	0,27	5,11	0,008	14,6	-15,6	0,025	0,777	2,39	0,043	0,006	-0,039	0,011	6,13	3,46
	Credit Suisse High Yield*	-0,05	0,0	-0,13	4,04	0,002	11,6	-10,7	0,117	1,058	4,49	0,124	-0,060	0,017	0,012	1,64	10,46
	S&P GSCI Excess Return*	0,80	1,4	1,06	7,34	0,116	21,5	-16,4	-0,037	-0,104	0,05	0,133	0,076	0,003	-0,173	5,76	5,63
	Traded Weighted USD	0,24	0,2	1,48	1,60	0,226	6,0	-3,2	0,382	0,793	3,06	-0,009	0,034	-0,142	0,054	13,04	43,77
<i>Панель В. Факторы</i>																	
	HML	-0,08	-0,5	-0,20	3,86	0,004	12,8	-13,9	0,340	2,131	18,44	0,152	0,078	0,100	0,109	5,88	67,49
	SMB	-0,02	0,0	-0,07	2,61	0,000	7,3	-5,9	0,316	-0,040	0,40	0,085	0,051	0,075	-0,123	6,43	25,59
	WHL	0,85	1,1	1,75	4,73	0,314	13,7	-13,4	-0,330	0,906	3,68	-0,146	-0,084	0,008	0,005	6,21	12,50
	Value Everywhere	0,28	0,0	0,95	2,91	0,092	13,0	-6,6	1,664	6,489	177,64	0,224	-0,094	-0,075	0,168	16,00	51,39
	Momentum Everywhere	-0,00	0,0	0,00	1,87	0,000	4,4	-5,7	-0,182	0,363	0,65	-0,019	-0,109	-0,103	-0,101	7,95	39,60

\* – с корректировкой выбросов методом линейной интерполяции.

Приложение 2  
Корреляционная матрица индексов хедж-фондов и рыночных индикаторов

	BHFI	BCAI	BDSI	BEMNI	BLSEI	BEDI	BFAI	BEMGI	BGMI	BMSI	SP	JPAB	MSEM	CSHY	GSER	DYX	HML	SMB	WHL	VAL	MOM
BHFI	1,000																				
BCAI	0,688	1,000																			
BDSI	0,627	0,663	1,000																		
BEMNI	0,165	-0,039	0,071	1,000																	
BLSEI	0,840	0,556	0,555	0,333	1,000																
BEDI	0,862	0,713	0,716	0,009	0,729	1,000															
BFAI	0,465	0,541	0,453	0,204	0,427	0,433	1,000														
BEMGI	0,788	0,637	0,536	0,005	0,580	0,773	0,346	1,000													
BGMI	0,597	0,356	0,406	0,402	0,631	0,549	0,396	0,441	1,000												
BMSI	0,861	0,596	0,539	0,371	0,785	0,696	0,512	0,638	0,627	1,000											
SP	0,680	0,604	0,502	0,094	0,513	0,600	0,451	0,589	0,380	0,634	1,000										
JPAB	0,302	0,195	0,035	0,002	0,090	0,219	0,095	0,323	0,363	0,254	0,172	1,000									
MSEM	0,162	0,106	0,073	0,013	0,075	0,190	0,081	0,168	-0,035	0,164	0,021	0,195	1,000								
CSHY	0,125	0,171	0,164	0,049	0,051	0,178	0,117	0,131	0,027	0,185	0,013	0,181	0,648	1,000							
GSER	0,095	0,152	0,188	0,288	0,096	0,123	0,191	0,117	0,257	0,127	0,049	0,100	0,391	0,416	1,000						
DYX	-0,505	-0,248	-0,176	0,050	-0,352	-0,407	-0,182	-0,580	-0,327	-0,365	-0,268	-0,311	-0,066	-0,097	-0,083	1,000					
HML	-0,032	-0,133	-0,010	0,088	0,104	0,029	0,021	-0,059	0,098	-0,058	-0,186	-0,277	0,018	0,053	0,219	-0,140	1,000				
SMB	0,324	0,365	0,310	0,030	0,252	0,332	0,284	0,184	0,101	0,285	0,233	0,009	0,129	0,298	0,268	-0,056	0,036	1,000			
WHL	0,851	0,491	0,458	0,194	0,676	0,775	0,350	0,660	0,597	0,738	0,546	0,332	0,039	0,115	0,111	-0,546	0,041	0,288	1,000		
VAL	-0,003	-0,101	0,012	-0,020	0,137	0,063	0,105	-0,006	0,112	-0,019	-0,265	-0,261	0,117	0,068	0,189	-0,257	0,763	-0,055	0,011	1,000	
MOM	-0,231	-0,199	-0,131	0,310	-0,141	-0,248	-0,200	-0,234	0,073	-0,117	-0,116	0,061	-0,067	-0,099	-0,132	0,311	-0,423	-0,186	-0,260	-0,407	1

### Приложение 3



Доходность индексов стратегий хедж-фондов за период 2015–2023 гг.

Источник: рассчитано автором по данным Barclays: <https://portal.barclayhedge.com/cgi-bin/indices/display/Indices.cgi?indexID=hf>.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Здоровенин В.В.* Хедж-фонды: инвестиционная деятельность и оценка ее эффективности / Гос. ун-т, Высш. шк. экономики. М.: ГУ ВШЭ, 2009.
2. *Парамонова В.Е.* Стратегии событийных хеджевых фондов при бинарных событиях // Международный научно-исследовательский журнал. 2017. № 09 (63). Ч. 1.
3. *Смирнов Ф.А.* Влияние хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей // Мир новой экономики. 2016. № 1. С. 49–54.
4. *Ackermann C., McNealy R., Ravenscraft D.* The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives // The Journal of Finance. 1999. No. 54. Pp. 833–874. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00129>.
5. *Baffes J.* Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective / J. Baffes, T. Haniotis // World Bank. 2010.
6. *Brown S.J., Goetzmann W.N., Sungil Park J.M.* (2001) Careers and Survival: Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry // The Journal of Finance. 2001. No. 56. Pp. 1869–1886.
7. *Ichiro Tange.* Multivariate Time-Series Analysis of Hedge Fund Indices / Cass Business School, City University London, 2014.
8. *Jagannathan R., Malakhov A., Novikov D.* Do Hot Hands Exist among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation // Journal of Finance. 2010. No. 65. Pp. 217–255.
9. *Lagi M.* The Food Crises: A Quantitative Model of Food Prices Including Speculators and Ethanol Conversion / M. Lagi, Y. Bar-Yam, K.Z. Bertrand. London.: New England Complex Systems Institute, 21 September, 2011.
10. *Malkiel B.G.* A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing. 9th ed. New York: W.W. Norton and Company, 2007.
11. *Onyeka Uche Ofili.* International School of Management / The Validity of Active Investment Fund Management, 2014.

## REFERENCES

1. *Zdorovenin V.V.* Hedge funds: investment activity and assessment of its effectiveness / V.V. Zdorovenin; State University, Higher School of Economics. Moscow: Higher School of Economics, 2009 (Lyubertsy (Moscow region): VINITI PEAK). ISBN 978-5-7598-0644-8. (In Russ.).
2. *Paramonova V.E.* Strategies of event hedge funds in binary events // International Scientific Research Journal. 2017. No. 09 (63). Part 1. (In Russ.).
3. *Smirnov F.A.* The influence of hedge funds on the transformation of world economic relations // The world of new economy. 2016. No. 1. Pp. 49–54. (In Russ.)
4. *Ackermann C., McNealy R., Ravenscraft D.* The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives // The Journal of Finance. 1999. No. 54. Pp. 833–874. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00129>
5. *Baffes J.* Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective / J. Baffes, T. Haniotis // World Bank, 2010.
6. *Brown S.J., Goetzmann W.N., Sungil Park J.M.* (2001) Careers and Survival: Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry // The Journal of Finance. 2001. No. 56. Pp. 1869–1886.
7. *Ichiro Tange, PhD.* «Multivariate Time-Series Analysis of Hedge Fund Indices», Cass Business School. City University London, 2014.

8. Jagannathan R., Malakhov A., Novikov D. (2010). Do Hot Hands Exist among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation // Journal of Finance. No. 65. Pp. 217–255.
9. Lagi M. The Food Crises: A Quantitative Model of Food Prices Including Speculators and Ethanol Conversion. / M. Lagi, Y. Bar-Yam, K.Z. Bertrand. London.: New England Complex Systems Institute. 21 September, 2011.
10. Malkiel B.G. A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing. 9th ed. New York: W.W Norton and Company, 2007.
11. Onyeka Uche Ofili. International School of Management, The Validity of Active Investment Fund Management, 2014.

Дата поступления рукописи: 17.05.2024 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Ломоносов Александр Александрович** – аспирант экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия  
alexander\_lomonosov@mail.ru

#### ABOUT THE AUTHOR

**Alexander A. Lomonosov** – PhD student of the Faculty of Economics at Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia  
alexander\_lomonosov@mail.ru

#### PROSPECTS FOR AN ACTIVE INVESTMENT STRATEGY USING THE EXAMPLE OF HEDGE FUNDS

The article describes the current status of the hedge fund segment and their investment strategies using the analysis of financial statements, business models and the index method, when a group of hedge funds adhering to the same strategy are combined into an index. CAPM modeling, OLS and calculation of efficiency coefficients (including the Sharpe coefficient) were used. The results of the assessment allowed us to conclude that the most impactful in modern conditions is the global macro strategy of hedge funds investment. To evaluate future profitability within the framework of a given strategy, a model of dependence on market indices was developed.

**Keywords:** *hedge funds, investment strategies, econometric modeling.*

**JEL:** G15, G23.

## НАУЧНАЯ ЖИЗНЬ

---

---

Н.Д. ФРОЛОВА

научный сотрудник Центра исследований проблем государственного  
управления ФГБУН Институт экономики РАН

### ИНСТИТУТЫ РАЗВИТИЯ: СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ И РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА (по материалам заседания Научно-экспертного совета Института экономики Российской академии наук по проблемам управления)

В современных условиях актуализировались вопросы управления, как государственного, так и корпоративного, особенно в контексте стратегических целей развития. Это обусловлено одновременным действием нескольких факторов: попытками найти новые драйверы развития, в том числе и посредством институтов развития в современных условиях функционирования российской экономики; геополитическими вызовами для России, цифровизацией и пр. 26 марта 2024 г. состоялось заседание Научно-экспертного совета Института экономики Российской академии наук по проблемам управления на тему «Институты развития: стратегические цели и российская практика». К обсуждению были приглашены научные исследователи, консультанты, представители бизнеса. Обсуждались такие вопросы как приоритетные направления деятельности институтов развития, достигнутые с их помощью результаты, представлены результаты оценки эффективности деятельности институтов развития.

**Ключевые слова:** институты развития, ВЭБ.РФ, Дальний Восток, технологический суверенитет, проектное финансирование, устойчивое финансирование, стратегические цели развития.

**УДК:** 330.34, 330.35

**EDN:** ZWLHSA

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2024\_3\_136\_148

В 2023 г. в Институте экономики РАН был создан Научно-экспертный совет ИЭ РАН по проблемам управления (НЭС), который возглавил директор ИЭ РАН, член-корреспондент РАН М.Ю. Головин. НЭС представляет собой постоянно действующий научный и экспертный орган для обсуждения актуальных проблем и выработки эффективных решений в сфере государственного и корпоративного управления экономикой. В его задачи входит обеспечение сотрудничества и взаи-

модействия научного сообщества, органов государственной власти, институтов гражданского общества, ведущих исследовательских, экспертных и консультационных центров для реализации актуальных задач и повышения эффективности государственного и корпоративного управления в российской экономике. 26 марта 2024 г. состоялось очередное заседание Научно-экспертного совета Института экономики Российской академии наук по проблемам управления на тему «Институты развития: стратегические цели и российская практика».

Открыл заседание председатель НЭС М.Ю. Головнин – директор Института экономики РАН, член-корреспондент РАН. В своем вступительном слове он подчеркнул значимую роль институтов развития в осуществлении экономической политики государства и их способность устранять провалы рынка, стимулировать экономический рост, а также оказывать содействие в обеспечении межгосударственного сотрудничества.

М.Ю. Головнин выделил два направления в деятельности институтов развития: финансовое (предоставление кредитов, грантов, финансирование уставного капитала и т. д.) и нефинансовое (экспертно-оценочная деятельность, поддержка научно-исследовательской и аналитической деятельности). М.Ю. Головнин подчеркнул, что институты развития как финансовые институты не должны конкурировать с классическими финансовыми институтами, а наиболее эффективным решением представляется синергия классических финансовых институтов и институтов развития, при котором обеспечивается совместное финансирование инвестиционных проектов на разных этапах их реализации. В России действует достаточно большое число институтов развития. В 2020 г. начался процесс их реформирования, в рамках которого ядром новой системы становится государственная корпорация развития ВЭБ.РФ. Эффективность проводимой реформы остается дискуссионным вопросом, для ее обеспечения необходимо выстраивать деятельность институтов развития в строгом соответствии с целями их деятельности, к которым прежде всего относится обеспечение общего содействия развитию национальной экономики.

М.Ю. Головнин отметил, что различные аспекты деятельности институтов развития неоднократно рассматривались в научных трудах сотрудников Института экономики РАН<sup>1</sup>. Освещая исследования, проводившиеся в Институте экономики РАН и касающиеся деятель-

---

<sup>1</sup> Основные публикации сотрудников Института экономики РАН, касающиеся деятельности институтов развития, представлены на странице НЭС. Научно-экспертный совет Института экономики Российской академии наук по проблемам управления / Институт экономики РАН. <https://inecon.org/institut/struktura-institutata/nauchno-ekspertnyj-sovet-po-problemam-upravleniya.html>.

ности институтов развития, М.Ю. Головнин упомянул доклад на тему «Модель построения многостороннего банка развития на постсоветском пространстве (с учетом мирового опыта)» [1]. Указанное исследование проводилось до создания Евразийского банка развития, однако на тот момент уже остро обозначилась необходимость института, способствующего развитию интеграционных процессов на постсоветском пространстве. В докладе была предложена модель такого института, обозначены приоритетные направления его деятельности. Разработанный в рамках данного исследования подход предполагал, что основой интеграционных процессов будут выступать конкретные инвестиционные проекты, которые будут служить позитивным примером для всех участников интеграционных процессов. Результаты исследования были использованы в деятельности Евразийского института развития.

Председатель НЭС отметил работы А.Г. Зельднера, в сферу исследовательских интересов которого входили разные виды государственно-частного партнерства, особые экономические зоны, а также территории опережающего социально-экономического развития. Так, в работе [2] представлен анализ проблем привлечения инвестиций резидентами территорий опережающего социально-экономического развития на примере Дальнего Востока. В качестве факторов, оказывающих сдерживающее влияние на инвестиционный поток, выделены нерациональное перераспределение налоговых доходов из регионального бюджета в федеральный бюджет, несоблюдение гарантий по защите резидентов особой экономической зоны от неблагоприятных изменений законодательства РФ о налогах и сборах и др. Отмечена особая значимость социального инфраструктурного блока для привлечения профессионально подготовленных кадров.

Роли институтов развития как фактора, способствующего территориальному развитию страны, также посвящены работы старшего научного сотрудника Центра институтов социально-экономического развития Н.С. Степанова. Статья [3] посвящена вопросам инвестиционной деятельности Фонда развития промышленности (ФРП), в которой Н.С. Степанов обращает внимание на существенный диссонанс: несмотря на значительную помощь, оказываемую ФРП предприятиям, их экономические показатели деятельности снижаются в силу объективных причин, таких как санкционная нагрузка и изменение нефтяных котировок. Такая ситуация, по мнению исследователя, ведет к увеличению риска банкротств промышленных предприятий в связи с невозможностью выплаты процентов ФРП из-за отсутствия прибыли. В этой связи Н.С. Степанов указывает на необходимость модернизации ФРП, предполагающей осуществление инвестиций путем предоставления вкладов в уставной капитал предприятий, а не путем предоставления целевых займов. В работе [4] Н.С. Степанов исследует роль институтов развития регио-

нального управления в новой модели экономического роста, отмечая изменение значимости ресурсов, традиционно обеспечивающих поступательный экономический рост территорий. Автор приходит к выводу об усилении роли институционального и социального факторов: социальный фактор становится определяющим при выборе территории для размещения особой экономической зоны, институциональный фактор – непременным условием обеспечения конкурентоспособности и инновационности резидентов особых экономических зон (ОЭЗ). Возможности использования территорий опережающего развития (ТОР) с целью достижения цифрового и технологического суверенитета рассмотрены Н.С. Степановым в работе [5]. Автор отмечает избыточность административного бремени для резидентов ТОР, и предлагает учитывать такие качественные критерии для получения преференций, предусмотренных на территории опережающего развития, как: «достижение соответствующего уровня продаж за пределами РФ; создание высокооплачиваемых рабочих мест; предложение стабильной занятости; ведение бизнеса с низким негативным воздействием на окружающую среду, подтвержденное соответствующими сертификатами» [5, с. 137].

Особое внимание М.Ю. Головин акцентировал на деятельности Научного направления Института экономики – «Экономическая политика», руководителем которого является *Е.Б. Ленчук*. В рамках данного направления исследуется роль институтов развития в решении задач технологической модернизации, инновационного развития, структурной трансформации экономики и обеспечения технологического суверенитета. Так, в монографии [6] в рамках исследования направлений модернизации современной российской экономики рассматривается роль институтов развития в стимулировании инновационной и инвестиционной активности бизнес-сообщества. В работе представлен анализ функциональной структуры государственных институтов развития России, обеспечивающих структурную модернизацию экономики, рассмотрены основные направления их деятельности, обобщены современные теоретико-методологические подходы по оценке эффективности деятельности институтов развития, предложены меры совершенствования их деятельности. Деятельность финансовых институтов развития анализирует также *Ю.В. Вологова* в работе [7]. Она обращает внимание на тот факт, что несмотря на существование более 200 финансовых институтов развития на федеральном и региональном уровнях и применении ими широкого спектра инструментов стимулирования инновационной деятельности, они «так и не смогли стать катализатором для развертывания инновационных процессов в масштабах отечественной экономики в целом» [7, с. 179]. Ю.В. Вологова отмечает необходимость расширения деятельности финансовых институтов развития за счет проектов, направленных на технологическую модернизацию традиционных отраслей экономики.

На заседании НЭС 26 марта были представлены четыре доклада:

1) «Особенности ВЭБ.РФ как ведущего национального института развития». Докладчик – Д.А. Аксаков, руководитель ESG-банкинга, вице-президент ВЭБ.РФ;

2) «Влияние института развития на развитие приоритетной территории (на примере Дальнего Востока)». Докладчик – Г.А. Борщевский, доктор политических наук, профессор РАНХиГС при Президенте РФ, государственный советник РФ;

3) «Институты развития Дальнего Востока: взгляд изнутри». Докладчик – М.Е. Кузнецов, директор ФАНУ «Восточный центр государственного планирования», член Совета директоров АО «Корпорация развития Дальнего Востока и Арктики»;

4) «Финансовые институты развития: новые приоритеты и вклад в обеспечение технологического суверенитета России». Докладчик – В.В. Доржиева, кандидат экономических наук, руководитель Центра инновационной экономики и промышленной политики ИЭ РАН.

Д.А. Аксаков, руководитель ESG-банкинга, вице-президент ВЭБ.РФ, в своем докладе, посвященном особенностям деятельности ВЭБ.РФ, подчеркнул, что целью ВЭБ.РФ является финансирование и реализация важнейших для развития экономики страны проектов. ВЭБ.РФ осуществляет свою деятельность, не конкурируя с традиционными финансовыми институтами, а создавая благоприятные для инвестиций условия, используя специальные механизмы и инструменты, такие, например, как «Фабрика проектного финансирования» и «Устойчивое финансирование».

*Фабрика проектного финансирования* – это механизм, позволяющий направлять «длинные» кредитные средства на реализацию крупных проектов в сфере промышленности, инфраструктуры и городской экономики. Данный механизм обеспечивает гарантию фиксированного верхнего порога стоимости привлечения кредитных средств. *Устойчивое финансирование (зеленое, адаптационное и социальное финансирование)* – инструменты, разработанные ВЭБ.РФ для финансирования проектов в сфере экологии, охраны окружающей среды и социальной сфере.

В рамках деятельности Фабрики проектного финансирования поддерживаются проекты по 26 различным инвестиционным направлениям, к наиболее приоритетным из них относятся промышленность высоких переделов<sup>2</sup>, инфраструктурные проекты и городская эконо-

<sup>2</sup> Под *промышленностью высоких переделов* понимается производство, объединяющее несколько этапов обработки исходного сырья, каждый из которых является отдельным технологическим процессом. Примером такого производства может служить производство окиси алюминия высокой чистоты для выпуска энергосберегающих светодиодов последнего поколения (прим. автора).

мика. С целью мобилизации ресурсов максимального числа экономических агентов, действующих на российском финансовом рынке, финансирование предоставляется в виде синдицированного кредита, предоставляемого совместного с другими финансовыми институтами. Основными партнерами ВЭБ.РФ по синдицированному кредитованию являются ПАО Сбербанк, Газпромбанк (АО), Банк ВТБ (ПАО) и другие крупнейшие банки. Обязательным условием привлечения синдицированного кредита является использование собственных средств, объем которых должен составлять не менее 20% от общей стоимости инвестиционного проекта.

Д.А. Аксаков осветил текущие результаты работы Фабрики проектного финансирования: портфель проектов, реализуемых с помощью данного механизма, включает 40 проектов, по которым предоставлены синдицированные кредиты на сумму около 2 трлн руб., получено одобрение по кредитам на сумму около 347 млрд руб., на рассмотрении находятся 47 проектов общей стоимостью более 10 трлн руб., из которых 2 трлн руб. будут обеспечены за счет финансирования в рамках Фабрики проектного финансирования ВЭБ.РФ. К наиболее известным проектам, реализуемым с помощью Фабрики проектного финансирования ВЭБ.РФ, относятся строительство заводов по производству удобрений «Щекиноазот» и «Куйбышевазот», разработка «Удоканского медного месторождения» и др. Фабрика проектного финансирования работает также в рамках реализации проектов по обеспечению технологического суверенитета экономики России<sup>3</sup>.

Освещая деятельность ВЭБ.РФ в рамках программ устойчивого финансирования, Д.А. Аксаков отметил, что она направлена на достижение общенациональной цели по обеспечению углеродной нейтральности. В рамках этой же программы реализуются проекты по созданию новых производственных мощностей с использованием передовых технологий, по модернизации существующих производств с целью снижения выбросов загрязняющих веществ и повышения общей энергоэффективности. Для реализации указанных проектов с учетом передового международного опыта был разработан специальный инвестиционный инструмент – *зеленые облигации*. За счет выпуска зеленых облигаций ВЭБ.РФ обеспечил финансирование таких проектов, как обновление подвижного состава метро, обновление парка пригородных пассажирских электропоездов, модернизация трамвайной сети города Таганрог, модернизация и эксплуатация системы

---

<sup>3</sup> Аксаков Д.А. Фабрика проектного финансирования / Научно-экспертный совет Института экономики Российской академии наук по проблемам управления [https://inecon.org/docs/2024/Aksakov\\_presentation\\_NES\\_20240326.pdf](https://inecon.org/docs/2024/Aksakov_presentation_NES_20240326.pdf) (дата обращения: 25.05.2024 г.).

водоснабжения и водоотведения Южно-Сахалинска и др. Совокупный экологический эффект от реализации данных проектов обеспечил сокращение выбросов парниковых газов более чем на 75 т CO<sub>2</sub> – эквивалента.

Г.А. Борщевский, профессор РАНХиГС при Президенте РФ, государственный советник РФ, доктор политических наук, представил результаты эмпирического исследования, цель которого – оценить влияние институтов развития на социально-экономическое развитие регионов на примере Дальнего Востока, сопоставить итоги деятельности сохраненных и реорганизованных институтов развития ДФО, что позволило ответить на вопрос об оптимальности их реконфигурации. В рамках исследования проверяется следующая гипотеза: «институты развития оказывают позитивное влияние на динамику социально-экономического развития, и в ходе реорганизации были сохранены те институты, которые внесли наиболее существенный вклад в экономику макрорегиона»<sup>4</sup>. Г.А. Борщевский представил модель оценки эффективности институтов развития, основанную на применении факторного анализа и метода «разность разностей». Предметом исследования являлась деятельность следующих институтов развития: АО «Фонд развития Дальнего Востока и Арктики (ФРДВ), АО «Корпорация развития Дальнего Востока и Арктики» (КРДВ), АНО «Агентство Дальнего Востока по привлечению инвестиций и поддержке экспорта» (АПИ), АНО «Агентство по развитию человеческого капитала на Дальнем Востоке и Арктике» (АРЧК) и ООО «Дальневосточный фонд развития и внедрения высоких технологий» (ДФВТ).

В качестве параметров оценки эффективности деятельности исследуемых институтов были использованы целевые индикаторы, установленные нормативно-правовыми документами, регулирующими деятельность институтов развития ДФО, а также макроэкономические показатели, характеризующие развитие региона, на которые опосредованно оказывают воздействие институты развития. Информационную базу составили данные по 20 макроэкономическим показателям, собранные с временным лагом в 1 квартал с 2000 по 2021 гг.

Результаты моделирования позволили выделить институты с негативным и позитивным влиянием на развитие региона. Из пяти институтов, вошедших в исследовательскую выборку, два института (АПИ и ДФВТ) оказали положительное влияние на экономическое развитие ДФО. В результате исследования также выявлено слабое отрицатель-

<sup>4</sup> Борщевский Г.А. Влияние института развития на развитие приоритетной территории (на примере Дальнего Востока) / Научно-экспертный совет Института экономики Российской академии наук по проблемам управления. [https://inecon.org/docs/2024/Borshesky\\_presentation\\_NES\\_20240326.pdf](https://inecon.org/docs/2024/Borshesky_presentation_NES_20240326.pdf) (дата обращения: 16.05.2024 г.).

ное влияние ФРДВ на зависимые переменные и не обнаружено статистически значимого воздействия деятельности институтов АРЧК и КРДВ. Гипотеза о том, что реорганизация институтов развития способствовала сохранению организаций с сильным положительным влиянием, подтвердилась частично: в результате реформы действительно произошло упразднение институтов с негативным влиянием (ФРДВ, АРЧК) и сохранение КРДВ с позитивным, хотя и статистически незначимым влиянием, однако произошло также упразднение АПИ и ДФВТ, влияние которых было позитивным и статистически значимым. Указанный диссонанс отчасти компенсируется консолидацией функций АПИ и ДФВТ у КРДВ и ВЭБ.РФ.

Тот факт, что в рамках реформы принято решение об упразднении как неэффективных, так и ряда эффективных институтов, позволил Г.А. Борщевскому выдвинуть гипотезу о том, что влияние институтов развития на социально-экономическое развитие не являлось определяющим фактором при принятии решений о реформе институтов развития.

По результатам проведенного исследования Г.А. Борщевский представил ряд рекомендаций, касающихся разработки единого подхода к оценке эффективности деятельности институтов развития.

М.Е. Кузнецов, директор ФАНУ «Восточный центр государственного планирования», член Совета директоров АО «Корпорация развития Дальнего Востока и Арктики», выступил с докладом, посвященным деятельности институтов развития Дальнего Востока. Приоритетность развития Дальневосточного федерального округа обуславливается стратегической значимостью региона, сочетаемой со сложными условиями проживания населения и ведения предпринимательской деятельности. М.Е. Кузнецов осветил основные задачи деятельности институтов развития Дальнего Востока, к которым относятся:

- сохранение устойчивого экономического роста в условиях внешнего давления. Для решения данной задачи разработано три стратегии развития региона и шесть мастер-планов развития городов;
- сбережение народонаселения и рост качества жизни. Разработана демографическая модель ДФО, предполагающая формирование новых рабочих мест с высоким уровнем оплаты труда, привлекательных для обеспечения внутринациональной трудовой миграции;
- расширение логистических маршрутов и внешних связей, обеспечивающих успешное развитие производства экспортируемой продукции;
- обеспечение технологического суверенитета и опережающего развития перерабатывающего сектора. Проведен Арктический технологический конкурс, по результатам которого были отобраны наиболее перспективные проекты по трансформации науч-

ных и технологических разработок в цифровые и инженерные решения, способствующие повышению качества жизни в регионе и стимулирующие его экономическое развитие.

М.Е. Кузнецов также отметил, что в рамках деятельности существующих на Дальнем Востоке институтов развития уже удалось ввести на территории ДФО самые эффективные в стране преференциальные режимы для привлечения инвестиций в регион. Подводя итоги, докладчик отметил, что на текущий момент на территории Дальнего Востока и Арктики реализуется более 3,5 тыс. инвестиционных проектов, общий объем инвестиций достиг 9,5 трлн руб., достигнуто существенное превышение темпов прироста инвестиций в основной капитал (30%) по сравнению со средним значением по РФ (10%).

В.В. Доржиева, руководитель Центра инновационной экономики и промышленной политики ИЭ РАН, кандидат экономических наук, представила доклад, посвященный вопросам трансформации целей и приоритетов деятельности институтов развития в условиях необходимости обеспечения технологического суверенитета России, а также анализу нормативно-правовых аспектов регулирования деятельности институтов развития. В докладе были представлены как широко используемые механизмы поддержки инновационных проектов (Программы Фонда развития промышленности (ФРП), кластерная инвестиционная платформа (КИП), единая субсидия на НИОКР, механизмы соглашений о защите и поощрении капиталовложений, специальные инвестиционные контракты и др.), так и новые инструменты и механизмы финансирования, в том числе:

- офсетные контракты, обеспечивающие гарантированный спрос на выпускаемую продукцию;
- предоставление инвестиционного налогового вычета по налогу на прибыль организаций, подлежащего зачислению в доходную часть бюджетов субъектов РФ;
- переход от отраслевых планов импортозамещения к перечням критической продукции в гражданских отраслях промышленности<sup>5</sup>.

В.В. Доржиева отметила смещение акцента с привлечения акционерного капитала на использование заемных средств в целях реализации проектов, способствующих достижению технологического приоритета, и обратила внимание на отсутствие единой стратегии дея-

<sup>5</sup> Доржиева В.В. Финансовые институты инновационного развития: новые приоритеты и вклад в обеспечение технологического суверенитета России/ Научно-экспертный совет Института экономики Российской академии наук по проблемам управления. [https://inecon.org/docs/2024/Dorzhiyeva\\_presentation\\_NES\\_20240326.pdf](https://inecon.org/docs/2024/Dorzhiyeva_presentation_NES_20240326.pdf) (дата обращения: 16.05.2024 г.).

тельности институтов развития, а также на некоторую неопределенность в оценке результативности реализуемых институтами развития проектов, в том числе связанных с финансированием технологических компаний. В своем докладе В.В. Доржиева также осветила проблему снижения объема инвестиций на российском венчурном рынке.

По итогам представленных докладов состоялась дискуссия, в которой активное участие приняли присутствующие на заседании ученые и представители экспертного сообщества.

В частности, *С.В. Елисеев*, независимый директор, интерим-менеджер, Президент Союза независимых экспертов и интерим-менеджеров, председатель Подкомитета МТПП по корпоративному управлению и конкурентной политике, поднял вопрос о необходимости разработки ключевых стратегий, которые способствовали кардинальному решению демографической проблемы регионов Дальнего Востока и Арктики и могли бы стать основой стратегий и планов развития данных территорий. Соглашаясь с данным тезисом, *М.Е. Кузнецов* отметил, что такие ключевые алгоритмы действий уже ясны. Во-первых, необходимо создать качественные рабочие места, обеспечивающие стабильно высокий уровень доходов населения. Данная практика уже показала свою эффективность в советское время: трудовая миграция на территории Крайнего Севера обуславливалась возможностью получать доход, превышающий средние по стране значения в 4 раза; на сегодняшний день компенсация ниже (в большинстве случаев наблюдается двукратное превышение средних значений). Во-вторых, для удержания населения, привлеченного высоким уровнем оплаты труда, необходимо провести реновацию дальневосточных городов, предполагающую наличие развитой городской, туристской и культурно-досуговой инфраструктуры, что учитывается при разработке мастер-планов по развитию городов, планов по комплексному развитию территорий.

Ведущий научный сотрудник Центра исследований проблем государственного управления, кандидат экономических наук *С.А. Братченко* подняла вопрос о соответствии организационно-правовой формы акционерного общества целям деятельности институтов развития. По мнению *М.Е. Кузнецова*, акционерное общество – это наиболее «здоровая» форма для функционирования институтов развития. Специфика деятельности институтов развития выражается в определении целевых ориентиров: смещается акцент с максимизации акционерной стоимости в сторону максимизации общественной полезности, что выражается в закреплении соответствующих показателей эффективности (KPI). Другие организационно-правовые формы не позволяют обеспечить необходимый уровень прозрачности. *Г.А. Борщевский* отметил, что «новая дальневосточная политика» является отражением определенной модели государства в экономике – модели государства

развития (англ. *developmental state*), в соответствии с которой создание государством акционерных обществ и других хозяйственных обществ, предусмотренных Гражданским кодексом, побуждает данные организации «разговаривать на одном языке» с бизнесом. Усиление роли государства, его участие в экономике свидетельствуют о трансформации роли государства в мировой экономике, и в России в частности. По мнению Г.А. Борщевского, следует ожидать переход от идей развивающегося государства к концепции государства стабильности, в рамках которого приоритетным станет не столько обеспечение высоких темпов роста, сколько минимизация рисков.

Итоги заседания были подведены И.И. Смотрицкой, д.э.н., заместителем председателя НЭС по проблемам государственного управления, руководителем Центра исследований проблем государственного управления ИЭ РАН. И.И. Смотрицкая отметила острую актуальность рассматриваемой на заседании темы и плодотворность дискуссии, поблагодарила докладчиков и всех присутствующих за активное участие.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Абалкина А.А., Головин М.Ю., Либман А.М. Модель построения многостороннего банка развития на постсоветском пространстве (с учетом мирового опыта) / под ред. А.Е. Лебедева. Научный доклад. М.: Институт экономики РАН, 2006.
2. Зельднер А.Г. Государственные преференции привлечения инвестиций в развитие территорий опережающего социально-экономического развития // Вопросы экономики и права. 2018. № 120. С. 79–84.
3. Степанов Н.С. Модернизация Фонда развития промышленности с целью создания эффективного импортозамещения в современных условиях // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2023. № 61. С. 5–16. DOI: 10.17223/19988648/61/1.
4. Степанов Н.С. Институты развития регионального управления новой модели экономического роста (территории опережающего развития, территории опережающего социально-экономического развития) // Вестник университета. 2023. № 1. С. 106–113. DOI 10.26425/1816-4277-2023-1-106-113.
5. Степанов Н.С. Формирование политики технологического суверенитета на территориях опережающего социально-экономического развития с помощью привлечения частного и государственного капитала // Вестник университета. 2024. № 1. С. 132–139. DOI:10.26425/1816-4277-2024-1-132-139.
6. Структурная модернизация российской экономики: условия, направления, механизмы: монография / под ред. Е.Б. Ленчук, Н.Ю. Ахапкина, В.И. Филатова [и др.]. СПб.: Алетейя, 2022.
7. Вологова Ю. В. Финансовые институты инновационного развития в стратегии перехода России к технологическому лидерству // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2019. № 3. С. 168–181. DOI: 10.24411/2073-6487-2019-10039.

## REFERENCES

1. *Abalkina A.A., Golovnin M.Y., Libman A.M.* Model of building a multilateral development bank in the post-Soviet space (taking into account the world experience) / Scientific report. Moscow: Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, 2006. (In Russ.).
2. *Zeldner A. G.* State preferences for attracting investment in the development of territories of advanced socio-economic development // *Voprosy ekonomiki i pravo*. 2018. № 120. С. 79–84. (In Russ.).
3. *Stepanov N.S.* Institutes for the new model of economic growth regional management development (territories of advanced development, territories of advanced social and economic development). *Vestnik Universiteta*. 2023;1(1). P. 106–113. DOI: 10.26425/1816-4277-2023-1-106–113. (In Russ.).
4. *Stepanov N.S.* Modernization of the Industry Development Fund to create effective import substitution in today's environment. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Tomsk State University Journal of Economics*. 2023. No. 61. Pp. 5–16. DOI: 10.17223/19988648/61/1. (In Russ.).
5. *Stepanov N.S.* Formation of a policy of technological sovereignty in the territories of advanced socio-economic development by attracting private and public capital. *Vestnik Universiteta*. 2024. (1). P. 132–139. DOI: 10.26425/1816-4277-2024-1-132-139. (In Russ.).
6. Structural modernization of the russian economy: conditions, directions, mechanisms / ed. by E.B. Lenchuk, N.Y. Akhupkin, V.I. Filatov. SPb.: Aletheia, 2022. (In Russ.). [https://inecon.org/docs/2024/Dorzheva\\_Iljina\\_2022.pdf?ysclid=lwrpeqmnan847618396](https://inecon.org/docs/2024/Dorzheva_Iljina_2022.pdf?ysclid=lwrpeqmnan847618396)
7. *Vologova Y. V.* Financial institutions of innovative development in the strategy of Russia's transition to technological leadership // *The Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*. 2019. № 3. P. 168–181. DOI: 10.24411/2073-6487-2019-10039. (In Russ.).

Дата поступления статьи: 29.05.2024

## СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Фролова Надежда Дмитриевна** – научный сотрудник Центра исследований проблем государственного управления ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия

ORCID: 0000-0002-3696-2688

[nrasskazikhina@yandex.ru](mailto:nrasskazikhina@yandex.ru)

## ABOUT THE AUTHOR

**Nadezhda D. Frolova** – Researcher at the Center for Public Administration Research, Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0002-3696-2688

[nrasskazikhina@yandex.ru](mailto:nrasskazikhina@yandex.ru)

DEVELOPMENT INSTITUTIONS: STRATEGIC OBJECTIVES AND RUSSIAN PRACTICE (ON THE MATERIALS OF THE MEETING OF THE SCIENTIFIC AND EXPERT COUNCIL OF THE INSTITUTE OF ECONOMICS OF THE RUSSIAN ACADEMY OF SCIENCES ON GOVERNANCE PROBLEMS)

The current conditions have made the issues of governance, both state and corporate, particularly important in the context of strategic development goals. This is due to the combined effect of several factors: attempts to find new growth drivers, in particular through development institutions in the present system of the Russian economy; geopolitical challenges for Russia, digitalisation, and so on. The Scientific and Expert Council of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences held a discussion on “Development Institutions: Strategic Goals and Russian Practice” on 26 March 2024. Scientific researchers, consultants and business representatives were invited to the discussion. The meeting focused on such issues as the priority directions of development institutions, the results achieved with their involvement, including the ones of assessing the effectiveness of development institutions’ activities.

**Keywords:** *development institutions, VEB.RF, Far East, technological sovereignty, project financing, sustainable financing, strategic development goals.*

**JEL:** G20, G21, G24.