

ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ СВІТОВОГО ГОСПОДАРСТВА

УДК 339.727.24

П. Дзюба, канд. екон. наук, доц.
КНУ імені Тараса Шевченка, Київ

ІНОЗЕМНІ ПОРТФЕЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ США: ФОРМУВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ МОДЕЛІ

Стаття присвячена дослідженню іноземних портфельних активів США, виявленню основних специфічних рис їх формування та розвитку, а також структурних зрушень і тенденцій. На основі позиціонування США як найбільшого у світі портфельного інвестора висувається та підтверджується гіпотеза про формування специфічної унікальної національної моделі іноземного портфельного інвестування. Унікальність цієї моделі формується під впливом загальних чинників іноземного портфельного інвестування, так і специфічних. Виявляються та досліджуються особливі риси цієї моделі, як то надання переваги інвестуванню в акції, нижча схильність інвесторів до інвестування на місцевих ринках, відносно високий рівень схильності інвесторів до ризику та інші. Аналізується динаміка та структура глобальних портфельних активів, визначається місце США. Виявляються зрушення у структурі глобальних портфельних активів та активів США як на основі географічного критерію, так і за типом інструментів. Особлива увага приділена аналізу портфельних активів, інвестованих в акції. У цій частині показується, що динаміка та тенденції розвитку цієї частини активів суперечать загальносвітовим тенденціям та тенденціям країн – основних експортерів портфельних інвестицій. США ж є абсолютним глобальним лідером. Значна частина інвестицій в акції пояснюється, зокрема, високо розвинутим ринком депозитарних розписок США, а також тим, що більша частина американських інвесторів – приватні та інституційні. Особлива увага приділена аналізу зарубіжних портфельних активів США, вкладених в офшори. Досліджується валютна структура американських портфельних активів за кордоном. У їх структурі превалює долар США, що зумовлено, зокрема, високим попитом з боку інвесторів США. У частині ж активів, вкладених у боргові папери, США не є глобальним лідером.

Ключові слова: іноземні портфельні інвестиції, іноземні портфельні активи, зарубіжні портфельні активи США, схильність до інвестування на місцевих ринках, іноземні портфельні інвестиції в акції, іноземні портфельні інвестиції у боргові інструменти, національна модель іноземного портфельного інвестування, іноземні портфельні інвестиції в офшори, АДР.

Економіка Сполучених Штатів є унікальним феноменом сучасного світового господарства. З одного боку, феноменальність цієї економіки та її домінування у світі зумовлені історично. З іншого боку, вони постійно підтримуються й сьогодні – економічною міццю країни, потужністю її фінансових ринків та інститутів, глобальною експансією її ТНК, значними обсягами випущених боргових інструментів у власності нерезидентів тощо. США завжди були лідером за рівнем ВВП. Сьогодні – за підсумками 2012 року – країна продовжує залишатися на першому місці, при тому що ВВП другої країни – Китаю – є, за даними МВФ, меншим майже удвічі – відповідно 16,2 трлн дол. США та 8,2 трлн дол. США [20].

Таке лідерство спостерігається в багатьох сферах, у тому числі й у міжнародному русі капіталу. Транснаціональні компанії США вклали колосальні обсяги прямих інвестицій по всьому світу, при чому не лише в менш розвинуті економіки, але й в економіки розвинутих країн. Вони сформували глобальні ланцюги створення вартості, міжнародні олігополістичні мережі, контролюючи ринки багатьох товарів та послуг.

Подібна ситуація – і у сфері міжнародного портфельного інвестування. США – це найбільший у світі як експортер, так і імпортер портфельних інвестицій. При цьому історично склалася така ситуація, що великі негативні сальдо поточного рахунку платіжного балансу США (переважно за рахунок негативного сальдо торговельного балансу) компенсуються позитивним сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій, за яким і обліковуються портфельні інвестиції. Позитивні сальдо фінансового рахунку, зокрема, формувалися та формуються за рахунок іноземних портфельних інвестицій, приплив яких здебільшого перевищує відтік, перетворюючи США на нетто імпортера іноземних портфельних інвестицій. І це – логічний та закономірний результат двох важливих обставин. По-перше, США вважається найбільш розвинутим фінансовим ринком у світі та одним із "локомотивів" розвитку гло-

бальної фінансової індустрії. Профіль ризику ринку США є досить виваженим – у цілому низькі дохідності фінансових інструментів супроводжуються низькими ризиками, що приваблює іноземних інвесторів, особливо із менш розвинутих ринків. Для іноземних інвесторів доступне надзвичайно широке коло фінансових інструментів, багатьох з яких немає в інших країнах. До того ж ринок США вважається найбільш ефективним, що забезпечує інвесторам упевненість у справедливості ринкового ціноутворення та розширює можливості застосування пасивних інвестиційних стратегій. По-друге, США є капіталонасиченою країною, у якій, зважаючи на низькі ризики, можливості для ризикових інвесторів та спекулянтів є досить обмеженими, що зумовлює їх вихід на зарубіжні ринки, перетворюючи країну на великого експортера портфельних інвестицій.

Зважаючи на зазначене, поставлена проблема є актуальною та цікавою. Актуальність дослідження портфельних потоків США зумовлена також і тим, що, попри прогнози аналітиків-песимістів, у посткризовий період¹ США повністю відновили докризовий рівень міжнародних портфельних активів, у той час як пасиви знизилися зовсім не набагато навіть у кризовий період. Сполучені Штати продовжують "задавати тон" розвитку глобальної інвестиційної індустрії, на їхньому ринку сконцентрована найбільша кількість фінансових аналітиків, функціонує найбільша кількість інституційних інвесторів.

Надзвичайно актуальним є дослідження означеної проблематики і для України, зокрема в частині аналізу перспектив залучення американських портфельних інвестицій. Однак, портфельні інвестиції із США є, на наш погляд, не лише джерелом залучення коштів для емітентів, а тому – і для економіки в цілому. Ми вважаємо, що цей аспект є другорядним, тим більше, що емітенти отримують кошти лише на первинному інвести-

¹ Під кризовим періодом у нашому дослідженні ми маємо на увазі період глобальної фінансово-економічної кризи 2008-2009 років.

ційному ринку, в той час як в подальшому відбуватиметься лише перерозподіл прав, пов'язаних із цінними паперами. Портфельні інвестиції зі США – це, передусім, значний стимул для розвитку фінансового ринку, підвищення попиту на цінні папери не лише з боку, власне, США, але й інших іноземних та місцевих інвесторів. Це – канал трансмісії фінансових інновацій, досвіду функціонування ринку та, що не менш важливо, його інфраструктури, зокрема й регуляторної.

Дослідженням проблематики портфельного інвестування на прикладі США займалися багато вчених. Слід навіть сказати більше – емпіричне тестування міжнародних портфельних інвестицій на прикладі США як інвестора стало "правилом доброго тону" в сучасній фінансовій науковій літературі. Приміром, теорія міжнародної диверсифікації інвестиційних портфельів Бруно Солніка була взагалі розроблена емпірично з погляду перспективи американського інвестора [19]. У такий же спосіб переважна більшість американських наукових публікацій аналізують привабливість міжнародних портфельних інвестицій з погляду інвестора зі США. Аналіз таких досліджень дозволяє поділити їх на дві великі групи: перша – розглядає процеси міжнародного портфельного інвестування з погляду власне самих портфельів та інвестиційних стратегій; друга – концентрується на міжнародних портфельних потоках, у той час як мотивація та рішення інвесторів у контексті портфельних стратегій не розглядаються². При цьому як в рамках першої групи робіт, так і другої можна виділити дві субгрупи, кожна з яких розглядає США відповідно як експортера та імпортера портфельних інвестицій. У цілому дослідження першої групи кількісно переважають. Розглянемо коротко деякі з цих досліджень, акцентуючи увагу насамперед на роботах першої субгрупи³, до якої ми також відносимо й наше дослідження.

Одним із перших найбільш відомих досліджень, у якому показані вигоди від портфельного інвестування за кордон для інвесторів зі США та Японії, є робота Чеола Еуна та Брюса Резніка [10]⁴. Вони показали, що фактичні вигоди від міжнародної диверсифікації є значно більшими для інвесторів зі США, ніж для інвесторів із Японії. При цьому, для американських інвесторів підвищення ефективності інвестиційних портфельів відбувається передусім за рахунок підвищення дохідностей, а не за рахунок зниження ризиків, у той час як для японських – навпаки. У роботі також доводиться, що валютний ризик у міжнародних портфельних інвестиціях є значно більш впливовим для портфельів облігацій, ніж для портфельів акцій⁵ як для американських, так і для японських інвесторів. Хеджування ж валютних ризиків, за висновками дослідження, підвищує вигоди від міжнародної диверсифікації для американських інвесторів, а для япон-

² Така класифікація досліджень є актуальною не лише в контексті США, але й в цілому може бути застосована для ідентифікації робіт у сфері міжнародного портфельного інвестування.

³ Подібна класифікація може бути проведена від зворотного – первинні групи досліджень розглядають США як експортера або імпортера іноземних портфельних інвестицій, а субгрупи – з погляду диверсифікації портфеля або з погляду власне потоків інвестицій.

⁴ Попри те, що дослідження датується 1994 роком, воно охоплює період із 1978 по 1989 роки. Саме в цей період набула динамічного розвитку теорія міжнародної диверсифікації інвестиційних портфельів, що було зумовлено, значною мірою, впровадженням в рамках Ямайської валютної системи режиму плаваючих валютних курсів, а це, у свою чергу, відкрило раніше недоступні можливості для міжнародних портфельних інвесторів.

⁵ Ця ідея набула особливої популярності і використовується навіть у сучасних підручниках.

ських – ні, при тому що для американських інвесторів найбільш ефективними є хеджовані портфелі облігацій.

Звернемо також увагу на роботу Фахіме Резаята та Бурхана Яваса [17], яка у традиційному форматі аналізує міжнародні портфельні інвестиції на основі передумов їх руху з погляду ефективності міжнародної диверсифікації. Досліджуючи взаємозв'язки між ринками акцій США, Великої Британії, Франції, Німеччини та Японії, автори виявили, що у досліджуваному періоді ринок США мав найбільший вплив на ринок Японії, а європейські ринки більший вплив на ринок США, ніж ринок США на ринки Європи⁶, а вплив ринку Японії на ринок США був незначним. У частині аналізу іноземних портфельних інвестицій з погляду інвесторів із США показано, що особливо підвищення ефективності інвестиційних портфельів можна досягти за рахунок інвестування на ринку Японії. Методологічно близьке дослідження було проведено Дордженом Ендрю Керолієм та Рене Штульцом [14]⁷, які також аналізували взаємозв'язки між ринками акцій США (американські акції в США) та Японії (АДР на акції японських компаній на ринку США). Серед іншого важливим висновком цього дослідження в частині перспектив для портфельних інвесторів зі США є те, що міжнародна диверсифікація не дозволяє суттєво знизити ризики значних впливів (шоків) на індекси національних ринків (на ринку в цілому). Ця обставина пояснюється, зокрема, тим, що значні потрясіння поширюються на міжнародному ринку швидше, ніж незначні.

Ще одним цікавим дослідженням, присвяченим портфельним інвестиціям американських інвесторів, є робота Гумаюна Кабіра, Кабіра Хассана та Ніла Маруні [13]. Вони концентрують увагу навколо питання про взаємозамінюваність трьох напрямів вкладання зарубіжних портфельних інвестицій у різні хронологічні періоди: в АДР, у базові акції іноземних емітентів та в АДР і базові акції одночасно, при цьому роблячи акцент саме на вигодах від портфельної диверсифікації для інвесторів, а не на потоках інвестицій. У роботі доведено, що найвищу ефективність портфель матиме при одночасному інвестуванні в АДР та базові акції для випадку паперів емітентів із розвинутих країн у ранній період (1981 – 1990 рр.) та для паперів емітентів із країн Латинської Америки у період із 1991 по 2000 р. У період із 1991 по 2000 р. спостерігається взаємозамінюваність між інвестуванням в АДР та базові акції для паперів емітентів із розвинутих країн. Така ж взаємозамінюваність зростає із часом і для паперів інших емітентів – не лише із розвинутих країн, що зумовлено зростанням кількості АДР на ринку США. Однак, для останнього періоду (особливо із наближенням вибірки до 2007 року) така взаємозамінюваність не підтверджується навіть для країн, емітенти яких випустили на ринку США велику кількість АДР.

Джей Крістофер Хьюген та Прем Метью провели порівняльний аналіз іноземних портфельних інвестицій американських взаємних фондів та біржових фондів для періоду з 31 березня 2000 року по 31 березня 2004 року [12]. Вони довели, що трансмісія фінансової інформації, зокрема про дохідності, від базового портфеля зарубіжних активів до акцій фондів є значно більш ефективною для біржових фондів порівняно з відкритими фондами. При чому обидва типи фондів із затримкою реагують на зміни дохідності базового

⁶ Ринок США досліджувався на основі індексу S&P 500, ринок Японії – на основі індексу NIKKEI 225. Період дослідження – із 1999 по 2002 рік.

⁷ Хронологічно – раніше – у 1996 році.

портфеля та вартості чистих активів, але швидше – на зміни дохідності ринку США. Цей висновок є, на наш погляд, особливо цікавим та, у певному розумінні, парадоксальним, однак свідчить про низький рівень інтегрованості міжнародного ринку та його ефективності. На основі цього висновку автори проводять емпіричний тест можливостей арбітражу, який підтверджується. Він можливий для випадків, коли транзакційні витрати становлять менше 1,38 % для відкритих фондів та менше 0,71 % для біржових. Наводячи аналогічну цифру для АДР – 0,27 % – автори заключають, що ринок останніх є більш ефективним порівняно з ринками взаємних та біржових фондів.

На нашу думку, такі висновки можна екстраполювати на рух спекулятивного капіталу внаслідок використання арбітражних можливостей. Це також кореспондується з положеннями дослідження Ін-Мі Баек [8], яка аналізувала значущість різноманітних чинників впливу на експорт та імпорт іноземних портфельних інвестицій на прикладі країн Азії та Латинської Америки. Вона, зокрема, показала, що, оскільки потоки іноземних портфельних інвестицій до країн Азії були спричинені переважно бажанням інвесторів набувати вищих ризиків (для отримання вищих дохідностей), то такі інвестиції можна розглядати як "гарячі гроші" – вони слабо реагують на такі чинники як сприятливе економічне становище в країні тощо. Це дослідження також розглядає міжнародні портфельні інвестиції з погляду власне самих потоків та, з огляду на це, відноситься до другої групи робіт у рамках нашої класифікації.

Відзначимо ще одне дослідження, присвячене даній проблемі, – Мехді Салехізаде [18], який провів емпіричне тестування гіпотези про те, що альтернативою міжнародному портфельному інвестуванню з погляду інвесторів із США, яке значно ускладнюється існуванням психологічного чинника схильності до інвестування на місцевих ринках, може бути інвестування в акції американських ТНК. Гіпотеза, однак не підтвердилася. Серед іншого він показав, що в період із 31 січня 1995 року по 31 травня 2001 року (денні дані) ринок акцій США мав низькі кореляції з іншими ринками акцій, як розвинутими, так і ринками, що формуються. Це свідчить про існування суттєвих передумов для підвищення ефективності портфельних інвесторів зі США шляхом їх міжнародної диверсифікації.

Ці роботи можна, з нашої точки зору, віднести до першої групи досліджень у рамках наведеної вище класифікації – вони розглядають іноземні портфельні інвестиції США з погляду самих портфельних та стратегій підвищення їх ефективності шляхом міжнародної диверсифікації.

До важливих, на наш погляд, робіт другої групи, крім наведеної вище [8], відноситься дослідження Алана Ехіарна, Уільяма Грівера та Френсіса Уорнока, в якому США розглядаються як інвестор в іноземні цінні папери у формі американських депозитарних розписок (АДР) [7]. Досліджується ситуація диспропорції між структурою глобального ринку акцій та структурою іноземних портфельних інвестицій США, яка полягає в тім, що частка паперів іноземних емітентів у портфелях американських інвесторів є значно нижчою. Це пояснюється існуванням багатьох бар'єрів на шляху міжнародного портфельного інвестування, головними з яких автори вважають схильність до інвестування на місцевих ринках та інформаційну асиметрію. Авторі доводять та емпірично показують, що витрати на інформацію для американських інвесторів значно скорочуються у випадку, коли іноземні компанії виходять на ринок США зі

своїми депозитарними розписками, і це стимулює інвестиції в акції таких компаній. Це в результаті покращує наведену авторами глобальну диспропорцію на користь емітентів АДР та країн їхньої резидентності.

Не вдаючись до деталей аналізу, наведемо ще кілька наукових робіт, у яких США досліджувалися в якості реципієнта іноземних портфельних інвестицій: Крістін Форбс [11], Стефена Малла та Люка Соенена [15]. Нас ці роботи цікавлять з тих міркувань, що окремі їх висновки можна екстраполювати на ситуацію, коли США є інвестором, а не реципієнтом іноземних портфельних інвестицій – особливо для випадків інвестування на ринках розвинутих країн. Приміром, висновки Форбс показують, що головним чинником залучення іноземних портфельних інвестицій є рівень фінансового розвитку країни, а також ВВП на душу населення, у той час як міркування диверсифікації є другорядними. Ці чинники, на наш погляд, можуть мати суттєвий вплив і на інших розвинутих ринках. Малл та Соенен показали ефективність інвестицій у фонди нерухомості США з погляду інвесторів з Великої Британії та Канади. Вони довели, що в період з 1985 по 1994 рік такі інвестиції давали гарні можливості для хеджування від інфляції для всіх інвесторів із країн Великої Сімки, а коефіцієнт Шарпа зростав лише для двох вищенаведених країн, але несуттєво.

Звернемо увагу на роботи окремих російських дослідників. Так, М. К. Перова аналізує причини експорту США портфельних інвестицій, визначаючи попит на американський капітал з боку інших країн як один з головних чинників такого експорту [3]. З погляду ж американського інвестора, однією з російських сил іноземного портфельного інвестування за кордон є рекордно низький рівень відсоткових ставок на місцевому ринку⁸. О. В. Хмиз досліджує специфіку діяльності інститутів спільного інвестування на прикладі країн ОЕСР, в тому числі й США та на основі функціонального аналізу показує, що в США сформувалася окрема система управління колективними інвестиціями – система взаємного фонду США [5, с. 61]. Вона також наголошує на важливій ролі інституційних інвесторів у поширенні кризових явищ у глобальній економіці та у глобальній фінансовій архітектурі в цілому [6]. Більшість емпіричних прикладів цього дослідження стосуються саме інституційних інвесторів зі США, хоча про їхні портфельні потоки як такі не йдеться.

У вітчизняній науковій літературі проблематиці міжнародного портфельного інвестування, зокрема й в контексті емпіричних тестів на прикладі США, присвячено дуже мало уваги. Більшість досліджень носять або більш загальний характер – у контексті міжнародного руху капіталу в цілому⁹, або сконцентровані більшою мірою на проблематиці розвитку місцевих фінансових ринків та інститутів. Низка публікацій З. Г. Ватаманюка, зокрема [1] – досліджується процес перерозподілу ролі фінансових посередників із банківського до парабанківського сектора на ринку позикових капіталів США; А. Б. Камінського, зокрема [2] – аналізується, фактично, рівень інформаційної асиметрії та ефективності ринків, на цій основі розробляється інтегра-

⁸ Історичний період, який покривається в зазначеному дослідженні, – перша половина 1990-х років, а у 1993 році, за даними автора, відсоткові ставки в США впали до рекордно низьких значень [3, с. 123].

⁹ Існує велика група наукових публікацій у сфері міжнародного руху прямих іноземних інвестицій, приміром роботи О. І. Рогача, зокрема монографія [4]. Вони номінально не стосуються проблематики міжнародного руху портфельних інвестицій, однак в окремих частинах можуть бути цікавими з точки зору пояснення причини міжнародного руху капіталу.

льний коефіцієнт інформаційної прозорості українських інститутів спільного інвестування та інші.

Підводячи підсумки загального аналізу наукової літератури з даної проблематики, слід зазначити, що не всі актуальні питання є наразі вирішеними. Так, об'єктивно необхідним є постійна підтримка досліджень з точки зору оновлення статистичних даних, які постійно застарівають. Більше того, з огляду на досить обмежені обсяги статистичної інформації щодо міжнародних портфельних інвестицій часто повноцінні масштабні дослідження провести просто неможливо, а головною проблемою, яка заміщує первинні наукові задачі, стає банальний пошук статистичних даних. Багато ж статистичних даних подаються із суттєвими затримками, а тому аналіз реальних явищ і процесів стає можливим лише через певний час¹⁰. Тому, приміром, досі актуальним та повною мірою невирішеним залишається питання дослідження впливу глобальною фінансовою кризи 2008-2009 років на глобальні портфельні потоки¹¹.

Усунення вищенаведених недоліків, зокрема, і є одним із завдань нашої роботи. Її головною метою є виявлення тенденцій і структурних зрушень у зарубіжних портфельних активах США та їх причин, основних напрямів домінування США як портфельного інвестора у глобальному фінансовому середовищі, визначення специфічних рис та особливостей формування зарубіжних портфельних активів США. У цьому зв'язку в нашому дослідженні ми висуваємо гіпотезу про те, що США мають специфічну модель іноземного портфельного інвестування, яку спробуємо підтвердити на основі виявлення її специфічних рис або спростувати в разі їх відсутності.

Будучи однією з найбільш капіталонасичених країн, США є найбільшим у світі портфельним інвестором. Станом на кінець 2012 року обсяг зарубіжних портфельних активів США становив 7,941 трлн дол. [16, с. 3]¹². При цьому обсяг зарубіжних портфельних активів другої економіки – Великої Британії – був меншим у 2,2 рази – на рівні 3,552 трлн дол.¹³ На США станом на кінець 2012 року припадає 18,2 % глобальних портфельних активів (табл. 1). Також звернемо увагу на те, що попри зростання потужності економік країн ЄС та Азії, підвищення ролі їхніх фінансових ринків та інститутів, частка США як глобального портфельного інвестора невпинно зростає – із 16 % у 2004 році до 18,2 % у 2012 році. Це зростання триває із 2002 року, коли цей показник дорівнював 15,9 % після падіння з позначки 18,1 % у 2001 році¹⁴. Частка США скоротилася під впливом глобальної кризи у 2008 та 2009 роках, після чого стрімко зростала та майже досягла свого рекордного передкризового рівня у 18,3 %.

¹⁰ Приміром, статистика Координованого огляду міжнародних портфельних інвестицій МВФ запізнюється на 1-2 роки.

¹¹ З іншого боку, актуальним є аналіз зв'язку у зворотному напрямку.

¹² Зазначимо, що основні статистичні джерела, які ми використовуємо в нашому дослідженні – це Координований огляд міжнародних портфельних інвестицій МВФ [9] та Звіт Казначейства США про зарубіжні портфельні активи [16]. МВФ аналогічну цифру наводить на рівні 7,918 трлн. Така майже повна ідентичність показників нам дає цікавий методологічний висновок – показники розраховуються за однаковою методологією, а значить – у рамках порівняння або поєднання можна застосовувати і дані МВФ, і дані Казначейства.

¹³ Офіційно друге місце із показником у 4,891 трлн дол. займають цінні папери у формі резервних активів та авуари міжнародних організацій, які офіційно – за методологією МВФ – не класифікуються як портфельні інвестиції.

¹⁴ Таке падіння було зумовлено, з нашої точки зору, кризою акцій високотехнологічних компаній, яка розгорталася в США саме в цей час.

Із табл. 1 також бачимо, що упродовж останніх 4-х років обсяги експорту портфельних інвестицій США зростали і в абсолютних показниках, перевищивши у 2012 році свій максимальний докризовий рівень 2007 року. Загальносвітова тенденція в цей час була дещо іншою – у 2011 році портфельні активи скоротилися із 40,6 трлн дол. у 2010 році до 39,350 трлн дол. А на фоні того, що частка 10 країн – найбільших експортерів портфельних інвестицій за досліджуваній період дещо скоротилася¹⁵ (а це – розвинуті країни) можна зробити цікавий висновок. США збільшують обсяги своїх глобальних портфельних активів у супереч тенденціям інших розвинутих країн – великих експортерів портфельних інвестицій, а це означає, що відрізняються чинники, які формують цей експорт.

У цьому зв'язку слід наголосити, що існують як загальні чинники формування глобальних портфельних активів США, які є також характерними і для інших розвинутих країн, так і специфічні, які характерні переважно для США як портфельного інвестора. До головних загальних чинників можна, на нашу думку, віднести високий рівень капіталонасиченості економіки, відносно низькі відсоткові ставки та рівень доходності, мотивація диверсифікувати інвестиційні портфелі за рахунок міжнародного інвестування. Більш важливими в контексті нашого дослідження є, однак, саме специфічні чинники¹⁶. Розглянемо їх більш докладно.

По-перше, у цілому нижча схильність місцевих інвесторів до інвестування на національних ринках. Прийнято вважати, що фінансовий ринок США є найбільш розвинутим у світі¹⁷. Саме там формуються багато традицій ведення інвестиційного бізнесу, які поширюються на глобальному рині. Саме на ринку США народжується переважна більшість фінансових інновацій. На ринку США – один з найбільш широких у світі спектр фінансових продуктів тощо. Тому не дивно, що часто американські інвестори є більш "просунутими" з погляду своїх інвестиційних переваг. Вони є досить вимогливими до якості та інвестиційних параметрів своїх портфелів. Це історично зумовлює їхню високу активність у сфері міжнародного портфельного інвестування, а це, у свою чергу, знижує психологічну схильність до інвестування на національних ринках. Це є однією з причин того, що США є найбільшим у світі портфельним інвестором.

¹⁵ Статистично тут немає чітко вираженої низхідної тенденції (вона, очевидно, була би, якщо із 10 країн вилучити США), однак частка принаймні не зросла, на відміну від США.

¹⁶ З нашої точки зору, ще одним важливим чинником іноземного портфельного інвестування США є більша мобільність американських капіталів. Це положення, однак, потребує додаткових досліджень та обґрунтування.

¹⁷ Звернемо також увагу, що більшість провідних фінансових наукових видань у світі – американські. У наукових виданнях США друкуються найбільш авторитетні фахівці в галузі. Більшість розроблених теорій та гіпотез проходять емпіричну перевірку на прикладі ринку США. Це в цілому свідчить про більш високий рівень його дослідженості, що часто опосередковано свідчить і про більш високий рівень його розвитку.

Таблиця 1. Динаміка географічної структури
глобальних портфельних активів, у трлн \$ та %

Країна	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
США	3,764	4,591	5,972	7,192	4,268	5,953	6,738	6,816	7,918
<i>США – у %</i>	<i>16,0</i>	<i>17,6</i>	<i>18,0</i>	<i>18,3</i>	<i>13,7</i>	<i>15,8</i>	<i>16,6</i>	<i>17,3</i>	<i>18,2</i>
Резерви та МО	2,145	2,221	2,558	3,109	3,643	3,818	4,534	4,904	4,891
Велика Британія	2,110	2,374	3,141	3,393	2,426	3,036	3,241	3,210	3,552
Японія	2,010	2,115	2,343	2,524	2,377	2,846	3,346	3,375	3,525
Люксембург	1,616	1,841	2,431	2,883	2,164	2,712	2,879	2,673	3,057
Німеччина	1,515	1,553	2,266	2,625	2,149	2,508	2,556	2,380	2,760
Франція	1,751	1,873	2,464	2,965	2,553	2,879	2,806	2,366	2,570
Ірландія	1,072	1,182	1,620	1,970	1,760	1,949	1,949	1,853	2,097
Нідерланди	1,104	1,161	1,328	1,565	1,227	1,496	1,489	1,429	1,658
Швейцарія	0,776	0,743	0,896	1,082	0,910	1,076	1,118	1,084	1,183
Італія	0,914	0,982	1,141	1,242	0,957	1,116	1,155	1,031	1,046
Разом – 10 країн	18,792	20,661	26,188	30,589	24,464	29,443	31,809	31,121	34,256
<i>10 країн – у %</i>	<i>80,0</i>	<i>79,3</i>	<i>79,0</i>	<i>77,8</i>	<i>78,8</i>	<i>78,4</i>	<i>78,3</i>	<i>79,1</i>	<i>78,6</i>
Інші країни	4,707	5,408	7,001	8,757	6,620	8,175	8,827	8,229	9,315
РАЗОМ – СВІТ	23,485	26,045	33,161	39,307	31,054	37,563	40,636	39,350	43,570

Примітки:

1. Складено автором на основі власних розрахунків та джерела [9].
2. "МО" – авуари міжнародних організацій.
3. Суми показників можуть мати розбіжності через округлення.
4. "Інші країни" – всі, що брали участь в огляді, крім 10, наведених вище. Разом – це 70 + 9 країн, а також резервні активи та авуари МО (окрема стрічка).
5. "США – у %" – частка США у світових активах.
6. "10 країн – у %" – частка 10 країн – найбільших інвесторів у світових активах. Включає резерви та МО.
7. Градація країн – за обсягом активів станом на кінець 2012 року.

По-друге, сприятлива валютна структура¹⁸ світового фінансового ринку та значний міжнародний сегмент на місцевому ринку. Переважна частина світового ринку депозитарних розписок – це ринок американських депозитарних розписок (АДР). Це означає, що американським інвесторам для здійснення іноземних інвестицій у сегменті власних капіталів потрібно значно менше зусиль для долання різноманітних технічних бар'єрів порівняно з інвесторами інших країн. Крім того, інвестори зі США, фактично, уникають прямих валютних ризиків – АДР деноміновані в доларах США. Відсутність прямих валютних ризиків є в цьому сенсі одним із найбільш важливих чинників. Подібна ситуація і на міжнародному ринку позикових капіталів. На долар припадає значна частина цього ринку – багато євробондів емітуються в доларах, значна частина євродоларових паперів представлена і на міжнародному грошовому ринку. З погляду валютних ризиків це – безперечний позитив для американських інвесторів. У цьому сенсі стабільність долара США як глобальної валюти є суттєвим чинником експорту американськими інвесторами портфельних інвестицій.

У цьому сенсі слід зазначити, що 12 % усіх зарубіжних портфельних інвестицій США – у формі АДР. Тут спостерігається цікава закономірність – чим більш розвинутою є країна, тим більше американських портфельних інвестицій вона залучає у формі АДР. Крім того, надзвичайно високі показники мають країни Латинської та Південної Америки, а також офшори (не всі). Так, 100 % показники мають Бірма, Мальта (99 %) та Свaziленд [16, с. 71–74]. Серед країн Латинської та Південної Америки відзначимо Аргентину (93 %), Бразилію (38 %), Чилі (39 %), Колумбію (43 %), Перу (77 %) та ін. Щодо розвинутих країн, то їхні показники становлять 24 % для Великої Британії, 14 % для Швейцарії, 4 % для Японії тощо.

По-третє, у цілому більша схильність до ризику американських інвесторів¹⁹. На ринку США традиційно спостерігалися низькі відсоткові ставки та низький рівень дохідності в економіці в цілому. З погляду портфельного інвестування це означає, що інвестиційні можливості більш схильних до ризику інвесторів є обмеженими. Для задоволення їхніх потреб у набутті додаткових ризиків вони вимушені виходити на зарубіжні ринки (переважно – менш розвинуті), що дозволяє їм отримати вищі дохідності.

По-четверте, значна кількість спекулянтів та великі обсяги спекулятивних капіталів. Спекуляція відрізняється від портфельного інвестування з погляду своєї сутності. Спекулянти не формують інвестиційні портфелі у традиційному розумінні. Спекуляція та інвестування завжди були об'єктом вивчення та розмежування у наукових дослідженнях. Однак, з погляду відображення у платіжних балансах спекулятивні операції відносяться до портфельних інвестицій. З огляду на це слід зазначити, що ринок США достатньо наповнений спекулянтами, готовими переміщувати капітали через кордони. Це додає до зарубіжних портфельних активів США. Приміром, Кайманові Острови – класичний офшор – посідають друге місце за обсягом вкладених довготермінових портфельних інвестицій американських інвесторів, що є опосередкованим підтвердженням значних обсягів спекулятивних операцій (табл. 2). Так, на офшори, які отримали більше 1 млрд дол. американських портфельних інвестицій, припадає разом 15,6 % всіх зарубіжних портфельних активів США станом на кінець 2012 року, причому цей показник скоротився із 16,2 % в кінці 2011 року.

¹⁸ Валютна структура американських іноземних портфельних активів розглядатиметься нижче.

¹⁹ Чинник схильності до ризику повинен розглядатися через призму типу інвесторів (приватні / державні). Цей аспект детально розглядатиметься нижче.

Таблиця 2. Глобальні портфельні активи США, вкладені в офшори, у млрд \$ та %

Країна	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Кайманові Острови	195,7	248,8	375,5	543,9	315,2	373,3	366,0	708,8	796,9
Бермуди	164,1	186,7	208,1	273,0	163,1	148,0	159,5	160,9	178,3
Ангілі	30,3	47,2	58,2	89,3	38,5	57,3	83,3	69,7	69,7
Британські Віргінські Острови	4,5	8,4	11,0	14,8	8,9	10,3	15,9	48,0	60,4
Джерсі	12,4	19,1	21,5	28,6	37,3	46,0	41,9	49,0	49,1
Гернсі	5,9	6,4	12,5	15,8	6,6	12,3	14,8	17,1	27,5
Панама	24,3	26,2	26,1	29,4	14,8	20,5	25,6	20,7	23,3
Маршалові Острови	4,5	5,5	7,5	13,6	5,3	7,2	11,2	8,2	9,8
Маврикій	0,3	0,2	0,6	1,7	1,0	1,5	2,3	4,8	6,1
Багами	2,7	3,3	1,7	2,3	1,3	2,2	2,0	5,3	5,5
Острів Мен	0,0	0,1	0,6	1,3	0,5	1,3	2,8	2,9	3,3
Литва	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,8	1,5	2,0	2,6
Барбадос	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,4	1,5	1,6	1,7
Кіпр	0,1	0,2	1,1	3,0	0,5	0,9	1,4	1,5	1,6
Тринідад і Тобаго	0,5	0,5	0,7	1,5	1,1	1,4	1,2	1,1	1,2
Домініка	0,5	0,8	0,8	0,8	0,4	0,6	0,8	0,9	1,1
Разом – офшори	445,9	553,6	726,1	1019,5	595,0	684,9	731,8	1102,4	1238,1
<i>Офшори – у %</i>	11,8	12,1	12,2	14,2	13,9	11,5	10,9	16,2	15,6
АКТИВИ	3764,3	4591,1	5972,4	7191,8	4267,9	5952,9	6738,0	6815,7	7917,8

Примітки:

1. Складено автором на основі власних розрахунків та джерела [9].
2. До офшорів включені всі офшорні території, в які США вклали більше 1 млрд дол. портфельних інвестицій.
3. Суми показників можуть мати розбіжності через округлення.
4. "Офшори – у %" – частка офшорів у сукупних міжнародних портфельних активах США.
5. Градація країн – за обсягом активів, вкладених США, станом на кінець 2012 року.

По-п'яте, високий рівень ефективності ринку США. Це особливо стосується інвесторів, що дотримуються активних інвестиційних стратегій. Ринок США для них є відносно менш привабливим, оскільки ймовірно передрати ефективний ринок є надзвичайно низькою. Менш розвинуті ринки (а часто – навіть й інші розвинуті) є менш ефективними, а тому на них можна знайти неправильно оцінені папери та отримати вищу від ринкової дохідність. У цьому сенсі іноземні портфельні інвестиції американських інвесторів спрямовані на пошук менш ефективних ринків для отримання надприбутків.

Слід, однак, зазначити, що США далеко не є лідером у світі за відносними показниками. Ці дані також є певною мірою репрезентативними. Очевидно, що найбільша економіка світу має найбільший ВВП, найбільші

портфельні активи та найбільші інші показники. Розраховуємо обсяг іноземних портфельних активів країн із табл. 1 на одиницю ВВП. Результати цих розрахунків наведені в табл. 3. Вони красномовно свідчать, що серед 10 країн, які мають найбільші обсяги вкладених іноземних портфельних інвестицій, США мають найменшу їх кількість на одиницю ВВП. Хоча, на нашу думку, цей показник визначається швидше не рівнем потужності економіки, а здатністю фінансових ринків приймати такі інвестиції. У цьому сенсі можна припустити, що на глобальному рівні обсяги портфельних інвестицій визначаються швидше не пропозицією – здатністю інвесторів вкладати кошти, а попитом – здатністю емітентів пропонувати цінні папери із потрібними інвестиційними характеристиками.

Таблиця 3. Обсяг зарубіжних портфельних активів на 1 \$ ВВП країни, у \$

Країна	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
США	0,31	0,35	0,43	0,50	0,29	0,41	0,45	0,44	0,49
Велика Британія	0,95	1,02	1,26	1,19	0,90	1,37	1,41	1,30	1,43
Японія	0,43	0,46	0,54	0,58	0,49	0,57	0,61	0,57	0,59
Люксембург	47,53	48,45	56,53	56,53	39,35	54,24	54,32	45,31	53,63
Німеччина	0,55	0,56	0,78	0,79	0,59	0,76	0,77	0,66	0,80
Франція	0,85	0,88	1,09	1,15	0,90	1,10	1,09	0,85	0,98
Ірландія	5,73	5,82	7,26	7,58	6,64	8,62	9,28	8,20	9,94
Нідерланди	1,81	1,81	1,96	2,00	1,40	1,87	1,91	1,71	2,15
Швейцарія	2,07	1,93	2,21	2,40	1,74	2,11	2,04	1,64	1,87
Італія	0,53	0,55	0,61	0,58	0,41	0,53	0,56	0,47	0,52

Примітки:

1. Складено автором на основі власних розрахунків за джерелами [9, 20].
2. Градація країн – за обсягом активів станом на кінець 2012 року.

Інвестиції в акції мають найбільшу частку у структурі зарубіжних портфельних активів США. Близько 2/3 американських активів – це інвестиції в акції, причому цей показник у цілому лишався незмінним із 1994 року [16, с. 3–4]. Це також суперечить загальносвітовим тенденціям, згідно яких більша частина зарубіжних портфельних інвестицій вкладаються в боргові інструменти.

Так, серед 10 країн – найбільших експортерів портфельних інвестицій у 2011 році лише США мали більше інвестицій в акції, ніж у боргові інструменти.

Приміром, станом на кінець 2012 року на акції припадало 67,1 % американських зарубіжних активів (табл. 4), при тому, що цей показник дещо скоротився під впливом кризи.

Таблиця 4. Динаміка структури зарубіжних портфельних активів США за типом інструментів, у трлн \$ та %

Вид цінних паперів	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Довготермінові	3,545	4,33	5,605	6,835	3,985	5,565	6,336	6,455	7,553
у %	94,2	94,3	93,9	95,0	93,4	93,5	94,0	94,7	95,4
Акції	2,560	3,318	4,329	5,248	2,748	3,995	4,647	4,501	5,312
у %	68,0	72,3	72,5	73,0	64,4	67,1	69,0	66,0	67,1
Боргові папери	0,985	1,012	1,276	1,587	1,237	1,570	1,689	1,954	2,241
у %	26,2	22,0	21,4	22,1	29,0	26,4	25,1	28,7	28,3
Короткотермінові	0,219	0,262	0,368	0,357	0,282	0,387	0,402	0,360	0,365
у %	5,8	5,7	6,2	5,0	6,6	6,5	6,0	5,3	4,6
РАЗОМ	3,764	4,591	5,972	7,192	4,268	5,953	6,738	6,816	7,918

Примітки:

1. Складено автором на основі джерела [9].
2. Суми показників можуть мати розбіжності через округлення.
4. Відсоткові показники – від загального обсягу іноземних портфельних активів США.

Головними чинниками, які, з нашої точки зору, пояснюють таку преференційність до інвестування в акції є, з одного боку, деякі з тих, які вже були наведені вище, а саме – це третій, четвертий та п'ятий чинники: більша схильність до ризику – стосується переважно акцій; спекулятивні капітали – значна частина вкладається в акції; ефективність – також стосується переважно акцій. З іншого боку, схильність до інвестування в акції пояснюється також складом самих інвесторів. Американські інвестори – переважно приватні інвестори – роздрібні та інституційні. Американські ж цінні папери знаходяться у власності значної кількості зарубіжних центральних банків та урядових структур, які віддають перевагу борговим паперам – близько 90 % [16, с. 8]. До речі, у посткризовий період обсяги портфельних інвестицій на ринок США відновилися, значною мірою, завдяки зростанню попиту нерезидентів на казначейські боргові папери. Щодо структури американських активів, інвестованих в акції, то тут превалюють інвестиції у звичайні акції – більше 83,87 %; на інвестиції в акції інвестиційних фондів припадає 8,96 %, а на інвестиції у привілейовані акції – 7,17 %.

США є абсолютним світовим лідером з погляду портфельного інвестування в зарубіжні акції. Із табл. 5 видно, що на них припадає 31,3 % глобальних активів, інвестованих в акції, у той час як на 9 наступних країн – найбільших інвесторів в акції припадає лише 42,3 % за підсумками 2012 року. При цьому знову ж спостерігаємо тенденцію, яка протирічить загальносвітовій – частка інвестицій в акції розвинутих країн у цілому скорочувалася в досліджуваному періоді (із 46,8 % у 2004 році до 42,3 % у 2012 році), а частка США зростала (із 29,1 % у 2004 році до 31,3 % у 2012 році). Тенденції також є оберненими і у кризовий період. У кризовому 2008 році частка інвестицій в акції 9-ти країн зросла із 44,9 % у 2007 році до 45,6 %, а США – скоротилася з 30,5 % до 27,8 %. При цьому під час кризи – у 2008 році – американські портфельні активи скоротилися на 40 %, у той час як американські активи нерезидентів – лише на 13 % [16, с. 8]. Саме схильністю до інвестування в акції і пояснюється така відмінність у скороченні обсягів портфельних інвестицій.

Таблиця 5. Динаміка географічної структури глобальних портфельних активів, інвестованих в акції, у трлн \$ та %

Країна	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
США	2,560	3,318	4,329	5,248	2,748	3,995	4,647	4,501	5,312
США – у %	29,1	31,2	30,3	30,5	27,8	29,0	29,8	31,2	31,3
Велика Британія	0,879	1,076	1,366	1,509	0,824	1,079	1,175	1,049	1,221
Люксембург	0,638	0,808	1,148	1,413	0,757	1,068	1,225	1,040	1,202
Німеччина	0,524	0,529	0,884	0,954	0,590	0,707	0,740	0,647	0,747
Нідерланди	0,447	0,480	0,565	0,667	0,427	0,585	0,648	0,606	0,720
Японія	0,365	0,409	0,510	0,573	0,395	0,594	0,678	0,666	0,687
Канада	0,319	0,382	0,500	0,610	0,357	0,480	0,577	0,579	0,684
Ірландія	0,305	0,383	0,573	0,649	0,428	0,540	0,610	0,563	0,665
Франція	0,443	0,525	0,743	0,827	0,455	0,600	0,682	0,505	0,638
Китай	0,200	0,228	0,339	0,515	0,275	0,499	0,582	0,479	0,615
Разом – 10 країн	6,679	8,137	10,958	12,965	7,256	10,148	11,565	10,636	12,490
10 країн – у %	76,0	76,5	76,7	75,4	73,5	73,8	74,1	73,8	73,6
Разом – 9 країн	4,119	4,819	6,629	7,717	4,508	6,153	6,918	6,135	7,178
9 країн – у %	46,8	45,3	46,3	44,9	45,6	44,7	44,3	42,6	42,3
Інші країни	2,113	2,496	3,325	4,236	2,621	3,606	4,049	3,775	4,473
РАЗОМ – СВІТ	8,792	10,633	14,283	17,202	9,876	13,754	15,614	14,411	16,964

Примітки:

1. Складено автором на основі власних розрахунків та джерела [9].
2. Суми показників можуть мати розбіжності через округлення.
3. "Інші країни" – всі, що брали участь в огляді, крім 10, наведених вище. Разом – це 70 + 9 країн, а також – резервні активи та авари МО.
4. "США – у %" – частка США у світових активах, інвестованих в акції.
5. "10 країн – у %" – частка 10 країн – найбільших інвесторів у світових активах, інвестованих в акції.
6. "9 країн – у %" – частка 9 країн – найбільших інвесторів у світових активах, інвестованих в акції, крім США.
7. Градація країн – за обсягом активів, інвестованих в акції, станом на кінець 2012 року.

У посткризовий період динаміка також була протилежною – для 9-ти розвинутих країн частка інвестицій в акції стабільно скорочувалася упродовж 4-х років, а для США вона зростала – до 31,3 % у 2012 році.

Надзвичайно цікавим аспектом аналізу американських іноземних портфельних активів в акції є аналіз частки цих активів у сукупній капіталізації місцевих ринків акцій країн-реципієнтів. Так, портфельні інвестори США

володіють 30 % ринку акцій Швейцарії, 22 % ринку Великої Британії, 21 % ринку Нідерландів тощо [16, с. 10–12]. У середньому цей показник є відносно високим для розвинутих ринків – близько 15 % (17 % – для країн Європи, 15 % – для країн зони євро), а для ринків, що формуються, він становить лише 2 % (крім офшорів та ринків країн Карибського басейну). Для ринків країн Карибського басейну в цілому цей показник перевищує 100 %. Він також є вищим від 100 % для Бермудських Островів, Кайманових Островів та Ірландії. Цей парадокс пояснюється тим, що в названих країнах багато компаній мають лістинг, однак торгуються переважно на зарубіжних біржах. У власності ж іноземних портфельних інвесторів перебуває близько 14 % капіталізації ринку США.

Низка наведених закономірностей, зокрема в частині суперечності тенденцій США загальносвітовим, дозволяє зробити цікавий висновок – країна має специфічну модель іноземного портфельного інвестування, яка суттєво відрізняється від інших країн, насамперед від розвинутих країн, які також є великими глобальними портфельними інвесторами, мають схожі на США економічні характеристики, є також капіталонасиченими країнами. Така інвестиційна модель, на нашу думку, характеризується наступними головними ознаками.

1) Перманентне зростання частки у глобальних портфельних активах.

2) Зростання абсолютних обсягів зарубіжних портфельних активів, часто – всупереч загальносвітовим тенденціям. У протилежному напрямку можуть розвиватися й інші тенденції, приміром, під час кризи.

3) Домінування у портфельних активах інвестицій в акції.

4) Превалювання приватних інвесторів, як індивідуальних, так і інституційних.

5) Високий рівень капіталонасиченості економіки.

6) Відносно низькі відсоткові ставки та норма дохідності економіки.

7) Низький рівень схильності до інвестування на місцевому ринку.

8) Сприятлива валютна структура світового фінансового ринку.

9) Розвинутий ринок депозитарних розписок у країні-інвесторі.

10) Рівень схильності до ризику. Він, однак, може мати різну кількісну та якісну ідентифікацію залежно від напрямку інвестиційних потоків. Для інвесторів США схильність є відносно високою.

11) Значна кількість спекулянтів та великі обсяги спекулятивних капіталів.

12) Високий рівень ефективності ринку.

Крім цього, деякі характеристики та особливості американської інвестиційної моделі, напевно, визначаються і в результаті аналізу активів, інвестованих у боргові папери.

Зазначені ознаки, очевидно, потребують кількісної ідентифікації та емпіричного тестування на прикладі інших країн-інвесторів. Такі тести, на наш погляд, дозволять виокремити кілька специфічних інвестиційних моделей, причому не лише для розвинутих країн, але й для менш розвинутих. Можливо, в основі ідентифікації цих моделей і лежатимуть кількісні оцінки, здійснені на основі вищенаведених чинників. Однак, наші висновки стосовно американської інвестиційної моделі на даному етапі можна розглядати частково як гіпотезу, оскільки його підтвердження потребує додаткових досліджень. Однак, у багатьох аспектах вона підтверджується наведеними у рамках нашого дослідження результатами.

Інвестиції у боргові інструменти, на відміну від інвестицій в акції, не є напрямом абсолютного глобально домінування США. Так, за підсумками 2012 року США посідали лише третє місце за обсягами зарубіжних портфельних активів, інвестованих у боргові інструменти (табл. 6). При цьому, на відміну від акцій, переважна частина інвестицій тут припадає на резервні активи та авуари міжнародних організацій. Їхні сукупні активи майже вдвічі перевищують активи другого за обсягами інвестора – Японії. Сполучені Штати ж, посідаючи третє місце, несуттєво відрізняються від другого інвестора – Японії та четвертого – Великої Британії. Це означає, що позиції США тут далеко не є домінуючими, бо із незначними відхиленнями вони могли б посідати й четверту сходинку.

Таблиця 6. Динаміка географічної структури глобальних портфельних активів, інвестованих у боргові інструменти, у трлн \$ та %

Країна	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Резерви та МО	2,110	2,186	2,515	3,055	3,604	3,760	4,455	4,832	4,765
Японія	1,645	1,706	1,833	1,950	1,982	2,252	2,667	2,709	2,838
США	1,204	1,273	1,643	1,944	1,519	1,958	2,091	2,314	2,606
<i>США – у %</i>	<i>8,19</i>	<i>8,26</i>	<i>8,71</i>	<i>8,79</i>	<i>7,17</i>	<i>8,22</i>	<i>8,36</i>	<i>9,28</i>	<i>9,80</i>
Велика Британія	1,230	1,298	1,774	1,885	1,602	1,957	2,066	2,160	2,331
Німеччина	0,992	1,024	1,382	1,671	1,560	1,801	1,816	1,733	2,013
Франція	1,308	1,348	1,721	2,138	2,099	2,278	2,124	1,861	1,932
Люксембург	0,978	1,033	1,283	1,469	1,407	1,644	1,654	1,633	1,854
Ірландія	0,767	0,799	1,047	1,321	1,332	1,409	1,339	1,290	1,432
Нідерланди	0,658	0,682	0,763	0,898	0,800	0,911	0,840	0,823	0,938
Швейцарія	0,436	0,386	0,475	0,571	0,591	0,677	0,676	0,658	0,697
Разом	11,329	11,735	14,436	16,902	16,495	18,645	19,728	20,015	21,407
<i>у %</i>	<i>77,11</i>	<i>76,14</i>	<i>76,49</i>	<i>76,46</i>	<i>77,89</i>	<i>78,31</i>	<i>78,84</i>	<i>80,26</i>	<i>80,46</i>
Разом, крім США	10,125	10,462	12,793	14,958	14,976	16,688	17,637	17,701	18,800
<i>у %</i>	<i>68,91</i>	<i>67,88</i>	<i>67,78</i>	<i>67,67</i>	<i>70,72</i>	<i>70,09</i>	<i>70,48</i>	<i>70,98</i>	<i>70,66</i>
Інші країни	3,364	3,677	4,438	5,203	4,682	5,163	5,295	4,924	5,200
РАЗОМ – СВІТ	14,69	15,41	18,87	22,11	21,18	23,81	25,02	24,94	26,61

Примітки:

1. Складено автором на основі власних розрахунків та джерела [9].
2. Суми показників можуть мати розбіжності через округлення.
3. "Разом" – сума 10 перших позицій – 9 країн і "Резерви та МО". Нижче – відсоткове значення у глобальних активах, інвестованих у боргові інструменти.
4. "Разом, крім США" – аналогічно попередній стрічці – без США.
5. Градація країн – за обсягом активів, інвестованих у боргові папери, станом на кінець 2012 року.

Із табл. 6 бачимо, що у глобальних активах на США припадає лише 9,8 %, що кардинально відрізняється від ситуації з акціями. При цьому за винятком кризового 2008 року, коли цей показник впав до 7,17 %, він у цілому зростає з 2004 року. В абсолютних значеннях він зростає постійно, попри кризу. Таку ж динаміку спостерігаємо і для 10 найбільших вкладників портфельних інвестицій у боргові папери. Як висновок – динаміка американських портфельних активів, інвестованих у боргові папери, в цілому співпадає із динамікою країн – головних інвесторів. У цьому сенсі слід, на наш погляд, внести корективи до деяких попередніх висновків, зокрема в частині формування специфічної американської інвестиційної моделі. Так, аналіз активів, інвестованих у боргові інструменти дозволяє із вищенаведених підтвердити ознаки (1) щодо перманентного зростання частки у глобальних активах; (2) про зростання абсолютних обсягів, але в частині боргових паперів це відбувається в унісон домінуючим для головних інвесторів тенденціям. Ознаки (3), (4) та (5) також підтверджуються у тому розумінні, що превалювання приватних інвесторів зумовлює суттєві вкладення

в акції та менше – у боргові папери, а високий рівень капіталонасиченості економіки все ж таки виводить США принаймні до четвірки провідних інвесторів світу. Такий же обернений зв'язок спостерігаємо і для ознаки (9). Аналіз інвестицій у боргові папери також дозволяє підтвердити ознаки (6), (7), (10), (11) та (12). Логіка досить схожа на доведення ознаки (5). Ці аспекти не роблять США глобальним лідером, однак забезпечують досить значну частку авуарів у боргових паперах.

Ознака (8) також повністю підтверджується статистичними даними (табл. 7), причому тут, на наш погляд, спостерігається діалектична взаємозалежність. З одного боку, превалювання долара у зарубіжних портфельних активах американських інвесторів зумовлено їхнім попитом на доларові активи. Це, у свою чергу, визначає пропозицію, а тому – і структуру міжнародного фінансового ринку, де долар є однією з домінуючих валют. З іншого боку, домінування долара на фінансових ринках стимулює попит на доларові активи, а це ще більшою мірою призводить до зростання доларових авуарів американських інвесторів.

Таблиця 7. Валютна структура зарубіжних портфельних активів США, інвестованих у боргові інструменти, у млрд \$ та %

Валюта	2011		2012	
	У млрд \$	У %	У млрд \$	У %
Долар США	1706	73	1889	72
Євро	173	7	236	9
Канадський долар	117	5	119	5
Єна	94	4	61	2
Фунт	57	2	67	3
Інші валюти	193	8	258	10
РАЗОМ	2339	100	2630	100

Примітка: джерело [16, с. 14].

Станом на кінець 2012 року на долар США припадає близько 72 % зарубіжних портфельних активів. Це хоча і супроводжувалося збільшенням абсолютних показників активів порівняно із 2011 роком (із 1706 млрд дол. до 1889 млрд дол.), однак частка долара майже не змінилася. Інші валюти мають значно нижчі показники у валютній структурі. На грошовому ринку ця частка є ще більшою – 87 %, а на ринку довготермінових паперів – 69 %.

У цьому сенсі восьму ознаку щодо сприятливої валютної структури можна уточнити в частині інвестування у боргові папери – тут спостерігаємо абсолютне домінування долара США, особливо – на грошовому ринку. Однак, ця частка є різною для різних країн та регіонів. Цей аспект потребує додаткових – глибших – досліджень, однак, принаймні для групи країн із ринками, що формуються, особливо тих, що є географічно близькими до США (насамперед – Аргентина, Бразилія та Мексика), спостерігається суттєве скорочення частки долара США у портфельних активах американських інвесторів на користь місцевих валют. Так, для цієї групи країн у цілому частка долара скоротилася із 90 % у 2005 році до 58 % у 2012 році [16, с. 15].

Звернемо також увагу на структуру американських активів за типом інструментів (див. табл. 4). У частині боргових паперів, спостерігаємо скорочення частки інвестицій в інструменти грошового ринку – із 5,8 % у 2004 році до 4,6 % у 2012 році, причому у кризові 2008 та 2009 роки вона зросла до відповідно до 6,6 % та 6,5 %, що зумовлено прагненням інвесторів знизити ризики, які зросли. У цілому ж таке скорочення слід пояснювати, на наш погляд, незначними темпами розвитку міжнародного грошового ринку в цілому, а також преференційністю американських інвесторів у напрямку акцій. Що ж стосується інструментів ринку капіталів, то їхня частка за до-

сліджуваний період зросла несуттєво – із 26,2 % у 2004 році до 28,3 % у 2012 році, причому найбільшого значення вона досягла у кризовому 2008 році – 29 %.

Ще однією важливою ознакою американської інвестиційної моделі є зростання в активах, інвестованих у боргові інструменти, частки паперів, емітованих приватними структурами. Станом на кінець 2012 року на них припадало 69 % у довготермінових активах, у той час як в середині 1990-х років цей показник становив лише близько 1/4. Для інструментів грошового ринку цей показник є ще більшим – майже 87 %.

Підводячи підсумки проведеного дослідження, відзначимо головні з них. Сполучені Штати є однією з найбільш капіталонасичених країн світу та найбільшим глобальним портфельним інвестором. Сукупний обсяг зарубіжних портфельних активів США становить близько 7,9 трлн дол., що суттєво перевищує показники наступних країн – великих інвесторів та складає 18,2 % глобальних портфельних активів – показник, що перманентно зростає. Аналіз еволюції портфельних активів США дозволяє заключити, що країна має специфічну унікальну модель іноземного портфельного інвестування, яка сформувалася та розвивається під впливом як загальних, так і специфічних чинників. Їй є притаманні такі ознаки. По-перше, постійне зростання частки у глобальних портфельних активах. По-друге, зростання абсолютних обсягів глобальних портфельних активів, часто – всупереч загальносвітовим тенденціям, насамперед – інших розвинутих країн – великих інвесторів. По-третє, нижча схильність інвесторів до інвестування на місцевому ринку. По-четверте, сприятлива валютна структура глобального фінансового ринку та значний сегмент міжнародного ринку. У частині інвестування в акції це забезпечується найбільшим та найбільш роз-

винутим у світі ринком депозитарних розписок. На АDR припадає 12 % усіх зарубіжних портфельних активів США. З погляду інвестування у боргові папери, зазначимо, що більша частина паперів на світовому ринку деноміновані в доларах США, що підкріплюється доларовими перевагами американських портфельних інвесторів. Їхні доларові активи на грошовому ринку складають 87 %, а на ринку капіталів – 69 %. По-п'яте, у цілому більша схильність до ризику американських інвесторів, що супроводжується відносно низькими відсотковими ставками та рівнем доходності в економіці та змушує схильних до ризику інвесторів виходити на більш ризикові ринки, здійснюючи міжнародні портфельні інвестиції. Це стосується як акцій, так і боргових паперів. По-шосте, домінування у структурі активів акцій – більше 2/3, що також суперечить загальносвітовим тенденціям. Така перевага акцій пояснюється, зокрема, високою схильністю до ризику американських інвесторів та значними обсягами спекулятивних капіталів, а також пошуком інвесторами менш ефективних ринків. Крім того, переважна частина інвесторів США – приватні та інституційні, які, на відміну від державних інвесторів, віддають перевагу акціям. США також є глобальним лідером з погляду інвестування в акції – 31,3 % глобальних активів. Зворотнім боком переваги американських інвесторів у напрямку акцій є відносно менша частка інвестицій у боргові папери. На США припадає лише 9,8 % глобальних активів, інвестованих у боргові папери – третє місце у світі. У частині боргових паперів тенденції США в цілому співпадають із іншими великими інвесторами. По-сьоме, скорочення в активах частки інвестицій в інструменти грошового ринку. По-восьме, зростання в активах, інвестованих у боргові інструменти, частки паперів, емітованих приватними структурами. Цей показник становить для інструментів ринку капіталів 69 %, а для грошового ринку – майже 87 %.

Крім того, важливими ознаками інвестиційної моделі США є високий рівень капіталонасиченості країни; значна кількість спекулянтів та великі обсяги спекулятивних капіталів, що, зокрема, підтверджується значними обсягами інвестицій до офшорів; високий рівень ефективності ринку, що не завжди дозволяє активним інвесторам реалізувати себе та змушує виходити на зарубіжні – менше ефективні – ринки для отримання вищих прибутків; відносно високий рівень схильності до ризику, що зумовлює незадоволення інвестиційними характеристиками ринку США, ризик на якому є досить низьким.

Ми, таким чином, можемо в цілому підтвердити гіпотезу про формування в США специфічної моделі іноземного портфельного інвестування, яка має чітко визначені ознаки та характеристики, які часто суперечать загальносвітовим тенденціям та особливостям. Однак, критично оцінюючи наші результати й висновки, зазначимо, що ця проблематика ще потребує, на наш погляд, додаткових досліджень. Визначені ознаки американської інвестиційної моделі потребують кількісної ідентифікації та емпіричного тестування, у тому числі й на прикладі інших країн-інвесторів. Такі тести, на наш погляд, дозволять виокремити кілька специфічних інвестиційних моделей, причому не лише для розвинутих країн, але й для менш розвинутих. З нашої точки зору, в основу ідентифікації цих моделей можна покласти кількісні оцінки, здійснені на основі вищенаведених чинни-

ків. Також цікаві додаткові висновки можна було би отримати, провівши детальний аналіз географічної структури американських активів насамперед з погляду інвестування на ринках різних груп. Надзвичайно актуальним та цікавим є дослідження інвестиційної співпраці між США та Україною, зокрема в частині визначення проблем та перспектив залучення американських портфельних інвестицій на ринок України.

Список використаних джерел:

1. Ватаманюк З. Г. Небанківські фінансові інститути в економічній системі США / Ватаманюк З. Г., Дорош О. Л. // *Фінанси України*. – 2003. – № 3 (88). – С. 119 – 127.
2. Камінський А. Б. Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування / Камінський А. Б., Соломка Я. В. // *Фінанси України*. – 2010. – № 3 (172). – С. 74 – 81.
3. Перова М. К. Американские портфельные инвестиции за рубежом / М. Перова // *Мировая экономика и международные отношения*. – 1998. – № 7. – С. 119 – 128.
4. Рогач О. І. Транснаціональні корпорації в світовій економіці : Монографія / Олександр Рогач. – К. : Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет", 2005. – 176 с.
5. Хмыз О. В. Особенности коллективного инвестирования в странах ОЭСР / О. В. Хмыз // *Вестник Московского университета. Серия 6 : Экономика*. – М. : Издательство Московского университета, 2004. – № 1. – С. 57 – 67.
6. Хмыз О. В. Роль институциональных инвесторов в меняющейся мировой финансовой архитектуре / Хмыз О. В. // *Вестник МГИМО-Университета*. – 2010. – № 1 (15). – С. 230 – 235.
7. Ahearn A. G. Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities / Alan G. Ahearn, William L. Grier, Francis E. Warnock // *Journal of International Economics*. – 2004. – Vol. 62, № 2. – P. 313 – 336.
8. Baek In-M. Portfolio Investment Flows to Asia and Latin America: Pull, Push or Market Sentiment? / In-Mee Baek // *Journal of Asian Economics*. – 2006. – Vol. 17, № 2. – P. 363 – 373.
9. Coordinated Portfolio Investment Survey. – International Monetary Fund [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.
10. Eun C. S. International Diversification of Investment Portfolios: U.S. and Japanese Perspectives / Cheol S. Eun, Bruce G. Resnick // *Management Science*. – 1994. – Vol. 40, № 1. – P. 140 – 161.
11. Forbes K. J. Why Do Foreigners Invest in the United States? / Kristin J. Forbes // *Journal of International Economics*. – 2010. – Vol. 80, № 1. – P. 3 – 21.
12. Hughen J. C. The Efficiency of International Information Flow: Evidence from the ETF and CEF Prices / J. Christopher Hughen, Prem G. Mathew // *International review of Financial Analysis*. – 2009. – Vol. 18, № 1-2. – P. 40 – 49.
13. Kabir M. H. International Diversification with American Depository Receipts (ADRs) / M. Humayun Kabir, M. Kabir Hassan, Neal Maroney // *Pacific-Basin Finance Journal*. – 2011. – Vol. 19, № 1. – P. 98 – 114.
14. Karolyi G. A. Why Do Markets Move Together? An Investigation of U.S.-Japan Stock Return Comovements / G. Andrew Karolyi, René M. Stulz // *The Journal of Finance*. – 1996. – Vol. 51, № 3. – P. 951 – 986.
15. Mull S. R. U.S. REITs as an Asset Class in International Investment Portfolios / Stephen R. Mull, Luc A. Soenen // *Financial Analysts Journal*. – 1997. – Vol. 53, № 2. – P. 55 – 61.
16. Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities / Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System. – Washington, D.C. : U.S. Department of the Treasury, 2013. – 139 p.
17. Rezayat F. International Portfolio Diversification: A Study of Linkages among the U.S., European and Japanese Markets / Fahimeh Rezayat, Burhan F. Yavas // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2006. – Vol. 16, № 4. – P. 440 – 458.
18. Salehizadeh M. U.S. Multinationals and the Home Bias Puzzle: An Empirical Analysis / Mehdi Salehizadeh // *Global Finance Journal*. – 2003. – Vol. 14, № 3. – P. 303 – 318.
19. Solnik B. H. Why Not Diversify Internationally Rather than Domestically? / Bruno H. Solnik // *Financial Analysts Journal*. – 1974. – Vol. 30, № 4. – P. 48 – 54.
20. World Economic Outlook – October 2013 : [World Economic and Financial Surveys / a Survey by the Staff of the International Monetary Fund]. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. – 249 p. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/>

Надійшла до редколегії 23.12.13