

*Дзюба П.В.**

ДВОВЕКТОРНІСТЬ МІЖНАРОДНИХ ПОРТФЕЛЬНИХ ПОТОКІВ УКРАЇНИ: СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ В КОНТЕКСТІ УЧАСТІ В ЗОНАХ ВІЛЬНОЇ ТОРГІВЛІ

Важливим кроком у сфері зовнішньоекономічної політики України стало підписання між 8 країнами – учасницями СНД угоди про зону вільної торгівлі (ЗВТ). Ця подія визначила після 18 жовтня 2011 року переважну частину інформаційної активності в українському суспільстві, контекст зовнішньої політики, насамперед у стосунках за напрямками Україна – ЄС та Україна – Російська Федерація, а також економічні перспективи нашої держави в цілому.

Попри неоднозначність, яка оточує як економічний, так і політичний контекст цієї ситуації, а також активні дискусії в суспільстві ми все ж таки бачимо виокремлення двох основних напрямів розвитку зовнішньоекономічної політики України у сфері формування зон вільної торгівлі – східний (у рамках СНД) та західний (із ЄС). Слід зазначити, що обидва напрями розвитку зовнішньоекономічної політики мають як свої переваги, так і недоліки. Більше того, кожен із них має низку прихованих, невідомих для більшості фахівців, економічних ефектів, вплив яких може проявитися лише через певний час. У цілому такий вплив буде, на наш погляд, всеохоплюючим, ми маємо на увазі те, що він проявитиметься не лише у сфері зовнішньої торгівлі. Міжнародна торгівля є безпосереднім реципієнтом тих переваг у частині регулювання торговельних відносин, які дає зона вільної торгівлі. Однак, крім прямих, вона дає багато опосередкованих ефектів, які чинять непрямий вплив на різні сфери міжнародних економічних відносин, приміром на міжнародний рух капіталу, міжнародну міграцію робочої сили, міжнародний рух технологій тощо. Така багатогранність та глибина підтверджує актуальність дослідження цієї проблематики, а також – її важливість та своєчасність для України.

У нашому дослідженні ми хотіли б зупинитися лише на одному із зазначених аспектів – міжнародному русі капіталу в частині портфельних інвестицій. Тут одразу слід відзначити, що проблематиці прямих іноземних інвестицій (ПІІ) у науковій літературі приділено непорівняно більше уваги, ніж портфельним інвестиціям. Досить обмежена кількість публікацій із проблематики портфельних інвестицій України, зокрема й в частині наслідків формування зон вільної торгівлі, зумовлена, на наш погляд, тим, що європейських науковців ця проблема цікавить, відверто кажучи, мало. Для них значно більш актуальними є питання отримання вигод від інтеграційних процесів самими країнами ЄС. Щодо вітчизняного наукового поля, то тут слід зазначити, що проблематика є досить новітньою, а тому відсутність відповідних публікацій не дивує. На нашу думку, очікувати першу значну хвилю наукових доробок у цій сфері слід у 2012-2013 році.

Однак, хотілося б все ж таки зупинитися на окремих аспектах наукових робіт учених, які є релевантними до предметно-об'єктних рамок нашого дослідження. Так, загальній проблематиці руху міжнародних портфельних інвестицій у Європейському валютному

* к.е.н., доц., доцент кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

союзи приділяли увагу Роберт Де Сантіс та Бруно Жерар, які на основі дослідження середньо- та довготермінових чинників міжнародних потоків портфельних інвестицій в акції та облигації в періоди з 1997 по 2001 рік та з 1997 по 2005 рік довели, що основним мотиваційним чинником таких інвестицій був раціональний мотив отримання вигод від міжнародної диверсифікації, що підтверджується як у період бичого, так і в період ведмежого ринку [8]. Вельми важливим, на наш погляд, результатом їхнього дослідження в частині демонстрації ефекту від економічного та монетарного союзу для сфери портфельних інвестицій є те, що у портфелях інвесторів із зони євро частка акцій та облигацій, емітованих у зовні євро, також мала схильність до зростання. При цьому інвестори із ЄВС менше охоче купували британські інструменти з фіксованою дохідністю.

Традиційним напрямом дослідження проблематики міжнародних портфельних інвестицій є вивчення кореляційної структури світового ринку акцій. Так, одним з визначальних досліджень у цій сфері є робота Бруно Солніка, який одним з перших довів раціональні переваги міжнародної диверсифікації, порівняно з диверсифікацією на національних ринках [14]. Серед останніх досліджень у рамках цього напрямку слід відзначити роботу Фахіме Резайата та Бурхана Йаваса, які досліджували короткотермінові зв'язки між п'ятьма найбільшими ринками світу – США, Японії, Великої Британії, Франції та Німеччини в період з 1999 по 2002 рік [13]. Вони також досліджували сталість взаємозалежності між ринками після зовнішніх шоків – у даному випадку – після введення євро та після терористичних атак 11 вересня 2001 року. Відповідно до їхніх висновків, європейські ринки мали більш значний вплив на американський ринок, ніж американський – на європейські.

Ще одна група наукових робіт, на загальні результати яких ми хотіли б звернути увагу в контексті нашого дослідження, стосується впливу глобальної фінансово-економічної кризи на міжнародні портфельні потоки та інвестиційні рішення портфельних менеджерів. Тодд Фельдман досліджував вплив рішень менеджерів міжнародних інвестиційних портфельів на глобальну фінансову кризу та стабільність [10]. Він довів, що в більшості випадків рішення менеджерів міжнародних інвестиційних портфельів є дестабілізуючим чинником для глобального фінансового середовища – зменшуючи ризик шляхом міжнародної диверсифікації, вони зрештою приймають на себе додатковий ризик. У контексті взаємозв'язку між глобальними потоками міжнародних портфельних інвестицій та фінансово-економічною кризою не можна не відзначити дослідження корифея в цій сфері – Гаррі Марковіца [11]. Він також підкреслює важливу роль міжнародних портфельних інвестицій у глобальній фінансово-економічній кризі.

Перспективи України з погляду мобілізації портфельних інвестицій, у тому числі й іноземних, оцінюють українські науковці Н. В. Циганова та А. С. Шпанко. Вони дістають висновку, що вітчизняний ринок спільного інвестування має значний потенціал розвитку та реструктуризації на свою користь за рахунок банківського сектору [6]. Серед проблем, які цьому заважають, вони називають тривалу економічну кризу, а також відсутність у суспільстві повної інформації про інститути спільного інвестування. Зростання транспарентності, зокрема внаслідок формування ЗВТ, дозволить, на наш погляд, ліквідувати проблему інформаційної асиметрії. Відома російська дослідниця проблематики портфельного інвестування О. В. Хмиз наголошує на принциповій зміні ролі інституційних інвесторів у світовій фінансовій архітектурі, її поширенні не лише на фінансовий сектор, а й на інші сфери світового господарства [5]. Вона вважає, що інституційні інвестори стають домінантою в сучасній світовій фінансовій архітектурі, а визначальною тенденцією їх діяльності є дезінтермедіація.

Серед вітчизняних наукових робіт також привертають увагу висновки про скорочення останніми роками кількості IPO (первинне публічне розміщення акцій), які були проведені вітчизняними компаніями на міжнародних ринках, що є більшою мірою наслідком фінансової кризи, аніж скорочення попиту [2]. Таку позицію підтримує Г. В. Карпенко, надаючи рекомендації щодо активізації IPO вітчизняними емітентами. На наш погляд, оптимізація IPO може стати потужним імпульсом для залучення вітчизняною економікою іноземних портфельних інвестицій, насамперед – із країн ЄС. Саме європейські майданчики є наразі основою для виходу українських емітентів на західні ринки.

Однак, ряд проблем залишаються наразі невирішеними в науковій літературі, що, зокрема, пояснюється й вищенаведеними обставинами. Так, враховуючи те, що кризові процеси у світі й Україні розгортаються не так давно, досліджень, які б аналізували їхній вплив на міжнародні портфельні інвестиції, бракує. Також, на жаль, фактично відсутні наукові роботи, в яких аналізуються перспективи залучення Україною іноземних портфельних інвестицій у контексті різних перспектив формування ЗВТ, передумови активізації міжнародних портфельних потоків. У нашому дослідженні ми маємо на меті визначити місце України в глобальних потоках міжнародних портфельних інвестицій, виявити основні напрями змін у структурі й динаміці цих потоків та їх причини, зокрема під впливом глобальної фінансово-економічної кризи, з'ясувати перспективи розвитку ринку України як реципієнта іноземних портфельних інвестицій, виявити передумови для розвитку двох основних напрямів (формування ЗВТ), які існують у сфері міжнародного портфельного інвестування, а також порівняти їх перспективність з огляду на активізацію залучення іноземних портфельних інвестицій в Україну.

Говорячи про стратегію зовнішньоекономічного розвитку України в цілому та про сферу міжнародного портфельного інвестування зокрема, слід зазначити, що нашою країною, на жаль, не всі економічні можливості та потенціал використовуються повною мірою. Існує ряд сфер економіки та напрямів економічного розвитку, які сьогодні потребують особливої уваги з боку економічної політики та є надзвичайно перспективними з погляду їх подальшого розвитку.

Багато невикористаних Україною можливостей залишається у фінансовому секторі. Так, низький рівень розвитку фінансового ринку стримує не лише розвиток самого ринку та його інфраструктури, а також супутніх сфер, таких, приміром, як сфера портфельного інвестування. Причому особливої гостроти ця проблема набуває саме в контексті міжнародних портфельних інвестицій, оскільки іноземні інвестори в цьому плані є значно більш вимогливими та прискіпливими. Для них необхідно створювати звичні умови, умови, які є типовими на міжнародних ринках, умови, які б забезпечили прозорість, стабільність та зрозумілість усіх правил, процедур і норм. Лише в такому випадку наша держава зможе повною мірою використати свій потенціал у сфері міжнародного портфельного інвестування.

Досліджуючи глобальні потоки міжнародних портфельних інвестицій та місце в них України, слід зазначити один важливий аспект. Україна є значно більшою мірою реципієнтом портфельних інвестицій, ніж інвестором. Цей факт є добре відомим та логічно зрозумілим. З погляду міжнародних портфельних потоків це означає, що реальної необхідності досліджувати міжнародні портфельні активи України немає, оскільки ці показники є сьогодні настільки мізерними, що вважати їх репрезентативними не можна [9]. Більше того, Україна й не претендує на роль портфельного інвестора, а лише реципієнта. Навряд чи ми маємо бодай якісь конкурентні переваги в якості інвестора, а от що стосується наших переваг з погляду залучення інвестицій, то вони існують [1]. Тому, враховуючи зазначене, ми розглянемо лише міжнародні портфельні пасиви України.

Ми також цілком усвідомлюємо, що інтеграція шляхом формування зони вільної торгівлі прямо не стосується сфери інвестицій, тим більше портфельних, а має на цю сферу лише опосередкований вплив. Однак, з урахуванням того, що зона вільної торгівлі сприятиме суттєвому економічному зближенню господарських систем країн-учасниць, такий опосередкований вплив може здійснюватися за багатьма різними напрямками та мати досить відчутні наслідки.

За даними Координованого огляду портфельних інвестицій Міжнародного валютного фонду, у 2009 році загальносвітовий обсяг міжнародних портфельних пасивів досяг рівня 37,2 трлн дол. США, а вже у 2010 році зріс до 40,3 трлн дол. США [7], що свідчить про певне посткризове відновлення. Для України відповідні показники склали 5422 та 10929 млн дол. США. У відносному форматі це означає, що наша частка в глобальному показнику становила 0,015 % у 2009 році та 0,0271 % у 2010 році. Динаміка цих показників наведена в табл. 1.

Таблиця 1.
Міжнародні портфельні пасиви України та світу¹

Рік	Сукупні глобальні портфельні пасиви		Міжнародні портфельні пасиви України	
	У млн дол. США	У %	У млн дол. США	У %
1997	5880781	100	953	0,016
2001	12712030	100	1286	0,01
2002	14022699	100	1778	0,013
2003	19145985	100	3102	0,016
2004	23405563	100	4126	0,018
2005	25959967	100	7140	0,028
2006	33049758	100	10198	0,031
2007	39170328	100	12433	0,032
2008	30787759	100	5529	0,018
2009	37243845	100	5422	0,015
2010	40290263	100	10929	0,027

Частка України в міжнародних портфельних пасивах невинно зростала з 2001 року аж до самої кризи. У цьому контексті зауважимо, що 2000 рік став історично першим роком економічного зростання незалежної України, а тому відповідне зростання обсягів припливу іноземних портфельних інвестицій із 2001 року є логічним та закономірним. При цьому, що важливо, спостерігаємо не лише зростання абсолютних показників, а й частки України у глобальних показниках. Свого рекордного рівня цей показник досяг у передкризовому 2007 році – 0,032 %, після чого почав стрімко скорочуватися – аж до 0,015 у 2009 році (приблизний рівень 2002 – 2003 років). А у порівнянні з рекордним 2007 роком – це скорочення частки більше ніж удвічі. У посткризовому ж 2010 році наша частка дещо відновилася, досягнувши рівня 0,0271 %. Аналізуючи ці показники на відносному рівні, слід зазначити, що частка України, скажімо, у світовому ВВП становила у 2009 році 0,197 %, що більше ніж у 13 разів перевищує частку портфельних пасивів України. При цьому частка у світовому ВВП також постійно скорочувалася під впливом кризи – її рекордний рівень був також зафіксований у 2007 році – 0,26 %. Кращими виглядають позиції України

¹ Розраховано автором за даними МВФ [7].

й у міжнародних потоках прямих іноземних інвестицій. Так, у 2010 році її частка у глобальному імпорті ПІІ (подібно ситуації з портфельними інвестиціями експорт ПІІ не розглядається) становила 0,522 %, що перевищує відповідний показник за портфельними інвестиціями в більше ніж у 19 разів (табл. 2).

Таблиця 2.
Частка України в окремих глобальних показниках, у %²

Показник	2006	2007	2008	2009	2010
ВВП	0,22	0,262	0,201	0,197	0,219
Імпорт ПІІ	0,397	0,54	0,626	0,406	0,522
Імпорт іноземних портфельних інвестицій	0,031	0,032	0,018	0,015	0,027

Дані табл. 2 свідчать, що ситуація з портфельними інвестиціями виглядає найгіршою. Навіть якби ми припустили, що тут повинен зберігатися щонайменший паритет на рівні, скажімо, частки у світовому ВВП, то ми повинні отримувати в 13 – 20 разів більше іноземних портфельних інвестицій.

Що ж стосується останніх років, то, беззаперечно, суттєвий вплив як на економіку в цілому, так і на сферу міжнародного портфельного інвестування, спричинила глобальна фінансово-економічна криза. Під її впливом, а також у пошуках ліквідності у 2008 та 2009 роках іноземні резиденти активно продавали українські портфельні активи, відповідні цифри становлять -1292 та -1551 млн дол. США (табл. 3).

Таблиця 3.
Міжнародні портфельні інвестиції України – активні та пасивні операції, у млн дол. США³

Стаття платіжного балансу	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (півроку)
АКТИВИ	-3	-29	12	-8	-17	-4
Акції	-2	-21	10	-6	4	...
Боргові цінні папери	-1	-8	2	-2	-21	...
<i>Облігації та ноти</i>	-1	-8	2	-2	-21	...
<i>Інструменти грошового ринку</i>	0	0	0	0	0	...
ПАСИВИ	3586	5782	-1292	-1551	4334	3008
Акції	322	715	388	105	290	266
Боргові цінні папери	3265	5067	-1680	-1656	4044	2742
<i>Облігації та ноти</i>	3190	5143	-1680	-1684	4039	2776
<i>Інструменти грошового ринку</i>	74	-76	0	28	5	-34
ЧИСТІ ПОРТФЕЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ	3583	5753	-1280	-1559	4317	3004

Аналізуючи структуру міжнародних портфельних пасивів, слід звернути увагу на такі найбільш важливі аспекти. Структура українських портфельних пасивів змінилася під час кризи та після неї в напрямку, протилежному загальносвітовим зрушенням. У 2008 та

² Розраховано автором за даними НБУ [3], МВФ [7] та ЮНКТАД [12, 15].

³ За даними платіжного балансу України [3].

2009 роках частка акцій зросла відповідно з 11,2 % до 13,5 % та з 13,5 % до 15,6 %. У зворотному напрямку змінилася частка боргових фінансових інструментів при досить незначній частці інструментів грошового ринку.

Така ситуація, на нашу думку, яскраво демонструє ставлення іноземних інвесторів до українського ринку як складової світового ринку міжнародних портфельних інвестицій. Таку нетипову поведінку можна пояснити наступними причинами. По-перше, як ми вже зазначали, криза призвела до глобальних зрушень у географії міжнародних портфельних потоків. У пошуках кращих дохідностей при високих ризиках, які спостерігалися всюди, інвестори змістилися до менш розвинутих ринків, на яких дохідності були досить прийнятними, особливо на ранніх етапах кризи. Однак, цей чинник не був вирішальним в ситуації з Україною. Вона стала швидше не стільки привабливою для залучення нових інвестицій, як сформувала передумови для зміни їх структури. Ризик дефолту за борговими фінансовими інструментами (навіть державними та гарантованими) зріс настільки, що навіть традиційно високі ризики інвестування в акції стали більш прийнятними для іноземних інвесторів. Багато з них віддавали перевагу інвестуванню в більш ризикові українські акції, ніж боргові інструменти з високою ймовірністю дефолту, тим більше, що за акціями завжди існували очікування щодо зростання їхньої вартості. І по третє, зміна структури на користь акцій відбулася зокрема під впливом перманентно нестабільної політичної ситуації, яка призвела до того, що державні цінні папери стали повністю неприйнятними для іноземних інвесторів. Стан відносної нестабільності є досить звичним для місцевих інвесторів, які вже звикли оперувати в такому середовищі. Для іноземних же інвесторів така ситуація є нетиповою, а іноді – навіть лякає їх, а тому вони реагують на таку нестабільність досить швидко, що знаходить прояв у їхніх міжнародних портфельних потоках, значно впливаючи на ринок. Більше того, суверенні кредитні рейтинги України частіше погіршувалися останніми роками (значною мірою це зумовлено їхньою політичною складовою), що подекуди призводило до дезінвестицій з боку іноземних інвесторів. Тому ми й спостерігаємо відмінні від загальних тенденцій цифри в усіх, крім 2007 (який для України став ринковим піком), роках. Усе це означає, що ринок України суттєво відрізняється від глобального ринку з погляду структури міжнародних портфельних потоків. Тому традиційні підходи та методи, які застосовуються для аналізу глобального ринку, навряд чи можна адекватно застосовувати для України.

Окремою частиною нашого дослідження, як уже зазначалося, є аналіз динаміки та структури міжнародних портфельних пасивів України з країнами ЄС, з одного боку, та країнами СНД, з іншого (табл. 4). Аналізуючи ці дані, слід звернути увагу на такий важливий момент. Частка країн СНД (переважно – Російська Федерація та Казахстан) у міжнародних портфельних пасивах України є вкрай низькою. Упродовж досліджуваного періоду вона перманентно скорочувалася та у 2009 році становила 0,63 % від загального обсягу пасивів. При цьому відповідний показник за країнами ЄС складав 70,14 %, а його рекордний рівень був зафіксований у 2006 році – 80,38 %. Частка ж інших інвесторів у 2009 році складає 29,25 %, тут представлені переважно офшори, США та Японія. У цьому контексті можемо зробити такі висновки. По-перше, частка портфельних інвестицій з ЄС до України є непорівняно більшою від частки країн СНД. Це означає, що ринок портфельних інвестицій України є відносно непривабливим для інвесторів СНД. Приміром, російські інвестори мають подібний ринок з погляду профілю ризику й дохідності. У деякі роки він навіть є більш привабливим, порівняно з ринком України. Тому вони не інвестують значні кошти. До того ж Україна є більш привабливою для Росії насамперед з погляду стратегічного контролю, а тому більш активними є прямі інвестори.

Таблиця 4.

Динаміка та структура міжнародних портфельних пасивів України, у млн дол. США та %⁴

Рік	Інвестиції з країни СНД			Інвестиції з країн ЄС			Інвестиції з інших країн (разом)	Усього
	Разом	Акції, у %	Боргові ЦП, у %	Разом	Акції, у %	Боргові ЦП, у %		
2001	254	12,2	87,8	685	4,6	95,4	347	1286
2002	234	8,5	91,5	811	0,7	99,3	733	1778
2003	50	40	60	2128	0,7	99,3	924	3102
2004	48	52,1	47,9	2183	2	98	1895	4126
2005	8	12,5	87,5	5629	3,2	96,8	1503	7140
2006	5	79,7	20,3	8197	3,6	96,4	1995	10198
2007	26	57,7	42,3	9329	12,2	87,8	3078	12433
2008	61	75,3	24,7	4275	11,2	88,8	1194	5529
2009	34	34,9	65,1	3803	7	93	1586	5422

По-друге, частка європейських інвесторів є значною. Вона свідчить про їх зацікавленість в українському ринку. З їх точки зору, ринок України має принципово відмінні від місцевих характеристики ризику й дохідності, що значно розширює поле діяльності портфельних інвесторів та їхні можливості для диверсифікації інвестиційних портфелів – це особливо стосується більш схильних до ризику інвесторів. По-третє, не спостерігаємо ми й позитивних тенденцій у динаміці частки країн СНД. Навпаки, вона постійно скорочувалася в досліджуваному періоді – від 19,75 % у 2001 році до 0,63 % у 2009 році. Причому в пікові передкризові роки вона була вкрай низькою – 0,05 % у 2006 році та 0,21 у 2007 році. Частка ж ЄС має в цілому висхідну тенденцію, яка була дещо скоригована кризою. По-четверте, позитивні тенденції з погляду розвитку інвестиційних відносин з країнами СНД спостерігаємо в частині структури пасивів. Європейські інвестори вкладають кошти переважно в боргові цінні папери (93 % пасивів у 2009 році), що зумовлено надвисокими ризиками інвестування в акції. Інвестори ж СНД здійснюють свої вкладення приблизно на паритетних засадах (у 2009 році – майже 35 % в акції), хоча в різні роки цей показник значно коливався. Цей чинник не має вирішального значення при таких незначних абсолютних обсягах портфельних інвестицій. Однак, у контексті перспектив розвитку інвестиційних відносин є, на наш погляд, дуже важливим.

Підсумовуючи результати дослідження, слід сказати, що гостра необхідність пріоритетного розвитку сфери міжнародного портфельного інвестування в Україні, насамперед як реципієнта таких інвестицій, є очевидною. Ми повною мірою підтримуємо загальновідомі пріоритети покращення економічної ситуації в Україні (валютно-фінансова стабілізація, лібералізація системи регулювання, спрощення процедур тощо), що, зокрема, й створюватиме передумови для активізації міжнародних портфельних інвестицій. Однак, у цій сфері є й специфічні аспекти, які, на нашу думку, необхідно врахувати насамперед під час розробки та впровадження економічної політики. Це, по-перше, сприяння розвитку фінансового ринку. У цьому контексті ми передусім маємо на увазі розширення спектру та легалізацію більшої кількості фінансових інструментів, до яких звикли іноземні інвестори в інших країнах, насамперед – інструментів грошового ринку. Необхідно

⁴ Розраховано автором за даними МВФ [7].

також максимально спростити всі процедурні питання та наблизити їх до міжнародних стандартів. І це особливо важливо на ранніх етапах активізації процесу залучення іноземних портфельних інвестицій, коли фундаментальні трансформації ще не вдасться повною мірою завершити. Саме цей аспект може дати стимул для іноземних портфельних інвесторів.

Не слід також забувати, що Україна як ринок портфельних інвестицій має дуже специфічний профіль ризику й дохідності – досить високий ризик при дуже високій дохідності. Він є неприйнятним для багатьох інвесторів із розвинутих ринків у принципі. Тому доки такий профіль не зміниться (у бік наближення до більш розвинутих ринків) багато інвесторів на ринок не прийдуть, незважаючи на всі інші сприятливі чинники. Крім того, для багатьох іноземних інвесторів дуже актуальним був і залишається чинник так званої «схильності до інвестування на національних ринках», який набув особливо значного впливу під час кризи та після неї. Ці інвестори також навряд чи стануть активно вкладати кошти в Україну. Однак, цим часом, на наш погляд, можна вдало скористатися аби сформувати передумови для активізації цих процесів у майбутньому.

Щодо перспектив залучення Україною іноземних портфельних інвестицій у контексті двовекторного характеру участі в зонах вільної торгівлі, то повторимося, що формування ЗВТ не матиме прямих наслідків для цієї сфери, однак, опосередковано створить ряд передумов для прискорення її розвитку. У цілому зона вільної торгівлі має ряд позитивних та негативних інвестиційних ефектів [4].

Зближення економічних систем та розвиток міжнародної торгівлі навряд чи, на нашу думку, активізує портфельні потоки з країн СНД (насамперед Росії) до України. Це можна пояснити тим, що профіль ризику й дохідності в Україні, що є головною передумовою для руху портфельних інвестицій, не зміниться. А якщо він і зазнає змін, то вони, швидше за все, будуть відбуватися паралельно з відповідними змінами в Росії та країнах СНД. Тому в цьому сенсі Україна не набуде жодних переваг, порівняно з тими, які вона має зараз. Більше того, враховуючи відкриття доступу на ринок України для іноземних товарів є ймовірність скорочення прямих інвестицій, частина з яких була орієнтована на заміщення експорту до України.

Зона вільної торгівлі з ЄС тим більше не активізує портфельні потоки з СНД. Натомість має всі підстави, на нашу думку, збільшити притік іноземних портфельних інвестицій із країн ЄС, насамперед за рахунок зростання інвестицій в акції, а саме в цій частині є певні невикористані можливості. Зближення економік сприятиме формуванню зовсім іншого ставлення європейських інвесторів до ринку України, кращому його розумінню, а також – зміні профілю ризику й дохідності. Це сприятиме зростанню потоків портфельних інвестицій із країн ЄС до України. Резерви в цьому плані залишаються і в контексті розвитку грошового ринку, який наразі, на жаль, майже не залучає іноземних портфельних інвестицій. Крім того, зазначене зближення сприятиме зміні так званої «схильності до інвестування на національних ринках» та її пом'якшенню. Це – додатковий чинник активізації портфельного інвестування з ЄС до України, який, до речі, відсутній у інвесторів з СНД, а тому не дасть міцного імпульсу. А порівнюючи перешкоди на шляху іноземних портфельних інвестицій, слід зазначити, що вони наразі відрізняються для європейських інвесторів та інвесторів СНД, що робить їх усунення в першому випадку більш ефективним.

Регіон ЄС є в цілому значно більш капіталонасиченим, порівняно з СНД, тому його потенціал з погляду вкладання інвестицій є більшим. А окремі представники СНД традиційно були зацікавлені вкладати в Україну прямі інвестиції з метою набуття стратегіч-

ного контролю. При цьому слід пам'ятати, що, мабуть, жодна угода вільної торгівлі не буде для України «чистою» і матиме ряд вилучень. Тому говорити про рівень зближення економічних систем та реальні можливості реалізації наших конкурентних переваг наразі важко, а тим більше оцінювати перспективність інвестиційного співробітництва. А зрештою, це питання вимагає, на наше переконання, розгляду в загальноцивілізаційному контексті, з огляду на ту систему цінностей, яку ми прагнемо отримати, той рівень соціальних стандартів та бізнес культури, якого ми хочемо досягти.

Остаточні висновки щодо «портфельних» інвестиційних ефектів від зони вільної торгівлі, однак, потребують ретельного аналізу принаймні обох зазначених угод. І якщо угода із СНД уже оприлюднена – вона є досить невеликою з погляду її обсягу (включає 15 сторінок тексту й 49 сторінок додатків, у тому числі й вилучення) та носить рамковий характер, то, за деякою інформацією, угода з ЄС опрацьовується в деталях, а її обсяг може бути від 1600 до 1800 сторінок. Наразі вона ще не оприлюднена, і багато чого залежатиме від кількості вилучень та інших чинників.

Джерела

1. Дзюба П. В. Фондовий ринок України як об'єкт міжнародної диверсифікації інвестиційних портфелів: специфіка кризового періоду / П. В. Дзюба // Постсоціалістичні країни в умовах світової фінансово-економічної кризи : збірник наукових праць Першої міжнародної науково-практичної конференції Одеського національного університету імені І. І. Мечникова, 24-25 квітня 2009 року, Одеса. – Одеса. : Одеський національний університет імені І. І. Мечникова, 2009. – Ч. I. – С. 35–37.
2. Карпенко Г. В. Проблеми та перспективи залучення інвестиційного капіталу українськими підприємствами на світових фондових ринках шляхом IPO / Карпенко Г. В. // Фінанси України. – 2008. – № 10 (155). – С. 89–94.
3. Національний банк України. Статистика платіжного балансу [Електронний ресурс]. Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Statist/index_PB.htm.
4. Рогач А. И. Инвестиционные эффекты зоны свободной торговли Украина – ЕС / А. Рогач, П. Дзюба // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 77 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2008. – Ч. II. – С. 78–86.
5. Хмыз О. В. Роль институциональных инвесторов в меняющейся мировой финансовой архитектуре / Хмыз О. В. // Вестник МГИМО-Университета. – 2010. – № 1 (15). – С. 230–235.
6. Циганова Н. В. Потенціал розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування / Циганова Н. В., Шпанко А. С. // Фінанси України. – 2007. – № 8 (141). – С. 100–108.
7. Coordinated Portfolio Investment Survey. – International Monetary Fund [Електронний ресурс]. Режим доступу : <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.
8. De Santis R. A. International Portfolio Reallocation: Diversification Benefits and European Monetary Union / Robert A. De Santis, Bruno Gérard // European Economic Review. – 2009. – Vol. 53, № 8. – P. 1010–1027.
9. Dziuba P. International Portfolio Investments: the Specificity of Investment Business Post-Crisis Renewal / Pavlo Dziuba // Post-Crisis Global Economy: Restoration of Equilibrium : materials of the II International Scientific Conference, 5-6 July, 2011, Kyiv. – Kyiv : Taras Shevchenko National University of Kyiv, Institute of International Relations, Chair of World Economy and International Economic Relations, Ukrainian Association of International Economics, 2011. – P. 69–71.

10. Feldman T. Portfolio Manager Behavior and Global Financial Crises / Todd Feldman // *Journal of Economic Behavior & Organization*. – 2010. – Vol. 75, № 2. – P. 192–202.
11. Markowitz H. M. Modern Portfolio Theory, Financial Engineering, and Their Roles in Financial Crises / Harry M. Markowitz // *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, December 2009, Los Angeles, Orange County. – Los Angeles : CFA Institute, 2009. – Vol. 26, № 4. – P. 1–6.
12. Non-Equity Modes of International Production and Development. World Investment Report 2011. – New York and Geneva : United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, 2011. – 226 p.
13. 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.
14. Solnik B. H. Why Not Diversify Internationally Rather than Domestically / Bruno H. Solnik // *Financial Analysts Journal*. – 1974. – Vol. 30, № 4. – P. 48–54.
15. Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. World Investment Report 2008. – New York and Geneva : United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, 2008. – 294 p.