

*Дзюба П.**

УКРАЇНА В МІЖНАРОДНОМУ ІНВЕСТИЦІЙНОМУ БІЗНЕСІ: МІСЦЕ В ГЛОБАЛЬНИХ ПОРТФЕЛЬНИХ ПОТОКАХ

Ключові слова: міжнародні портфельні інвестиції, портфельні активи, портфельні пасиви, глобальна-фінансово-економічна криза, структура міжнародних портфельних потоків.

За роки незалежності Україна як економіка пройшла тернистий шлях глибоких трансформацій та адаптації, розвитку та вдосконалення, конкуренції, економічних перемог та поразок. І хоча стверджувати, що цей шлях уже завершено, наразі ще зарано, беззаперечним є те, що успіхи нашої держави на цьому шляху важко переоцінити вже сьогодні. За цей час Україна стала повноправним членом світової спільноти, упевнено посіла свої позиції в міжнародному поділі праці й міжнародній торгівлі, навчилася раціонально використовувати свої конкурентні переваги, зайняла своє місце в міжнародних потоках капіталу, сформувала передумови для реальних перспектив європейської інтеграції. Вагомість та значимість цих та багатьох інших здобутків нашої держави підтверджують те, що сучасна гео економічна й геополітична мапа Європи та світу неможлива без України – величезного ринку й стратегічно важливого регіону.

Однак, на жаль, не всі економічні можливості та стартові умови, які отримала наша держава, були використані 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. До найбільш важливих із цих напрямів, на наш погляд, відносяться необхідність розбудови сучасної інфраструктури, розширення сфери послуг та високотехнологічних виробництв, поглиблення інформаційної складової економіки, забезпечення економії електроенергії тощо.

Низка невикористаних Україною можливостей залишається й 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 би 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. Саме цьому аспекту ми й присвячуємо наше дослідження. У ньому ми ставимо за мету 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, а також з'ясувати перспективи розвитку ринку України як реципієнта іноземних портфельних інвестицій.

* кандидат економічних наук, доцент кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

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. 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.

Так, за даними Координованого огляду міжнародних портфельних інвестицій Міжнародного валютного фонду, у 2009 році загальносвітовий обсяг міжнародних портфельних пасивів досяг рівня 37,2 трлн дол. США [3]. Для України цей показник склав 5422 млн дол. США. У відносному форматі це означає, що наша частка в глобальному показнику становила 0,015 %. Динаміка цих показників наведена в табл. 1.

Таблиця 1.
Динаміка міжнародних портфельних пасивів світу та України

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

Примітка: розраховано автором за даними МВФ [3].

Що стосується частки України в міжнародних портфельних пасивах, то, як бачимо, вона невпинно 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 зростання обсягів залучення іноземних портфельних інвестицій із 2001 року є логічним та закономірним. При цьому, що важливо, спостерігаємо не лише зростання абсолютних показників, а саме частки України в глобальних показниках. Свого рекордного рівня цей показник досяг у 2007 – передкризовому – 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. 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 й у міжнародних потоках прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Так, у 2010 році її частка в глобальному імпорті ПІІ (подібно ситуації з портфельними інвестиціями експорт ПІІ не розглядається) становила 0,522 % (табл. 2).

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

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	...

Примітка: розраховано автором за даними НБУ [2], МВФ [3] та ЮНКТАД [4, 6].

З табл. 2 бачимо, що ситуація з портфельними інвестиціями виглядає найгіршою. Навіть якби ми припустили, що в цій частці 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. США

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	...
Облігації та ноти	-1	-8	2	-2	-21	...
Інструменти грошового ринку	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
Облігації та ноти	3190	5143	-1680	-1684	4039	2776
Інструменти грошового ринку	74	-76	0	28	5	-34
ЧИСТІ ПОРТФЕЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ	3583	5753	-1280	-1559	4317	3004

Примітка: за даними платіжного балансу України [2].

Посткризове відновлення розпочалося досить швидко у 2010 році, коли іноземні резиденти інвестували 4334 млн дол. в українські активи, однак ще не досягли передкризово-

вого рівня в 5782 млн дол. Аналогічний показник за перші шість місяців 2011 року становить 3008 млн дол., що є досить значним, і, за умови збереження таких же темпів приросту до кінця року, може перевищити аналогічний показник за попередній рік.

Аналізуючи структуру міжнародних портфельних активів та пасивів, слід звернути увагу на такі найбільш важливі аспекти. Структура українських портфельних активів та пасивів змінилася під час кризи та після неї в напрямку, протилежному загальносвітовим зрушенням. Замість скорочення частка акцій в активах дещо зросла у 2008 році (з 85,4 % до 91,8 %) та у 2009 році (з 91,8 % до 92,4 %). Згодом вона знизилася у 2010 та 2011 роках. Майже всі зміни в частці акцій були відображені у відповідній (протилежній) зміні частки боргових фінансових інструментів, а грошовий ринок України при цьому є майже нерозвинутим і не залучив жодних портфельних інвестицій. І, по-друге, так само – протилежно загальносвітовим зрушенням – змінилася в Україні й структура пасивів. У 2008 та 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.

Цей випадок, на наш погляд, 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, 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.

Ураховуючи вищезазначене, очевидним виявляється факт гострої необхідності пріоритетного розвитку сфери міжнародного портфельного інвестування в Україні, насамперед як реципієнта таких інвестицій. 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 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 доходності – досить високий ризик при дуже високій доходності. Він є в принципі неприйнятним для багатьох інвесторів із розвинутих ринків. 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 активними портфельними інвесторами для України. А враховуючи дедалі більш реалістичні домінуючі очікування другої хвилі кризи, розраховувати на активізацію припливу іноземних портфельних інвестицій в Україну важко. Однак, цим часом, на наш погляд, можна вдало скористатися або сформулювати передумови для активізації цих процесів у майбутньому.

Література

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. Національний банк України. Статистика платіжного балансу [Електронний ресурс]. Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Statist/index_PB.htm.
3. Coordinated Portfolio Investment Survey. – International Monetary Fund [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.
4. 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.
5. Syriopoulos T. Dynamic Linkages between Emerging European and Developed Stock Markets: Has the EMU Any Impact? / Syriopoulos . // International Review of Financial Analysis. – 2007. – Vol. 16, № 1. – P. 41–60.
6. 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.