

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ І. І. МЕЧНИКОВА

Т. А. РОДІОНОВА

**ДОХІДНІСТЬ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В
КРАЇНАХ З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ:
ВПЛИВ НА ЗОВНІШНІ ДИСБАЛАНСИ**

МОНОГРАФІЯ

ОДЕСА
ОНУ
2015

УДК 330.322.1(4-11):(4-191.2):(8)
ББК 65.263.23
Р605

Рекомендовано до друку Вченою радою
ОНУ імені І. І. Мечникова.
Протокол № 3 від 29.11.2014 р.

Рецензенти:

Ю. Г. Козак, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри міжнародних економічних відносин Одеського національного економічного університету;

В. М. Степанов, доктор економічних наук, професор, головний науковий співробітник відділу економіко-екологічних проблем приморських регіонів Інституту проблем ринку та економіко-екологічних досліджень НАН України;

А. Г. Ахламов, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економічної та фінансової політики Одеського регіонального інституту державного управління НАДУ при Президентові України.

Родіонова Т. А.

Р605 Дохідність іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується: вплив на зовнішні дисбаланси : монографія / Т. А. Родіонова, Одеса : «Одеський національний університет імені І. І. Мечникова», 2015. – 173 с.
ISBN 978-617-689-137-6

В монографії досліджено вплив іноземних інвестицій на стійкість національних фінансових систем в країнах з ринком, що формується, а саме вплив дохідності іноземних інвестицій на формування зовнішньоекономічних дисбалансів (погіршення динаміки поточних рахунків та зростання зовнішнього боргу). Обґрунтовано, що моніторинг дохідності інвестицій на макроекономічному рівні з точки зору приймаючих країн рекомендується для доповнення комплексу індикаторів стійкості національної фінансової системи.

Видання призначене для дослідників, аспірантів, викладачів, студентів, а також читачів, які цікавляться проблемами впливу міжнародних потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується, та стійкістю національних фінансових систем.

УДК 330.322.1(4-11):(4-191.2):(8)
ББК 65.263.23

ISBN 978-617-689-137-6

© Т. А. Родіонова, 2015

© Одеський національний університет імені І. І. Мечникова, 2015

ЗМІСТ

Перелік умовних позначень	4
Передмова	5
Розділ 1. Теоретико-методичні засади дослідження впливу міжнародних потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується	10
1.1 Функціональні механізми макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується.....	10
1.2 Дохідність інвестиційних активів як чинник міжнародного руху капіталів	26
1.3 Теоретичні засади моделювання показників дохідності іноземних інвестицій та їх макроекономічного впливу	41
Висновки до розділу 1	51
Розділ 2. Потоки капіталу та доходи від іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується	52
2.1 Еволюція зовнішніх позицій та впливу потоків капіталу для країн з ринком, що формується.....	52
2.2 Структура та динаміка статті інвестиційних доходів поточного рахунку у країнах	70
2.3 Аналіз показників дохідності іноземних інвестицій та факторів, що її визначають	86
Висновки до розділу 2	94
Розділ 3. Дохідність інвестицій та державне регулювання руху іноземного капіталу	97
3.1 Дохідність інвестицій як чинник фінансової стійкості зовнішніх дисбалансів	97
3.2 Вплив боргової та бюджетної політик на дохідність іноземних інвестицій в Україні.....	112
3.3 Державне регулювання руху іноземного капіталу як необхідна умова запобігання загрозливому відпливу капіталу з країн.....	129
Висновки до розділу 3	146
Висновки	149
Список використаних джерел.....	154
Додатки.....	167

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ВВП	– Валовий внутрішній продукт
ЄС	– Європейський Союз
ЄЦБ	– Європейський центральний банк
КП	– Кількісне пом'якшення
ЛА	– Латинська Америка
МВФ	– Міжнародний валютний фонд
НБУ	– Національний банк України
ПБ	– Платіжний баланс
ПП	– Прямі іноземні інвестиції
РЕОК	– Реальний ефективний обмінний курс
ТНК	– Транснаціональні корпорації
ФРС	– Федеральна резервна система
ЦСЄ	– Центральна та Східна Європа
ЧМПІ	– Чиста міжнародна інвестиційна позиція
VAR	– Векторна авторегресія

ПЕРЕДМОВА

За останнє десятиріччя країни з ринком, що формується, істотно поглибили свою інтеграцію в світові фінансові ринки. Деяким країнам з ринком, що формується, вдалося досягти значної стійкості по відношенню до волатильності потоків капіталу. Навіть країни, в яких відтік грошових коштів перевищує приплив (тобто спостерігаються дефіцити за рахунком поточних операцій), наприклад, Бразилія накопичили великі запаси валютних резервів, що допомагає їм справлятися з волатильністю потоків капіталу. Але деякі з провідних країн з ринком, що формується, як і раніше значною мірою залежать від зовнішнього фінансування. Деякі з них, наприклад, низка країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) залишаються вразливими до змін пріоритетів та стратегій іноземних інвесторів.

Зовнішні дисбаланси, які спостерігаються в цих країнах, викликають обґрунтовані побоювання щодо стабільності національних фінансових систем, а саме: чи є стійкими дефіцити поточних рахунків платіжних балансів та рівень зовнішньої заборгованості, і яким чином вони впливають на зовнішньоекономічну рівновагу національних економік. В умовах світової економічної кризи 2008-2009 рр., що виявила незбалансованість міжнародних потоків капіталу та наявність вагомий спекулятивної складової у стратегіях міжнародних інвесторів, особливу актуальність набувають дослідження впливу іноземних капіталовкладень на розвиток національних економік.

Накопичення зовнішніх зобов'язань може прискорити процес економічного зростання і дозволяє біднішим країнам використовувати інвестиційні можливості для підвищення рівня споживання та збільшення свого доходу. Водночас закордонні інвестиції є джерелом додаткових засобів для фінансування внутрішніх капіталовкладень лише доти, доки репатріація прибутків не перевищить ці інвестиції, адже велике боргове навантаження тягне за собою порівняно велике обслуговування боргу.

Для країн, які залучають значні обсяги іноземного капіталу, виникає важлива проблема: зі збільшенням навантаження щодо виплат інвестиційного доходу і репатріації основного капіталу країни-позичальники повинні гарантувати, що активне сальдо торгового балансу дозволить стабілізувати зовнішню чисту позицію

або зменшити її стосовно розміру економіки. Розмір необхідного додатного сальдо торгового балансу залежить не лише від накопичених непогашених зобов'язань і темпів зростання економіки, а й від очікуваної норми дохідності на іноземні активи і зобов'язання країни відповідно до структури міжнародної інвестиційної позиції. Зокрема, потоки інвестиційних доходів стають більш важливими в якості елементів згладжування міжчасового споживання між ринками, що розвиваються, і розвиненими країнами.

Багато існуючих досліджень щодо залучення іноземного капіталу до країн з ринком, що формується, зосереджуються на аналізі структури та динаміки іноземних капіталовкладень. Разом з тим, непропорційно менше уваги отримали різноманітні аспекти вартості іноземних капіталовкладень та динаміки їх дохідності. Це викликає інтерес щодо засадничих принципів формування рівня дохідності іноземних інвестицій в країнах, що розвиваються, макроекономічних наслідків репатріації інвестиційних доходів та практичних висновків для інвестиційної політики.

Необхідність дослідження наслідків більш високої дохідності інвестицій в країнах з ринком, що формується, ніж у розвинених країнах, та раціональних шляхів моніторингу репатріації інвестиційних доходів з метою поліпшення зовнішньоекономічної рівноваги країни і відповідно стійкості її фінансової системи стали причиною вибору теми дослідження, визначили його мету, завдання та структуру.

Метою запропонованого дослідження є обґрунтування теоретико-методичних основ впливу іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується, а саме впливу репатріації доходів від іноземних інвестицій на зовнішні дисбаланси країн-реципієнтів, та розробка науково-практичних рекомендацій щодо підвищення стійкості національних фінансових систем в умовах глобальної нестабільності.

У дослідженні вирішено низку практичних завдань:

- узагальнено та систематизовано теоретичні положення вітчизняної та зарубіжної економічної науки стосовно механізмів макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується;
- розкрито суть дохідності інвестиційних активів як чиннику міжнародного руху капіталів;

- обґрунтовано теоретико-методичні основи дослідження впливу дохідності іноземних інвестицій на зовнішньоекономічну рівновагу в країнах з ринком, що формується;
- досліджено еволюцію зовнішніх позицій та впливу потоків капіталу для країн з ринком, що формується;
- досліджено структуру та динаміку статті інвестиційних доходів поточного рахунку у країнах;
- проаналізовано показники дохідності іноземних інвестицій та фактори, що її визначають у досліджуваних країнах;
- здійснено моделювання зв'язку між дохідністю іноземних інвестицій та стійкістю зовнішньоекономічної рівноваги досліджуваних країн;
- ідентифіковано вплив боргової та бюджетної політики на дохідність іноземних інвестицій в Україні у порівнянні з іншими країнами з ринком, що формується;
- визначено існуючі підходи до державного регулювання руху іноземного капіталу та розроблено механізм захисту національних економік від прихованого та раптового відпливу фінансових ресурсів за кордон.

В монографії розроблено науково-методичний інструментарій дослідження впливу дохідності іноземних інвестицій на зовнішньоекономічну рівновагу в країнах з ринком, що формується, який передбачає побудову показника дохідності іноземних прямих, портфельних та інших інвестицій на основі даних платіжного балансу і міжнародної інвестиційної позиції, що являє собою частку поточних виплат інвестиційного доходу країною у накопичених зовнішніх зобов'язаннях попереднього періоду, використання якого дає змогу оцінити за допомогою економетричних моделей характер впливу дохідності іноземних інвестицій на формування зовнішньоекономічних дисбалансів (погіршення динаміки поточних рахунків та зростання зовнішнього боргу) та може слугувати індикатором вартості залучених іноземних інвестицій і нестабільності в країнах. Надано авторське визначення поняття «коефіцієнт покриття іноземних інвестицій», яке запропоновано розуміти як частку сумарних доходів, вивезених іноземними інвесторами, у відповідних кумулятивних надходженнях фінансового рахунку платіжного балансу країни, і, на відміну від існуючих, дозволяє зіставити масштаби репатріації прибутків іноземних інвесторів та

відповідних отриманих інвестиційних потоків за певний проміжок часу;

Практичне значення одержаних результатів дослідження полягає у тому, що розроблені теоретико-методичні засади побудови показників дохідності іноземних інвестицій на основі даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції в країнах з ринком, що формується, можуть використовуватись центральними органами виконавчої і законодавчої влади при оцінюванні стійкості національної фінансової системи та розробці стратегій щодо її підвищення.

Структура монографії

У першому розділі «Теоретико-методичні засади дослідження впливу міжнародних потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується» узагальнено та систематизовано теоретичні підходи вітчизняної та зарубіжної економічної науки щодо визначення функціональних механізмів макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується; визначено засадничі принципи формування рівня дохідності іноземних інвестицій як чинника міжнародного руху капіталів; запропоновано теоретико-методичний інструментарій побудови показників дохідності іноземних інвестицій на основі даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції для аналізу впливу іноземних потоків капіталу на зовнішньоекономічну рівновагу в країнах з ринком, що формується. Визначено сукупність методів моніторингу та виявлення загроз зовнішньоекономічній рівновазі країни. Зроблено висновок, що зростання ролі інвестиційних доходів іноземних інвесторів при формуванні поточних рахунків платіжних балансів країн зумовлює необхідність розробки новітніх підходів до вивчення макроекономічних наслідків репатріації інвестиційних доходів та визначення організаційно-економічних засад розвитку державного регулювання руху іноземного капіталу.

У другому розділі «Потоки капіталу та доходи від іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується» досліджено еволюцію зовнішніх позицій та впливу потоків капіталу для країн з ринком, що формується; проведено оцінку структури та динаміки статті інвестиційних доходів поточного рахунку у досліджуваних країнах; проаналізовані показники дохідності іноземних інвестицій та фактори, що їх визначають.

У третьому розділі «Дохідність інвестицій та державне регулювання руху іноземного капіталу» ідентифіковано характер впливу дохідності іноземних інвестицій на формування зовнішньоекономічних дисбалансів шляхом побудови економетричних моделей векторних авторегресій та багатофакторних регресій методом найменших квадратів; здійснено оцінку впливу боргової та бюджетної політик на дохідність іноземних інвестицій в Україні; на основі дослідження існуючих підходів регулювання потоків капіталу в розвинених країнах запропоновано механізм державного регулювання руху іноземного капіталу як необхідної умови запобігання загрозливому відпливу капіталу з вітчизняної економіки.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ВПЛИВУ МІЖНАРОДНИХ ПОТОКІВ КАПІТАЛУ НА ЕКОНОМІКУ КРАЇН З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ

1.1. Функціональні механізми макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується

Існуюча тенденція глобалізації потоків капіталу ставить запитання щодо впливу відповідних процесів на економіки країн. Пошук можливих пояснень передбачає аналіз функціональних механізмів макроекономічного впливу міжнародних потоків капіталу на фінансову стабільність країни, що може здійснюватися за допомогою різних каналів. Тип функціональних механізмів впливу залежить від: а) характеру потоків капіталу – офіційні чи приватні; б) порівняльної ефективності портфельних і прямих інвестицій; в) дохідності інвестицій з фіксованим прибутком (англ. fixed income) порівняно з інструментами участі у капіталі (англ. equity); г) очікуваної тривалості інвестицій – тимчасові проти довгострокових; д) впливу інвестицій на зовнішньоекономічну рівновагу, яка є основною складовою стабільності фінансових систем країн у сучасних процесах фінансової глобалізації та інтеграції національних фінансових ринків.

Традиційний (класичний) підхід стверджує, що міжнародні ринки капіталу сприяють економічному зростанню та продуктивності шляхом спрямування потоків капіталу в найбільш раціональному напрямку. Проте, значний приплив капіталу може посилити інфляційний тиск за умов режиму фіксованого обмінного курсу. Більше того, тимчасові (транзитивні) надходження іноземного капіталу можуть викривити відносні ціни, погіршуючи конкурентоспроможність національної економіки внаслідок апреціації реального валютного курсу [79].

З метою чіткішого позиціонування механізмів макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується, доречно систематизувати основні методологічні підходи. Група країн, що позначається в англomовній літературі терміном «emerging markets», в роботах вітчизняних економістів найбільш адекватно перекладається як «країни з ринком,

що формується» або просто «ринки, що розвиваються». Згідно з М. Петровим [50], у дану категорію включають провідні країни, що розвиваються, а також постсоціалістичні країни, що досягнули значних успіхів у проведенні ринкових реформ, зміцненні національних фінансово-банківських систем та інтеграції своїх економік у світове господарство, що проявилось, зокрема, в істотному розширенні їх присутності на міжнародних ринках капіталу як імпортерів і експортерів інвестиційних ресурсів.

Чимало наукових дискусій викликає питання впливу офіційного та приватного¹ потоків капіталу на економіку країн, що розвиваються. Згідно з Н. М. Гончаровою, ресурси офіційного фінансування розвитку спрямовуються на згладжування кризових явищ, виправлення внутрішніх диспропорцій національного господарства, усунення вад інституційної системи; вплив на економічний розвиток здійснюється через поліпшення умов господарської та фінансової діяльності, зменшення рівня трансакційних витрат [14].

У розрізі впливу приватного та офіційного потоків капіталу на фундаментальні макроекономічні показники С. Андрюшин [6] вивчає наслідки для реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) країни-реципієнта. Вплив припливу офіційного капіталу на РЕОК залежить від використання залучених коштів. Якщо переважна частина припливу капіталу йде на розвиток базової інфраструктури, то внесок у внутрішнє споживання невеликий; якщо ж залучені ресурси витрачаються на споживання, це здійснює більший тиск на відносні ціни національних товарів, ніж приплив іноземного капіталу, пов'язаний з інвестиціями, що заміщають імпорт.

Як показано у роботах Г. Кальво, Лейдерман та К. Рейнхарт, втрата конкурентоспроможності, викликана зміцненням РЕОК, є одним з основних негативних наслідків припливу капіталу [100]. За умови гнучкого курсоутворення підвищення РЕОК стає наслідком зміцнення грошової одиниці. Натомість у випадку фіксованого обмінного курсу результатне підвищення РЕОК пов'язано з прискоренням інфляції внаслідок збільшення грошової маси. Надмірне підвищення РЕОК підриває конкурентоспроможність,

¹ Потоки офіційного капіталу – сума офіційних кредитів (кредити МВФ, державні облігації, борги минулих періодів) і офіційних поточних трансфертів. Потоки приватного капіталу включають прямі іноземні інвестиції, портфельні інвестиції, поточні приватні трансферти та борг приватного сектору.

збільшує дефіцит поточного рахунку, а також підвищує вразливість до фінансової кризи.

Вплив офіційного капіталу В. Серра, С. Текін і С. Терновські досліджують у розрізі чистих трансфертів і продуктивного капіталу [104]. Чисті трансферти відображають бажання країн-донорів допомогти скороченню бідності та підвищенню рівня споживання. Інша ключова мотивація полягає в сприянні економічному розвитку та зростанню інвестицій у виробничий потенціал приватного сектора. На думку авторів, чиста іноземна допомога не має довгострокового впливу на відносні ціни, обмежуючись шоками для споживачів. Така допомога має «ефект балансу поточного рахунку», що означає заміщення місцевого виробництва експортних товарів придбанням імпортованих споживчих товарів. Приплив офіційного продуктивного капіталу з-за кордону в рамках запропонованої моделі для економік, що розвиваються, сприяє зміцненню РЕОК (через ефект Баласи-Самуельсона), якщо зростає продуктивність в секторі товарів зовнішньої торгівлі (англ. *traded goods*). Якщо іноземна допомога спрямовується на підвищення продуктивності і поліпшення виробничих можливостей внутрішнього ринку (англ. *non-traded goods*), то, навпаки, можливе реальне знецінення валюти в країні-реципієнті.

Вивчаючи вплив офіційного капіталу з-за кордону, який спрямований на подолання наслідків громадянських війн у країнах, що розвиваються, І. Елбадаві та інші [117] виявили, що хоча постконфліктні країни після отримання великих потоків допомоги і проявляють помірне завищення РЕОК, не можна стверджувати, що ця переоцінка є результатом допомоги. В той же час іноземна фінансова допомога є важливим фактором стійкого економічного зростання для постконфліктних країн.

Щодо приватного капіталу, такі потоки до країн, що розвиваються, є надзвичайно мінливими та мають властивість різко змінювати свій напрям, що, у свою чергу, спричиняє знецінення валют та виникнення фінансових криз [12].

Прямі іноземні інвестиції (ПІІ), якщо вони не спрямовані у банківську систему, пов'язані з меншою кредитною і грошовою експансією. В результаті інфляційний потенціал ПІІ менший, ніж кредитів комерційних банків. Результати деяких досліджень свідчать, що в разі заміщення імпорту машин та обладнання, приплив іноземного капіталу не призводить до зміцнення обмінного курсу.

При цьому ефекти від припливу ПІІ при відсутності обмежень на зовнішньоторговельні операції можуть значно розширити виробничі можливості завдяки передачі країні-реципієнту сучасних технологій і know-how в галузі менеджменту [133]. Разом з тим приплив будь-яких іноземних інвестицій у випадку позитивного фінансового та від'ємного поточного рахунків має ретельно контролюватись Національним банком для запобігання зростанню РЕОК.

Вплив переказів чи приватних закордонних трансфертів на РЕОК теж залежить від сальдо і структури платіжного балансу країни. Якщо грошові перекази з-за кордону є антициклічними, вони діють як своєрідний буфер, допомагаючи нарощувати споживання в приймаючій країні на випадок економічного спаду. В цьому випадку приватні трансферти частково компенсують втрати від макроекономічних шоків, що дозволяє зменшити обсяги грошової експансії для нейтралізації негативних наслідків екзогенного шоку. Тому такі контрциклічні приватні грошові перекази, на думку деяких експертів, не здійснюють значного впливу на РЕОК в країні-реципієнті [105].

З іншого боку, приватні грошові перекази можуть бути проциклічними, посилюючи «перегрів» економіки і зміцнюючи РЕОК. В деяких країнах, що розвиваються, проциклічні грошові перекази, що спрямовуються на інвестиції в нерухомість, призводять до зростання цін на ресурси, будівельному буму і формуванню цінових бульбашок на ринках активів. Коли велика частина приватних грошових переказів витрачається на імпортні товари (наприклад, імпортовані споживчі товари тривалого користування), їх вплив на РЕОК є статистично менш значущим, ніж при інвестуванні в нерухомість [105].

Іноземні портфельні інвестиції (ПІ), на думку низки дослідників, призводять до найбільшого зміцнення валюти країни-реципієнта. На підставі даних 42 країн з ринком, що формується, за 1980-2006 рр. показано, що серед різних компонентів припливу приватного іноземного капіталу відповідний ефект від портфельних інвестицій приблизно в сім разів більший, ніж від ПІІ, банківських кредитів і приватних трансфертів [109].

При фіксованому обмінному курсі приплив іноземного капіталу може бути інфляційним. Масштаб цінового тиску визначається першопричиною – автономними факторами або збільшенням внутрішнього попиту на гроші, а також політичною реакцією

монетарних органів на приплив іноземного капіталу. Якщо монетарна влада не в змозі стерилізувати надлишкову пропозицію грошей, обумовлену акумулюванням іноземної валюти, то приплив капіталу зазвичай призводить до кредитного буму. Зростання пропозиції грошей і інфляційний тиск поширюються по економіці, викликаючи збільшення відносних цін на фактори виробництва та проміжну продукцію.

Теоретично реальному зміцненню національної валюти може протидіяти ефективна політика стерилізації надлишкової пропозиції грошей. Але, як показують емпіричні дослідження, стерилізація завжди має більш обмежений характер, ніж масштаби мультиплікації первинної пропозиції грошей, що ставить під сумнів її довгострокову ефективність [102].

При фіксованому обмінному курсі політика стерилізації, як правило, призводить до підвищення ринкових процентних ставок, що, в свою чергу, стимулює додатковий приплив іноземного капіталу. При плаваючому обмінному курсі відбувається зміцнення грошової одиниці країни-реципієнта, що посилює падіння відносних цін на імпортовані товари і скорочує споживання внутрішніх благ. Гнучкість обмінного курсу припускає, що грошово-кредитна політика певною мірою не залежить від припливу іноземного капіталу. Вводячи більш гнучкий режим обмінного курсу, центральний банк (ЦБ) може стримувати короткострокові спекулятивні потоки капіталу і зменшувати вразливість фінансової системи, зокрема, при недостатньо розвиненому банківському регулюванні і нагляді [143].

Коливання потоків капіталу, у свою чергу, може посилювати корекцію обмінного курсу та процентних ставок. Так, в деяких трансформаційних економіках часто спостерігався прояв ефекту «перельоту» (*overshooting*), що породжувало замкнене коло недовіри до фінансової системи країни-реципієнта.

Отже, режим гнучкого обмінного курсу допомагає обмежувати небажаний для країни-реципієнта приплив капіталу, що здатен генерувати реальне зміцнення національної валюти. Але одночасно такий режим породжує серйозні проблеми, якщо курс формується під впливом припливу капіталу на основі короткочасних процентних ставок, що відрізняються від довгострокової рівноважної ставки. Зміцнення номінального обмінного курсу може спричинити серйозний негативний вплив на реальний сектор економіки, змушуючи ЦБ до регулярних валютних інтервенцій з метою стримати

ревальвацію національної валюти і протидіяти високозатратній реалокатії продуктивних ресурсів в економіці.

Вплив на фінансову політику потоків капіталу було ретельно висвітлено В. О. Шевчуком та Р. І. Копичем [86]. Приплив капіталу створює умови для міжчасової оптимізації сальдо бюджету. Зроблені емпіричні оцінки свідчать про те, що погіршення сальдо бюджету в країнах ЦСЄ має виразний зв'язок із збільшенням припливу капіталу. Під час припливу капіталу зростає загроза «перегріву» економіки. Зазвичай при цьому зростають податкові надходження, що посилює мотивацію пропорційного збільшення урядових видатків.

На думку С. Манн [148], міжнародні потоки капіталу в поєднанні з рівнем заощаджень та інвестицій і міжнародними торговельними потоками та поточним рахунком є послідовними і взаємодоповнюючими джерелами виникнення зовнішніх дисбалансів.

У дослідженні стійкості поточних рахунків у країнах з перехідною економікою Н. Рубіні та П. Уотчел [163] зазначили важливість складу і розміру іноземних потоків капіталу для оцінки стійкості поточного рахунку. Дефіцит рахунку поточних операцій, що фінансується великим припливом ПІІ, є більш стійким, ніж дефіцит, який фінансується короткостроковими потоками, які можуть припинитися, якщо ринкові умови зміняться. Приплив капіталу офіційних кредиторів є більш стабільним у короткостроковій перспективі, ніж приватні потоки.

Нерідко спостерігається перевищення великого припливу капіталу над дефіцитом рахунку поточних операцій. Хоча в короткостроковій перспективі такий приплив підвищує стійкість, фінансуючи дисбаланс поточного рахунку, з часом він може сприяти нестійкості, призводячи до номінального підвищення курсу національної валюти, що погіршує і так низьку (про що свідчить дисбаланс поточного рахунку) конкурентоспроможність країни [163].

Часто важко провести різницю між дефіцитом поточного рахунку, що є наслідком зростання припливу капіталу, і дефіцитом рахунку поточних операцій як результату накопичення значних зовнішніх боргів. Передусім це стосується країн з перехідною економікою, які вразливі до великих, а іноді й непередбачуваних потрясінь, а також зазнають значних структурних змін, які можуть впливати на існування довгострокових дисбалансів поточних рахунків. Так, Х. Ян за допомогою тесту Гренджера встановив, що приплив іноземного капіталу погіршує поточний рахунок у випадку

країн з ринком, що формується, в той час як причинно-наслідковий зв'язок майже не виявлено у випадках розвинених країн [130].

Свій внесок у дослідження впливу залучених іноземних інвестицій на поточний рахунок країн з транзитивною економікою було зроблено і українськими вченими. Зокрема, С. О. Якубовський довів наявність суто негативного впливу залучених ПІІ на поточні рахунки більшості країн ЦСЄ [91].

Дисбаланси поточного рахунку стають все більше нестійкими, що більшістю вчених пояснюється лише динамікою міжнародної торгівлі. Такий підхід не враховує двох інших компонент поточного рахунку – чистого доходу від інвестицій та переказів. Зокрема, потоки інвестиційних доходів і перекази стають все важливішими як елемент згладжування міжчасового споживання між ринками, що розвиваються, і розвиненими країнами [145]. Не виключено, що серед трьох складових рахунку поточних операцій, дохід від інвестицій виявиться найбільш волатильним, що матиме негативні наслідки для тих країн, де стійкість рахунків поточних операцій ставатиме більш залежною від відпливу інвестиційного доходу. Так, С. О. Якубовський у дослідженні впливу інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій у низці країн з ринком, що формується, висвітлює проблему набування поточним рахунком платіжного балансу негативних значень як наслідок припливу ПІІ [91].

Тиск потоків капіталу на платіжний баланс детально класифікували А. Гош та інші [124], запровадивши п'ять можливих джерел такого тиску. Розглянемо графічно двовимірне представлення платіжного балансу, що враховує чистий приплив капіталу (вертикальна вісь), де з потоків капіталу виключаються операції з валютними резервами центрального банку, і сальдо рахунку поточних операцій (горизонтальна вісь).

Загалом існують п'ять принципово відмінних ситуацій:

І. Потоки капіталу допомагають фінансувати дефіцит поточного рахунку. Хоча чистий тиск платіжного балансу (визначається як сума чистого загального потоку капіталу плюс сальдо рахунку поточних операцій) є від'ємним, залежність від потоків капіталу може викликати занепокоєння з приводу стійкості боргової ситуації і схильності країни до ризику раптової зупинки (особливо якщо не ПІІ потоки фінансують дефіцит). В такому випадку, зміцнення обмінного курсу погіршить сальдо рахунку поточних операцій, тому система

державного регулювання повинна прагнути обмежити зміцнення номінального та реального обмінного курсу.

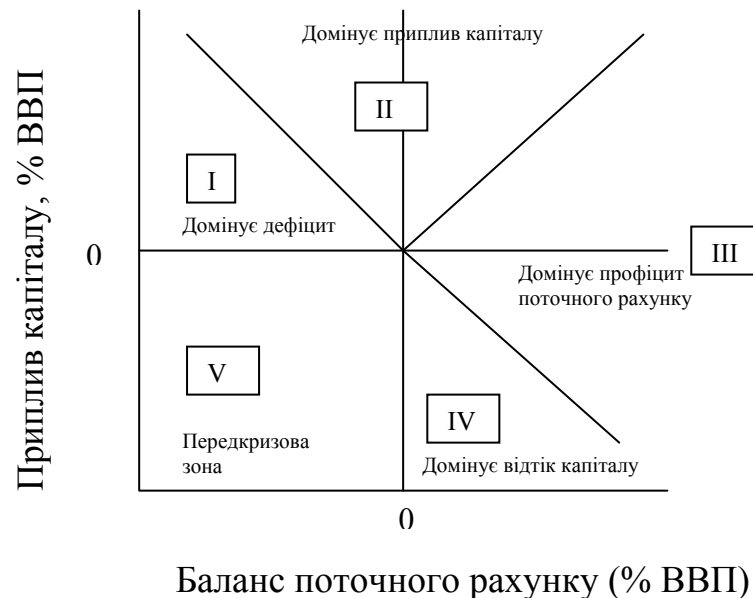


Рис. 1.1. Тиск потоків капіталу на платіжний баланс [124]

II. Приплив капіталу в пошуках доходу. На відміну від ситуації I, надходження іноземного капіталу не є результатом поточних потреб країни в зовнішньому фінансуванні. Якщо країна має дефіцит рахунку поточних операцій, то чисті загальні потоки капіталу будуть істотно перевищувати цей дефіцит. З іншого боку, якщо поточний рахунок профіцитний, то все одно тиск на ПБ переважає з боку чистого припливу капіталу. У кожному разі, такий приплив ускладнюватиме макроекономічну політику, яка має бути спрямована на зниження обсягів припливу іноземного капіталу.

III. Тиск на ПБ з боку профіцитного сальдо поточного рахунку. В цьому випадку надлишок поточного рахунку може супроводжуватися невеликим відтоком капіталу і все ж представляти собою додатний тиск на ПБ. Якщо профіцит поточного рахунку є надмірним, то макроекономічна політика має звузити його. З іншого боку, якщо профіцит рахунку поточних операцій буде визнано доцільним (з точки зору динаміки чистих іноземних активів), то політика стимулювання відтоку капіталу була б корисною.

IV. Відплив капіталу більш-менш компенсується профіцитом рахунку поточних операцій. Водночас існує негативний тиск на ПБ.

V. Передкризовий стан. Відображає великий відтік капіталу і дефіцит рахунку поточних операцій.

Таке представлення тиску потоків капіталу на платіжний баланс є досить обґрунтованим, хоча дана двовимірна таксономія не враховує динаміки позиції чистих іноземних активів або циклічної позиції в економіці.

З точки зору динаміки економічного розвитку приплив довгострокових і короткострокових капіталів має безсумнівні вигоди. Так, ПІ доповнюють внутрішнє накопичення капіталу, підвищують капіталоозброєність працівників, поліпшують технічну оснащеність виробництва і сприяють підвищенню кваліфікації місцевих працівників. Загалом, приплив такого капіталу посилює економічне зростання приймаючої країни і зростання добробуту її населення [89].

З іншого боку, приплив короткострокових іноземних капіталів дозволяє згладжувати коливання економічної кон'юнктури за рахунок того, що в період депресії дає можливість запозичувати капітал на зовнішніх ринках, а в кращі часи – кредитувати зарубіжних партнерів. Таким чином, створюється антициклічний механізм амортизації ринкових шоків [93].

Поруч із таким короткостроковим ефектом фінансова відкритість збільшує глибину і широту національних фінансових ринків, знижує рівень їх монополізації, здешевлюючи таким чином позики місцевих банків і покращуючи дислокацію позикових ресурсів. Нарешті, на думку ряду експертів, відносно вільний приплив у країну прямих і портфельних іноземних інвестицій змушує уряди проводити більш зважену макроекономічну політику, зміцнювати макроекономічну дисципліну.

Однак фінансова відкритість пов'язана і з певними загрозами. Ідеться про можливу концентрацію іноземних інвестицій в одних, переважно сировинних, галузях при нестачі їх у інших; проциклічний рух іноземних короткострокових вкладень і ризик їх втечі з країни з наближенням кризи; про втрату в зв'язку з цим макроекономічної стабільності; про ризики, пов'язані з експансією іноземного банківського капіталу і т. п.

Вченими було встановлено, що короткострокові потоки капіталу, як правило, більш нестабільні, ніж довгострокові потоки, і таким чином більше сприяють фінансовим кризам [93]. Натомість ПІ, як правило, вважаються сприятливими для стимулювання економічного зростання в країні-одержувачі через різні канали. З

іншого боку, багато аналітиків вважають, портфельні інвестиції більш волатильними, і що вони можуть призвести до коливань бізнес-циклів і активізації фінансової кризи.

Ряд досліджень вивчали ступінь волатильності транскордонних потоків капіталу протягом останніх двох десятиліть. Классенс, Дулі і Уорнер [108] не змогли виявити істотних відмінностей в мінливості форм ПІІ, портфельних інвестицій, довгострокових і короткострокових боргових зобов'язань. Однак, більшість наступних досліджень виявили, що ПІІ, як правило, більш стабільні, ніж інші форми потоків капіталу. Наприклад, Кухан, Перес-Кірос і Поппер [107] виявили, що потоки короткострокового капіталу реагують більш різко на фінансові шоки, ніж ПІІ.

Левченко та Мауро [143], використовуючи простий статистичний аналіз, доводять, що в нормальних умовах волатильність різних форм руху капіталу не дуже відрізняється, але в періоди «раптової зупинки» надходження іноземного капіталу, неборгові форми потоків, зокрема ПІІ є значно стабільнішими. Згідно з отриманими висновками, боргові фінансові інструменти типу портфельних інвестицій, а тим більше банківські і комерційні кредити, є «відповідальними» за виникнення «раптової зупинки». Деякі дослідження, однак, піддають сумніву необхідність окремого розгляду різних форм зовнішнього припливу капіталу на предмет волатильності та передбачуваності. Так, якщо іноземні компанії бажають вивести капітал з даної країни перед кризою, це можна зробити не тільки шляхом безпосереднього продажу власних активів, але й за допомогою внутрішніх кредитів на придбання зарубіжних активів або шляхом погашення зовнішніх позик. У цьому випадку капітал, який прийшов у країну в одній формі, залишає її зовсім в іншій формі, тому волатильність окремо ПІІ надає недостатньо інформації для порівняння з іншими потоками фінансового рахунку [120].

Існують докази, що короткострокові потоки капіталу в країни, що розвиваються, є проциклічними. Дослідження Світового банку, наприклад, на основі даних по 33 країнах, що розвиваються, протягом 1986-1998 рр. показали, що такі потоки мають тенденцію до збільшення, коли економічне зростання є вищим, і знижуються при уповільненні темпів зростання [111].

Притоки капіталу можуть стимулювати бум внутрішніх кредитів і роздуті ціни на активи, які згодом змінюються спадами. Надходження капіталу і виникаючий внаслідок цього тиск, що

призводить до зміцнення валюти, також впливають на розподіл доходів, посилюючи нерівність за рахунок пожвавлення інфляції і перешкод для зростання зайнятості в промисловості [53].

Серйозну занепокоєність викликає те, що приплив капіталу може призвести до виникнення «бульбашок» (англ. «bubbles»), тобто штучного або тимчасового нестаціонарного збільшення цін на деякі активи (як правило, в секторі нерухомості), що загрожує фінансовим крахом внаслідок непередбачуваних зовнішніх шоків або потрясінь ліквідності [101].

Країнам з ринком, що формується, притаманні епізоди, які супроводжуються зростанням кредиту, інвестицій, цін на активи і припливом капіталу, що в кінцевому підсумку призводить до фінансового краху [99]. Прикладами таких епізодів були Аргентина в 1990-х, Південно-Східна Азія в середині 1990-х років, Мексика на початку 1990-х років, Чилі, Мексика та інші латиноамериканські країни на початку 1980-х років.

Якщо раніше в літературі вважалось, що бульбашки виступали в якості генераторів припливу капіталу, то Г. Кальво доводить, що існує протилежна лінія причинності: від припливу капіталу до бульбашок [96].

Вплив притоку капіталу на виникнення кредитних бумів в промислових країнах і нових ринкових економіках відрізняється. Частота кредитних бумів на ринках, що розвиваються, є вищою, коли їм передують періоди значного припливу капіталу, але не тоді, коли передують внутрішні фінансові реформи або зростання загальної продуктивності факторів виробництва (ЗПФ) (англ. total factor productivity), в той час як промислово розвинені країни показують протилежну картину (кредитні буми частіше виникають після періодів зростання ЗПФ або фінансових реформ і рідше після епізодів значного припливу капіталу) [149].

Крім об'єктивних умов, що забезпечують максимізацію прибутковості на певних сегментах фінансового ринку, особливу роль у створенні привабливого інвестиційного іміджу відіграє психологічний фактор – очікування зростання прибутковості в періоди спекулятивних бумів [25]. Так, відповідно до теорії рефлексивності відомого фінансиста Дж. Сороса, соціальні явища найчастіше містять у собі елемент невизначеності, перебуваючи у залежності як від об'єктивних законів реальності, так і від думок людей про ту чи іншу ситуацію. Тому до її зміни призводить

взаємодія між об'єктивними подіями та їх сприйняттям суб'єктами, які беруть участь в цих подіях. Недолік знань про поточний стан і майбутню зміну ситуації компенсується суб'єктивними оцінками, тобто здогадками.

Стосовно фондового ринку рефлексивність виявляється таким чином. Активи купуються і продаються в розрахунку на зміну їх цін в майбутньому, причому майбутні ціни визначаються сьогоднішніми очікуваннями інвесторів. Однак очікування не тотожні точному передбаченню (знанню) майбутніх подій. При відсутності точного знання учасники приймають рішення на підставі суджень і переконань.

У кінцевому рахунку результат відрізняється від очікувань. На думку Дж. Сороса, для адекватного пояснення процесів функціонування сучасних фінансових ринків важливо виходити не тільки із загальноприйнятих теорій ринкової рівноваги, але і з теорії рефлексивності. Правомірність такого підходу знаходить підтвердження в ситуаціях спекулятивних бумів на ринках. У передкризовий період на фінансовому ринку США психологічний фактор, пов'язаний з очікуваннями прибутковості активів, і зумовив приплив колосальних обсягів спекулятивного капіталу [78, с. 112-115].

Поточна світова економічна криза значною мірою була викликана особливостями функціонування фінансових ринків, зазначеними ще Дж. М. Кейнсом. Англійський економіст так оцінював поведінку інвесторів на фондовому ринку: «Більшість цих осіб (біржових гравців і професійних інвесторів) насправді стурбовані не тим, щоб скласти найкращий довгостроковий прогноз очікуваного доходу від інвестицій за весь час їх експлуатації, а тим, щоб передбачити трохи раніше широкої публіки зміни в системі взаємно поділюваних поглядів як основи ринкової оцінки. Їх цікавить не реальна вартість якогось об'єкта вкладення капіталу для людини, яка купує його з тим, щоб «приберегти» його для себе, а те, як ринок буде оцінювати його під впливом масової психології через три місяці або через рік» [31].

Досліджуючи недоліки припливу іноземного капіталу, М. Дулі [114] пропонує модель спекулятивної атаки на валютні резерви країн з ринком, що формується, як наслідок припливу приватних потоків капіталу. За наявності певних ознак потенційної слабкості національної валюти, відбувається приплив у країну приватних капіталів, за яким автоматично сліднують спекулятивні атаки. При

цьому в основу моделі покладено наявність конфлікту між бажанням уряду накопичувати валютні резерви як засіб страхування від ризиків та прагненням уряду надавати гарантії за зобов'язаннями резидентам. Приватний бізнес за таких умов може практикувати різні форми недобросовісної ринкової поведінки, оскільки він застрахований від збитків державними гарантіями. Наявність урядових гарантій підвищує дохідність зобов'язань, що емітовані резидентами, а виникаючий диференціал дохідностей (порівняно з ринковим рівнем) стимулює іноземних інвесторів купувати дані фінансові активи. Коли обсяг урядових резервів відповідає обсягу його гарантій, дохідність зобов'язань резидентів стає нижчою за ринкову, що спонукає інвесторів продавати активи, а це зменшує валютні резерви.

Таким чином, результати проведених досліджень свідчать про те, що ефект від іноземних капіталовкладень є неоднозначним – поряд з позитивним впливом на економіку країни-реципієнта у випадку залучення інвестицій у новітні конкурентоспроможні галузі існують ризики для платіжного балансу, обмінного курсу та структури економічного розвитку.

Все більша інтеграція трансформаційних економік у світові фінансові ринки означає, що такі країни піддаються більшому ризику ефектів поширення міжнародних криз та передачі впливу потрясінь із-за кордону. В результаті дії ефекту фінансового зараження значне вилучення капіталів з економіки конкретної країни провокує відплив капіталу з більшості інших, як правило, країн, що розвиваються, де ступінь ризикованості інвестицій досить висока. Це може сприяти виникненню регіональних та розвитку глобальної фінансово-економічної кризи.

Враховуючи високий ступінь взаємозалежності національних фінансових ринків і високу волатильність портфельного іноземного капіталу, економісти продовжують пропонувати заходи з обмеження мобільності цього капіталу у світовому масштабі. Зокрема, мова йде про запровадження так званого «податку Тобіна»², з приводу якого мала місце тривала академічна дискусія, однак на практиці його запровадили лише в окремих країнах, як правило, в кризові і

² Податок на операції на міжнародному валютному ринку вперше запропоновано лауреатом Нобелівської премії Джеймсом Тобіном у 1978 р. Подібною є пропозиція податку на придбання цінних паперів емітентів іншої країни [158]. Підвищуючи вартість валютних операцій, держава перешкоджає спекулятивним операціям – тим самим зменшуючи обсяг дестабілізаційних потоків короткострокового капіталу, що призводить до більшої стабільності обмінного курсу і валютних резервів.

посткризові періоди. Вважається, що запровадження податків або податкоподібних обмежень на міжнародні фінансові операції сприятиме підвищенню вартості транзакцій та зменшенню їх прибутковості. Екстраполуючи ідею Тобіна, група вчених Одеського національного університету запропонувала поширити податок на всі міжнародні транзакції у розмірі 0,1% на операції з основними цінними паперами та 0,01% – на операції з похідними фінансовими інструментами [67].

Запропонована ідея була підтримана в Європейському Союзі, 12 країн якого з 1 січня 2014 року запроваджують оподаткування фінансових транзакцій за зазначеною шкалою [80].

До зниження ефективності податку Тобіна та його модифікацій можуть спричинитися труднощі в чотирьох областях: визначення податкової бази, визначення оподатковуваних операцій, встановлення ставки податку, а також здійснення оподатковування через кордони.

Майже повна відкритість до потоків капіталу більшості країн світу обмежує можливості використання інструментів національної макроекономічної політики. Відома «тріада неможливості» за результатами досліджень Обстфельда, Шамбауга та Тейлора полягає в тому, що з трьох економічних цілей – фіксований обмінний курс, відкриті ринки капіталу і незалежна монетарна політика – одночасно тільки дві можуть бути взаємно узгоджені і, отже, призведуть до стабільної зовнішньої рівноваги [151].

Зовнішню економічну рівновагу розуміємо згідно з «широким розумінням рівноваги платіжного балансу» Шевчука [87, с. 62], яке передбачає, що сальдо поточного рахунку врівноважується потоками капіталу. Додатне сальдо поточного рахунку відбиває акумуляцію фінансових активів або офіційних резервів центрального банку, від'ємне – втрату фінансових активів або зменшення валютних резервів.

Отже, за умов вільної мобільності капіталу режим обмінного курсу визначає спроможність проводити незалежну монетарну політику. Жорстко фіксований обмінний курс передбачає відмову від незалежності монетарної політики, тоді як «вільне плавання» валютного курсу визначає внутрішню обумовленість монетарної політики [79]. Це можна пояснити так, що коли країна прив'язує свій обмінний курс до деякої базової країни і коли капітал є повністю мобільним, простий процентний паритет буде тиснути на внутрішні

процентні ставки, примушуючи їх дорівнювати процентній ставці в базовій країні.

Дослідження, проведені в посткризовий період, показали, що ця «тріада» в основному характерна для країн, що практикують обмеження по капітальних операціях платіжного балансу і активно стерилізують приплив іноземної валюти шляхом збільшення офіційних валютних резервів при режимах жорсткої прив'язки обмінного курсу [7].

В Україні ситуацію з трьома компонентами «неможливої трійці», згідно з дослідженнями О. М. Підхомного, можна сформулювати так: в умовах вільного руху капіталу підтримка обмінного курсу гривні припускає відмову від регулювання грошово-кредитних показників. Інакше кажучи, неможливо таргетувати інфляцію, не відпустивши гривню у «вільне плавання» і/або не встановивши обмеження руху капіталу [51].

Разом з тим, на нашу думку, в Україні є ще один додатковий чинник, який істотним чином впливає на обмінний курс – це обсяг валютних операцій у тіньовій економіці – за даними НБУ в Україні поза банківською системою знаходиться понад 80 млрд. дол., які у випадку змін податкового законодавства зможуть суттєво вплинути на стабільність валютного курсу.

Незважаючи на усі перелічені вище труднощі, сприяння розвитку фінансового ринку та розширення внутрішнього доступу до офіційних фінансових ресурсів відповідає інтересам країн з ринком, що формується, як групи. Це дозволить їм більше інвестувати всередині своєї групи, замість того щоб фінансувати накопичення боргу в країнах з розвинутою економікою. Більш гнучкі режими обмінного курсу також будуть зменшувати ризики стрімкої девальвації і розширювати можливості грошово-кредитної політики для контролю за інфляцією.

Проведений аналіз основних загальноприйнятих механізмів макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується, дозволяє їх схематично систематизувати в межах наступних взаємозв'язаних макроекономічних аспектів цього впливу (рис. 1.2).

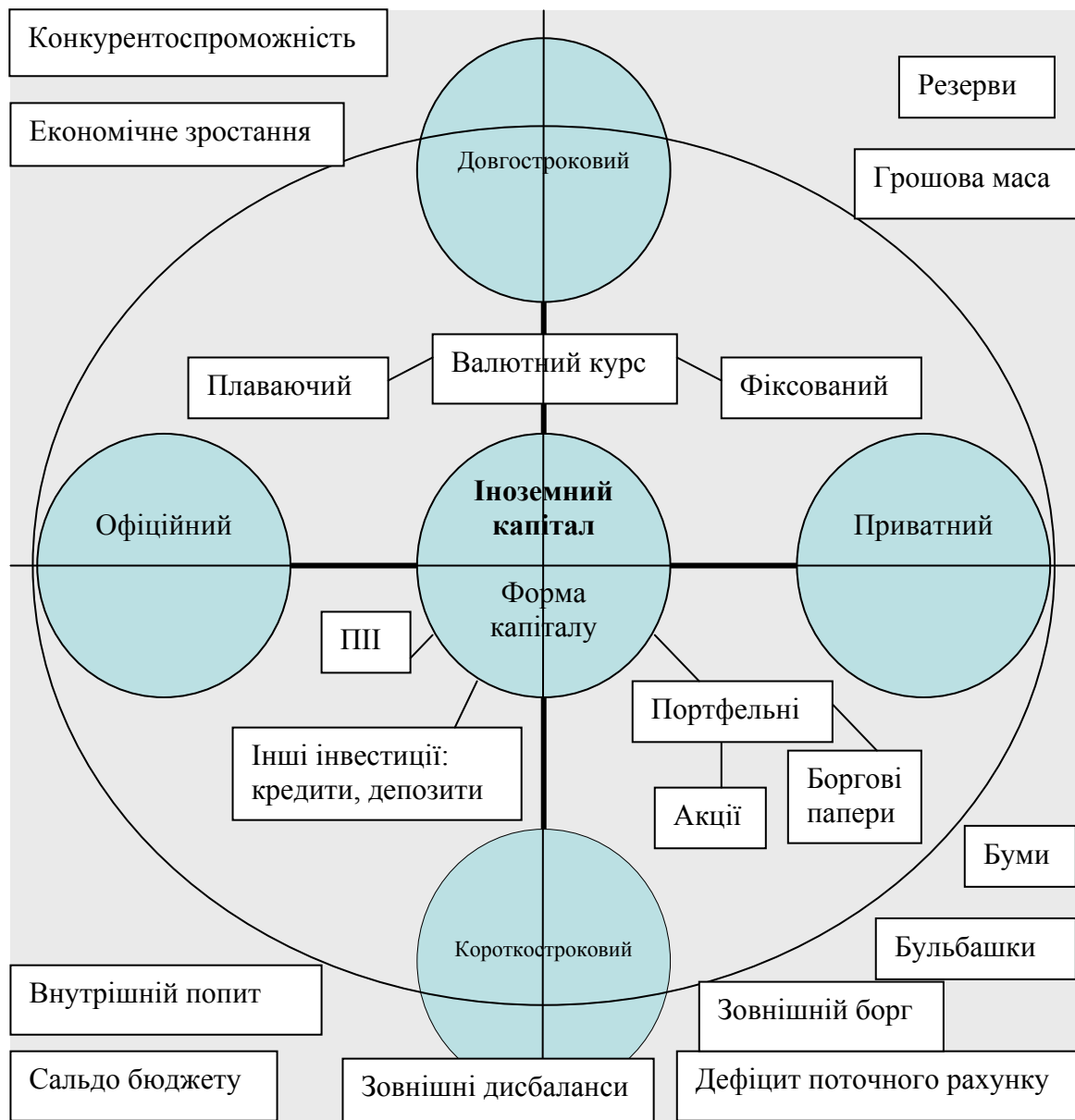


Рис. 1.2. Механізм макроекономічного впливу потоків капіталу
(розроблено автором)

Визначальними при дослідженні впливу потоків капіталу на внутрішню і зовнішню економічну рівновагу є поєднання таких форм: офіційні чи приватні та короткострокові проти довгострокових. Так, поєднання припливу офіційного та довгострокового іноземного капіталу стимулює економічне зростання, а поєднання приватних і короткострокових капіталів призводить до бумів, бульбашок, посилення зовнішніх дисбалансів.

Отже, результати проведеного аналізу свідчать про те, що приплив іноземного капіталу впливає на усі сфери економіки приймаючої країни. При цьому, з одного боку, іноземні інвестиції стимулюють економічне зростання, з іншого, – створюють суттєві

ризика для рівноваги платіжного балансу та проведення незалежної кредитно-грошової політики.

Разом з тим, серед існуючих підходів дослідження впливу іноземного капіталу непропорційно менше уваги отримали різноманітні аспекти вартості іноземних капіталовкладень та динаміка їхньої дохідності. У подальшому дослідженні необхідно визначити засадничі принципи формування рівня дохідності іноземних інвестицій в країнах, що розвиваються та макроекономічні наслідки репатріації інвестиційних доходів.

1.2. Дохідність інвестиційних активів як чинник міжнародного руху капіталів

Англійський економіст Дж. С. Мілль слідом за Д. Рікардо, спираючись на принцип порівняльних переваг у міжнародній торгівлі, довів, що капітал переміщується між країнами завдяки різниці в нормі прибутку, який у найбільш багатих на капітал країнах має тенденцію до зниження. Обидва вчені підкреслювали, що перепад норм прибутку між країнами повинен бути істотним для покриття ризику іноземного інвестора в чужій країні [46].

На думку П. Ажено, ключовим фактором, що лежить в основі інтернаціоналізації фінансових ринків, стала зростаюча глобалізація інвестицій задля пошуку більш високих прибутків і можливостей диверсифікації ризиків у міжнародному масштабі [93]. Базовими причинами уваги інвесторів до «нових ринків», що призводять зрештою до інтеграції останніх у світову фінансову систему, є намагання отримати вищу дохідність та диверсифікувати ризики. В умовах інтегрованих та високотехнологічних фінансових ринків зміни порівняної норми дохідності швидко позначаються на динаміці транскордонних потоків капіталу [79].

Традиційна точка зору на подальший розвиток міжнародного руху капіталу полягає в тому, що мобільність капіталу буде підвищуватись доти, доки світова економіка не розвиватиметься відносно рівномірно і ставки дохідності в різних країнах не стануть приблизно однаковими [36].

Швидкість окупності вкладень інвесторів як функція від швидкості обігу активів на ринку стає ще одним фактором, що

визначає перетікання міжнародного мобільного капіталу між національними сегментами глобального фінансового ринку. Вона обумовлена ступенем ліквідності цих активів. Тут виявляються два типологічно різних способи її підвищення: 1) об'єктивний (механізм сек'юритизації за допомогою випуску короткострокових деривативів); 2) суб'єктивний (на основі психологічних очікувань). Так, висока окупність обумовлюється високою ліквідністю тих активів, оцінка яких завищена за рахунок ажіотажного попиту. Тобто при стійкій тенденції зростання котирувань даних активів інвестиції в них окупаються з високою швидкістю, оскільки високоліквідні активи легко і швидко продаються з прибутком [25].

Дохідність інвестицій можна досліджувати або з погляду індивідуальних інвесторів, або з точки зору приймаючих країн. Дана робота зосереджується на другому аспекті, але буде досліджено і деякі засадничі принципи формування дохідності, невід'ємною частиною яких є мотивація індивідуальних інвесторів.

Необхідно розрізняти приватні іноземні інвестиції, головною метою яких є експорт інвестиційного капіталу за кордон у грошовій або товарній формі з метою отримання прибутку чи розширення економічного впливу, тоді як головною метою державних іноземних інвестицій є створення правових, економічних та організаційних умов для сталого розвитку економіки країни, куди вкладаються інвестиції [37].

Дохід від іноземних інвестицій враховується при вимірюванні валового національного продукту (ВНП), який відрізняється від валового внутрішнього продукту (ВВП) на суму чистого факторного доходу з-за кордону – різницю між доходами від інвестицій за кордон та виплатами доходів іноземним інвесторам у національну економіку. Це може бути як додатна, так і від'ємна величина, залежно від того чи превалюють отримані доходи від зарубіжних інвестицій над інвестиційними виплатами.

Для наглядної узагальнюючої оцінки доходів від інвестицій у країнах можна використати рис. 1.3, на якому зображені внутрішній дохід від інвестицій за кордон та дохід іноземних інвесторів. Вважаючи головною і єдиною причиною міжнародного руху капіталу відмінну прибутковість його вкладення в різних країнах, світ умовно поділяється на дві великі країни, в одній з яких спостерігається низька інвестиційна привабливість і значна акумуляція фінансових ресурсів, а в іншій країні, навпаки, – висока інвестиційна дохідність, але за відсутності власних фінансових ресурсів.

На горизонтальній осі зображено сумарний світовий капітал, який дорівнює $\bar{K} + \bar{K}'$.

Цей капітал використовується для фінансування інвестицій. Дохідність капітальних інвестицій R , яку можна отримати в кожній з країн, відображена на вертикальній осі. З кількістю використаного капіталу OK (вимірюється зліва направо), внутрішня дохідність буде дорівнювати R у точці A . Решта капіталу O^*K (вимірюється справа наліво) за кордоном, де дохідність дорівнює R^* у точці A^* .

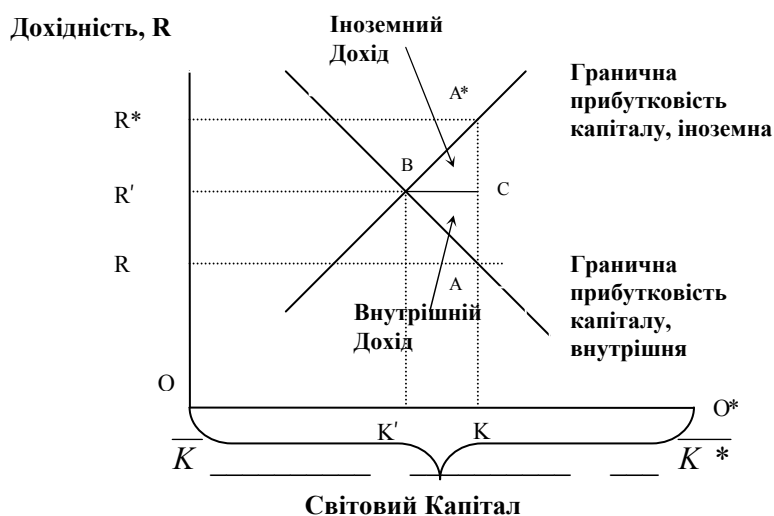


Рис. 1.3 Обґрунтування доцільності руху міжнародного капіталу з метою отримання прибутку (розроблено автором)

У зв'язку з тим, що іноземна дохідність є вищою за внутрішню, капітал буде переміщатись за кордон. При надходженні додаткового капіталу на закордонний ринок, буде зменшуватись граничний продукт капіталу, що призведе до зниження дохідності в короткостроковій перспективі. Так само, коли капітал залишить внутрішній ринок, буде спостерігатись зростання граничного продукту капіталу, і внутрішня дохідність буде зростати. Рівновага буде досягнута при вільному русі капіталу в т. В на рівні доходності R' . Внутрішній вигоду від переміщення капіталу графічно зображено трикутником ABC , тоді як вигоду за кордоном показано трикутником A^*BC , вигоду всього світу – ABA^* . Незважаючи на те, що приплив капіталу за кордон призвів до зниження рівня дохідності, в іноземній країні спостерігається збільшення обсягів національного виробництва на площу чотирикутника BA^*KK' . Але сегмент $BSKK'$ є продуктом, виробленим за рахунок позикового капіталу, який потрібно повернути у формі прибутку інвесторів. Таким чином, чистий вигоду

за кордоном складає величину, еквівалентну площі сегменту ABC. В той же час, країна з низькою інвестиційною дохідністю та значними фінансовими ресурсами отримує вигравш $A \cdot BC$ за рахунок інвестування надлишку фінансових ресурсів за кордон та отримання там більш високого прибутку на власний капітал. У довгостроковій перспективі, коли капітал буде переміщатись між галузями, може спостерігатись абсорбція додаткового капіталу у капіталомістких галузях, тому рівень дохідності не обов'язково зміниться.

Як уже зазначалося вище, головною причиною здійснення міжнародних інвестицій є прагнення інвестора розмістити свій капітал у тій країні і в такі активи, де він буде отримувати максимальну дохідність за припустимого рівня ризику. Додаткова дохідність іноземних інвестицій пов'язана з можливим зростанням курсів іноземних валют по відношенню до валюти інвестора, бо існує взаємозв'язок між основними фінансовими інструментами та курсом національної валюти. Крім того, ревальвація валюти певної країни дає можливість одержати вищу дохідність вкладень в облігації її емітентів, навіть якщо їх дохідність буде менше дохідності облігацій у країні інвестора. Іноземні інвестиції можуть мати і менший ризик, порівнюючи із суто національними інвестиціями. Це пов'язано з тим, що економіки різних країн розвиваються нерівномірно, і якщо деякі національні ринки акцій будуть падати, то інші будуть зростати [37].

Розглянемо теоретичні засади формування дохідності інвестиційних активів, які за своїми формами згідно з класифікацією платіжного балансу поділяються на прямі та портфельні інвестиції, іноземні інвестиційні кредити, позики та депозити, які входять до категорії інших інвестицій. Іноземні ресурси можуть бути додатково класифіковані як зобов'язання боргового типу (англ. debt-creating), або зобов'язання за власністю (англ. ownership-type, nondebt-creating). Боргове фінансування створює зобов'язання виплат основного капіталу та відсотків іноземному кредиторіві, тоді як неборгове здійснюється шляхом придбання майна і, таким чином, надає право на отримання доходів від цієї власності [134].

Неборговий приплив капіталу може здійснюватися у вигляді прямих іноземних інвестицій або портфельних інвестицій у акціонерний капітал. Його можна класифікувати як пайовий капітал.

Класифікація іноземних інвестицій згідно з утворюваними потоками доходів [134]

	Боргові	Неборгові
Портфельні	Облігації, інструменти грошового ринку	Акції
Непортфельні	Кредити, депозити, валюта	ПП

При оцінці стійкості зовнішніх дисбалансів, структура фінансування виходить на перший план. Аналітики в цілому схильні вважати один вид ресурсів більш сприятливим з точки зору країни-одержувача, ніж інші форми капіталу, які можуть посилювати вразливість країни.

Транснаціональні корпорації виступають як головний суб'єкт здійснення ПП [39], тому під час аналізу факторів, що впливають на формування дохідності таких інвестицій, потрібно вивчати специфіку умов діяльності ТНК. Потоки ПП складаються з пайового капіталу, міжфірмових боргів і реінвестованих доходів. У більшості країн, що розвиваються, реінвестується лише незначна частина прибутків від інвестицій ТНК; інші ж суми вивозяться для вкладень в інші країни або витрачаються на збільшення масштабів діяльності ТНК чи її диверсифікації³. Г. Рапопорт Г. та А. Герц [53] доводять, що в результаті збільшення прибутковості зарубіжних філій, особливо в країнах, що розвиваються, реінвестовані доходи великих європейських ТНК за останні роки склали близько 30% сукупного припливу ПП.

При дослідженні норми прибутку на ПП, важливо зазначити, що транснаціональна корпорація, приймаючи рішення куди інвестувати, де виробляти, і де можна реалізувати свій дохід, намагається максимізувати загальний прибуток всіх своїх філіалів у світі. В результаті транснаціональна корпорація структурує свою діяльність, витрати, і ціни на продукцію в різних країнах так, щоб максимізувати

³ Доходи за прямими інвестиціями складаються з прибутку (тобто, частки інвестора в чистому прибутку своїх зарубіжних філій) та процентних доходів, отриманих за непогашеними кредитами, що надійшли від материнської компанії її закордонним філіям. Також доходами від ПП є надходження і платежі за послуги, що надаються материнською компанією своїм закордонним філіям. Вони складаються з роялті та ліцензійних платежів за використання або продаж нематеріального майна або прав (в тому числі патенти, товарні знаки й авторські права) та інших приватних послуг (в тому числі плата за управління, орендна плата за матеріальне майно).

свій глобальний прибуток, а не максимізувати прибуток від окремих інвестицій або навіть на всі свої інвестиції в окремо взятою країні [137].

ТНК оцінюють прибутковість власної діяльності на основі можливостей використання переваг економії за рахунок масштабу і технологічної ефективності. Окрім цих промислових факторів організації діяльності, транснаціональні корпорації також беруть до уваги низку таких факторів, як відмінності між країнами в наявності і вартості капіталу, очікуваних доходах від інвестицій, у податковому обліку доходів, у тарифних і нетарифних бар'єрах.

Відмінності в податковому режимі різних країн можуть суттєво вплинути як на розташування самих ПП, так і на розподіл прибутку між материнською компанією та її закордонними філіями через трансфертне ціноутворення. Зокрема, для такої схеми перерозподілу прибутку, найпростішим варіантом є експорт або імпорт товарів через проміжну офшорну компанію з цілеспрямованим варіюванням контрактною ціною угоди з цією компанією.

Дослідження, які стверджують, що американські ТНК для переміщення прибутку використовували трансфертне ціноутворення, проводили Груберт і Мутті (1991), Хайнс та Райс (1990), та Груберт (1998). Вони виявили, що транснаціональні компанії включають у звіт більше доходів в іноземних юрисдикціях з низьким податком, ніж в іноземних юрисдикціях з високими податками, доводячи, що американські філії за кордоном переносять доходи з високих податкових до низьких податкових юрисдикцій [126].

Хайнс і Райс (1990) знайшли від'ємну кореляцію між прибутками ТНК США і середніми податковими ставками в приймаючих країнах [129].

Груберт (1998) знаходить непрямий доказ переміщення прибутку в дослідженні, яке перевіряє вплив податку на дивіденди на перерозподіл доходів дочірніх компаній США серед дивідендів, роялті, процентних платежів і нерозподіленого прибутку. За допомогою регресійного аналізу автор стверджує, що зниження дивідендних виплат як результат підвищення ставки податку на дивіденди, як правило, призводить до збільшення виплат процентів або роялті та ліцензійних платежів [127].

В одній із теорій ТНК автори аналізують податкові аспекти розвитку міжнародного виробництва, пояснюючи причини виникнення ПП. Згідно з «податковою» теорією головна мета

створення іноземних філій – зменшення обсягу оподаткування. Підтвердженням слугує, наприклад, те, що Республіка Кіпр має значну привабливість для закордонних інвестицій з України. При цьому майже усі закордонні інвестиції, що надходять до Кіпру з України, вивозяться із цієї країни холдінговими компаніями, зареєстрованими на Кіпрі. У результаті, використання Кіпру як «транзитної» країни для ПІ дозволяє українським компаніям реєструвати свої прибутки на Кіпрі, де розмір податку на прибуток корпорацій для компаній з офшорною юрисдикцією є досить низьким. Аналогічна стратегія також використовується іноземними інвесторами при реєстрації їх філій в офшорних зонах.

ПІ несуть ризик іноземним інвесторам, тому що останні позбавлені можливості швидкого виходу з ринку. Крім того, вони приносять більше вигод країні-реципієнту, тому що пов'язані із більшими зобов'язаннями і тривалим часом здійснення інвестицій [147]. Прийнято вважати, що неборгові форми фінансування мають низку позитивних рис. Зокрема, ПІ вважаються менш ліквідними і, отже, більш стабільною формою фінансування, ніж боргові інструменти, особливо під час періодів «раптової зупинки». Крім того, ПІ можуть прискорити економічне зростання в країні через відповідні позитивні екстерналії (технологічне оновлення, управлінські навички, вихід на нові ринки тощо). Тим не менш, важливо визнати, що велика частина описаних вище переваг ПІ пов'язана з діяльністю іноземних компаній, а не з конкретними засобами фінансування (прямий капітал є лише одним із можливих способів фінансування діяльності компанії).

ПІ мають перевагу перед зовнішніми кредитами, адже виплата доходів на ці інвестиції залежить від одержаного прибутку, тобто, на відміну від кредитів вони пов'язані з кінцевим результатом і з ефективністю капіталовкладень; репатріація іноземного капіталу або доходів регулюється країною-реципієнтом на відміну від конкретних умов надання іноземного кредиту, що залежить від значень відсоткової ставки на світовому фінансовому ринку; не збільшують заборгованість, а, навпаки, можуть призвести до збільшення експортних доходів, покращити платіжний баланс, тобто створюють умови для відшкодування боргу.

Тим не менш, внаслідок асиметричності інформації прямі інвестори вимагають більш високу дохідність за умов прийняття вищої невизначеності (ризик), ніж кредитори [134]. Беззаперечно

перевага ПП над борговим фінансуванням полягає в тому, що виплати дивідендів є проциклічними. Отже, паралельно з економічним спадом, обслуговування такого фінансування також може знижуватись. Навпаки, обслуговування боргових зобов'язань може стати ризикованим і подорожчати (збільшення відсоткової премії) у зв'язку з економічною кризою.

В одному з нещодавніх емпіричних досліджень було виявлено, що якщо порівняти вплив доходу від прямого іноземного фінансування в Угорщині в період між 1995 і 2010 рр. з альтернативними способами зовнішнього фінансування (портфельні інвестиції та іноземні кредити), ПП виявилися більш вигідними, оскільки сприяли підвищенню ВВП на 6-14%. Тим не менш отримано, що вартість обслуговування ПП була вищою, ніж в альтернативних фінансових потоках [95]. Втім, переваги цього каналу фінансування можуть бути ослаблені тим, що іноземні власники реагують на уповільнення вітчизняної економіки за рахунок скорочення частки реінвестованих доходів. Загальний дохід іноземної компанії залежить від загальної економічної ситуації, але це виключно рішення власників, наскільки вони вирішили реінвестувати в компанію і скільки вони вивезли з країни у вигляді дивідендів.

Отже, вплив ПП на економіки приймаючих країн не можна характеризувати однозначно – позитивно чи негативно. Про значні ризики для економіки приймаючих країн від залучення ПП наголошує С. О. Якубовський [91]: оскільки ТНК зацікавлені у підвищенні доходів і обсягів виробництва всередині власної корпоративної структури, вони через мережу своїх іноземних філій, насамперед, збільшують продажі власної продукції, випущеної поза приймаючими країнами. Це приводить до збільшення імпорту країн-реципієнтів ПП, що істотно погіршує їхні торговельні баланси, а в деяких випадках – і сальдо послуг. При цьому також спостерігається постійне вивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень. Таким чином, зростання виробничого потенціалу країни за рахунок ПП виправдано тільки тоді, коли ці інвестиції стимулюють довгостроковий економічний розвиток країни-реципієнта в цілому, підвищують міжнародну конкурентоспроможність її національного виробництва, покращуючи торговельний баланс. З іншого боку, відтік коштів через репатріацію прибутку може перевищити величину інвестованого капіталу, що наносить шкоду національній економіці.

Мотивація міжнародних портфельних інвестицій подібна до мотивації ПІІ, однак ці інвестиції більш ліквідні, а портфельний інвестор намагається максимізувати прибуток, що, як правило, означає і більший ризик. Тому для іноземних інвесторів постає завдання оптимізації інвестиційного портфеля. Шукати цінні папери, які мають найкращий показник «дохідність/ризик», не є оптимальною стратегією. Практика свідчить, що інвестори віддають перевагу диверсифікаційному способу управління ризиками, тобто інвестують одночасно в кілька цінних паперів. Диверсифікація інвестиційного портфеля дозволяє підвищити прибутковість портфеля при збереженні рівня загального ризику. В цьому аспекті фінансова глобалізація пропонує безліч можливостей для формування високоприбуткових інвестиційних портфелів шляхом міжнародної диверсифікації ризику. Саме диверсифікацією можна пояснити зустрічний рух капіталів із двох різних країн [54].

Транснаціональні фінансові організації (транснаціональні банки) постійно знаходяться в пошуках вигідних напрямків вкладення капіталу, враховуючи те, що прибутковість операцій на фінансових ринках країн, що розвиваються, є значно вищою за прибутковість операцій на ринках розвинених країн, проте ризикованість таких операцій також значно вища. Операції в деяких країнах і регіонах забезпечують оптимальне співвідношення між рівнем дохідності і ступенем ризику, тому конкуренція на цих сегментах ринку капіталу дуже висока.

Головним механізмом формування портфеля із заданими інвестиційними властивостями є диверсифікація активів. Згідно з теорією інвестиційного аналізу, при збільшенні кількості різних цінних паперів ризикованість портфеля зменшується. Найвищий ефект від диверсифікації досягається за наявності в портфелі 8–10 різних активів, подальше збільшення їхньої кількості не забезпечує значного зниження портфельного ризику [54].

Чан, Ковриг та Нг тим не менш довели, що інвестори віддають перевагу іноземним фондовим ринкам, які більш, а не менш корелюють з дохідністю країни походження інвестора [107]. Лейн і Мілезі-Ферретті зосереджуються на темпах росту і стверджують, що інвестори переважно володіють активами в країнах з більш взаємозв'язаними бізнес-циклами [138].

Попит на іноземні активи визначається за допомогою таких показників, як очікувана реальна норма прибутку, ступінь ризику та

ліквідність активу. Власники обмінюють свої активи залежно від змін у відсоткових ставках, обмінних курсах та розміру портфеля. Приватні та інституційні інвестори збалансовують свої портфельні вклади відповідно до оцінок очікуваних норм прибутку тих чи інших активів, а також ступені готовності до ризику. Зміни в портфельному балансі приводять до переміщення фінансового капіталу.

При визначенні балансу певного портфеля перспективний кредитор фінансового капіталу (покупець іноземних цінних паперів) оцінює рівень доходу від іноземних цінних паперів після конвертації виплачених відсотків у вітчизняну валюту, враховуючи можливості зміцнення іноземної валюти протягом усього періоду до погашення цінного паперу [73].

Найвідомішими теоріями портфельного інвестування є модель оптимального портфеля інвестицій Марковіца, модель оцінки капітальних активів, теорія Тобіна, теорія випадкових блукань, теорія рефлексивності Сороса тощо.

Теоретично-імовірнісна формалізація понять дохідності та ризику, запропонована Марковіцем, звертає увагу на загальноприйнятую практику диверсифікації й доводить, що інвестори можуть зменшити стандартне відхилення дохідності портфеля, добираючи акції, ціни на які змінюються по-різному. Фундаментальний висновок теорії Марковіца полягає в тому, що диверсифікація, тобто вкладення коштів не в один актив, а в різні зменшує ризик портфеля, навіть якщо додані до портфеля активи мають більшу дисперсію (високий ризик).

Однофакторна модель ринку капіталів В. Шарпа, в якій вперше з'явилися «альфа»- і «бета»- характеристики акцій і яку покладено в основу моделі оцінки капітальних активів (CAPM – Capital Assets Price Model), пропонує спрощений метод вибору оптимального портфеля, звівши квадратичну оптимізацію до лінійної. За умов рівноваги очікуваний дохід має дорівнювати сумі безризикової ставки та премії за ризик. Ця ризикова ставка пропорційна коваріації доходу за даним активом та дохідності, що отримується за ринковим портфелем («бета») [49].

Таким чином, середній очікуваний дохід за певним активом дорівнює:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f) \quad (1.1)$$

де $E(R_i)$ – очікувана дохідність капітального активу;

R_f – безризикова процентна ставка, наприклад, відсоткова ставка, оплачувана за державними облігаціями;

$E(R_m)$ – очікувана дохідність ринку;

β_i – чутливість очікуваного надлишкового доходу активу по відношенню до очікуваної надлишкової ринкової дохідності, тобто показник, що характеризує вплив загальної ситуації на ринку цінних паперів на динаміку курсу окремого цінного папера.

β -коефіцієнт є визнаною мірою системного ризику, який показує мінливість дохідності акції стосовно дохідності ринку загалом (дохідності середньоринкового портфеля). Ця модель ґрунтується на багаторічних спостереженнях і з'ясуванні того факту, що ставки доходу більшості акцій переважно залежать від дії узагальнюючого чинника, який і називають чинником ринку.

На більшості бірж зі зростанням цін більшості акцій пропорційно зростають ринкові індекси (і навпаки). Ці спостереження дали підстави для гіпотези, згідно з якою ставки доходу акцій щільно корельовано стосовно ринкової дохідності загального біржового індексу (середнього за біржею загалом). Показник β є уособленням усіх ризиків, що формують системну складову, хоча в реальному житті на різні фінансові активи впливають різні макроекономічні й суто ринкові чинники з різною мірою впливу.

Головна проблема у використанні CAPM полягає в тому, що виникає необхідність точного визначення структури ринкового портфеля (активів та їхньої питомої ваги). Ця модель не враховує також той факт, що інвестори в різних країнах можуть використовувати у своїх операціях різні валюти і мати різні інвестиційні уподобання щодо володіння активами.

Для застосування CAPM у міжнародній диверсифікації є необхідним використання коефіцієнта «бета», який вимірює ступінь ризику відносно світового ринкового портфеля, відображаючи мінливість активу щодо світового індексу ринку. Однак виникає складність, пов'язана з впливом на дохід факторів, що діють на внутрішньому ринку. Тому постала необхідність розробки багатофакторної моделі.

Згідно з дослідженнями, проведеними Б. Солніком, кожний цінний папір зазнає впливу внутрішнього фактора, на який, у свою чергу, впливає фактор, що діє на світовому ринку. Відповідно ризик,

що існує на національному ринку, можна поділити на такі складові: ризик, зумовлений дією світового фактора; ризик, що є специфічним для кожної конкретної країни.

Чутливість країни до світового ринкового фактора пов'язана з впливом множини інших факторів, зокрема, зовнішньої торгівлі, грошово-кредитної політики, урядового регулювання економіки та міжнародних потоків капіталів.

Світовий коефіцієнт «бета» окремого цінного папера залежить від внутрішнього коефіцієнта «бета», а також від чутливості внутрішнього фактора до фактора, що діє на світовому ринку. Відповідно середній очікуваний дохід з кожного цінного папера є пропорційним світовому коефіцієнту «бета» і внутрішньому коефіцієнту «бета».

За дослідженнями Солніка, 42% дохідності акцій зумовлено змінами національного фондового індексу, 18% – світових фондових індексів, 23% – станом світової економіки і лише 1% – коливаннями валютного курсу [49].

Враховуючи відносні доходи від вітчизняних та іноземних цінних паперів, інвестор розглядатиме забезпечений відсотковий арбітраж як прибутковий, якщо пропорційно більш високий відсотковий дохід від іноземних цінних паперів буде перевищувати пропорційну знижку на іноземну валюту на форвардному ринку [73].

Кабалеро та Кришнамерті (2006) запропонували модель, в якій країни з ринком, що формується, мають тенденцію інвестувати більше в національні фінансові інструменти, коли їх дохідність зростає [99]. Це призводить до виникнення «бульбашок», але в той же час знижує відтік капіталів до більш розвинених країн з більш розвиненими фінансовими ринками.

Для обґрунтування засад формування дохідності великого класу міжнародних інвестиційних активів – іноземних кредитів і позик (категорія «інші інвестиції») – спочатку наведемо їх класифікацію. Іноземний інвестиційний кредит – це економічні відносини між державами, іноземними банками і фірмами з приводу фінансування інвестиційної діяльності на засадах повернення в певні строки та, як правило, з виплатою процента [37].

Існують три основні види іноземного інвестиційного кредиту: державний кредит, що надається на двосторонній і багатосторонній основі, включаючи позички міжнародних організацій; банківський кредит, пов'язаний з кредитними відносинами між банками різних

країн; комерційний кредит, що безпосередньо обслуговує інвестиційний процес підприємств (фірм).

У багатьох дослідженнях висвітлено, що більшість розвинених країн покладаються на зовнішнє фінансування у формі боргових зобов'язань, які становлять значну частку від загального обсягу чистих зовнішніх зобов'язань [133]. В першу чергу від боргового фінансування з-за кордону залежать органи державного управління. Домогосподарства не можуть безпосередньо позичати з-за кордону, але, як і підприємства, отримують боргове фінансування через кредитні установи-посередники.

Активному виходу компаній із країн, що розвиваються, на світовий ринок боргового фінансування сприяли два чинники: зростаючий попит інвесторів на активи з високою дохідністю та їх бажання диверсифікувати інвестиції [81].

Необхідно зазначити, що не всі іноземні кредити використовуються для фінансування інвестиційних проектів. Кошти міжнародних фінансових організацій (МВФ та значна частина грошей Світового банку) переважно фінансують системні проекти, які спрямовані на реформування цілих секторів економіки. Оскільки кошти системних проектів можуть бути використані на погашення дефіциту бюджету або на «підтримку платіжного балансу», то, звичайно, вони не можуть бути інвестиційними.

Ціна інвестиційного кредиту являє собою відсоткову ставку, яка передбачається в кредитному договорі з урахуванням: терміну користування позичкою; заходу, що кредитується; забезпечення своєчасності розрахунків позичальника за раніше одержаними позичками та ступеня ризику. Найчастіше вона буває регульованою (плаваючою) за умови щорічного перегляду в бік зростання або зниження [47].

На рівень відсоткових ставок за інвестиційними кредитами впливають такі фактори, як зміна відсотків за депозитами; офіційно оголошений індекс інфляції; можливості одержання довгострокового інвестиційного кредиту в інших банках на більш пільгових умовах; альтернативні варіанти вкладення (інвестування) коштів в інші активи з метою одержання максимального доходу; ризикованість кредитування; витрати з оформлення позички та проведення банківського моніторингу; розмір позички; строк позички та інші фактори.

При нарахуванні відсотків банк повинен керуватися вартістю залучених коштів та операційними витратами банку на основі таких компонентів, як вартість залучення ресурсів; банківські операційні витрати; компенсація банку за рівень ризику невиконання зобов'язань позичальника; бажана маржа прибутку за кожним кредитом для здійснення достатніх виплат на користь акціонерів банку. Такий метод розрахунку відсоткових ставок відомий як «вартість плюс». Одним із його недоліків є те, що банк повинен точно знати свої витрати для нарахування відсотків без урахування фактора конкуренції з боку інших кредиторів.

Тому в банківській практиці з'явилась нова модель – «цінового лідерства», в основі якої лежить базова, або довідкова ставка «прайм-рейт», що є найнижчою відсотковою ставкою, яку пропонують найбільш кредитоспроможним клієнтам за короткостроковими кредитами. На світових фінансових ринках такими ставками є ЛІБОР (London Interbank Offered Rate – LIBOR), ЛІБІД (London Interbank Bid Rate – LIBID), ФІБОР (Frankfurt Interbank Offered Rate – FIBOR) та ряд інших. Ставка «прайм-рейт» щорічно розраховується за формулою простої (незваженої) середньої арифметичної з індивідуальних ставок групи провідних банків. Ця модель найбільш притаманна інвестиційним позичкам, бо включає премію за ризик, пов'язаний зі строковістю кредиту, оскільки за довгостроковими кредитами банки можуть понести більші збитки, ніж за короткостроковими.

У випадку однорідних чинників виробництва диференціал процентних ставок може розглядатися як основна причина потоків капіталу між країнами. Головне, що вирізняє інвестиційну теорію згідно з монетаристськими підходами, – це припущення щодо паритету процентних ставок, яке полягає в тому, що різниця між дохідністю фінансових активів у різних країнах відбиває майбутні зміни курсу валют. Тобто, якщо дохідність інвестицій усередині країни вища, ніж за її межами, то національна валюта буде знецінюватись стосовно іноземної.

У межах монетаристської доктрини було сформульовано гіпотези непокритого й покритого паритету процентних ставок⁴.

⁴ Паритет є покритим, коли за браком паритету процентних ставок інвестування здійснюється в економіку країни з високим рівнем дохідності за рахунок кредитів, отриманих у країні з низьким рівнем дохідності. У цьому разі інвестор, як правило, страхує себе від валютних ризиків, укладаючи ф'ючерсні валютні контракти. Непокритим паритет

Згідно з цими гіпотезами рух інвестицій є компенсованим: вкладаючи кошти в національну й зарубіжну економіку, можна перекривати ризики за рахунок різниці в дохідності інвестицій.

Непокритий паритет процентної ставки (НПП): процентний диференціал між внутрішніми та зовнішніми процентними ставками має дорівнювати очікуваній зміні валютного курсу:

$$i_t - i_t^{usd} = s_{t+1}^{usd} - s_t^{usd} \quad (1.2)$$

Проте, в реальних умовах теорія непокритого паритету не завжди знаходить своє підтвердження. Передусім тому, що НПП передбачає повну взаємозамінність внутрішніх і зовнішніх активів, навіть якщо вони деномінуються в різних валютах. Це, у свою чергу, вимагає не лише відсутності обмежень на рух капіталу, але й розвиненої інституційної інфраструктури, повної інформованості, спільних податкових та правових режимів, а також чітких уявлень щодо майбутньої траєкторії обмінних курсів.

Надаючи важливого значення проблемі паритету валют і його впливу на міжнародну інвестиційну діяльність, деякі дослідники водночас різницю в процентних ставках пояснюють різницею в рівнях інфляції [79]. Вони стверджують, що збільшення номінальної процентної ставки та приплив інвестицій у країну за умов високої інфляції призводять до девальвації національної валюти в майбутньому. Таким чином, держава повинна контролювати динаміку надходження у країну іноземних кредитів для приватного сектору і банків. У випадку, якщо надмірний приплив іноземних кредитів призводить до інфляції і зростання РЕОК, слід зменшити їхню привабливість, зокрема, збільшивши норму обов'язкового резервування для кредитних операцій з іноземною валютою чи навіть заборонити деякі види кредитування в іноземній валюті.

Отже, аналіз засадничих принципів формування дохідності різних інвестиційних активів показав, що в основному більшість підходів до її моделювання обґрунтована з погляду індивідуальних інвесторів. Але для аналізу впливу дохідності іноземних інвестицій на стійкість національних фінансових систем необхідним є моделювання дохідності з точки зору приймаючих країн, що і буде вирішено у наступному підрозділі.

буває тоді, коли інвестиції здійснюються за умов повної прогнозованості валютного курсу, тобто за відсутності валютного ризику.

1.3. Теоретичні засади моделювання показників дохідності іноземних інвестицій та їх макроекономічного впливу

Відсутність надійного теоретичного підґрунтя побудови показників дохідності іноземних інвестицій та їх впливу на стійкість національних фінансових систем передбачає ідентифікацію відповідних емпіричних залежностей за допомогою адекватного статистичного інструментарію. В даній частині дослідження представлено концептуальні рамки, що дозволяють проаналізувати макроекономічний вплив дохідності іноземних інвестицій.

На дохідність інвестицій впливають фундаментальні чинники: загальний стан економіки, рівень інфляції, грошово-кредитна політика. Результати попередніх досліджень свідчать про те, що країни з більш якісними показниками фінансової стійкості (нижча інфляція, вища схильність до інвестицій, стабільний реальний обмінний курс тощо) залучають більше інвестицій (стосовно ВВП) порівняно з країнами з гіршими показниками фінансової стійкості [123].

Підвищення дохідності внутрішніх інвестиційних активів теоретично повинно поліпшувати поточний рахунок платіжного балансу, оскільки сприяє збільшенню заощаджень. Це можна пояснити балансом заощаджень-інвестицій: поточне підвищення дохідності інвестиційних активів сприяє збільшенню заощаджень, оскільки відбувається вибір на користь майбутнього, а не поточного споживання із-за передбачень отримання вищого доходу в майбутньому. На потенціал заощаджень істотно впливає інфляція, яка визначає дохідність на фінансовому ринку⁵.

Загалом, для більшості фінансових інструментів існують дві форми отримання доходу: 1) поточний дохід, який набуває форму дивідендних чи процентних виплат, 2) приріст капіталу, або «ефект вартісної оцінки», який відображає зміну ринкової вартості фінансових активів, виражену в національній валюті інвестора. Доходи від зростання капіталу є важливим суб'єктом у сфері оподаткування. В більшості західних країн доходи від приросту ринкової вартості капіталу оподатковуються або як дохід, або у

⁵ З одного боку, висока інфляція дає змогу отримати високий номінальний дохід від вкладень, проте підвищена цінова динаміка зазвичай засвідчує нестабільний розвиток економіки і високий ризик. Інфляція знижує реальну вартість фінансових активів, що послаблює формування стимулів для заощаджень. Крім цього, інфляція знецінює вже існуючий потенціал заощаджень.

вигляді окремого податку на приріст ринкової вартості капіталу. Але, як правило, приріст капіталу оподатковується лише в разі його реалізації [35].

Зокрема, згідно з Глобальними стандартами подання результативності інвестицій (The Global Investment Performance Standards – GIPS) необхідно підраховувати сукупну дохідність, що включає в себе реалізовані і нереалізовані прибутки та збитки плюс дохід. Однак оцінити нереалізовану вартість активу досить складно, тому що часто важко знати точну ціну до моменту його продажу. Та все ж активи ринку цінних паперів є більш ліквідними і дозволяють зробити точнішу вартісну оцінку, ніж, наприклад, активів ринку нерухомості.

Згідно з визначенням Хейга-Сімонса, дохід – це грошова вартість чистого збільшення можливостей індивіда споживати протягом певного періоду. Він дорівнює сумі, фактично спожитій протягом цього періоду, плюс чисте збільшення добробуту [128].

У найпростішому випадку приріст ринкової вартості капіталу, що виникає внаслідок продажу активів, визначається на основі ціни продажу або ціни купівлі. Але розрахунок може бути й набагато складнішим, коли вартість активів коригується з урахуванням ринкових коливань або індексується на інфляцію. В різних країнах передбачаються різні види коригувань, а в багатьох випадках жодних коригувань не роблять. Приріст капіталу може бути результатом зміни ринкової ціни активу, а також коливання обмінних курсів. Приріст капіталу не відображається у поточному рахунку платіжного балансу, як це робить поточний дохід, але знаходить відображення у міжнародній інвестиційній позиції країни (МІП) [97].

Тобто, окрім звичайних факторів, що визначають зміни в обсязі компонентів балансу міжнародних інвестицій (операції з різними фінансовими інструментами – прямими, портфельними та іншими інвестиціями), на динаміку МІП країн впливають такі фактори, як зміни рівня цін та зміни валютних курсів, які впливають на вартісну оцінку акцій, боргових цінних паперів, прямих інвестицій та резервних активів. Зміни вартості фінансових активів та валютних курсів набувають дедалі більшого значення у зв'язку із зростанням нестійкості валютних і фондових ринків.

Таким чином, можна записати:

$$Ret_t = Inc_t + KG_t, \quad (1.3)$$

де Ret_t – загальний інвестиційний дохід, який складається з поточного доходу, Inc_t та приросту капіталу, KG_t . Більша частина доходу від інвестицій в інструменти участі у капіталі (портфельні інвестиції в акції та ПІІ) отримується за рахунок приросту капіталу, поточний дохід є порівняно незначною складовою [141]. Враховуючи цей факт, значення поточного рахунку стає все менш і менш індикативним щодо змін у зовнішніх позиціях країн, у зв'язку з тим що ігноруються вищезгадані ефекти вартісної оцінки⁶.

Вплив цього каналу зовнішнього вирівнювання на динаміку сукупних чистих іноземних активів зростає відповідно з вражаючим накопиченням запасів іноземних активів і пасивів країн в останні роки. Чи впливатиме ефект вартісної оцінки при коливанні валютних курсів на МІП, залежить від валютного складу активів та зобов'язань: наприклад, для США зміцнення долара знижує вартість (у доларах) активів і зобов'язань, виражених в іноземній валюті, але не впливає на вартість (у доларах) активів і зобов'язань, виражених у доларах. На думку деяких авторів, увагу потрібно звертати на чистий ефект вартісної оцінки: приріст капіталу від іноземних активів може бути повністю компенсовано за рахунок приросту капіталу за зовнішніми зобов'язаннями [139]. Потрібно чітко розрізняти приріст капіталу, який приносить користь як національним, так і іноземним інвесторам (зумовлений підвищенням дохідності національних активів, коли економічні перспективи країни поліпшуються), і той, який неминуче призводить до асиметрії (ефекти вартісної оцінки, викликані коливаннями обмінних курсів) [142].

Ефекти вартісної оцінки допомагають деяким розвинутим країнам стабілізувати зовнішню позицію: тим країнам, активи яких в основному номіновані в іноземній валюті, а зобов'язання – в національній валюті. Наприклад, в одному з досліджень ролі ефектів вартісної оцінки для США виявлено, що при наявності іноземних активів у розмірі 85% ВВП (які на 70% номіновані в іноземних валютах) та зобов'язань у розмірі 107% ВВП (номінованих майже повністю у доларах США) при знеціненні долара США на 10% буде здійснено трансфер 5,9 % ВВП США від решти світу до США [125]. Хоча у США спостерігається постійне погіршення від'ємної чистої

⁶ Існуючі дослідження ефектів вартісної оцінки в основному зосереджуються на розвинутих країнах у зв'язку з проблемою наявності даних. Лише декілька країн (США, Австралія, Канада, Велика Британія) надають офіційні оцінки приросту капіталу своїх міжнародних активів та зобов'язань.

міжнародної інвестиційної позиції, чисті інвестиційні доходи поточного рахунку США були постійно додатними. Цей феномен пояснюється високою часткою інструментів участі у капіталі (прямих і портфельних інвестицій в акціонерний капітал) у зовнішніх активах США. Такі інвестиційні інструменти потребують премію за ризик (англ. equity risk premium) і тому мають, в середньому, більш високу і більш волатильну дохідність, ніж боргові інструменти, в яких в основному зосереджені іноземні зобов'язання США. У дослідженні динаміки зовнішніх позицій країн було виявлено, що завдяки випереджаючому росту іноземних фондових ринків та за рахунок знецінювання долара США на 15% у період з 2001-2004 рр. США отримали значний прибуток у формі приросту капіталу. В результаті доходи по іноземним активам перевищували виплати за іноземними зобов'язаннями США в середньому на 5% [142].

В країнах з ринком, що формується, навпаки, ефекти вартісної оцінки призводять до порушення зовнішньоекономічної рівноваги. Справді, раптове знецінення валютного курсу неоднозначно позначається на становищі типової країни з ринком, що розвивається: хоча її торгівельний баланс поліпшується (при виконанні умови Маршала-Лернера), її позиція за чистими іноземними активами може погіршитися, якщо з точки зору інвестиційних інструментів в іноземній валюті ця країна є чистим дебітором.

Дане протиріччя між механізмом торгівельного балансу і механізмом вартісної оцінки допомагає пояснити, чому країни з ринком, що формується, відчують занепокоєння щодо мінливості валютного курсу, і чому так важко визначити належну політику в сфері валютного курсу, особливо в часи кризи. Воно також підкреслює важливість сприяння розвитку ринків боргових інструментів у національній валюті, підвищення ролі ПІІ та припливу портфельних інвестицій в акціонерний капітал як засобу більш дієвого розподілу ризиків [140].

Перед тим як перейти до моделювання дохідності різних інвестиційних інструментів, необхідно провести класифікацію даних платіжного балансу (ПБ) та міжнародної інвестиційної позиції (МІП), які будуть використовуватись для побудови бази даних дохідності. МВФ поділяє дані за активами та зобов'язаннями на широкі категорії: ПІІ, портфельні інвестиції в акціонерний капітал і борг (який включає портфельні боргові цінні папери, а також інші інструменти,

наприклад, позики, депозити та комерційні кредити, які включені до розділу «інші інвестиції»), фінансові деривативи та резервні активи.

Для кожної з цих широких категорій платіжний баланс відображає чистий приплив і відтік капіталу протягом певного періоду часу, тоді як МПП – накопичені потоки капіталу, тобто накопичені запаси зовнішніх фінансових активів та зобов'язань. Зокрема, приплив капіталу відображає чисті придбання або продаж нерезидентами внутрішніх активів, у той час як відтік відображає чисті придбання або продаж іноземних активів резидентами. З цього визначення повинно бути зрозумілим, що і приплив, і відплив капіталу може приймати негативні значення⁷. Наявність у країнах активів, що контролюються іноземними інвесторами, призводить до відтоку капіталу в зв'язку з репатріацією доходів⁸.

Розглянемо можливі методи розрахунку складових наведеної раніше формули (1.3) загального доходу від зарубіжних інвестицій $Ret_t = Inc_t + KG_t$. За глобальними стандартами результативності інвестицій (GIPS) пропонується розраховувати зважену за часом ставку дохідності, яка дозволяє враховувати вплив розподілу в часі зовнішніх грошових потоків. Зважена за часом ставка дохідності є базою для порівняння композитних дохідностей інвестицій на глобальній основі. Дохідність повинна оцінюватися, принаймні, щоквартально. Найбільш коректний результат забезпечує оцінка станом на дати всіх великих зовнішніх грошових потоків. Зовнішній грошовий потік – це грошові кошти, цінні папери або інші активи, які надходять чи виводяться з портфеля (приплив або відплив капіталу), що зазвичай ініціюється інвестором.

Розрахунок справжньої зваженої за часом ставки дохідності – непросте завдання, і з цієї причини можуть використовуватися методи апроксимації при розрахунку загальної дохідності інвестицій за періоди і субперіоди. Найбільш часто використовувані методи наближення поєднують в собі різні методології розрахунку ставок

⁷ Наприклад, якщо нерезиденти є нетто-продавцями вітчизняних акцій за рік, приплив портфельних інвестицій в акції буде негативним. Аналогічним чином, якщо уряд погашає частину свого зовнішнього боргу, скорочення вимог нерезидентів до уряду відбивається як від'ємний приплив капіталу, оскільки нерезиденти є нетто-продавцями облігацій уряду [135].

⁸ Дані щодо інвестиційних виплат та отримань відображаються у статті «Доходи» поточного рахунку платіжного балансу у формі дивідендів від прямих інвестицій, реінвестованого прибутку та відсотків за міжфірмовим боргом; дивідендів за портфельними інвестиціями в акції (органи грошово-кредитного регулювання, уряд, банки та інші сектори) та відсотків за борговими цінними паперами і інструментами грошового ринку за категорією портфельних інвестицій; відсотків по кредитах та виплат за іншими інвестиціями.

дохідності для субперіодів (такі як метод Дітца, модифікований метод Дітца, метод внутрішньої (норми) прибутковості (IRR) і модифікований метод внутрішньої (норми) дохідності) з використанням розрахунку зваженої за часом ставки дохідності шляхом геометричного зв'язування дохідностей за субперіоди.

Важливим для роботи з річними даними платіжного балансу і міжнародної інвестиційної позиції є метод апроксимації Дітца [113], який є засобом вимірювання дохідності інвестицій протягом тривалого часу за наявності зовнішніх потоків в/із інвестиційного портфеля. Він базується на припущенні, що всі зовнішні потоки відбуваються усередині періоду оцінки (наприклад, усередині року):

$$r_{Dietz} = \frac{V_1 - V_0 - Flow}{V_0 + (Flow \times 0,5)}, \quad (1.4)$$

де V_0 – початкова вартість інвестиційного портфеля, V_1 – кінцева вартість портфеля, r – дохідність портфеля, $Flow$ – зовнішній грошовий потік протягом періоду (якщо $Flow$ – від'ємна величина, то спостерігається відтік з портфеля). Зокрема, цей метод використовував К. Форбс [121].

При роботі з квартальними даними платіжного балансу і міжнародної інвестиційної позиції дохідність іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується, буде розраховуватись згідно з формулами 1.5 та 1.6. Лейн і Мілезі-Ферретті використовували схожий підхід для розвинених країн [138].

Виплати інвестиційних доходів країною в іноземній валюті позначено як $INCd_t^x$, що являє собою дебіт статті доходу поточного рахунку за зобов'язаннями типу X – прямі, портфельні чи інші інвестиції. Дохідність в іноземній валюті за зобов'язанням тоді можна записати як:

$$YLI_t^x = \frac{INCd_t^x}{XLI_{t-1}}, \quad (1.5)$$

де XLI – накопичення зовнішніх зобов'язань типу X.

Друга складова доходу від іноземних інвестицій – приріст капіталу, або «ефект вартісної оцінки» у рік t за зобов'язаннями визначається різницею між зміною накопичень XL протягом періоду $t-1$ і t та відповідним потоком xl у році t , розділеною на початковий запас XL :

$$CGL_t^x = \frac{XLI_t - XLI_{t-1} - xl_t}{XLI_{t-1}}, \quad (1.6)$$

де CGL_t^x – приріст капіталу за міжнародними зобов'язаннями типу X відповідно.

Нарешті, загальний дохід за зобов'язаннями:

$$RETL_t^x = YLI_t^x + CGL_t^x \quad (1.7)$$

Реальний дохід активів в доларах отримується за допомогою врахування інфляції в США. Номінальний дохід активів в національній валюті отримується з використанням тієї ж методології⁹.

Як вже зазначалось вище, згідно з глобальними стандартами подання результативності інвестицій, розраховувати дохідність необхідно за періоди між великими грошовими потоками та для розрахунку підсумкової дохідності скласти дохідності за окремі періоди геометрично.

Так, для розрахунку дохідності за рік всі квартальні ставки дохідності зв'язуються геометрично за наступною формулою:

$$r_{twr} = (1 + r_{t,1}) \times (1 + r_{t,2}) \times \dots \times (1 + r_{t,n}) - 1, \quad (1.8)$$

де r_{twr} – зважена за часом ставка дохідності за рік, а $r_1, r_2, \dots, r_n$ – дохідності за 1, 2, ..., n квартали відповідно [172].

Для цінних паперів з фіксованою прибутковістю і для всіх інших активів з процентним доходом повинен бути використаний метод нарахування. Ринкова вартість цінних паперів з фіксованою прибутковістю повинна включати накопичений дохід.

Розглянемо реальний дохід (на іноземні активи або пасиви) у національній валюті та у валюті США. Для країни i ці доходи будуть пов'язані між собою обмінним курсом:

$$(1 + r_{it}^{US}) \equiv (1 + r_{it}) * \frac{rer_{it}}{rer_{it-1}} \quad (1.9)$$

де $r_{it}^{US}(r_{it})$ – реальний дохід, виражений у доларах (національній валюті), та rer – реальний обмінний курс національної валюти до долару. Розглянемо детермінанти реального доходу у національній валюті. Сукупний дохід за активами чи зобов'язаннями є зваженою сумою доходів за різними компонентами інвестиційної позиції.

$$r_{it} = \sum_j w_{ij} r_{ijt} \quad (1.10)$$

⁹ Накопичення потоків конвертуються у національну валюту, використовуючи обмінний курс на кінець періоду, а потоки – використовуючи середній обмінний курс за період, дотримуючись правил підрахунку платіжного балансу.

Сукупний дохід залежить від доходу за кожною інвестиційною категорією та їх питомої ваги в інвестиційному портфелі. Можна змодельовати дохід по кожній інвестиційній категорії як залежність від загального для країни компоненту та ідіосинкратичного фактору, який демонструє відхилення від загальних тенденцій ринку.

$$r_{ijt} = r_{ijt}^* + \mu_{ijt} \quad (1.11)$$

Наприклад, дохід за зобов'язаннями по портфельним інвестиціям в акції дорівнюватиме дохідності внутрішнього фондового індексу, якщо іноземні інвестори просто інвестували в фондовий індекс, але буде відрізнятися, якщо іноземні інвестори обирають різний склад портфелю.

Для виявлення впливу змін обмінного курсу на динаміку дохідності інвестицій розглянемо зв'язок між дохідностями, вираженими в національній та іноземній валюті, і реальним обмінним курсом:

$$r_{it}^{US} = r_{it} + drer r_{it}, \quad (1.12)$$

де $drer$ – зміна (подорожчання чи знецінення) реального обмінного курсу національної валюти до американського долара. Якщо дохід залежить тільки від внутрішніх чинників (не залежить від змін обмінного курсу), то дохід в національній валюті та реальний обмінний курс не повинні корелювати, і зміни обмінного курсу повинні повністю відображатись на доході в іноземній валюті.

Для порівняння показників дохідності за різними інвестиційними активами, наприклад, портфельними та прямими інвестиціями, можна використати їх статистичні характеристики, такі як стандартне відхилення, яке безпосередньо свідчить про ризикованість інвестицій. Розрахувати за певний період ризик як стандартне відхилення за звичайною формулою вибіркового стандартного відхилення портфеля (історичного стандартного відхилення) відносно нескладно. Але, як відомо з теорії портфельних інвестицій, порівняння тільки стандартного відхилення не завжди надає коректну оцінку відносного ризику. Кращою мірою є співвідношення надлишкової дохідності (премії за ризик) до загального ризику інвестиції, визначеного як стандартне відхилення або коефіцієнт Шарпа [167].

У загальному вигляді для i -го портфеля критерій Шарпа (S) за певний період визначають так:

$$S_i = \frac{R_i - R_o}{\sigma_i}, \quad (1.13)$$

де R_i – середньорічна дохідність i -го портфеля за певний період;
 R_o – безризикова дохідність;
 σ_i – історичне значення стандартного відхилення i -го портфеля [49].

У загальному розумінні цей критерій характеризує міру стабільності (стійкості) перевищення безризикової дохідності (надлишкової дохідності). Бажаним буде значення, що перевищує критерій Шарпа, тобто рівень премії вищий за ризик на одиницю вимірювання ризику. В такому контексті критерій Шарпа, наприклад для ПП, буде розраховуватись як відношення різниці між дохідністю ПП і базовою дохідністю до стандартного відхилення дохідності ПП.

Для визначення взаємозв'язку між дохідністю зовнішніх активів та зобов'язань і динамікою зовнішньої позиції запропоновано модель, в якій, враховуючи ефект вартісної оцінки, зміни в активах та пасивах міжнародної інвестиційної позиції країни мають дорівнювати сумі основних складових платіжного балансу країни:

$$AI_t - AI_{t-1} - (LI_t - LI_{t-1}) = CA_t + CG_t + BC_t \quad (1.14)$$

де AI_t – активи міжнародної інвестиційної позиції, LI_t – пасиви міжнародної інвестиційної позиції, CA_t – баланс поточного рахунку, CG_t – приріст/зменшення капіталу завдяки володінню активами/пасивами в міжнародній інвестиційній позиції, BC_t – додаткові фактори, такі як капітальні трансферти, помилки і пропущення. CA_t складається з суми балансу товарів, послуг та поточних трансфертів REP_t і балансу доходів від інвестицій $i^A AI_t - i^L LI_t$, де i^A та i^L – номінальна дохідність за зовнішніми активами та зобов'язаннями. Тобто, $AI_t - AI_{t-1} - (LI_t - LI_{t-1}) = REP_t + (i^A AI_t - i^L LI_t) + CG_t + BC_t$. Завдяки цьому рівнянню можна визначити взаємозв'язок між номінальною дохідністю зовнішніх активів/пасивів і змінами вартості капіталу завдяки володінню активами/пасивами в міжнародній інвестиційній позиції $i^A AI_t - i^L LI_t + CG_t$ та динамікою зовнішньої позиції країни.

Важливим є розуміння розмірів і джерел диференціалу дохідностей активів і пасивів, почасти тому, що диференціал дохідностей відіграє важливу роль у визначенні динаміки чистої міжнародної інвестиційної позиції. Наприклад, якщо загальні активи і зобов'язання становлять кожні приблизно 100 відсотків ВВП,

диференціал в один відсоток від ВВП призведе до поліпшення нетто-позиції. Дійсно, додатній диференціал дохідностей активів і пасивів США по відношенню до решти світу був би джерелом стабільності в присутності значного дефіциту рахунку поточних операцій США. У моделі Кавалло і Тилле (2006) більш додатній диференціал дохідностей впливає на коректування динаміки поточного рахунку таким чином, що зменшує ймовірність розгортання кризи зовнішніх дисбалансів.

Для визначення впливу на країни залучених іноземних інвестицій пропонується співставити масштаби репатріації прибутків та відповідних отриманих інвестиційних потоків за певний проміжок часу. Введемо поняття «*коефіцієнт покриття іноземних інвестицій*» під яким будемо розуміти частку сумарних доходів, вивезених іноземними інвесторами у відповідних кумулятивних надходженнях фінансового рахунку:

$$Cover^x = \frac{\sum INCd_t^x}{\sum xl_t} \quad (1.15)$$

де *Cover* – коефіцієнт покриття іноземних інвестицій типу *x* (ПП, портфельні чи інші інвестиції) за певний проміжок часу.

Коефіцієнт покриття іноземних інвестицій можна розрахувати і окремо для кожного року як частку вивезених інвесторами інвестиційних доходів в отриманому іноземному капіталі країною (сума зобов'язань за ПП, портфельними та іншими інвестиціями фінансового рахунку). Даний коефіцієнт може також використовуватись як індикатор нестабільності в країні. Високий рівень дохідності іноземного приватного капіталу має серйозні негативні наслідки для економіки в період кризи, і тому уряди повинні приділяти увагу аналізу стійкості потоків таких капіталів для того, щоб вчасно вжити оперативні економічні заходи для стабілізації цих потоків.

Отже, подальший детальний аналіз динаміки та структури дохідності іноземних інвестицій за допомогою наведених вище підходів моделювання їх макроекономічного впливу у країнах з ринком, що формується, має виявити, чи є дохідність інвестування у цих країнах підставою для тривалого стійкого припливу капіталу, який підтримує існуючі зовнішні дисбаланси країн. У наступному дослідженні необхідно визначити, як окремі види іноземних інвестицій впливають на платіжні баланси, міжнародні інвестиційні позиції та зовнішній борг країн з ринками, що формуються.

Висновки до розділу 1

Результати дослідження свідчать про те, що іноземні інвестиції по-різному впливають на розвиток країни-реципієнта. Залучення іноземних інвестицій виправдано тільки тоді, коли ці інвестиції стимулюють підвищення міжнародної конкурентоспроможності країни, що у довгостроковому періоді призведе до покращення її торговельного балансу та сальдо послуг. У короткостроковому періоді майже усі іноземні інвестиції погіршують поточний рахунок країни.

Відтік коштів через репатріацію прибутків може перевищити величину інвестованого капіталу, що не є вигідним для національної економіки, однак позитивні наслідки для торговельного балансу та сальдо послуг можуть повністю компенсувати негативні наслідки припливу іноземного капіталу.

При цьому переваги і недоліки тих чи інших форм залученого іноземного капіталу є такими.

Прямі іноземні інвестиції мають перевагу перед зовнішніми кредитами, оскільки виплата доходів на ці інвестиції залежить від одержаного прибутку, тобто, на відміну від кредитів вони пов'язані з кінцевим результатом і з ефективністю капіталовкладень; репатріація іноземного капіталу або доходів певною мірою регулюється реципієнтом на відміну від конкретних умов надання іноземного кредиту, що залежить від рівня ліквідності та процентних ставок в ЄС, США, Японії та Швейцарії.

Разом з тим потребує подальшого дослідження питання щодо впливу ПІІ на зовнішню заборгованість і платіжний баланс: хоча вони, з одного боку, можуть призвести до експортних доходів і таким чином покращити платіжний баланс, створюючи умови для відшкодування боргу, але існує і протилежна тенденція збільшення імпорту країн-реципієнтів ПІІ, як наслідок діяльності ТНК, що істотно погіршує їхні торговельні баланси, а в деяких випадках – і сальдо послуг. Також, такі інвестиційні інструменти потребують премію за ризик і тому мають, в середньому, більш високу і більш волатильну дохідність, ніж боргові інструменти. При цьому постійне вивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень може призвести до того, що репатріація прибутків перевищить отримані інвестиції.

РОЗДІЛ 2

ПОТОКИ КАПІТАЛУ ТА ДОХОДИ ВІД ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В КРАЇНАХ З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ

2.1. Еволюція зовнішніх позицій та впливу потоків капіталу для країн з ринком, що формується

В умовах світової економічної кризи, що виявила незбалансованість міжнародних потоків капіталу та наявність вагової спекулятивної складової у стратегіях міжнародних інвесторів, особливу актуальність набувають дослідження впливу припливу іноземних капіталовкладень на розвиток національних економік.

За останнє десятиріччя країни з ринком, що формується, істотно поглибили свою інтеграцію з світовими фінансовими ринками, як це засвідчують їх міжнародні інвестиційні позиції, а саме зростаюча вартість міжнародних активів і зобов'язань. Багато країн заохочували потоки капіталу, усуваючи обмеження, дерегулюючи внутрішні фінансові ринки та покращуючи економічне середовище і перспективи шляхом ринково орієнтованих реформ. Зокрема, в 1990-х роках країни, що розвиваються, і перехідні країни Центральної та Східної Європи (ЦСЄ), Східної Азії та Латинської Америки усунули обмеження на міжнародні фінансові трансакції та водночас послабили регулювання фінансових операцій на внутрішніх ринках [89].

Е. Прасад відзначає, що якщо раніше для країн з ринком, що формується, міжнародні потоки капіталу прийнято було розглядати як деструктивну силу, яка збільшує волатильність і викликає руйнівні кризи, а не як сприятливу для економічного зростання або диверсифікації ризиків за рахунок розширення можливостей інвестування, то зараз спостерігаються зміни, які показують, що країни з ринком, що формується, можуть бути в більш вигідному положенні, щоб скористатися перевагами від потоків капіталу, хоча при цьому зіштовхуються з новим набором ризиків [52].

Звичайно, існують значні відмінності щодо стійкості до потоків капіталу різних груп країн з ринком, що формується. Наприклад, країни Азії, особливо Китай та Індія, досягли набагато кращих умов, ніж економіки країн ЦСЄ, які накопичили значний зовнішній борг та інші зовнішні дисбаланси.

Незважаючи на збільшення в абсолютному вираженні припливу потоків капіталу до країн з ринком, що формується (у 2007 р. та починаючи з 2010 р. сумарні обсяги припливу іноземних інвестицій до цих країн перевищують 1 трлн. дол.), тим не менш, у відносному вимірі (стосовно ВВП), цей показник залишається значно нижче рівня 2005-2007 рр. (рис. 2.1). Тодішнє пожвавлення потоків капіталу частково пов'язано з великим припливом капіталу до країн ЦСЄ після приєднання до ЄС, але на сьогодні потоки капіталу на ринках, що формуються, як частка від ВВП перебувають на рівні середини 1990-х років.

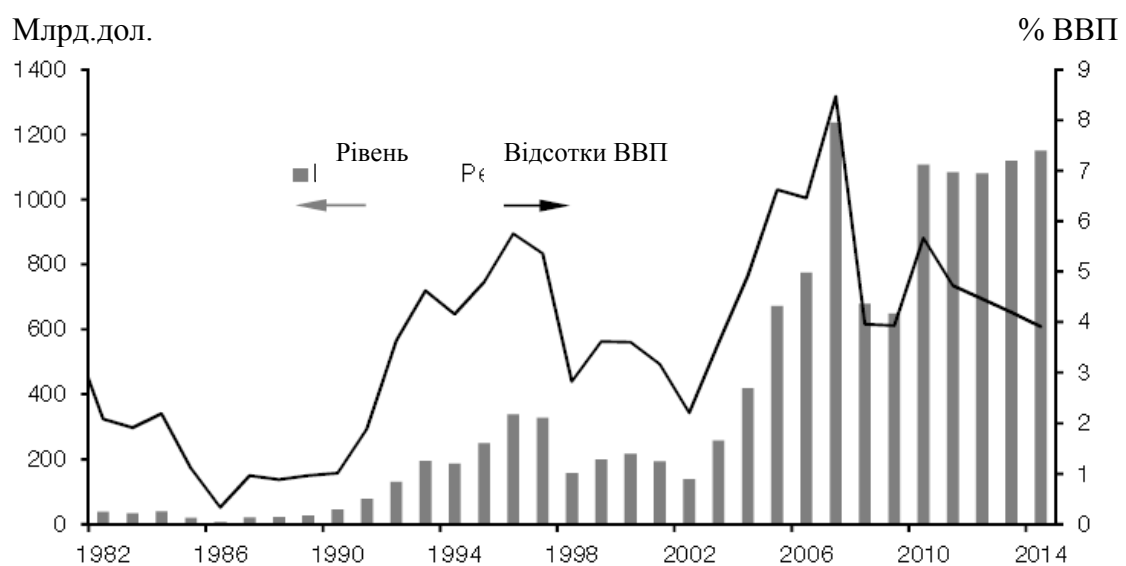


Рис. 2.1. Приплив капіталу до країн з ринком, що формується [170]

Структурно ПІІ домінують у загальному обсязі вкладень до країн з ринком, що формується (рис. 2.2.). Банківське кредитування з 2007 р. досягло мінімуму з початку 2000-х рр., що було спричинено процесами делевереджингу, особливо в Європі. Частково це пов'язано з жорсткішими вимогами до капіталу і підвищеною невизначеністю щодо змін в нормативно-правовому середовищі. Величина портфельних інвестицій в акції відносно невелика. Стала різниця процентних ставок між розвиненими економіками і економіками, що розвиваються, підтримує чисті боргові потоки. Значне збільшення припливу приватного капіталу в країни, що розвиваються, з 2010 р. збіглося з впровадженням жорсткішої грошово-кредитної політики в багатьох з цих країн.

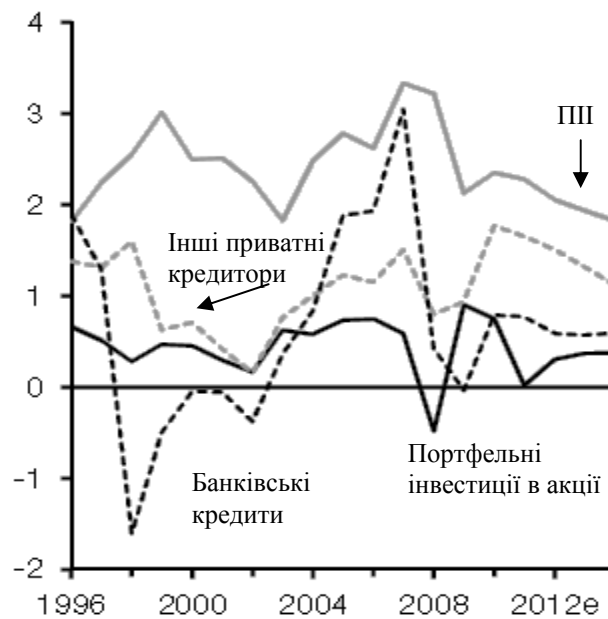


Рис. 2.2. Структура потоків капіталу до країн з ринком, що формується, % від ВВП, 1996-2012 рр. [44]

На тлі м'якої грошово-кредитної політики, що здійснюється ФРС США, ЄЦБ та центральними банками Японії, Великої Британії і Швейцарії, останнім часом спостерігається зростання схильності інвесторів до ризику і відбувається збільшення припливу іноземного капіталу в країни, що розвиваються. За оцінками Інституту міжнародних фінансів (Institute of International Finance), сукупний чистий приплив приватних інвестицій в ці країни в 2012 р. склав близько 1,22 трлн. доларів. При цьому рівно половина інвестицій припадає на країни Азії [170].

13 вересня 2012 р. ФРС оголосила про новий раунд кількісного пом'якшення (англ. quantitative easing – КП), заявив, що поповнить свій портфель довгострокових цінних паперів іпотечними облігаціями, які викуповуватимуться щомісяця на суму в 40 млрд. дол. Більш того, програма викупу не мала певного строку і повинна була працювати доти, поки економічна ситуація не поліпшиться, а безробіття суттєво не знизиться. Ці дії являють собою фундаментальне зрушення в політичній позиції ФРС, які, ймовірно, призведуть до значних глобальних фінансових наслідків у найближчі роки. Дослідимо, чи впливають дії ФРС на потоки капіталу до ринків, що розвиваються.

Згідно з теорією паритету процентних ставок, параметри глобальної грошової політики є важливим фактором припливу капіталу в країни з ринком, що формується, тому що низькі процентні

ставки в розвинених країнах збільшують відносну прибутковість активів економік, що розвиваються.

У цьому зв'язку суперечливими є позиції головних міжнародних регуляторів. На думку керуючого директора МВФ Крістін Лагард, кількісне пом'якшення, швидше за все, призведе до формування значних і волатильних потоків капіталу, які загрожують «перегрівом, появою мильних бульбашок на ринках активів і посиленням фінансового дисбалансу». Водночас попередній голова ФРС Бен Бернанке, навпаки, заперечував аргументи про те, що кількісне пом'якшення в США викликає дестабілізуючий вплив капіталу в країни з ринком, що формується. Так, відмінності в очікуваній прибутковості є найбільш важливим фактором, що визначає рух капіталу і зростання ринків, що розвиваються, в результаті світової фінансової кризи «ще більше підсилює ці потоки. Будь-які негативні наслідки на ринках, що розвиваються, в результаті пом'якшення грошово-кредитної політики в країнах з розвинутою економікою, повинні розглядатися і з точки зору вигоди, яку приносить цим ринкам кількісне пом'якшення» [84].

Попередні раунди великомасштабних покупок активів пропонують важливі прецеденти для оцінки впливу КП на потоки капіталу. Обидва КП1 і КП2 співпали зі значними змінами у напрямі потоків капіталу. Цей розворот можна побачити як для США у формі відтоку капіталу (тобто потоків капіталу резидентів США), так і для припливу капіталу в економіки, що розвиваються (потоки капіталів іноземних інвесторів і кредиторів, рис. 2.3).

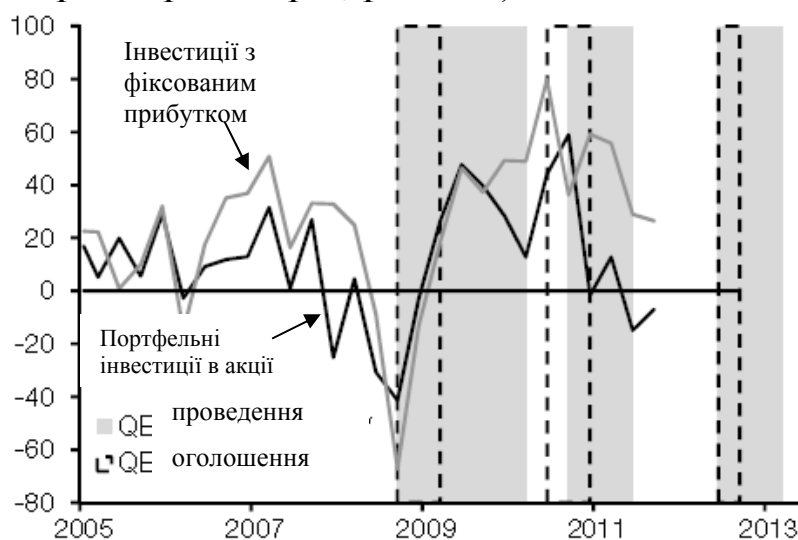


Рис.2.3. Приплив капіталу до країн з ринком, що формується, та кількісне пом'якшення, млрд. дол., 2005-2013 рр. [170]

Поворот у напрямі потоків капіталу був особливо різким на ранній стадії, обох КП1 і КП2, коли ФРС повідомив ринкам, що збирається зробити покупки активів. Динаміка, яка спостерігається, відповідає тому, що можна було б очікувати під час різкого зростання глобальної ліквідності. Така динаміка також відповідає дослідженням ЄЦБ про вплив КП на інвестиції в акціонерний капітал та боргові інструменти у цільові фонди ринків, що розвиваються. Фратцшер та співавтори дослідили, що ціни на фінансові активи швидко відреагували на основні анонси КП, в той час як більша частина перерозподілу капіталу (і, отже, потоків капіталу) відбулася в ті місяці, коли покупки були здійснені [123].

Міжнародні портфельні інвестиції активізувалися в третьому кварталі 2012 р., коли стало зрозумілим, що КП3 було неминучим та ФРС почне купувати іпотечні цінні папери (англ. MBS - mortgage backed securities) 14 вересня 2012 р. При цьому слід зазначити, що вплив останніх заходів кількісного пом'якшення з боку ФРС США був більш істотним порівняно з попередніми раундами. Як показують статистичні дані, кумулятивний приплив вкладень в акції та облігації країн Азії (як найбільш привабливих активів) по закінченні шести місяців після оголошення третього раунду кількісного пом'якшення перевищив відповідний показник, досягнутий у попередні два етапи кількісного пом'якшення (КП1 і КП2) [44]. Хоча збільшення припливу капіталу сприяє розвитку економік країн, що розвиваються, не слід забувати про супутні ризики, пов'язані, насамперед, із зміцненням національних валют і зниженням конкурентоспроможності експортерів на зовнішніх ринках.

Негативний вплив боргової кризи єврозони на країни, що розвиваються, позначився в основному зростанням волатильності на ринках капіталу і посиленням валютних дисбалансів у 2012 р. Необхідність залучення іноземних кредитів змусила країни, що розвиваються, збільшити обсяги випуску облігацій на міжнародних ринках, і вони користувалися високим попитом серед інвесторів в умовах збереження низьких процентних ставок розвиненими країнами¹⁰.

Згідно з дослідженнями рейтингового агентства Fitch, обсяг емісії облігацій, випущених на міжнародних ринках економіками, що

¹⁰ Якщо раніше у країнах ЦСЄ переважали чисті вхідні потоки ПІІ, то, починаючи з 2010 р., чисті потоки портфельних інвестицій значно превалюють над ПІІ: у 2010 р. відповідно 44 млрд. дол. та 28 млрд. дол., у 2011 р. 53 млрд. дол. та 39 млрд. дол. [141]

розвиваються, в 2012 р. був рекордним (рис. 2.4). У 2013 р. досягнутий показник зберігся на високому рівні в умовах проведення м'якої грошово-кредитної політики розвиненими економіками. Корпоративні позичальники на ринках, що розвиваються, скористалися високим припливом капіталу задля збільшення випуску корпоративних облігацій, що зріс на 50% з кінця 2008 р. і досяг 150 млрд. дол. в третьому кварталі 2012 р.

Окрім КП ФРС на країни з ринком, що формується, суттєво впливає грошово-кредитна експансія інших розвинених економік, де центральні банки проводять подібну політику кількісного пом'якшення. Якщо брати до уваги розміри ВВП країн, баланс ФРС зріс значно менше, ніж Банку Англії, Банку Японії і Європейського центрального банку [170]. Як очікується, Банк Англії і Банк Японії далі проводитимуть значні придбання активів протягом найближчих років. В цілому ці колективні заходи пом'якшення будуть надалі підтримувати диференціал реальних процентних ставок між розвиненими країнами і економіками, що розвиваються.

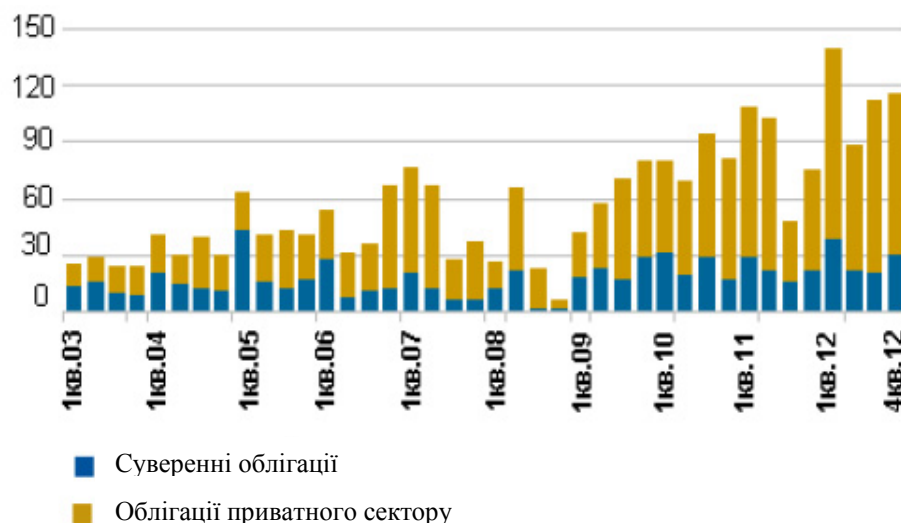


Рис. 2.4. Обсяг облігацій, випущених країнами, що розвиваються, на міжнародних ринках (млрд. дол.) [44]

Таким чином, зниження відсоткових ставок США та інших розвинених країн сприяло відтоку капіталу на ринки з більш високою дохідністю. Отже, в умовах глобальної нестабільності нетрадиційна грошово-кредитна політика з боку розвинених країн, стає чинником формування волатильних потоків капіталу, які в цілому негативно відбиваються на курсах національних валют країн-реципієнтів капіталу, а в окремих випадках можуть призвести до перегріву

економіки, появи «бульбашок» на ринках активів і дисбалансам на фінансових ринках. Низькі процентні ставки в розвинених країнах створили можливості для реалізації стратегій «кері-трейд», які призвели до значного припливу короткострокового спекулятивного капіталу.

В умовах нестабільного руху капіталу на глобальних ринках у країн, що розвиваються, які мають дефіцит поточного рахунку і великий зовнішній борг, можуть збільшитися потреби в рефінансуванні зовнішніх зобов'язань. Згідно з дослідженням Deutsche Bank, брак коштів для рефінансування зовнішніх зобов'язань¹¹ відчують в основному країни ЦСЄ. У Латинській Америці приплив капіталу повністю компенсує відплив, зумовлений обслуговуванням зовнішніх зобов'язань. Раптовий відтік капіталу з «виникаючих» ринків в разі зменшення обсягів грошово-кредитної емісії центральних банків розвинутих країн, однак, може стати чинником утворення браку ресурсів, необхідних для рефінансування зовнішніх зобов'язань і у країн Латинської Америки [44].

Отже, належне управління цими потоками капіталу має вирішальне значення. За відсутності припливу капіталу, фінансові обмеження, безсумнівно, мали б набагато більш негативний вплив на економічне зростання, але у той же час потоки капіталу підвищують ступінь уразливості національних економік до кризових явищ. Наприклад, частка державного боргу у володінні іноземних інвесторів перебуває на рекордно високому рівні в ряді країн ЦСЄ [103].

Раніше зовнішні зобов'язання країн з ринком, що формується, в основному становили собою заборгованість. У даний час переважають прямі і портфельні інвестиції в акції. У 2010 р. на їх частку припадало більше половини сукупних зобов'язань країн з ринком, що формується [52]. Навпаки, в країнах з розвинутою економікою портфельні інвестиції в боргові зобов'язання (наприклад, облігації, випущені корпораціями) і банківські позики в сукупності, як і раніше, становили основну частку зовнішніх зобов'язань¹².

¹¹ Потреби в рефінансуванні зовнішніх зобов'язань розраховуються як різниця статей припливу капіталу (приплив іноземних інвестицій, відсотки за виданими кредитами) і відтоку капіталу (дефіцит поточного рахунку, виплати за зовнішнім боргом).

¹² В даний час спостерігається тенденція підвищення ролі ПІІ в акціонерний капітал, а обсяги і кількість проєктів, що пов'язані з новим будівництвом (англ. greenfield projects) знижуються. Інвестиції такого роду більш характерні для британських компаній. Наприклад, в 2009 р. BP активно інвестувала в розробку і видобуток корисних копалин в країнах БРІК, звідки в результаті отримала близько 30% доходу [81].

Внаслідок глобальної фінансово-економічної кризи в I кв. 2009 р. у закордонних філій ТНК знизилися прибутки та реінвестиції, що викликало падіння ПІІ розвинених країн відразу на 46%. У 2009 р. третина транскордонних злиттів і поглинань припадала на операції з позбавлення від зарубіжних дочірніх компаній. Це дозволяло ТНК згорнути непрофільну діяльність, реструктурувати бізнес і скоротити операційні витрати. [81].

Короткостроковий зовнішній борг раніше становив істотну загрозу для країн з ринком, що формується, які мали справу не лише з ризиком виявитися не в змозі рефінансувати заборгованість у разі втрати прихильності міжнародних інвесторів, але й з подальшими проблемами у разі знецінення валют, що збільшило б вартість боргу в національній валюті. Родрік та Веласко доводять, що країни з короткостроковими зобов'язаннями перед іноземними банками, які перевищують валютні резерви в три рази, частіше відчувають раптові і масові розвороти потоків капіталу. Стверджується, що на масштаби кризових явищ впливає співвідношення короткострокової зовнішньої заборгованості до валютних резервів, а не до ВВП [162]¹³.

Накопичення резервів було результатом інтервенцій на валютних ринках з метою стримування зміцнення валют, яке знижувало б конкурентоспроможність торгівлі. Разом з тим резерви також виступали в якості «подушки безпеки», забезпечуючи самострахування на випадок волатильності потоків капіталу. В той же час слід взяти до уваги, що тягар державного боргу країн з розвинутою економікою, чий валюти є ключовими резервними, різко зростає, створюючи загрозу безпеці активів країн з ринком, що формується. В результаті ризик за сальдо зовнішніх операцій цих країн також зміщується в бік активів [52].

Так, відношення сукупного державного боргу до сукупного ВВП для країн з розвинутою економікою зросло з 46% у 2007 р. до 70% у 2011 р. (з 18 трлн. доларів в 2007 р. до 30 трлн. доларів в 2011 р.). У випадку країн з ринком, що формується, цей показник становить 26% або 5 трлн. доларів у 2011 р. Контраст між країнами з розвинутою економікою і країнами з ринком, що формується, стає ще

¹³ Зміни спостерігаються в структурі сукупних зовнішніх активів країн з ринком, що формується, де все більше переважають валютні резерви. Такі активи в основному зберігаються в державних облігаціях, випущених чотирма найбільшими зонами резервних валют (США, зона євро, Японія, Велика Британія). У період з 2000 по 2007 рік на частку накопичення резервів припадало приблизно половина сукупного збільшення зовнішніх активів нових ринкових економік [52].

більш різким з погляду їхнього внеску в зростання світового боргу та світового ВВП. Ринки, що розвиваються, сприяють набагато більше зростанню світового ВВП, ніж зростанню глобального державного боргу [142].

Е. Прасад [52] доводить, що ПІІ та портфельні інвестиції в акції є найбільш бажаними формами капіталу, і зовнішній борг цих країн все частіше виражається в їх національних валютах. Якщо вартість таких інвестицій падає, іноземні інвестори беруть на себе частину капітального та валютного ризиків.

Дані рис. 2.5 ілюструють загальну картину структури зобов'язань міжнародних інвестиційних позицій країн з ринком, що формується, у розрізі інвестицій з фіксованим прибутком – боргових інструментів та інструментів участі у капіталі (англ. equity).

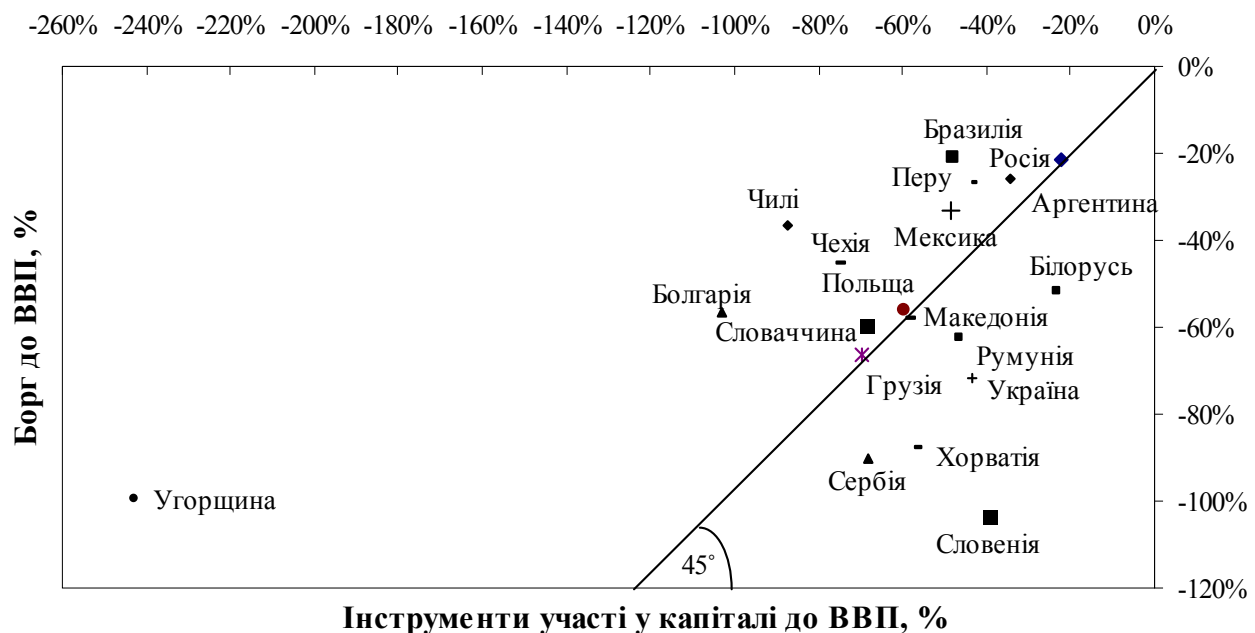


Рис 2.5. Структура зобов'язань МІП: боргові зобов'язання та інструменти участі у капіталі (% від ВВП) країн з ринком, що формується, 2012 р. Для Аргентини та Перу дані за 2011 р. (розраховано автором за даними Balance of Payments Statistics [94])

Наприкінці 2012 р. з 19-ти досліджених країн, які представляють чотири різні регіональні групи, деякі країни мали значний обсяг зобов'язань (у % від ВВП), особливо Угорщина, де боргові та капітальні зобов'язання перевищують 100% ВВП, але інструменти участі в капіталі (ПІІ та портфельні інвестиції в акціонерний капітал) превалюють. Болгарія має значну заборгованість на рівні 100% ВВП за інструментами участі в капіталі, тоді як боргові зобов'язання становлять близько 60% ВВП. Словенія має значний борг на рівні

100% ВВП, але чисті боргові зобов'язання є незначними, адже країна володіє значним запасом активів за борговими інструментами, що відрізняє її серед інших країн. Чиста міжнародна інвестиційна позиція Словенії становила -44,7% ВВП у 2012 р, що у порівнянні з іншими сусідніми країнами не є істотним дисбалансом.

Слід зазначити, що за розміром іноземних зобов'язань країни з ринком, що формується (за виключенням деяких країн ЦСЄ, особливо Угорщини), ще не можна порівнювати з розвиненими країнами. Наприклад, іноземні зобов'язання країн БРІК становлять 60% від ВВП в Бразилії і Росії, і близько 40% від ВВП в Китаї та Індії, тоді як зобов'язання США сягають 165% від ВВП. У доларовому вираженні відмінності, очевидно, є ще більш вражаючими [131].

Лінія в 45⁰ на рис. 2.5 відділяє дев'ять з розглянутих країн, для яких зобов'язання по ПІІ та портфельних інвестиціях в акції превалюють. Це, передусім, країни Латинської Америки, частина країн ЦСЄ та Росія. Ще чотири країни мають більш-менш однаковий розподіл обсягу зобов'язань за двома типами залучених інвестицій: Польща, Аргентина, Грузія та Македонія. Нарешті, для шести країн переважають боргові зобов'язання: це більшість країн Балканської групи, пострадянські країни та Румунія. Погіршення ситуації в світовій економіці призвело до того, що з пострадянських країн в 2011 р. значно збільшився вплив капіталу та значно погіршилися умови кредитування для них на зовнішніх ринках [20].

Важливо зазначити, що для країн із значним борговим фінансуванням існують істотні ризики підвищення світових відсоткових ставок. Очікується, що в умовах зростання цін в США і ЄС, викликаного вкрай ліберальною грошово-кредитною політикою США і ЄЦБ, регулятори незабаром будуть змушені підняти процентні ставки, що істотно збільшить вартість обслуговування боргу для країн з ринком, що формується. Очікуючи збільшення відсоткових ставок на міжнародних кредитних ринках і відповідний негативний вплив обслуговування боргу на державний бюджет (державний борг) і сальдо рахунку поточних операцій, урядам країн необхідно створити умови для зниження загального обсягу зовнішніх запозичень і знизити витрати на його обслуговування [155].

Схожа ситуація була на початку 1990-х, коли відбулося тривале зниження світових відсоткових ставок. Наприклад, короткострокові процентні ставки у США незмінно знижувалися на початку 1990-х рр. і

на кінець 1992 р. вони були на найнижчому рівні з початку 1990-х рр. Високі інвестиційні доходи та покращення економічних перспектив економік Азії та Латинської Америки на тлі порівняно низьких відсоткових ставок у розвинутих країнах приваблювали інвесторів до країн, що розвиваються. Враховуючи наявність значного зовнішнього боргового навантаження багатьох з цих країн, низькі світові процентні ставки також сприяли покращенню кредитоспроможності країн-дебіторів. Покращення кредитоспроможності та зниження ризиків дефолту призвело до помітного зростання цін на вторинному ринку банківських вимог до найбільш обтяжених зовнішніми боргами країн (до лютого 1994 р.). Зниження процентних ставок зумовило швидке та суттєве зростання вартості боргів країн, що розвиваються.

Хоча подібний розвиток подій сприймався позитивно у більшості країн, що розвиваються, керівні особи даних країн на початку 1990-х рр. були стурбовані питанням стійкості цього сприятливого інвестиційного середовища. Цілком очевидно, що стиснення монетарної політики США та викликане цим зростання процентних ставок на початку 1994 р. зробило інвестування в країни Азії та Латинської Америки порівняно менш привабливим [79].

Досвід подій 1994 р. є дуже важливим прикладом того, що може статися, коли ФРС змінить курс грошово-кредитної політики. Тоді (як і зараз) політика ФРС була експансійною протягом тривалого часу, що підживлювало швидке зростання припливу приватного капіталу в країни, що розвиваються (особливо в Латинській Америці). Зміни в політиці ФРС в лютому 1994 р. ініціювали послідовність різких змін на глобальних фінансових ринках. Тоді приватний іноземний капітал в Латинській Америці – особливо в Мексиці – зазнав раптової зупинки, що спровокувало потужну фінансову кризу.

Перші наслідки оголошення ФРС у травні 2013 р. про можливе завершення монетарного стимулювання у середньостроковій перспективі на тлі покращення економічних прогнозів для США вже спостерігаються на ринках, що розвиваються. Так, у серпні 2013 р. валютні і фондові ринки в Індії та Індонезії зазнали падіння, що як «ефект зараження» відбилась у Бразилії, Південній Африці, Туреччині та інших країнах з ринком, що формується.

Для країн з високою часткою ПІІ у структурі зовнішніх зобов'язань може постати проблема більш високого доходу, який потрібно виплачувати іноземному інвестору, у зв'язку з тим що такі інвестиційні інструменти потребують премію за ризик і тому мають, в

середньому, більш високу і більш волатильну дохідність, ніж боргові інструменти. При цьому постійне вивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень може призвести до того, що репатріація прибутків перевищить отримані інвестиції.

Загалом постає необхідність вивчення впливу тієї чи іншої структури зовнішніх зобов'язань на економіки країн-реципієнтів, адже від форми залучення іноземних інвестицій залежить обслуговування відповідних боргових зобов'язань. Перш за все необхідно розглянути вплив різноманітних форм припливу капіталу на економічне зростання країн.

Багато досліджень було зроблено як вітчизняними, так і зарубіжними науковцями у визначенні загального впливу фінансового рахунку платіжного балансу на економічне зростання країн з ринком, що формується, але емпірична література дає складну і неоднозначну картину про зв'язок між потоками капіталу і економічним зростанням. Емпіричні оцінки переважно свідчать на користь більшої відкритості економіки і лібералізації руху капіталу. Менше переконливих свідчень на користь припливу капіталу.

Більшість досліджень не подають однозначної оцінки позитивного або негативного впливу потоків капіталу – як взагалі, так і окремих компонент – на економічне зростання. Залежно від використаних методів, часових вибірок та досліджуваних країн результати можуть суттєво відрізнятись. Значний внесок у вивчення впливу фінансового рахунку платіжного балансу на економічне зростання країн з ринком, що формується, зроблено В. Шевчуком [88, с. 91], використовуючи статистичні інструменти оцінки зв'язку між динамікою ВВП та рахунками платіжного балансу – OLS/VAR/VEC. З використанням квартальних і річних даних проаналізовано вплив фінансового рахунку на економічне зростання країн Південно-Східної Азії та Латинської Америки.

Загалом в емпіричних дослідженнях недостатньо уваги отримав вплив окремих видів фінансових потоків на динаміку ВВП. Враховуючи неоднорідний характер потоків капіталу, недоцільно їх об'єднання в дослідженні впливу потоків капіталу на економічне зростання. ПІІ та портфельні інвестиції в акціонерний капітал принципово відрізняються, оскільки перші пов'язані з володінням та контролем виробничих активів, тоді як останні – ні. Обидві форми потоків капіталу відрізняються від зовнішнього боргу, який створює зобов'язання, які повинні бути погашені. Таким чином, немає підстав

стверджувати, що різні типи потоків капіталу мають однаковий ефект на економічне зростання.

Сучасна світова фінансова криза відродила дебати про доцільність фінансової інтеграції як в країнах з розвинутою економікою, так і в країнах з ринками, що розвиваються. Таким чином, криза дає новий імпульс для емпіричного перегляду зв'язку між міжнародними потоками капіталу і економічним зростанням.

У зв'язку з тим, що взаємна причинність між ВВП і потоками капіталу є достатньо аргументованою [88, с. 146], доречно використовувати моделювання методом векторної авторегресії (англ. VAR - vector autoregression), перевагою якого є систематичний спосіб охопити багату динаміку множини часових рядів, як стверджують Сток та Уотсон (2001), врахування взаємного зв'язку між показниками та можливість визначення ваги окремих компонент у змінах досліджуваних показників [169]. Оцінки найменших квадратів (англ. OLS – ordinary least squares), які широко поширені у проведенні регресійного аналізу, не дозволяють адекватне врахування взаємної причинності, існування якої можливо у досліджуваних часових рядах.

Для дослідження причинно-наслідкових зв'язків між потоками іноземного капіталу (прямих, портфельних та інших інвестицій) і ВВП використано наступну модель VAR:

$$\begin{aligned}GDP_t &= \alpha_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} INVtype_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} GDP_{t-i} + \varepsilon_{1t} \\INVtype_t &= \alpha_2 + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} INVtype_{t-i} + \varepsilon_{2t},\end{aligned}\quad (2.1)$$

де GDP_t – ВВП, а $INVtype_t$ – тип іноземних інвестицій (прямі, портфельні та інші).

Емпіричні оцінки отримано для квартальних даних окремих країн. У зв'язку з тим, що дані у різних країнах не є гомогенними, недоречним було б використання методів агрегації, таких як моделювання панельної вибірки, які не дозволяють врахувати важливі відмінності між окремими країнами, що може спричинити зміщені оцінки коефіцієнтів. Для емпіричних оцінок використано прологарифмовані показники ВВП та вхідні потоки іноземного капіталу (окремі моделі для вивчення впливу на ВВП прямих, портфельних та інших інвестицій) з довідкового видання Світового банку Global Development Finance та МВФ International Financial Statistics для 4-х найбільших країн Латинської Америки – Аргентини, Бразилії, Мексики і Чилі (квартальні дані 1990–2011 рр.), та 4-х країн

ЦСЄ – Болгарії, Польщі, Угорщини і Чехії (квартальні дані 2000–2011 рр.), тобто загалом було побудовано 24 векторні авторегресії.

Для портфельних та інших інвестицій логарифм не використовувався із-за великої кількості від’ємних значень. Також у моделях використовувались екзогенні змінні, які враховували зовнішні чинники: прологарифмовані інфляція споживчих цін, реальний обмінний курс, фондовий індекс (лише для специфікації з портфельними інвестиціями) та ставка грошового ринку (для специфікації з ПП та іншими інвестиціями). Кількість лагів у кожній моделі було підібрано для мінімізації критеріїв Шварца і Акайка. Стабільність VAR було перевірено: всі авторегресійні корені знаходяться всередині одиничного кола, і тест автокореляції LM не виявив серійної кореляції залишків, що вказує на стабільність моделі.

Важливим компонентом методології VAR є тест причинності Гренджера (англ. Granger causality test), який надає адекватний статистичний інструментарій для ідентифікації взаємної причинності змінних. У рамках векторної авторегресії часових рядів протестовано взаємну причинність окремо між кожним видом потоків іноземного капіталу (ПП, портфельними та іншими іноземними інвестиціями) та ВВП країн. Отримані результати тесту Гренджера (табл. 2.1) підтримують гіпотезу про наявність впливу потоків іноземних інвестицій на ВВП країн. Серед досліджених країн на ВВП спричиняють вплив в більшості випадків ПП та зовнішня заборгованість (інші інвестиції).

Також спостерігається вплив динаміки ВВП на приплив капіталу до досліджених країн, що доводить доречність використання VAR-моделей для цих країн. Причинність « $\uparrow$ ВВП» $\rightarrow$ « $\uparrow$ ПП» означає, що сприятлива динаміка ВВП створює стимули для припливу капіталу. Схоже дослідження зроблено вченими Інституту міжнародних фінансів, які встановили, що для 30 країн з ринком, що формується, економічне зростання є ключовим чинником потоків капіталу [170].

Таблиця 2.1

Тест Гренджера для показників ВВП (GDP_t) та потоків капіталу (FDI_t , PI_t , OI_t – ПІ, портфельні та інші інвестиції відповідно)

Країна	Досліджуваний показник	Лаги			
		GDP	FDI	PI	OI
Бразилія (1992Q1 2011Q4)	GDP		4,62 (0,09) ^c	5,53(0,06) ^c	1,49(0,68)
	FDI	0,76 (0,68)			
	PI	8,77 (0,01) ^a			
	OI	1,33 (0,71)			
Чилі (1996Q1 2011Q3)	GDP		0,78 (0,67)	3,82 (0,14)	7,35 (0,02) ^b
	FDI	0,42(0,80)			
	PI	0,18(0,91)			
	OI	0,50(0,77)			
Аргентина (1990 2010)	GDP		8,54 (0,01) ^a	3,62 (0,45)	9,02 (0,02) ^b
	FDI	8,34 (0,01) ^a			
	PI	15,15(0,00) ^a			
	OI	1,88 (0,59)			
Перу (1991Q1 2011Q3)	GDP		9,47 (0,09) ^c	6,47 (0,03) ^b	10,3 (0,06) ^c
	FDI	11,36 (0,04) ^b			
	PI	7,08 (0,02) ^b			
	OI	4,67 (0,45)			
Болгарія (2000Q2 2011Q3)	GDP		11,63 (0,02) ^b	2,19 (0,33)	7,67 (0,10) ^c
	FDI	5,09 (0,27)			
	PI	0,63 (0,72)			
	OI	19,92 (0,00) ^a			
Польща (2000Q1 2011Q3)	GDP		14,31 (0,00) ^a	2,89 (0,57)	22,63(0,00) ^a
	FDI	11,37(0,02) ^b			
	PI	9,82 (0,04) ^b			
	OI	2,10 (0,71) ^a			
Чехія (2000Q1 2011Q3)	GDP		9,61 (0,00) ^a	6,54 (0,16)	16,36(0,00) ^a
	FDI	2,34 (0,31)			
	PI	10,87 (0,02) ^b			
	OI	12,66 (0,01) ^a			
Угорщина (2000Q2 2011Q3)	GDP		5,12 (0,07) ^c	8,95 (0,02) ^b	6,36 (0,04) ^a
	FDI	2,26 (0,32)			
	PI	3,04 (0,38)			
	OI	30,6 (0,00) ^a			

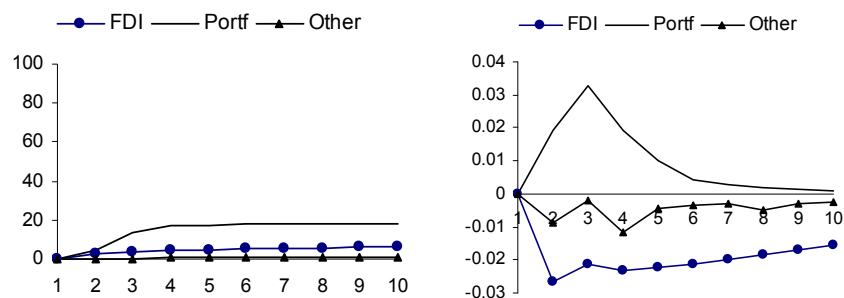
Примітка: За назвою країни зазначено у дужках діапазон вибірки. У дужках поряд з Wald-статистикою подано значення Р-критерія: a, b, c – 1%, 5% і 10% рівні значимості, відповідно (розраховано автором)

Гіпотезу про відсутність впливу ПІ на економічне зростання можна відкинути для Бразилії, Аргентини, Перу. Вплив динаміки ВВП на потоки ПІ простежується в Аргентині та Перу. В Чилі спостерігається брак причинності, окрім інших інвестицій, але теж на межі статистичної значущості. Для всіх країн ЦСЄ виявлено наявність впливу вхідних потоків ПІ на динаміку ВВП.

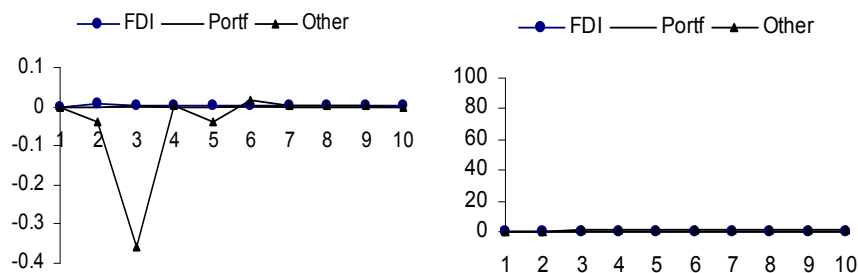
Для додаткової перевірки отриманих результатів використано відповідні імпульсні функції, які визначають часовий характер впливу змінних на результируючий показник, та проведено декомпозицію залишків (розкладання дисперсії), яка відображає відносну вагу (вагомість впливу) трьох різних джерел іноземних інвестицій (прямих, портфельних та інших) у змінах ВВП країн.

Імпульсні функції для VAR-моделей досліджуваних країн показують, що стимулюючий вплив на ВВП для країн Латинської Америки мають ПІ в Аргентині та дуже слабкий вплив присутній у Перу (рис. 2.6).

Бразилія



Чилі



Аргентина

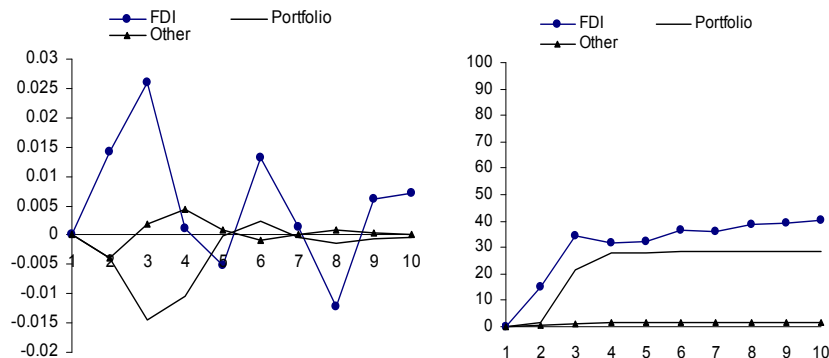
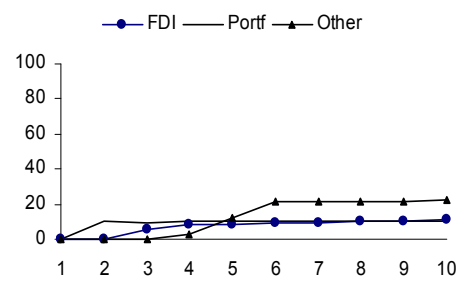
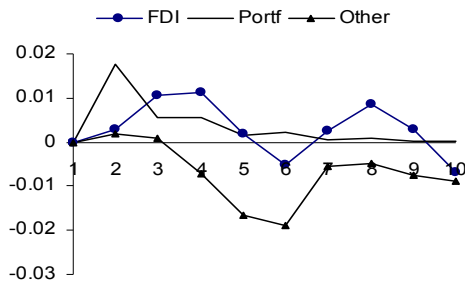
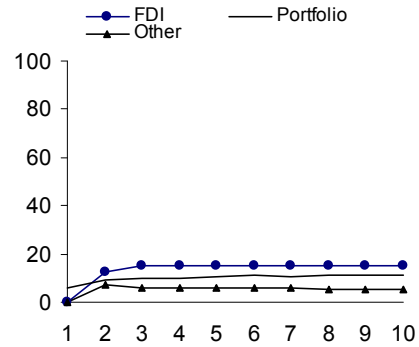
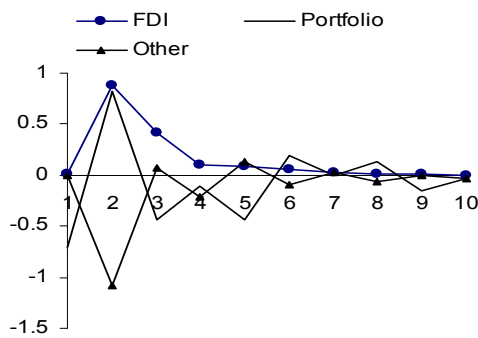


Рис. 2.6. Вплив різних потоків капіталу на динаміку ВВП (за оцінками VAR - моделей)

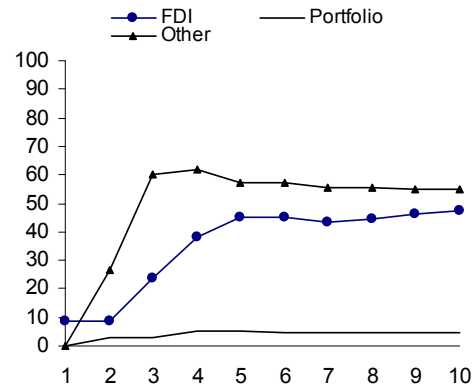
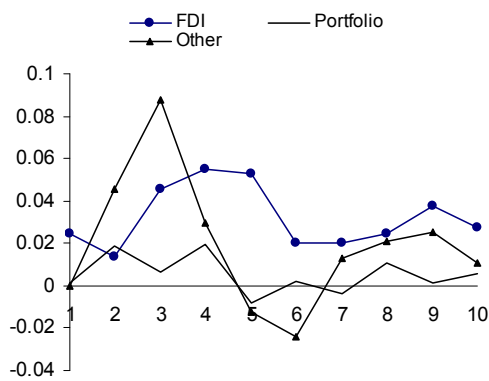
Перу



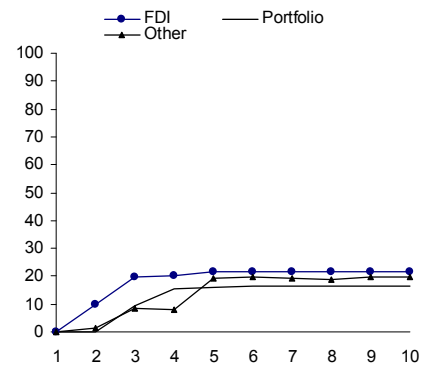
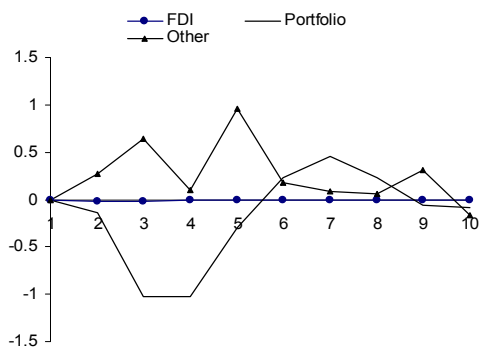
Угорщина



Польща



Чехія



У Чилі динаміка ВВП не залежить від ПІІ, а у Бразилії простежується зворотній зв'язок між ПІІ та ВВП. У країнах ЦСЄ спостерігається вплив ПІІ на економічне зростання окрім Чехії, де, як і в Бразилії, існує зворотній зв'язок між ПІІ та ВВП.

Декомпозиція залишків виявляє, що динаміка ПІІ є вагомим чинником ВВП лише в Аргентині (ПІІ визначає до 40% змін ВВП). Для Перу динаміка ВВП на 10% визначається динамікою ПІІ. В Чилі та Бразилії декомпозиція залишків виявляє незалежність ВВП від ПІІ. Найбільша вага ПІІ у декомпозиції залишків спостерігається у Польщі – до 50%. В Угорщині та Чехії вага у декомпозиції залишків становить до 20%. В Болгарії вага ПІІ у декомпозиції залишків найменша – 10%.

Портфельні інвестиції, згідно з тестом Гренджера, впливають на динаміку ВВП у Бразилії, Чилі, Перу. У той же час ВВП впливає на динаміку портфельних інвестицій у Бразилії, Аргентині, Перу. При цьому вплив цього виду інвестицій простежується в Бразилії та Перу, а в Аргентині та Чилі, як засвідчують імпульсні функції, простежується виразний зворотній вплив. Декомпозиція залишків показує, що динаміка ВВП визначається портфельними інвестиціями на 30% у Аргентині, на 20% у Бразилії, на 10% у Перу, а у Чилі впливу не простежується, що відповідає характеру імпульсної функції.

З-поміж країн ЦСЄ практично лише в Угорщині економічне зростання залежить від портфельних інвестицій. Але відповідно до результатів імпульсних функцій, окрім позитивного впливу портфельних інвестицій на ВВП Угорщини, можна спостерігати також зворотній зв'язок між портфельними інвестиціями та економічним зростанням в Чехії і Болгарії упродовж приблизно року.

Щодо інших інвестицій, майже в усіх досліджених країнах, окрім Болгарії, тест Гренджера виявив їхній вплив на економічне зростання. Найбільший зворотній зв'язок між динамікою ВВП та іншими інвестиціями спостерігається в Угорщині, хоча вага у декомпозиції залишків становить лише 10%, тоді як найбільший позитивний вплив спостерігається в Польщі, де вага у декомпозиції залишків становить 60%. В Чехії та Болгарії інші інвестиції поліпшують ВВП, в Перу та Чилі існує зворотній зв'язок, а в Бразилії та Аргентині істотного впливу не спостерігається.

Отримані емпіричні результати узагальнено в таблиці 2.2. Загалом підтверджено основні висновки дослідження Шевчука (2008)

щодо впливу агрегованого припливу капіталу (фінансового рахунку) на економічне зростання країн: зокрема, для Чилі не виявлено причинності ВВП від припливу іноземного капіталу, за винятком зворотного впливу інших інвестицій у 1-4 кварталах. Сприятливі наслідки припливу капіталу реалізуються майже повністю протягом одного року. Найбільша вага потоків капіталу у декомпозиції залишків спостерігається в Польщі та Аргентині. При оцінці представлених результатів слід відзначити, що однією з можливих слабких сторін, що впливає з якості даних, є обмежена довжина часових рядів.

Таблиця 2.2

Підсумки впливу іноземних інвестицій на економічне зростання країн

Країна	Досліджуваний показник	Лаги		
		FDI	PI	OI
Бразилія	GDP	↓	↑	—
Чилі	GDP	—	—	↓
Аргентина	GDP	↑	↓	↓↑
Перу	GDP	↑↓	↑	↓
Болгарія	GDP	↑	↓	↑
Польща	GDP	↑	—	↑
Чехія	GDP	↓	↓	↑
Угорщина	GDP	↑	↑	↓

(розраховано автором)

Таким чином, отримані результати спонукають до визначення доцільності існуючих масштабів отримання іноземних інвестицій та, можливо, необхідності їхнього обмеження. Для отримання остаточного висновку у подальшому дослідженні слід емпірично дослідити співвідношення корисності та втрат, до яких призводить залучення іноземних інвестицій.

2.2. Структура та динаміка статті інвестиційних доходів поточного рахунку у країнах

Одночасно з припливом капіталу в країни, що розвиваються, відбувається великомасштабне вивезення доходів на раніше вкладені іноземні інвестиції. Зі збільшенням навантаження виплат інвестиційного доходу і основного капіталу з часом, країни-позичальники повинні гарантувати, що активне сальдо торгівельного балансу дозволить стабілізувати зовнішню чисту позицію або

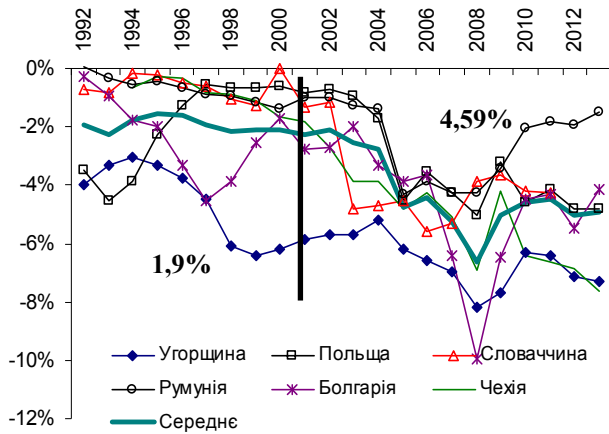
зменшити її стосовно розміру економіки. Розмір необхідних позитивних сальдо торгівельного балансу залежить не лише від накопичених непогашених зобов'язань і темпів зростання економіки, а й від очікуваної норми прибутку на іноземні активи і зобов'язання країни, на які буде значно впливати склад її міжнародної інвестиційної позиції.

Доходи від іноземного інвестування не повністю реінвестуються чи зберігаються в приймаючій країні, але повертаються в країну походження. Мотивація вибору розміщення доходів між приймаючою і базовою країною корениться як в макроекономічних і політичних умовах, так і на індивідуальному інвестиційному рівні. Що стосується доходів від інвестицій з-за кордону, рішення про репатріацію таких доходів може бути викликано динамікою обмінних курсів, які формують відносну прибутковість реінвестованого або репатрійованого інвестиційного доходу. Не виключено, що серед трьох складових рахунку поточних операцій, дохід від інвестицій виявиться найбільш волатильним, що матиме негативні наслідки для країн з підвищеною залежністю поточного рахунку від інвестиційного доходу.

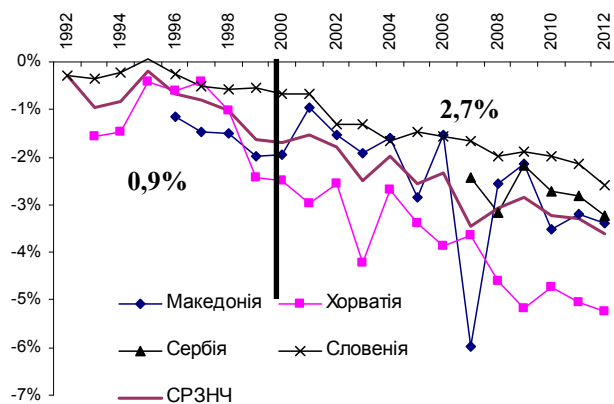
Графічний аналіз динаміки відношення від'ємного сальдо інвестиційних доходів до ВВП для чотирьох груп країн – ЦСЄ, Латинської Америки, Балканських та пострадянських країн, виявляє певні спільні риси та відмінності (рис. 2.7).

Спільною для усіх чотирьох груп країн є часова тенденція до погіршення від'ємного сальдо інвестиційних доходів, що робить країни нетто-боржниками та створює негативний тиск на поточні рахунки. Діапазон коливання показників від'ємного сальдо інвестиційних доходів становить від 0 до -11,8% (Чилі у 2006 р.). Різке погіршення статті інвестиційних доходів платіжних балансів перед розгортанням світової фінансової кризи спостерігалось в Болгарії, Чилі, Македонії, Грузії та Україні.

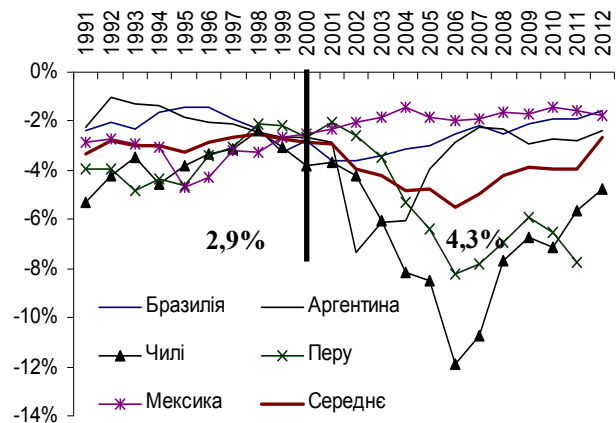
Додатково розраховані середньозважені показники відношення інвестиційного доходу до ВВП для груп країн за 17-20 років. Так, для країн Латинської Америки та ЦСЄ ці показники достатньо схожі і становлять 3,60% та 3,39% відповідно, тоді як для пострадянських та Балканських країн дане співвідношення становить 1,84% та 1,86% відповідно. Якщо окремо дослідити два періоди: з початку до кінця 1990-х рр. та перше десятиріччя 21 століття, то можна прослідити динаміку змін даних співвідношень.



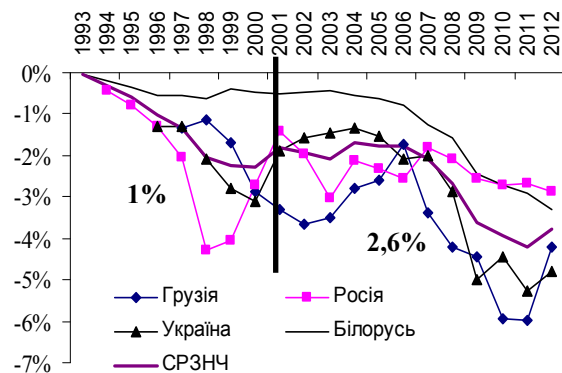
а) країни ЦСЄ



в) Балканські країни



б) країни Латинської Америки



г) пострадянські країни

Рис. 2.7. Аналіз динаміки сальдо інвестиційних доходів (% від ВВП) країн з ринком, що формується, 1991 – 2012 р. (розраховано автором за даними IMF IFS [150])

Для країн ЦСЄ та Латинської Америки протягом 1990-х років співвідношення інвестиційного доходу до ВВП становило 1,9% та 2,9% відповідно, тобто країни Латинської Америки були тоді інвестиційно привабливішими і відповідно з них іноземні інвестори вивозили більше прибутків, тоді як країни ЦСЄ були у процесі подолання труднощів трансформаційного спаду та структурної перебудови. Але починаючи з періоду підготовки та безпосередньо приєднання країн ЦСЄ до ЄС, темпи вивезення доходів від іноземних інвестицій зросли у цій групі країн і зрівнялись з відповідними показниками країн Латинської Америки: за період з 2000 до 2012 рр. співвідношення інвестиційного доходу становило 4,59% для країн ЦСЄ і 4,3% для країн Латинської Америки. Щодо пострадянських та балканських країн, то в 1990-х роках спостерігались незначні

співвідношення сальдо інвестиційних доходів до ВВП: 1% та 0,9% відповідно, за період з 2000 до 2012 рр. дані показники сягнули 2,6% та 2,7% відповідно, що все ж значно нижче, ніж аналогічні показники для країн ЦСЄ та Латинської Америки.

Значний стійкий приплив ПІІ в 1990-х створив великий структурний дефіцит сальдо інвестиційних доходів у деяких країнах ЦСЄ та ЛА вже до 2000 року. Найбільший дефіцит інвестиційних доходів у розмірі близько 5-6% ВВП вже до 2000 р. спостерігався в Угорщині, що передбачало структурний профіцит в інших субрахунках, як торгівля товарами, задля уникнення постійних зовнішніх дисбалансів, підкреслюючи значення надійної конкурентоспроможності країн. Але треба зазначити, що для країн, де домінував приплив ПІІ, а не боргових інвестицій, виплати за такими інвестиціями були проциклічними (рис. 2.7). На тлі розгортання світової фінансової кризи скорочення виплати інвестиційних доходів за ПІІ позначилося покращенням сальдо інвестиційних доходів більшості країн ЦСЄ та ЛА. Наприклад, у 2009 і 2010 роках платіжний баланс Угорщини зареєстрував приблизно 25% зниження доходів іноземних інвесторів за ПІІ порівняно з середніми показниками докризових років [146].

На відміну від ПІІ обслуговування боргових зобов'язань може стати ризикованим і дорогим (збільшення процентних премій) в контексті економічної кризи. У країнах, в зобов'язаннях яких превалює борг (рис. 2.5.), а це більшість країн Балканської групи та пострадянські країни, під час світової фінансової кризи спостерігалось погіршення сальдо інвестиційних доходів (рис. 2.7). Дійсно, починаючи з 2007 р., різке погіршення сальдо інвестиційних доходів спостерігалось в Грузії, Україні, Хорватії, Сербії.

В Угорщині паралельно з поліпшенням балансу торгівлі і трансфертів, дефіцит доходів неухильно зростає, сягнувши близько 7,5% ВВП в 2007 р. Збільшення обсягів процентних виплат за державним та приватним зовнішнім боргом вносило вагомий внесок у розширення дефіциту доходу поточного рахунку. В цілому в Угорщині дефіцит рахунку поточних операцій був істотним протягом багатьох років (у середньому 7,5% ВВП за період 2000-2008 рр.) у зв'язку з тим, що поступове поліпшення в торгівлі і балансі трансфертів не змогло протистояти структурно високому дефіциту доходу. Враховуючи без того високий рівень заборгованості, чистий

відтік інвестиційних доходів, ймовірно, продовжить бути значним в осяжному майбутньому [146].

Реінвестовані доходи зазнали різкого падіння протягом 2009 і 2010 років у більшості країн. Реінвестовані прибутки у платіжному балансі є частиною інвестиційних доходів, отже треба відокремлювати в динаміці вивезення доходів від іноземних інвестицій дану статтю, тому що вона завищує обсяги вивезених доходів, які фактично залишаються в країні-реципієнті інвестицій. В дослідженнях цього феномену зазначається, що країни з великим припливом ПІІ та прибутками, які реінвестуються в місцевій економіці, мають великий дефіцит рахунку поточних операцій, який насправді є штучно завищеним [98]. Разом з тим слід зазначити, що реінвестовані доходи погіршують ЧМІІ країни та потенційно призводитимуть до збільшення відпливу капіталу в майбутньому.

На величину реінвестованих прибутків впливає багато таких факторів, як стабільність макроекономічних показників країни-реципієнта (перш за все, обмінного курсу), принципи оподаткування доходів у країні-реципієнті та країні-походження, ступінь «зрілості» інвестиційних проектів (чим «старше» інвестиції, тим вище частка репатріації дивідендів, яку можна очікувати за рахунок зменшення реінвестування прибутку) і т. п.

Згідно з раніше проведеними дослідженнями, за інших рівних умов, чим більша частка реінвестування прибутків, тим більші вигоди для економіки приймаючої країни. Але при цьому вигода інвесторів також є вагомим фактором. Так, в дослідженні [96], присвяченому стимулам американських ТНК реінвестувати прибутки за кордоном, а не репатріювати їх, наведені аргументи, що причиною цієї тенденції є дуже високі ставки корпоративних податків США, і якщо визначити структуру цих реінвестованих доходів, то значна їх частина – це готівка (42%) [96]. Отримані результати показують, що податкове законодавство США створює стимул для деяких американських ТНК уникнути репатріацію валютної виручки і утримувати великі суми у формі грошових коштів за кордоном, не здійснюючи при цьому інвестиційні вкладення.

Так, згідно з результатами досліджень аналітиків Конгресу США країни з низьким рівнем оподаткування забезпечують американським ТНК 43% прибутку, однак працюють там лише 4% співробітників компаній. Лише за такими операціями загальні втрати державного бюджету США дорівнюють мінімум 90 млрд. дол. на рік.

За оцінками ЮНКТАД, рівень грошових авуарів ТНК досяг більше 5 трлн. дол., включаючи нерозподілений прибуток зарубіжних філій. Дані по 100 найбільшим ТНК говорять про те, що під час глобальної фінансової кризи вони скорочували капітальні витрати на виробничі активи і придбання (особливо за кордоном), роблячи вибір на користь нарощування власних коштів. У 2010 р. обсяг грошових коштів тільки цих 100 фірм досяг рекордно високого рівня: 1,03 трлн.дол.

Повторне виникнення нестабільності на міжнародних фінансових ринках буде і далі сприяти нарощуванню ліквідних коштів та їх використання на інші цілі – виплату дивідендів або зниження рівня заборгованості. Проте у міру поліпшення умов нинішній надлишок ліквідності може в майбутньому вилитися в зростання ПІІ. Якщо будувати інвестиційні прогнози по 100 найбільшим ТНК за розміром капіталу, який може бути розміщений у вигляді інвестицій із поточних грошових авуарів, то він становить 500 млрд. дол., тобто близько однієї третини глобальних потоків ПІІ [175].

На рис. 2.8 наведено результати підрахунку динаміки частки реінвестованих доходів у доходах від ПІІ у країнах ЛА та ЦСЄ. Порівняння трендових значень з 90-х рр. по 2010 р. дозволяє зробити висновок, що в країнах ЦСЄ існує тенденція до зниження частки реінвестованих доходів, тоді як в країнах ЛА динаміка є більш-менш стабільною. Так, в країнах ЛА за останні роки, у середньому, частка реінвестованих доходів не була нижчою за 40%, окрім Аргентини. У Бразилії, ставка реінвестування є досить низькою, а в окремі роки незначною. У період кризи частка реінвестованих доходів в країнах ЛА навіть зростала, окрім Мексики.

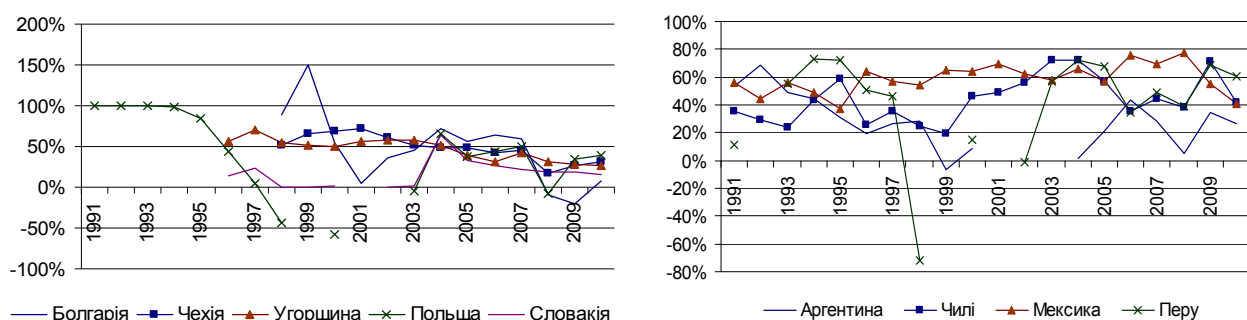


Рис. 2.8. Частка реінвестованих доходів у доходах від ПІІ, 1991 – 2010 рр.
(розраховано автором за даними Balance of Payments Statistics IMF [94])

У доповіді про світові інвестиції 2012 р. експерти ЮНКТАД зазначили, що зростання обсягів інвестицій в Латинській Америці в

2011 р. (16%) було більше пов'язано з реінвестуванням прибутку в результаті високої рентабельності компаній, ніж з припливом нового капіталу [175].

В країнах ЦСЄ після початкової фази, коли переважало реінвестування, частки дивідендів іноземних інвесторів та реінвестованих доходів, починаючи з 2003 р. були приблизно рівні. З початком фінансової кризи у 2008 р. обсяг доходів від ПІІ знизився у абсолютному вимірі, але перш за все відбулось значне зниження частки реінвестованих доходів на користь репатрійованих дивідендів. Це було пов'язано із загальною нестачею ліквідності в іноземних материнських компаніях, що призвело до трансферу ліквідності від дочірніх компаній, а також із філій з обмеженими інвестиційними можливостями.

Зниження припливу ПІІ в регіоні частково пояснюється різким падінням реінвестованого прибутку у 2009 і 2010 рр. До 2009 р. частка реінвестованого прибутку у доходах від ПІІ (за виключенням доходу від міжфірмового боргу) в Угорщині перебувала в діапазоні від 20% до 40%, а в 2009 і 2010 рр. цей показник набув негативних значень, тобто обсяги репатрійованого прибутку (у вигляді дивідендів) були вище, ніж сума загального прибутку в цьому році, припускаючи звернення до накопиченого резерву прибутку.

Якщо не враховувати дохід прямих інвесторів від міжфірмового боргу, така ж ситуація склалась у Болгарії, де частка реінвестованого прибутку в доходах від ПІІ складала -16% і -45% у 2008 і 2009 рр., відповідно, а до цього показник набував значень не нижче 70%. В Чехії частка реінвестування в загальному обсязі доходів ПІІ відновила в посткризові роки і складала близько 30%, але це все ще нижче докризового рівня. Реінвестовані доходи становлять значну частину дефіциту рахунку доходів платіжного балансу Чехії. З початку фінансової кризи, реінвестовані доходи домінують у загальному притоці ПІІ в Чехії (понад 90% у 2011 р.; попередні дані платіжного балансу вказують на цифру 87% у період з січня по липень 2012 р.) [174].

Аналізуючи значення реінвестування прибутку в інвестиційній позиції та в балансі доходів Чехії та Угорщини, слід зазначити такі відмінності. В Угорщині велика частка ПІІ була вкладена на початку 1990-х років, і таким чином угорські проекти ПІІ є більш зрілими та деякі інвестиційні проекти можуть супроводжуватись більш великим відтоком дивідендів, ніж в Чехії. Угорщина залучила великий обсяг

ПП на ранніх стадіях перехідного періоду, що пояснюється свідомим спрямуванням приватизаційного процесу на залучення іноземних «стратегічних» інвесторів у державні підприємства, а потім і фінансові інститути. У першій половині 1990-х років за накопиченими ПП та щорічним припливом ПП Угорщина була безумовним лідером серед ЦСЄ. Натомість Чехія обрала приватизацію більшої частини державних підприємств за допомогою «ваучерної приватизації», яка утримувала фірми у власності резидентів, а не іноземних інвесторів. Багато ПП в Чеську Республіку приймали форму інвестицій з нуля (англ. greenfield investments), що зайняло більше часу для планування і здійснення реалізації проектів. Отже, в той час як дві країни мали схожі накопичення ПП у кінці 1990-х років, «зрілість» чеських інвестицій була набагато меншою, ніж в Угорщині [98].

Якщо досліджувати приклад зростання ролі інвестиційного доходу серед розвинених країн, то Японія показує найбільше значення чистого припливу інвестиційного доходу серед усіх країн світу. За період 1995-2005 рр. приплив інвестиційного доходу в Японію зробив більший внесок у додатне сальдо рахунку поточних операцій, ніж чисті потоки торгівлі. Така тенденція була спричинена значними доходами від прямих та портфельних інвестицій за кордоном. У 2009-2011 рр. Японія була найбільшим у світі кредитором з чистими іноземними активами на рівні 3,4 трлн. дол. у 2012 р.¹⁴

Протилежна ситуація спостерігається в США, де постійно додатне сальдо інвестиційних доходів (за період 2007-2009 рр. чисті інвестиційні доходи складали більше 100 млрд. дол.), не може перекрити виключний торговельний дефіцит та стабільний значний чистий відтік трансфертів. США є найбільшим у світі дебітором, чисті іноземні пасиви якого складали 3,9 трлн. дол. у 2012 р. Їх додатну позицію за інструментами участі у капіталі набагато переважала від'ємна позиція за борговими інструментами (близько 10% ВВП). Тим не менш, за останнє десятиліття спостерігається тенденція зростання чистого доходу від американських інвестицій за

¹⁴ Але якщо порівняти номінально доходи і виплати за іноземними інвестиціями, то Японія поступається США, які є світовим лідером за даним показником, Великій Британії, Німеччині, Франції. Так, у 2009 р. загальні доходи від іноземних інвестицій складали у США 585 млрд. дол., а у Японії тільки 175 млрд. дол.

кордоном, який перш за все залежить від динаміки фондових ринків країн-реципієнтів американських інвестицій.

Всі країни БРІК, як і більшість інших країн з ринком, що розвивається, мають «довгу» позицію за боргом (в основному у вигляді резервних активів) і «коротку» за інструментами участі в капіталі (ПП та портфельні інвестиції). Велика частка іноземних активів, отже, складається з низькодохідних іноземних боргових цінних паперів урядів розвинутих країн, а значна частка пасивів складають у цілому більш дохідні інвестиції в акціонерний капітал, що сумарно призводить до від'ємної дохідності [131].

Слід звернути увагу на те, що в подальшому аналізі буде досліджено лише міжнародні пасиви – потоки з погляду країни реципієнта міжнародних інвестицій. У даному контексті аналіз активів є непринциповим.

Аналіз структури вивезення доходів від інвестицій із країн з ринком, що формується, за 2000-2010 рр. дозволяє виділити серед них декілька груп за видом інвестицій, вивезення доходів від яких переважає (табл. 2.3).

Так, частка ПП у загальному вивезенні доходів перевищує 70% для таких груп країн як ЦСЄ та ЛА: Чилі – 84% (123 млрд. дол.), Угорщина – 78% (104 млрд. дол.), Чехія – 77%, (89,7 млрд. дол.), Словаччина – 74% (25,6 млрд. дол.), Перу – 70% (48,1 млрд. дол.). Частка ПП в загальному вивезенні інвестиційних доходів знаходилась у діапазоні 50%–69% для низки країн: Болгарія – 68%, Польща – 63%, Македонія – 61%, Росія, Білорусь, Грузія – 60%, Румунія – 52%. До групи країн, де частка вивезення доходів за ПП становить менше 50%, увійшли Хорватія – 46%, Аргентина – 40%, Словенія – 37%, Мексика – 36%, Бразилія – 35%, тобто країни ЛА та Балканської групи. В цих країнах превалюють виплати відсотків за борговими інструментами. До них належать як виплати за портфельними борговими цінними паперами, так і виплати за іншими інвестиціями.

Треба зауважити, що в більшості країн, окрім Бразилії та Росії, виплати за портфельними інвестиціями в акції становлять незначні суми, що свідчить, з одного боку, про недостатній розвиток використання іноземними інвесторами цього каналу доходів в даних країнах, а з іншого, доводить, що дивіденди, які є джерелом даних надходжень, не можуть порівнюватися за розміром з іншими інвестиційними прибутками. Дивіденди не є основним джерелом надходжень за цими інвестиціями. Основний дохід надає перепродаж

акцій, який відображається в статті фінансового рахунку портфельних інвестицій, тому в більшості країн часто спостерігаються від'ємні значення надходжень портфельних інвестицій в акціонерний капітал, так само як і від'ємні надходження інших інвестицій, що свідчить про виплати основного капіталу за отриманими раніше кредитами.

Таблиця 2.3

Структура доходів від інвестицій (млрд. дол.) за 2000–2010 рр.

Країна	ПП	Портфельні		Інші
		акції	боргові	
Чилі	123,6 (84%)	3,02	7,34	10,16
Угорщина	104,33 (78%)	2,89	11,67	15,50
Чехія	89,69 (77%)	2,74	5,23	18,87
Словаччина	25,6 (74%)		2,73	4,45 (12%)
Перу	48,18 (70%)	6,04		13 (20%)
Болгарія	14,65 (68%)	0,006	2,12	4,74
Польща	97,59 (63%)	4,564	18,26	27,23
Македонія	1,4 (61%)	0,088		855 (35%)
Росія	273,84 (60%)	27,60	31,47	129,93 (28%)
Білорусь	3,55 (60%)	-	-	2,37 (40%)
Грузія	1,93 (60%)	0,035	0,011	1,12 (35%)
Румунія	22,63 (52%)	1,02	1,50	15,03 (35%)
Хорватія	11,6 (46%)		3,37	10,03 (40%)
Аргентина	55,31 (40%)	48,44 (35%)		31,69 (23%)
Словенія	5,41 (37%)	2,35 (16%)		6,63 (46%)
Мексика	87,7 (36%)			142,1 (60%)
Бразилія	149 (35%)	44,79 (27%)	94 (22%)	68,54 (16%)
Україна	10,2 (30%)	0,249	6,41 (18%)	15,94 (52%)

Примітка: у дужках подано частку у загальному вивезенні доходів. Країни розташовані за часткою ПП у загальному вивезенні (розраховано автором за даними IMF BOPS [94])

Більш детальний аналіз вивезення доходів з транзитивних ринків дозволяє виявити спільні риси та відмінності серед груп країн (табл. 2.4 та рис. 2.9).

В розділі I було введено поняття *«коефіцієнт покриття іноземних інвестицій»* (формула 1.15), під яким розуміємо частку сумарних доходів, вивезених іноземними інвесторами у відповідних кумулятивних надходженнях фінансового рахунку. Наприклад, з України за період з 2000 по 2010 рр. було вивезено сумарно доходів

від іноземних інвестицій на 30,49 млрд. дол. При цьому в країну за даний період надійшло 70 млрд. дол., тобто коефіцієнт покриття склав 43,56%. Дослідимо даний коефіцієнт для різних країн.

В табл. 2.4 країни розташовані за розміром кумулятивних надходжень фінансового рахунку за період 2000-2010 рр.

Таблиця 2.4

Частка сумарних доходів, вивезених іноземними інвесторами у відповідних кумулятивних надходженнях фінансового рахунку (коефіцієнт покриття іноземних інвестицій), за період 2000-2010 рр. в країнах з ринком, що формується

Країна	ПП	Портфельні		Інші	Сумарні вивезені доходи млн. дол.	Кумулятивні надходження фінансового рахунку млн. дол.	Частка вивезених доходів у сумарних надходженнях
		акції	боргові				
Росія	96,16%	218,68%	294,06%	45,39%	462859	572939	80,79%
Бразилія	51,73%	37,28%	150,03%	82,40%	414395	554122	74,78%
Мексика	32,07%	11,46%	829,01%		244495	418653	58,40%
Польща	119,84%	49,77%	26,96%	29,93%	161598	300355	53,80%
Угорщина	70,23%	128,38%	41,36%	21,41%	142436	246938	57,68%
Чилі	132,90%	58,03%	45,67%	31,47%	145962	146620	99,55%
Румунія	36,74%	65,24%	33,10%	23,64%	42820	131339	32,60%
Чехія	128,11%	2188,66%	20,42%	76,26%	116544	120519	96,7%
Болгарія	30,20%	1,19%	127,47%	18,48%	21532	76268	28,23%
Україна	20,11%	11,05%	43,56%	22,07%	30491	70005	43,56%
Хорватія	43,42%	4,91%	66,76%	31,34%	25167	65206	38,60%
Словаччин							
а	109,25%	11,33%	28,64%	17,90%	34368	58489	58,76%
Аргентина	94,43%	221,81%		171,5%	135913	55020	247,02%
Перу	125,47%	33,26%		359,69%	67241	52974	126,93%
Словенія	69,31%	17,70%		27,94%	14409	44863	32,12%
Білорусь	40,74%			9,87%	5961	34037	17,51%
Грузія	25,58%	12,22%	14,46%	27,32%	3217	12783	25,17%
Македонія	43,56%	15,14%		47,00%	2434	5824	41,79%

Примітка: У таблиці країни розташовані за розміром кумулятивних надходжень фінансового рахунку за період 2000-2010 рр. (розраховано автором за даними IFS, BOPS [150], [94])

Номінально найбільші обсяги іноземного капіталу було отримано Росією, Бразилією та Мексикою. Але при цьому частка вивезених доходів у сукупних надходженнях становила близько 80% в Росії та Бразилії, а в Мексиці близько 60%. У дещо кращій ситуації

знаходяться Польща і Угорщина, які отримали протягом 10 років 300 млрд. та 247 млрд. дол. відповідно, а коефіцієнт покриття становив 54% для Польщі і дещо вище для Угорщини – 57%. Групу країн, в якій коефіцієнт покриття перевищує 50% доповнюють також Чехія, Чилі, Перу та Аргентина. Незважаючи на те, що ці країни отримали значно менше іноземного капіталу, вивезені доходи становили 100% і більше.

Інші країни, які на рис. 2.9 розташовані близько до початку координат, отримали порівняно менші обсяги іноземних інвестицій, так що частка вивезеного капіталу не перевищила 50%. Це переважно країни балканської та пострадянської груп.

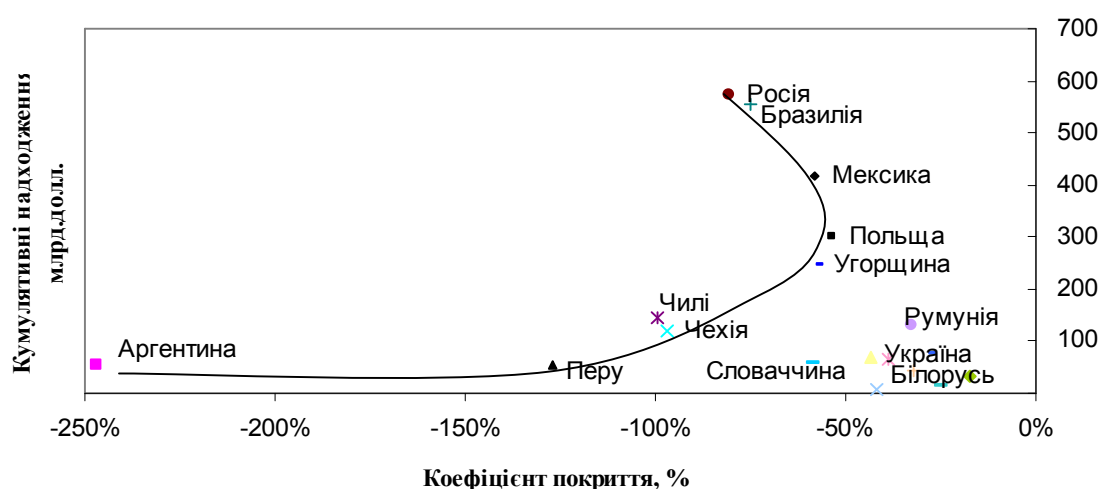


Рис. 2.9. Частка вивезених доходів у сукупних надходженнях фінансового рахунку за період 2000-2010 рр. (розраховано автором за даними BOP Statistics [94])

Аналізуючи країни в розрізі окремих категорій інвестицій, слід відокремити ті, в яких інвестиційні виплати доходів за ПІІ становлять вище 120% отриманого капіталу, – це Чилі, Чехія, Перу, Польща. Близько 100% отриманого капіталу вивезли доходів прямі інвестори з Словаччини, Росії, Аргентини. В усіх країнах Латинської Америки, окрім Чилі, значні обсяги доходів вивозились за статтями портфельних боргових та інших інвестицій. Донині країни регіону так і не позбулися значного зовнішнього боргу, обслуговування якого призводить до суттєвого вивезення відсотків за цими категоріями боргових інструментів.

В Україні та Грузії коефіцієнт покриття за ПІІ був найменший серед усіх досліджених країн – на рівні близько 20%. Країни балканської групи займають середню позицію за часткою вивезених доходів від ПІІ – діапазон від 40 до 70%.

Аналіз динаміки змін коефіцієнтів покриття окремо за кожний рік (рис. 2.10) виявляє певні особливості для окремих груп країн. Коефіцієнт покриття розраховувався для кожного року з 1993 по 2011 рр. як частка вивезених інвесторами інвестиційних доходів (стаття «дебіт інвестиційних доходів поточного рахунку») в отриманому іноземному капіталі (сума зобов'язань за ПП, портфельними та іншими інвестиціями фінансового рахунку).

Наведені результати свідчать про те, що майже в усіх країнах Латинської Америки коефіцієнт покриття перевищував одиницю в деякі роки, але особливо починаючи з 2000-х років, тоді як період 90-х був відносно стабільним. Це означає, що в такі роки в країни поступало менше іноземних інвестицій, ніж вивозилося доходів іноземними інвесторами. Найбільш стабільна динаміка даного показника притаманна Чилі, де вивіз прибутків не перевищував понад вдвічі обсягів отриманих інвестицій. Сама висока волатильність спостерігається в Аргентині, де в 2005-2006, та 2009 роках показник становив 8 та 20 (див. додаток В).

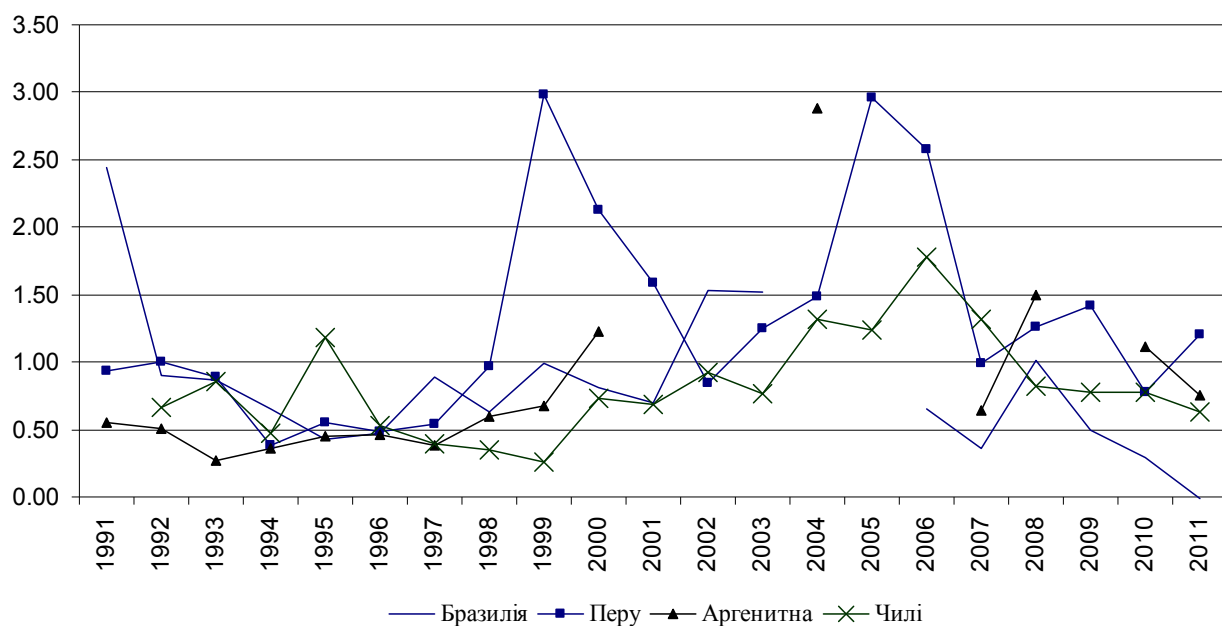


Рис. 2.10. Динаміка коефіцієнту покриття, країни ЛА, 2000-2011 рр.
(розраховано автором за даними BOP Statistics [94])

Слід підкреслити, що для регіону, починаючи з середини 90-х років, була характерна зростаюча динаміка коефіцієнтів покриття, тобто тренди співпадали. В Аргентині у 2001-2002 рр. показники набували від'ємних значень, оскільки фінансовий рахунок був від'ємний протягом цього періоду. Для Бразилії шоковим був 2005 р.,

коли фінансовий рахунок був від'ємним і доходів іноземних інвесторів було вивезено в 38 разів більше цього від'ємного значення.

Отже, даний коефіцієнт може також використовуватись як індикатор економічної нестабільності. Яскравим прикладом є показники Росії та України, які перевищували критичні значення у 98-99 рр., якраз тоді, коли в обох країнах відбувалась фінансова криза. У 2009 р. в Україні відбулась раптова зупинка припливу капіталу, і коефіцієнт покриття склав 65, тоді як в Росії лише 3, отже, ситуація була більш стабільною, оскільки країна накопичила запас міцності. Взагалі, надаючи характеристику динаміці даного показника в пострадянських країнах треба відмітити, що вивезення капіталів іноземними інвесторами ще не досягло такого масштабу, як у країнах ЛА та ЦСЄ, і можна зробити прогноз, що з подальшим розвитком фінансових систем даної групи країн обсяги вивезення іноземних доходів будуть тільки нарощуватись.

Стрімке збільшення частки інвестицій в інструменти участі в капіталі (англ. equity liabilities) до 55 % від сукупних зобов'язань країн ЦСЄ, починаючи з їх приєднання до ЄС, супроводжувалось збільшенням інвестиційних виплат та погіршенням статті доходів поточного рахунку стосовно ВВП цих країн (рис. 2.11). Тоді як у країнах Єврозони з меншою часткою інструментів участі в капіталі (близько 40%) у сукупних зобов'язаннях спостерігались кращі показники інвестиційних доходів порівняно з країнами ЦСЄ. В обох групах країн інвестиційні доходи є негативними упродовж всього періоду, але якщо для країн Єврозони значення доходу не були меншими за -1% від ВВП, то для країн ЦСЄ стаття інвестиційного доходу постійно погіршувалась і у 2010 р. складала - 4% від ВВП.

Важливо при цьому враховувати структуру інструментів участі в капіталі: для країн ЦСЄ прямі іноземні інвестиції значно превалюють над портфельними інвестиціями в акції і складають близько 90% зобов'язань за інструментами участі в капіталі. Низький рівень портфельного інвестування в акції є пов'язаним з порівняно недостатнім розвитком фондових ринків та корпоративного управління в цих країнах. В країнах Єврозони ПІІ становлять близько 50% від усіх зобов'язань за інструментами участі в капіталі, що вказує на рівноважний розподіл ПІІ та портфельних інвестицій в акції.

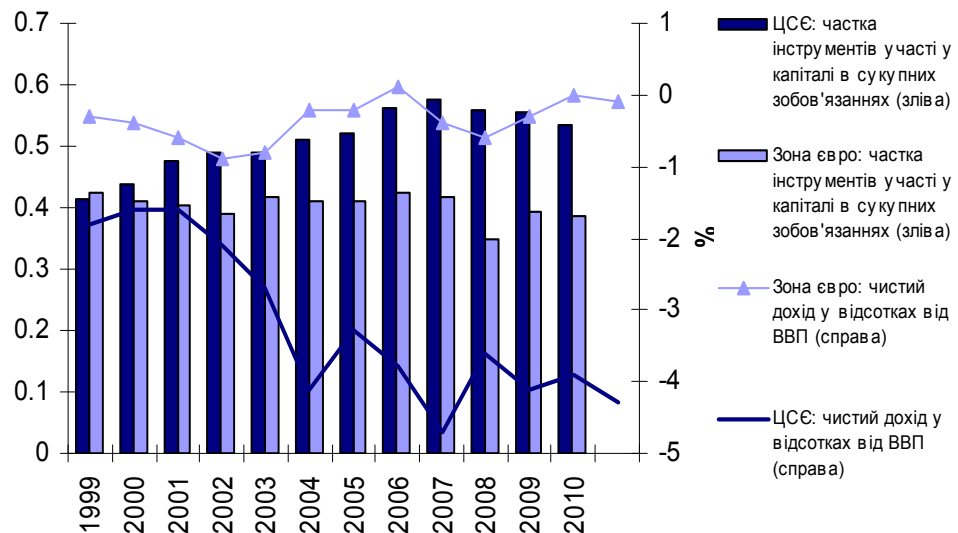


Рис. 2.11. Частка інструментів участі у капіталі в сукупних зобов'язаннях і чистий дохід поточного рахунку (% від ВВП) країн зони євро та ЦСЄ, 1999 – 2010 рр. (розраховано автором за даними Economist Intelligence Unit, Balance of Payments Statistics [116], [94])

Висока частка ПІІ у структурі зовнішніх зобов'язань країн ЦСЄ має низку наслідків. По-перше, ПІІ дозволяють розподіл ризиків таким чином, що дохід іноземного інвестора не є фіксованим, а залежить від ефективності інвестицій. Разом з тим перенесення ризиків на іноземних інвесторів у країнах ЦСЄ призвело до накопичення надмірних дефіцитів поточних рахунків, що стимулювало збільшення зовнішнього боргу країн. Саме тому результати регресійного аналізу в роботі Ф. Лейна і Дж. Мілезі-Ферретті (2007) для країн з ринком, що формується, показують високу кореляцію між припливом інвестицій в інструменти участі в капіталі та дефіцитами поточних рахунків, тоді як для розвинутих країн така кореляція є незначною.

По-друге, у зв'язку з тим, що ПІІ є також механізмом трансферу технологій, значні обсяги таких інвестицій підвищують продуктивність виробництва та зростання доходу в країнах ЦСЄ. Але ці позитивні риси можуть супроводжуватись більш високим доходом, який потрібно виплачувати іноземному інвестору, так що лише незначна частка доходу від ПІІ проектів отримується резидентами.

Особливо важливим для уразливих економік з ринком, що формується, є перерозподіл частки інвестицій між інструментами участі в капіталі (ПІІ і портфельними інвестиціями в акції) та борговими інструментами в структурі сукупних іноземних зобов'язань, що має відмінні наслідки розподілу ризиків між

резидентами і нерезидентами. Зокрема, якщо внаслідок негативного шоку у внутрішній економіці спостерігається знецінення РОК, то навантаження щодо обслуговування зовнішнього боргу в іноземній валюті матиме контрциклічний характер, тоді як доходи від ПІІ – проциклічний. Як правило, інвестиції в акціонерний капітал дозволяють більш привабливий розподіл ризиків, враховуючи що іноземні інвестори несуть частину ризику у разі негативного шоку (вартість таких інвестицій знижується, тоді як вартість боргу зростає у відношенні до ВВП при реальному знецінюванні).

У великих країнах з розвинутою економікою активи, як правило, номіновані в іноземній валюті, а зобов'язання переважно в національній валюті. Отже, несподіване зниження обмінного курсу збільшує дохідність зовнішніх активів у національній валюті і таким чином поліпшує позицію по чистим іноземним активам.

Для ринків, що розвиваються, які є чистими дебіторами і чий зовнішні зобов'язання в основному виражені в іноземній валюті, навпаки, знецінення РОК підвищує тягар обслуговування зовнішніх зобов'язань в національній валюті. Для країн ЦСЄ зовнішні активи, як правило, номіновані в іноземній валюті, тоді як частка інвестицій в акціонерний капітал у сукупних зовнішніх зобов'язаннях (ПІІ та портфельні інвестиції в акціонерний капітал) – у вітчизняній валюті. Відповідно дохідність ПІІ та портфельних інвестицій в акціонерний капітал в іноземній валюті, зазвичай, сильно корелює зі зміною валютного курсу. Тому наслідки знецінення обмінного курсу для зовнішньої позиції країн ЦСЄ неоднозначні: вони можуть бути негативними для країн з великим зовнішнім боргом в іноземній валюті, але можуть бути і позитивними, якщо зарубіжні активи країни перевищують боргові зобов'язання в іноземній валюті.

У зв'язку з стрімким збільшенням частки прямих і портфельних інвестицій в акціонерний капітал у зовнішніх зобов'язаннях країн ЦСЄ виникає питання вартості обслуговування таких зовнішніх зобов'язань. Варто зазначити, що такі інвестиційні інструменти потребують премію за ризик і тому мають, в середньому, більш високу і більш волатильну дохідність, ніж боргові інструменти. Таким чином, обслуговування таких зовнішніх зобов'язань буде дорожчим, навіть якщо виплати за зобов'язаннями будуть мати більш привабливі циклічні властивості.

Так, згідно з дослідженням С. О. Якубовського [91], внаслідок діяльності ТНК із країн ЦСЄ постійно вивозяться доходи від

іноземних капіталовкладень. У підсумку сальдо поточного рахунку більшості досліджуваних країн ЦСЄ останніми роками постійно набували негативних значень. При цьому, як зазначає С. О. Якубовський, найгірші показники поточних операцій спостерігаються в Польщі, в економіку якої надійшли найбільші обсяги ПП, а найкращі (стосовно інших досліджуваних країн ЦСЄ) – у Болгарії, куди надійшли найменші обсяги прямих іноземних інвестицій.

У підсумку варто зазначити, що проведений аналіз виявив значну залежність поточного рахунку (а отже і зовнішньої рівноваги) країн від інвестиційного доходу іноземних інвесторів. Далі необхідно виявити детермінанти формування дохідності іноземних інвестицій.

2.3. Аналіз показників дохідності іноземних інвестицій та факторів, що її визначають

У подальшому аналізі буде побудовано показники дохідності інвестиційних зобов'язань та будуть виявлені закономірності дохідності кожної категорії інвестиційних зобов'язань країн з ринком, що формується. Показники дохідності побудовано на основі даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країн. Як доведено вище, базовими причинами підвищеної уваги інвесторів до «нових ринків», що призводить до інтеграції останніх у світову фінансову систему, є намагання отримати вищу дохідність та диверсифікувати ризики. У даному підрозділі буде проаналізовано показники дохідності інвестицій іноземних інвесторів та фактори, що їх визначають, в країнах з ринком, що формується.

На рис. Б.1 і в табл. Г.1 представлено докладну динаміку і статистику квартальних рядів дохідностей країн з ринком, що формується, для двох груп країн: ЦСЄ та Латинської Америки (див. додаток Б, Г). Для аналізу обрано такі країни ЦСЄ: Болгарія, Румунія, Угорщина. З країн ЛА проаналізовані Бразилія, Чилі та Перу. Вибір країн пояснюється схожістю структур зовнішніх інвестиційних позицій та наявністю достатнього для аналізу діапазону квартальних даних рядів ПБ і МП, на основі яких складаються ряди дохідності.

Проаналізуємо динаміку дохідності прямих, портфельних та інших іноземних інвестицій. По-перше, можна виявити, що дохідності відповідних інвестиційних категорій серед країн значно відрізняються за розміром, навіть усередині регіональної групи. Для

всіх досліджених країн доведено, що, оскільки дохідність портфельних інвестицій в акції та ПП вимагає премію за ризик, порівнюючи з дохідністю боргових зобов'язань, їх обслуговування є дорожчим. Середні значення дохідності в більшості випадків вище для портфельних інвестицій в акції та ПП ніж для боргових інвестицій. Коливання діапазону рядів дохідності вище для портфельних інвестицій, для Угорщини максимальна дохідність приймає значення 60%, а мінімальна – 43%. Найвища волатильність також спостерігається серед угорських портфельних акціонерних інвестицій, що засвідчує значення показника стандартного відхилення.

Виявлено, що для країн ЦСЄ більшу дохідність отримано іноземними інвесторами від прямих і портфельних інвестицій в акціонерний капітал – у середньому 4% та 3% відповідно, а прибутковість боргових інструментів (портфельних інвестицій у боргові цінні папери та інші інвестиції) у середньому складала 2%. Найбільша волатильність дохідності притаманна портфельним інвестиціям в акції Угорщини – 19% та портфельним інвестиціям у боргові цінні папери Болгарії – 10%.

Для країн Латинської Америки, як і для країн ЦСЄ, більш прибутковими для іноземних інвесторів також були портфельні інвестиції в акціонерний капітал та ПП – 5% і 3,6%, відповідно, дещо вище, ніж в країнах ЦСЄ. Дохідність боргових інструментів була на рівні 1-1,5%. Дуже висока волатильність спостерігається за портфельними інвестиціями в акціонерний капітал: від 14% у Чилі до 20% у Бразилії.

Для обох груп країн – ЦСЄ і ЛА – виявлено наявність кореляції між дохідностями аналогічних інвестиційних інструментів, що свідчить про паралельну динаміку ринків (див. додаток Г). Це є обґрунтованим, оскільки ці країни мають високу взаємну торгівлю та їх економіки мають схожий шлях економічного зростання. Спостерігається значна висока кореляція між угорською і румунською дохідностями від іноземних інвестицій. Для Болгарії та Румунії майже немає кореляції між рядами. Найбільше корелюють між собою дохідності за портфельними інвестиціями в акції. Так, для Бразилії та Чилі кореляція складає 0,71, а для Бразилії та Перу – 0,68, Перу та Чилі – 0,63. Спостерігається значна кореляція між дохідностями портфельних боргових інвестицій Бразилії та Чилі.

Для того, щоб виявити детермінанти формування дохідності, можна змодельовати дохід кожної інвестиційної категорії як залежність від загального для країни компоненту та ідіосинкратичного фактору, який демонструє відхилення від загальних тенденцій ринку. Таке моделювання індексів дохідності допоможе розкрити ступінь пояснення динаміки дохідності, побудованої на основі даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країн, розвитком ринку та інвестиційними якостями країн. Наприклад, дохід за зобов'язаннями по портфельним інвестиціям в акції дорівнюватиме дохідності внутрішнього фондового індексу, якщо іноземні інвестори просто інвестували в фондовий індекс, але буде відрізнятися, якщо іноземні інвестори обирають різний склад портфеля. Також необхідно виявити вплив змін обмінного курсу на динаміку дохідності інвестицій.

Отже, розглянемо зв'язок між індексами дохідності відповідних інвестицій, виражених в іноземній валюті і отриманими з даних платіжного балансу – r_{it}^{BOP} та внутрішніми чинниками, такими як r_{it}^M – ринкові чинники дохідності (відсоткові ставки, дохідність фондового ринку) і зміною $POK - drer$:

$$r_{it}^{BOP} = r_{it}^M + drer_{it} + \mu_{it}. \quad (2.2)$$

Результати побудованих моделей для кожної країни, які пояснюють всі 4 види індексів дохідності інвестицій іноземних інвесторів: ПП, портфельні акції, портфельні облігації та інші інвестиції, – надаються у таблицях 2.5 та 2.6.

Для моделювання індексів дохідності портфельних інвестицій в акції (*Port equity*) та ПП (*FDI*) в якості внутрішньої детермінанти використовувались дохідності внутрішнього фондового індексу (*Dom SE return*).

Dom interest rate: у специфікаціях з портфельним боргом – це ставки за довгостроковими держоблігаціями, а у специфікаціях з іншими інвестиціями – ставка міжбанківського ринку або ставка грошового ринку (залежно від того, в якій із специфікацій є кращими коефіцієнти детермінації R^2 та Дарбіна-Уотсона DW). У специфікаціях також використовувались лагові значення залежних змінних у випадках, коли значення коефіцієнту Дарбіна-Уотсона засвідчували наявність автокореляції помилки. В моделях використовувались робастні до гетероскедастичності помилки Уайта.

Таблиця 2.5

**Зв'язок дохідності за інвестиційними зобов'язаннями країн ЦСЄ та
ринкових чинників**

Незалежні змінні	Болгарія				Угорщина				Румунія			
	Залежні змінні: дохідність різних інвестиційних активів											
	FDI	Port equity	Port Debt	Other	FDI	Port equity	Port Debt	Other	FDI	Port equity	Port Debt	Other
Dom SE return	0,20 (0,05)**	0,07 (0,00) ***			0,13 (0,17)	0,15 (0,17)			0,003 (0,24)	0,34 (0,28)		
Dom Interest rate			-0,23 (0,72)	0,10 (0,00) ***			0,19 (0,41)	0,01 (0,00) ***			-0,01 (0,51)	0,002 (0,14)
DRER	1,62 (0,00) ***	0,50 (0,00) ***	0,42 (0,45)	0,02 (0,00) ***	0,009 (0,02)**	0,006 (0,07) *	0,001 (0,65)	0,001 (0,30)	-0,01 (0,02)**	-1,03 (0,38)	0,002 (0,00) ***	0,0002 (0,02) **
R ²	0,38	0,35	0,23	0,77	0,15	0,25	0,02	0,44	0,51	0,14	0,33	0,30
DW	1,99	2,34	2,18	1,66	1,94	1,71	2,24	1,90	2,36	2,13	2,10	1,96

Примітка: у дужках подано значення Р-критерія: ***, **, * – 1%, 5% і 10% рівні значимості, відповідно (розраховано автором)

Результати проведення емпіричного дослідження свідчать про наступне: як внутрішні, так і зовнішні чинники впливають на формування дохідності інвестицій, але внутрішні чинники превалюють. На це вказує значущість *DRER* майже в усіх країнах за всіма категоріями інвестицій, окрім портфельних боргових та інших інвестицій в Угорщині та Чилі, що є свідченням ефекту передачі (*англ. pass through effect*) від зміни обмінного курсу.

Щодо впливу ринкових індексів на формування дохідності іноземних інвестиційних зобов'язань, то аналіз засвідчує, що для деяких категорій, таких як портфельні боргові інвестиції, окрім Перу, взагалі відсутній зв'язок із внутрішньою дохідністю боргових державних паперів, і залишається значна частка непояснених залишків. Динаміка РОК якраз вказує на те, що властивості дохідності відрізняються для внутрішніх й іноземних інвесторів. Зв'язок із внутрішньою дохідністю фондового ринку спостерігається в Болгарії, Бразилії та Перу. В Угорщині, Румунії та Чилі такого зв'язку не виявлено. При цьому високу пояснювальну силу має лише специфікація для Перу.

Таблиця 2.6
Зв'язок дохідності за інвестиційними зобов'язаннями країн Латинської Америки та ринкових чинників

Незалежні змінні	Бразилія				Чилі				Перу		
	Залежні змінні: дохідність різних інвестиційних активів										
	FDI	Port equity	Port Debt	Other	FDI	Port equity	Port Debt	Other	FDI	Port Debt	Other
Dom SE return	0,001 (0,01) ***	0,002 (0,08) *			0,001 (0,50)	0,001 (0,76)			0,03 (0,01) ***		
Dom Interest rate			-0,01 (0,90)	0,001 (0,38)			-0,03 (0,04)	0,009 (0,53)		-0,017 (0,00) ***	0,001 (0,00) ***
DRER	-0,03 (0,03) **	0,008 (0,05) **	0,002 (0,00) ***	-0,27 (0,00) ***	0,009 (0,00) ***	0,023 (0,00) ***	-0,07 (0,42)	0,003 (0,49)	-0,01 (0,00) ***	-0,007 (0,00) ***	0,003 (0,00) ***
R ²	0,13	0,12	0,50	0,28	0,52	0,33	0,31	0,14	0,51	0,50	0,37
DW	1,80	1,86	2,02	1,56	2,12	1,94	2,22	2,38	1,95	1,50	1,65

Примітка: у дужках подано значення Р-критерія: ***, **, * – 1%, 5% і 10% рівні значимості, відповідно (розраховано автором)

Щодо дохідності інших іноземних інвестицій, то внутрішня ставка міжбанківського ринку має достатньо високу пояснювальну силу: більш ніж $\frac{2}{3}$ варіації залежної змінної пояснюється в Болгарії. Менше $\frac{1}{2}$ варіації динаміки дохідності інших інвестицій пояснює ставка міжбанківського ринку в Угорщині та Перу.

Для надання характеристики інвестиційної привабливості країн можна розрахувати коефіцієнт Шарпа за методологією, наведеною у розділі 1:

$$S_i = \frac{R_i - R_o}{\sigma_i},$$

де R_i – середньорічна дохідність і-го портфеля за певний період;
 R_o – безризикова дохідність;

σ_i – історичне значення стандартного відхилення і-го портфеля.

Отримані результати подано в табл. 2.7. Треба обережно інтерпретувати отримані показники Шарпу, оскільки для деяких країн довжина часового ряду є меншою, наприклад, у Чилі, тому стандартне відхилення приймало менші значення і результат є завищеним. Але в цілому показники Шарпа є кращими для портфельних інвестицій в боргові папери та інші інвестиції:

прибутковість на одиницю ризику є більшою, ніж для ПІ і портфельних інвестицій в акції.

Таблиця 2.7

Порівняння показника Шарпа для дохідності різних категорій інвестицій серед країн, 2011 р. III кв.

	FDI	Port equity	Port Debt	Other
Бразилія	-1,1826	-1,2933	1,9250	2,1888
Чилі	-0,8324	-1,9044	8,0742	3,6537
Перу	1,0736	-	2,8298	1,5861
Румунія	1,1083	1,7032	1,0992	2,7742
Болгарія	-0,8437	1,4638	0,9738	3,2487
Угорщина	0,2947	-0,0654	4,1661	2,3099

(розраховано автором)

Також увагу привертають від'ємні значення коефіцієнту Шарпа для ПІ та портфельних інвестицій в акції, що пов'язано із негативною динамікою дохідності фондових ринків країн у 2011 р. в умовах, коли криза єврозони та сумніви з приводу стійкості боргу США і безпрецедентні створення грошей ФРС впливали на глобальну нестабільність.

Найперше визначимо річну динаміку доходів від інвестицій країн ЦСЄ на прикладі Болгарії, Румунії та Угорщини і порівняємо з Україною. Будемо розрізняти загальний дохід іноземних інвесторів і дохідність за наведеною методологією в розділі 1.3.

В таблиці 2.8 загальний дохід є менш стабільним, порівнюючи з дохідністю. Це пов'язано з тим, що дохід також включає ефект вартісної оцінки. Значення вартісної оцінки є дуже волатильним. Ця тенденція спостерігається в усіх досліджуваних країнах, окрім України. Загальні доходи іноземних інвесторів в країнах ЦСЄ набували дуже високих значень в передкризові роки; зокрема, в Угорщині та Румунії перевищуючи 20% у 2006-2007 рр.

В Угорщині найбільший загальний дохід, який отримали іноземні інвестори за досліджений період з 2006 по 2010 роки – 52% – спостерігався у 2006 р., коли дохідність складала лише 10%; інша частина доходу була пов'язана з вартісною оцінкою. У 2006 р. зовнішні зобов'язання Угорщини за ПІ зросли вдвічі: з 61 млрд. дол.

Таблиця 2.8

Дохід і дохідність, отримані іноземними інвесторами в країнах ЦСЄ та Україні, 2006-2010 рр.

	Болгарія		Угорщина		Румунія		Україна	
роки	Дохід	Дохідність	Дохід	Дохідність	Дохід	Дохідність	Дохід	Дохідність
2010	-4%	3%	2%	5%	0%	2%	5,4%	4,4%
2009	5%	3%	12%	6%	13%	3%	9 %	4,8%
2008	-3%	6%	4%	8%	1%	7%	2,9%	5,9%
2007	16%	11%	21%	10%	24%	10%	7,5%	5,6%
2006	20%	9%	52%	10%	31%	11%	6,6%	5,4%

(розраховано автором)

у 2005 р. до 119,8 млрд. дол. у 2006 р., причому згідно з фінансовим рахунком платіжного балансу в Угорщину за статтею ПІІ у 2006 році увійшли тільки 19,5 млрд. дол. Тобто спостерігалось зростання вартості активів по ПІІ, контрольованих іноземними інвесторами в Угорщині аж на 64%, або на 39 млрд. дол. Також у цьому році спостерігалось зростання вартості зобов'язань за портфельними та іншими інвестиціями на суму 12,4 млрд. дол., що загалом з ПІІ складало 56,7 млрд. дол. зростання вартості зовнішніх зобов'язань Угорщини.

В Румунії найбільший дохід на рівні 31% іноземні інвестори отримали в 2006 р., як і в Угорщині та Болгарії. Дохідність або відношення поточних інвестиційних виплат до зобов'язань, складала тільки 11% від отриманого доходу, а 20% іноземні інвестори заробили за рахунок зростання вартості придбаних ними інвестиційних активів. Зауважимо ще раз, таке зростання відбувалось за рахунок ПІІ, що у 2006 р. зросли на 32% порівняно з 2005 р.

В Україні спостерігається дещо інша ситуація з доходами іноземних інвесторів. Так, загальний дохід не проявляв таку волатильність в передкризові роки, як в країнах ЦСЄ. Одним із факторів є незначна роль ефекту вартісної оцінки порівняно з країнами ЦСЄ, а дохідність інвестицій, тобто відношення поточних інвестиційних виплат до зобов'язань, складала основну частину прибутку іноземних інвесторів. Коли в 2006 та 2007 рр. показники доходу в Болгарії, Угорщині та Румунії сягали двозначних цифр, в Україні дохід іноземних інвесторів був 6–7%. Але слід зазначити, що в 2008-2009 рр. роль вартісної оцінки була значною, що було

пов'язано зі зростанням вартості зобов'язань за іншими інвестиціями органів державного управління та грошово-кредитного регулювання. У 2008 р. зростання вартості зобов'язань органів державного управління та грошово-кредитного регулювання відбулося на 4,28 млрд. дол. або на 87%.

Незважаючи на те, що зобов'язання за банківськими кредитами скоротилися аж на 6,5 млрд. дол. у 2009 р., оскільки іноземні банки виводили свої капітали з українського ринку під час кризи ліквідності на світових ринках, вартість зобов'язань за іншими інвестиціями зросла на 5,6 млрд. дол. Отримані у 2009 р. кошти органами державного управління та грошово-кредитного регулювання на суму траншу кредиту від МВФ згідно з фінансовим рахунком платіжного балансу становили лише 2,27 млрд. дол., хоча спостерігалось зростання зовнішніх зобов'язань цих інститутів на 6,5 млрд. дол. Тобто державний борг зріс на 4,23 млрд. дол., або на 43% у 2009 р.

Слід зазначити, що державні зовнішні запозичення супроводжуються значними валютними ризиками. У разі зниження обмінного курсу вартість зобов'язань збільшується протягом дії таких зобов'язань. Ось чому за умов розгортання кризових явищ вартість державних зовнішніх запозичень для України суттєво зросла. У другому півріччі 2008 р. валютні ризики державного боргу України досягли недопустимо високого рівня.

Так, на початок 2008 р. офіційний курс становив 5,05 грн. за дол. США, а на 31.12.2008 – 7,7 грн. за дол. Приріст обсягу зовнішніх державних боргових зобов'язань (у гривневому еквіваленті) становив 31,4 млрд. грн. лише за рахунок зростання курсів іноземних валют до гривні [16]. У таких самих пропорціях збільшилися і відсоткові платежі за боргом, номінованим в іноземних валютах. При цьому витрати НБУ, пов'язані з обмеженням пропозиції надлишкової грошової маси в економіці, що утворюється у зв'язку з фінансуванням дефіциту бюджету за рахунок іноземних запозичень, та витрати, пов'язані з поповненням валютних резервів, підвищують загальну вартість запозичень в іноземних валютах. Також приріст обсягу зовнішніх державних боргових зобов'язань відбувається внаслідок отримання надходження від використання (конвертації) спеціальних прав запозичень, які зараховуються до зовнішніх запозичень від МВФ і відображені у складі державного боргу [28].

Отже, результати проведеного аналізу свідчать про те, що протягом 2006–2009 рр. Україні, порівняно з іншими постсоціалістичними

країнами, вдалося втримати рівень доходу та дохідності іноземних капіталовкладень на прийнятному рівні. Разом з тим, слід відзначити, що у 2010 році відповідні показники в економіці України вже були гіршими, ніж усереднений показник по країнам ЦСЄ (в середньому дохідність та дохід складала 3,3 та -1% для ЦСЄ відповідно, тоді як для України – 4,4 і 5,4%), що, насамперед, було викликано грошово-кредитною політикою НБУ, яка сприяла суттєвому зростанню фондових індексів у країні.

Слід зазначити, що, хоча сукупна дохідність інвестицій може показати загальну картину вартості обслуговування зовнішніх зобов'язань, вона не дуже інформативна щодо дохідності отриманої іноземними інвесторами за окремими видами інвестицій, оскільки вага окремих категорій інвестицій значно відрізняється.

Висновки до розділу 2

Отже, результати проведеного дослідження свідчать про наступне.

Аналіз впливу м'якої грошово-кредитної політики розвинених країн на країни з ринком, що формується, свідчить про те, що в умовах глобальної нестабільності кількісне пом'якшення з боку розвинених країн, що стимулює приплив капіталу на ринки, що розвиваються, стало чинником формування волатильних потоків капіталу, які в цілому негативно відбиваються на курсах національних валют країн-реципієнтів капіталу, а в окремих випадках можуть призвести до перегріву економіки, появи «бульбашок» на ринках активів і дисбалансів на фінансових ринках.

Важливо враховувати досвід подій 90-х років, коли Федеральна резервна політика була експансійною протягом тривалого часу (як і зараз), і це підживлювало швидке зростання припливу приватного капіталу в країни, що розвиваються (особливо в Латинській Америці). Зрушення в політиці ФРС у 1994 році ініціювало послідовність різких дислокацій на глобальних фінансових ринках.

Згідно з проведеними оцінками VAR – моделей впливу різних потоків капіталу на динаміку ВВП в країнах ЦСЄ та Латинської Америки не можна стверджувати про наявність однозначно позитивного чи негативного впливу різних категорій іноземних інвестицій на економічне зростання.

В більш розвинених країнах ЦСЄ та Латинської Америки зобов'язання за інструментами участі у капіталі превалюють, тоді як у структурі зовнішніх зобов'язань Балканських і пострадянських країн превалює борг. Очікуючи збільшення процентних ставок на міжнародних кредитних ринках і відповідний негативний вплив обслуговування боргу на державний бюджет (державний борг) і сальдо рахунку поточних операцій, урядам цих країн необхідно створити умови для зменшення загального обсягу зовнішніх запозичень і знизити витрати на його обслуговування. В той же час для країн з високою часткою ПІІ у структурі зовнішніх зобов'язань постала проблема високого доходу, що сплачується за такими інвестиціями. Постійне вивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень призвело до того, що репатріація прибутків від ПІІ значно перевищила отримані інвестиції у таких країнах як Перу, Чилі, Чехія, Польща та Словаччина.

Виявлена тенденція зростання ролі сальдо інвестиційного доходу у формуванні поточних рахунків платіжних балансів розкриває нові загрози, що постають перед країнами з ринком, що формується. Різке погіршення статті інвестиційних доходів платіжних балансів у багатьох країнах передувало розгортанню світової фінансової кризи.

Запропонований коефіцієнт покриття іноземних інвестицій може використовуватись як сигнал нестабільності чи навіть загрози фінансової стійкості країни.

Існують підстави стверджувати, що Балканські та пострадянські країни будуть і надалі нарощувати обсяги виплат інвестиційних доходів, щонайменше до рівнів країн ЦСЄ та Латинської Америки, що спостерігається зараз.

Надаючи оцінку масштабам вивезення доходів іноземними інвесторами, важливо відокремлювати частку реінвестованих прибутків, яка у платіжному балансі є частиною інвестиційних доходів, і, отже, ця стаття завищує обсяги вивезених доходів, які фактично залишаються в країні-реципієнті інвестицій. Країни, які отримали великий приплив ПІІ, що створили великі прибутки, які реінвестуються у місцевій економіці, мають великий дефіцит рахунку поточних операцій, оскільки дані щодо дефіциту штучно завищуються.

При побудові та аналізі дохідності різних категорій іноземних інвестицій було виявлено, що середні значення дохідності в більшості

випадків вищі для портфельних інвестицій в акції та ПП, ніж для боргових інвестицій. Це підтверджує гіпотезу, що оскільки дохідність портфельних інвестицій в акції та прямих іноземних інвестицій вимагає премію за ризик, порівнюючи з дохідністю боргових зобов'язань, їх обслуговування є дорожчим. Як для країн ЦСЄ, так і для країн ЛА, виявлено наявність кореляції між дохідностями аналогічних інвестиційних інструментів, що означає паралельну динаміку ринків, а, отже, неможливість диверсифікації ризиків при інвестуванні в країни з високою кореляцією дохідності інвестицій.

Підсумовуючи: побудова дохідності інвестицій на базі даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції є корисною апроксимацією загальних тенденцій на ринках досліджуваних країн, дозволяє порівняти та виявити спільні риси чи відмінності, може слугувати індикатором-нестабільності національних фінансових систем.

РОЗДІЛ 3

ДОХІДНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ ТА ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ РУХУ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ

3.1. Дохідність інвестицій як чинник фінансової стійкості зовнішніх дисбалансів

У даному підрозділі буде проаналізовано вплив дохідності капіталовкладень іноземних інвесторів в країнах з ринком, що формується, на стійкість національних фінансових систем¹⁵. Поняття фінансової стійкості на сьогоднішній день є фундаментальним для сучасної міжнародної економіки, оскільки без достатнього рівня стійкості національних і світової фінансових систем неможливо забезпечити економічне зростання і надійне функціонування як фінансового сектора, так і всіх галузей національних господарств. При цьому у зв'язку з тим, що в останні роки значно збільшилася кількість криз національних фінансових систем, наслідки яких впливають на розвиток світової економіки, необхідною є розробка індикаторів, які здатні не тільки кількісно оцінити стійкість фінансової системи, а й передбачати ймовірність виникнення кризових ситуацій.

Розгорнуте функціональне визначення концепту «фінансова стійкість» запропоновано Г. Шинаси, на думку якого фінансова стійкість – це ситуація, в якій фінансова система «здатна задовільно виконувати три ключові функції одночасно. По-перше, фінансова система ефективно і безперервно сприяє міжчасовому розподілу ресурсів в економіці від власників заощаджень до інвесторів і розподілу економічних ресурсів у цілому. По-друге, фінансові ризики визначаються і оцінюються з прийнятною точністю, а також ефективно управляються. По-третє, фінансова система знаходиться в такому стані, що вона без напруги, якщо не безперервно, може абсорбувати фінансові та реальні економічні несподівані події або шоки» [168].

¹⁵ Необхідність контролю за фінансовою стійкістю країн була усвідомлена під час азійської економічної кризи в 1997 р. У передкризовий період нові індустриальні країни Азії демонстрували хорошу макроекономічну статистику, включаючи стійке економічне зростання. Разом з тим саме в 1990-ті роки почалася лібералізація руху капіталу, розвиток ринків нових фінансових інструментів, відкриття ринків фінансових послуг для іноземного капіталу, що, незважаючи на реальне економічне зростання, призвело до накопичення фінансових дисбалансів в країнах Азії, що і спричинило фінансово-економічну кризу.

Одним з підходів до дослідження фінансової стійкості країни є аналіз її потенційних можливостей для обслуговування зовнішніх зобов'язань. При цьому, оскільки для більшості країн зовнішня заборгованість погашається в іноземній валюті, важливим показником платоспроможності є експорт товарів і послуг. Виходячи з цього, Світовий банк при аналізі платоспроможності країни пропонує використовувати ряд показників, представлених у публікаціях банку «Global Development Finance». У них тягар зовнішньої заборгованості вимірюється співвідношенням зовнішнього боргу до ВВП і до експорту товарів і послуг (%). За цими критеріями країни поділяються на три групи: з високим, середнім і низьким рівнями зовнішньої заборгованості. До першої групи належать країни, де перший показник перевищує 80% або другий показник – 220%. Для другої групи ці показники перебувають в інтервалі між 80% і 48% та 220% і 132%. Для третьої групи – найбільш фінансово стійких країн з низьким рівнем зовнішньої заборгованості – відношення зовнішнього боргу до ВВП не перевищує 48%, а боргу до експорту товарів і послуг – 132%.

Разом з тим, у методиці Світового банку не враховано: (1) обсягів валютних резервів держави, які істотним чином впливають на здатність країни обслуговувати свої зовнішні зобов'язання, та (2) міжнародні активи і пасиви банків й комерційних структур. Саме тому, на наш погляд, більш ефективним критерієм щодо оцінки стійкості національних фінансових систем відносно зовнішніх та внутрішніх шоків країн з неконвертованою валютою є відношення чистої міжнародної інвестиційної позиції до ВВП (ЧМІП). Під час розрахунку цього співвідношення враховуються як обсяги міжнародних резервів країн, так і пасиви (включно із зовнішнім боргом). Критичними показниками відношення від'ємної ЧМІП до ВВП можуть бути значення 60% (за аналогією з Маастрихтськими критеріями) та 36% (за аналогією з критеріями Світового банку за якими відношення двох порогових значень 80 та 48 становить 60%).

За цим критерієм країни умовно можна поділити на три групи: з високим, середнім і низьким рівнями залежності від зовнішніх інвесторів та кредиторів. До першої групи належать країни, в яких відношення від'ємної ЧМІП до ВВП по модулю вище 60%. Для другої групи цей показник коливається в інтервалі між 60 та 36%. Для третьої групи – найбільш фінансово стійких країн відносно зовнішніх шоків – відношення від'ємної ЧМІП до ВВП по модулю менше за 36% [67].

Визначимо у цьому підрозділі вплив дохідності іноземних інвестицій, яка акумулює зміни платіжного балансу та міжнародної інвестиційної, на стійкість національних фінансових систем. Особливу увагу привертають країни, які за період економічної трансформації, акумулювали значні зовнішні дисбаланси, до яких, в першу чергу, належать країни ЦСЄ. Переконливе економічне зростання супроводжувалось значним припливом іноземних капіталів, які фінансували дефіцити поточних рахунків та спричиняли накопичення зовнішніх зобов'язань. Така ситуація має стандартне теоретичне пояснення, коли країни з недостатнім рівнем внутрішніх накопичень залучають зовнішній капітал для збільшення інвестицій та фінансування економічного зростання. При цьому стійкість потоків капіталу, що фінансують дефіцити поточних рахунків країн, потребує детального аналізу для виявлення потенційних загроз фінансовій стабільності.

Аналіз статистичних даних свідчить про те, що протягом останніх років позиція по чистих зовнішніх активах для країн ЦСЄ була від'ємною та погіршувалась, що підвищує вразливість до стану міжнародних фінансових ринків. Найгірша ситуація спостерігається в Угорщині, де тривалий дефіцит сальдо поточного рахунку позначився збільшенням суми чистих іноземних зобов'язань до 118% ВВП у 2009 р.; у 2012 р. цей показник дещо знизився до 103%. Чиста міжнародна інвестиційна позиція була від'ємною і становила в Болгарії – 80 % ВВП (що краще показника 2009 р. – 101,8% ВВП), у Словаччині – 64,1% ВВП, у Румунії – 67,5%, у Польщі – 66,6% ВВП, у Чехії – 49,5% у 2012 р. [85].

Зовнішній борг деяких країн ЦСЄ досяг рівнів, які викликають серйозне занепокоєння щодо ризиків для їх фінансової стійкості¹⁶. В Угорщині, починаючи з 2007 р., зовнішній борг перевищував 100% ВВП, у Болгарії – з 2008 р. За даними Світового банку в Болгарії до 97% зовнішнього боргу було номіновано в іноземній валюті наприкінці 2011 р. [30]. Для Угорщини борг в іноземній валюті складає 79% від загальної суми зовнішнього боргу, Румунії – 89%. У такій ситуації девальвація національної валюти може мати значний вплив на вартість обслуговування боргу, що і сталося в Угорщині, де

¹⁶ Частка зовнішнього боргу до ВВП може бути використана як міра уразливості економіки до змін зовнішньої вартості її валюти. В результаті тривалого припливу капіталу, було накопичено значні обсяги зовнішнього боргу.

в результаті девальвації форинта в 2008 р. зовнішній борг сягнув 150% ВВП у наступному 2009 р.

Значні дефіцити поточного рахунку в країнах ЦСЄ були результатом істотного припливу капіталу. Порівняно з країнами «Вишеградської групи» в Болгарії та Румунії спостерігались величезні дефіцити рахунку поточних операцій – понад 10% ВВП у 2006–2008 рр. До кризи баланс поточного рахунку був негативним, відображаючи не тільки торгові дефіцити, а й від’ємне сальдо за інвестиційними доходами (Додаток А). В Угорщині від’ємне значення рахунку поточних операцій досягло свого піку (-11,11 млрд. дол.) в 2008 р., при цьому головною складовою був від’ємний інвестиційний дохід – 10,8 млрд. дол. У Болгарії та Румунії головною складовою від’ємного рахунку поточних операцій був дефіцит торгового балансу в розмірі 12,6 млрд. дол. і 28,2 млрд. дол. відповідно [150]. У Польщі як великий дефіцит торгового балансу, так і від’ємний інвестиційний дохід призводили до дефіциту рахунку поточних операцій. У Чехії і Словаччині поточні рахунки є більш стійкими у порівнянні з іншими країнами ЦСЄ, на що вказує динаміка їх часових рядів. Для цих країн баланс доходів є причиною від’ємного рахунку поточних операцій.

Починаючи з 2008 р., всі країни ЦСЄ (окрім Чехії) зазнали так званого «розвороту поточного рахунку» (англ. «current account reversal»). Передусім це стосується Угорщини і Болгарії. У першій з країн поточний рахунок вперше став додатним, а в другій – дефіцит поточного рахунку знизився з 23% ВВП в 2008 р. до 10% ВВП у 2009 р. [150]. Для Угорщини в умовах різкого скорочення реального ВВП на 6,7% в 2009 р. сальдо поточного рахунку стало додатним, сягнувши профіциту в 1,7% від ВВП у 2012 р. Цей розворот поточного рахунку обумовлено відносною стабільністю експорту, тоді як внутрішній попит різко знизився, що мало наслідком скорочення імпорту. Експерти Департаменту економічної політики ЄС у сфері макроекономічних дисбалансів (Macroeconomic Imbalance Procedure) прогнозують подальше зростання профіциту рахунку поточних операцій до 4% ВВП у 2013 р., передусім, завдяки інвестиціям в автомобільну промисловість. Частково сприятливий ефект може нейтралізувати зростання дефіциту інвестиційних доходів, оскільки доходи іноземних інвесторів у формі дивідендів повернуться до свого докризового рівня у міру відновлення економіки [146].

Аналіз припливу іноземного капіталу і зростання зовнішнього боргу показує, що країни регіону потрапили в залежність від іноземного фінансового капіталу, що в умовах світової фінансової кризи призвело до їх підвищеної уразливості. Поряд із зростанням банківських і корпоративних зовнішніх запозичень країн дефіцити поточних рахунків платіжного балансу різко збільшились до нестійкого рівня, який після «раптової зупинки» припливу капіталу призвів до розвороту поточного рахунку і девальвації національних валют. Очевидно, що країнам ЦСЄ доведеться у майбутньому отримувати профіцити балансу товарів, послуг та трансфертів для стабілізації їх чистої зовнішньої позиції.

Визначимо вплив іноземних інвестицій на фінансову стабільність країн Латинської Америки, які значно раніше, ніж країни ЦСЄ, відкрили свої економіки для іноземних інвестицій. Саме тому актуальним постає питання – наскільки корисним стало для країн регіону довгострокове залучення іноземного капіталу і чи постануть у майбутньому перед країнами ЦСЄ проблеми, що зараз існують у країнах Латинської Америки.

Двадцять років тому велика частина Латинської Америки зіткнулася з проблемами фінансової нестабільності, валютних криз і навіть гіперінфляції. Сьогодні спостерігається зовсім інша ситуація – особливо в п'яти найбільших латиноамериканських країнах, на частку яких припадає близько 80% ВВП регіону. Бразилія, Колумбія, Мексика, Перу і Чилі – «латиноамериканська п'ятірка» (ЛА5), – показали приклад того, як регіон, який пережив глобальну фінансову кризу, зміг стати одним з найміцніших серед країн з ринком, що формується [29]. Двома вирішальними факторами стали інституційні реформи центральних банків і зміна основ грошово-кредитної політики. Ці масштабні реформи виявилися ефективними головним чином тому, що протягом більш ніж десяти років країни ЛА5 проводили відповідну податково-бюджетну і фінансову політику, утримуючи під контролем вразливість до несприятливих змін. Разом узяті, ці державні заходи посилили здатність центральних банків підтримувати стабільність цін і сформували довіру, що, у свою чергу, підвищило їх здатність керувати інфляційними очікуваннями населення і бізнесу.

Регіон пройшов через світову економічну кризу 2008–2009 рр. без значних втрат. Поліпшення стану державних фінансів, скорочення зовнішнього боргу і збільшення міжнародних резервів,

більш гнучкі обмінні курси та зміцнення фінансового регулювання і нагляду в роки, що передували світовій кризі, зіграли важливу роль в обмеженні впливу кризових явищ. Разом з тим, з точки зору здатності протистояти кризі серед окремих держав регіону спостерігалися досить істотні відмінності, які визначалися не лише накопиченим антикризовим потенціалом і ефективністю стабілізаційної політики, але і низкою об'єктивних чинників. Так, наприклад, багато країн Латинської Америки, які є експортерами сировинних товарів, виграють від високих експортних цін і низьких світових відсоткових ставок. Разом з тим деякі з них, як і раніше, мають лише обмежений доступ до зовнішнього фінансування, а деякі, включаючи країни Центральної Америки, є чистими імпортерами сировинних товарів.

Держави, що мають більш тісні зв'язки з динамічними країнами Азії, передусім з Китаєм, останнім часом демонстрували більш успішний розвиток. Рекордно високі ціни на сировинні товари також підвищили привабливість цих країн для іноземних інвесторів. Навпаки, в країнах, які мають тісні економічні зв'язки з розвиненими країнами, післякризове відновлення йшло повільніше, що стало результатом гірших умов для економічного зростання та зайнятості в США. Мексика і країни Центральної Америки повною мірою відчули наслідки повільного відновлення економіки США – країни, що є важливим джерелом їх доходів від експорту, туристичних послуг і грошових переказів громадян цих країн, які працюють у США. Ці країни також у максимальному ступені обтяжені зовнішнім боргом. Якщо в середньому по Латинській Америці спад ВВП у 2009 р. склав 1,8%, то в країнах Карибського басейну – 2,3% [74].

У деяких країнах регіону були прийняті особливі (податкові, адміністративні та деякі інші) заходи щодо стримування припливу іноземного капіталу. Так, наприкінці жовтня 2009 р. уряд Бразилії запровадив 2%-й податок на покупку нерезидентами акцій і облігацій. Уряд Колумбії в жовтні 2010 р. тимчасово відмовився від перерахування в країну розміщених за кордоном 1,5 млрд. дол., а також встановив тимчасові лаги на використання отриманих країною доларових активів. У Перу були встановлені денні і тижневі ліміти на валютні операції пенсійних фондів.

Центральні банки багатьох країн регіону здійснювали валютні інтервенції, скуповуючи іноземну валюту (перш за все долари США) задля запобігання зміцненню обмінних курсів національних валют на початковому періоді економічного поживлення. Незважаючи на це, в

період з листопада 2009 р. по листопад 2010 р. національні валюти ряду держав зазнали ревальвації. У Бразилії та Мексиці – на 10%, в Колумбії – на 7,1%, в Перу – на 3,8%, в той же час в Уругваї валютний курс знизився на 0,3%. При цьому Еквадору та Аргентині в період кризи вдалося врегулювати значну частину своїх зовнішніх зобов'язань, що створило сприятливі передумови для отримання нового зовнішнього фінансування [90].

У країнах з менш ефективною політикою справи були гіршими, ніж в тих країнах, які проводили більш продуману податково-бюджетну та грошово-кредитну політику. Вони не тільки не змогли запровадити антициклічні заходи політики в період спаду, але і в набагато меншому ступені виграли від поточних сприятливих умов зовнішнього фінансування. Перш за все, це стосується деяких країн-експортерів нафти, в яких, незважаючи на відновлення зростання цін на нафту, спостерігається уповільнене економічне зростання або навіть скорочення обсягу виробництва. Політика підтримки надлишкового попиту призвела до істотної інфляції, особливо в Венесуелі, де обсяг виробництва скоротився в 2010 р. В Аргентині, де показники зростання були набагато кращими, попит також здійснив тиск на інфляцію.

Отже, в даний час поєднання глобальних умов створило два дуже сильних стимулюючих фактора, що допомагають Латинській Америці, – легкий доступ до зовнішнього фінансування і високі ціни на сировинні товари. При надзвичайно низьких процентних ставках у країнах, що випускають резервну валюту, і відновлення в глобальних інвесторів готовності до прийняття ризиків, зовнішнє фінансування на сьогоднішній день є дешевим і доступним у багатьох країнах регіону. Однак з часом, після нормалізації грошово-кредитної політики в розвинених країнах, процентні ставки неминуче зростуть. Щодо цін сировинних товарів на багато ключових видів експорту в регіоні в даний час – вони надзвичайно високі, що викликано як ліберальною грошово-кредитною політикою США (для ф'ючерсних цін, що номіновані в американських доларах), так і стійким зростанням попиту на сировинні товари, особливо в азійських країнах з ринком, що формується.

Хоча деяка частина цього непередбаченого доходу може носити стійкий або навіть постійний характер, передбачається, що високі націнки на багато сировинних товарів призведуть до збільшення їх пропозиції, що, в кінцевому рахунку, призведе до зниження цін.

Неконтрольоване зростання попиту, в свою чергу, може призвести до виникнення великих і ризикованих дефіцитів рахунків поточних операцій, а також до зростання інфляції. Зростання попиту, яке підтримується припливом іноземного капіталу, неминуче буде супроводжуватися підвищенням реального обмінного курсу – або через збільшення номінального обмінного курсу, або, якщо він буде стримуватись, через підвищення інфляції.

Так, внаслідок буму цін з початку 2000-х років на сировинні товари, які експортуються латиноамериканськими країнами (Бразилія, Перу і Чилі), тривале негативне сальдо торгового балансу стало додатнім, але ще більш важливим був постійно зростаючий чистий відтік інвестиційного доходу (Додаток А).

Динаміка поточних рахунків цих країн була дзеркально протилежною динаміці поточних рахунків країн ЦСЄ як протягом років, що передували кризі, так і після її початку: з 2004 по 2008 роки сальдо поточних рахунків було додатнім, а з 2008 стало від'ємним. Особливо помітною є тенденція погіршення поточних рахунків країн внаслідок світової фінансової кризи, коли світовий попит на експорт ЛА країн скоротився, що тут же позначилось на погіршенні торгового балансу, а чистий відтік інвестиційного доходу створював суттєвий негативний тиск на поточні рахунки.

Аналіз статистичних даних свідчить про те, що протягом останніх років позиція по чистих зовнішніх активах для країн Латинської Америки, за виключенням Аргентини, була від'ємною і значно погіршувалась у випадку Бразилії, в якій чиста від'ємна міжнародна інвестиційна позиція (ЧМІП) досягла 878 млрд. дол. у 2010 р., погіршившись на 200% порівняно з показником 2008 року – 280 млрд. дол. Мексика теж є дебітором, від'ємна ЧМІП якої складає 337 млрд. дол., але порівнюючи з Бразилією, її динаміка є значно стабільнішою. Чилі та Перу мають від'ємну ЧМІП, яка набуває значень у діапазоні від 0 до 40 млрд. дол. протягом 2005-2011 рр., а Аргентина взагалі має додатну ЧМІП, яка у 2011 р. становила 48 млрд. дол.

Оцінимо відношення ЧМІП країн ЛА до ВВП. У 2011 р. в жодній з досліджених країн від'ємний показник ЧМІП/ВВП не перевищував 30%, а у Чилі – 10%. В Аргентині показник ЧМІП/ВВП був додатним і становив 10% ВВП. У той же час більшість країн ЦСЄ мали від'ємний показник ЧМІП/ВВП на рівні 60% і вище, що

свідчить як про їх більшу фінансову відкритість, так і більшу уразливість до іноземних потоків капіталу.

У Бразилії дефіцит інвестиційних доходів зараз складає в середньому 2,2% від ВВП і має тенденцію до скорочення [116]. Залучення іноземного капіталу не є проблематичним, оскільки іноземні інвестори зберігають позитивний погляд на потенціал ринку Бразилії, з прямими іноземними інвестиціями, сягаючими 2,9% ВВП (без урахування реінвестування прибутку) щорічно. Резерви (379 млрд. дол. у грудні 2012 р. були майже в два рази вищими рівня часів фінансової кризи 2009) залишаються більш ніж достатніми для покриття вимог валового зовнішнього фінансування Бразилії.

В Чилі спостерігається великий структурний дефіцит рахунку інвестиційних доходів (у 2006-2007 рр. понад 10% ВВП), що відображає великомасштабну репатріацію прибутку транснаціональних корпорацій. Ця стаття залишається ключовим внеском у дефіцит поточного рахунку, який у 2012 р. сягнув 3,7 % ВВП. Разом з тим, у Чилі існує потенціал для скорочення дефіциту поточного рахунку завдяки доходам, що будуть отримані за рахунок валютних резервів, які вкладені в два суверенні фонди.

В Перу дефіцит поточного рахунку складає 2,5% ВВП. Репатріація прибутку іноземних компаній становила 6,5% ВВП у 2012 р. Стійкий дефіцит поточного рахунку фінансується припливом іноземних інвестицій, що сприяє накопичуванню валютних резервів, які у 2012 р. сягнули близько 60 млрд. дол.

У період сприятливих зовнішніх фінансових умов і високих експортних цін центральні банки ЛА5 накопичили значні міжнародні резерви. При погіршенні зовнішніх умов центральні банки ЛА5 використовували ці резерви для згладжування пониження курсів національних валют. Так, Бразилія і Мексика продали майже 10% своїх міжнародних резервів, але все ж пережили найбільшу девальвацію валюти – майже на 30% – в період з серпня 2008 р. по лютий 2009 р. Центральний банк Перу за декілька місяців витратив близько 20% своїх міжнародних резервів, дозволивши знецінення грошової одиниці лише на 11%. Чилі і Колумбія, навпаки, допустили більш значну девальвацію своїх валют, ніж Перу, і продали менший запас міжнародних резервів.

Крім того, деякі центральні банки ЛА5 заручилися зовнішньою підтримкою на додаток до використання валютних резервів, враховуючи невизначений масштаб глобальної фінансової кризи.

Колумбія та Мексика отримали доступ до нового механізму фінансування МВФ – так званої гнучкої кредитної лінії, призначеному для країн з сильною політикою і міцними інституційними основами, який дозволив би їм зайняти кошти у МВФ у разі потреби. Бразилія і Мексика також мали можливість обміняти у ФРС свою національну валюту на суму до 30 млрд. доларів.

Бразилія стала однією з небагатьох країн з ринком, що формується, якій вдалось утримати інфляцію відповідно зі своїми цільовими показниками в період росту і спаду цін на біржові товари в 2008–2009 рр. Успіх Бразилії засновано на ключових елементах її макроекономічної політики: таргетуванні інфляції, плаваючому обмінному курсі і збереженні первинного профіцита бюджету. Хоча грошово-кредитна політика була успішною, бюджетні результати були неоднозначними. Незважаючи на первинні профіцити і стабільне відношення чистого державного боргу до валового внутрішнього продукту, що перевищує 40%, валовий борг перевищує 65% ВВП.

Чисті зовнішні зобов'язання Бразилії є значними. Тим не менш, у порівнянні з початком століття, ці зобов'язання існують в даний час в основному у вигляді капіталу, а не боргу, що означає більш тісну кореляцію оплачуваних за ними відсотків з внутрішньою економічною кон'юнктурою. Це прискорює коригування рахунку поточних операцій в моменти стресу, як відбулося наприкінці 2008 р. і на початку 2009 р. [38]. За міжнародними стандартами в Бразилії існують досить високі процентні ставки (вони лише ненадовго знизилися до рівня однозначних чисел під час рецесії в 2009 р.). Високі процентні ставки, вкрай сприятливі умови торгівлі і перспективи зростання обумовили значний приплив капіталу, чим пояснюється відносне зміцнення реала. Але із зростанням його вартості виникає загроза конкурентоспроможності багатьох сегментів обробної промисловості.

Узагальнюючи проведений аналіз макроекономічних дисбалансів в країнах, наводимо основні показники в таблиці 3.1. Дослідження стійкості національних фінансових систем країн ЦСЄ і ЛА дозволяє зробити ряд висновків. Країни ЦСЄ не є однорідним блоком. Угорщина, Болгарія і Румунія, зокрема, слідували аналогічній «бум-спад» траєкторії: зовнішні дисбаланси в цих країнах перевищували в деякий момент максимально допустимі значення. Дефіцити поточного рахунку в Румунії і Болгарії перевищували 10%

ВВП в 2008 р. В Болгарії діє система фіксованих обмінних курсів – валютне правління (англ. currency board), що є додатковим чинником погіршення поточного рахунку країни. Румунія та Угорщина хоч і мають гнучкий обмінний курс, тим не менше звернулися до МВФ за допомогою.

Таблиця 3.1

Макроекономічні дисбаланси, 2010–2012 рр. (% ВВП)

	Дефіцит поточного рахунку			Державний борг			Дефіцит бюджету		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Бразилія	-2,27	-2,09	-2,22	40,4	40,8	40,6	-2,5	-2,6	-2,2
Перу	-2,5	-2,0	-2,5	15,5	9,6	7,0	-0,2	1,8	1,5
Чилі	1,8	-1,4	-2,4	8,6	11,2	10,1	-0,3	1,0	-0,3
Аргентина	0,8	0,0	0,8	41,5	39,8	37,4	0,2	-1,7	-2,7
Угорщина	1,1	0,9	1,2	87,5	86,1	87,4	-4,5	4,3	-3,0
Польща	-7,9	-5,1	-3,4	62,3	63,3	64,1	-7,9	-5,0	-3,5
Чехія	-3,8	-2,9	2,2	45,1	48,0	51,3	-4,8	-3,2	-3,3
Румунія	-4,4	-4,2	-4,0	30,5	33,3	35,0	-6,8	-5,2	-3,3
Болгарія	-1,5	0,3	0,1	16,3	16,3	17,0	-3,1	-2,1	-1,3
Україна	-2,2	-5,5	-8,0	29,9	27,4	31,2	-7,4	-4,2	-5,0

(складено автором за даними OECD, S&P, EIU, ECB, World Bank [30], [164])

Враховуючи великі торгові дефіцити Болгарії та Румунії, необхідні зміни в сальдо експорту-імпорту для стабілізації їх чистої зовнішньої позиції є істотними. Інші країни регіону – Чехія, Польща, Словаччина – теж накопили значні дисбаланси в останні роки, але вони не сягнули таких масштабів, як в Угорщині, Болгарії і Румунії.

У порівнянні з країнами ЦСЄ, в яких від’ємні значення чистої міжнародної інвестиційної позиції перевищують 60% ВВП, країни ЛА мають від’ємні значення ЧМП не вище 30%, що свідчить про наявність у них більшої здатності адаптуватися до потенційно мінливих потоків іноземного капіталу.

Далі у роботі визначимо, чи є висока дохідність іноземних інвестицій підставою для тривалого притоку капіталу, який підтримує виявлені зовнішні дисбаланси країн.

Для перевірки гіпотези, що доходи іноземних інвесторів є важливим чинником, який викликає зовнішні дисбаланси в країнах з ринком, що формується, запропоновано модель, яка дозволяє дослідити вплив динаміки дохідності іноземних капіталовкладень на накопичення зовнішньої заборгованості країн – нових членів ЄС: Угорщини, Болгарії, Румунії, та країн Латинської Америки: Бразилії,

Перу, Чилі. Вибір країн для дослідження зумовлений тим, що вони мають схожу структуру фінансових систем, а зовнішні дисбаланси в цих країнах перевищували в деякий момент максимально допустимі значення. Також спільною рисою для цих країн є від’ємна стаття доходів поточного рахунку. Іноземні інвестори вивозять значні прибутки з цих країн, що для більшості країн (окрім Болгарії та Румунії) є основним фактором від’ємного сальдо поточних рахунків.

У моделі використовувались квартальні дані за період 2000Q3 по 2011Q3, які отримано з довідкових видань «Міжнародна фінансова статистика» та «Статистика платіжного балансу» МВФ і щоквартальної статистики зовнішнього боргу Світового банку. Було побудовано векторну авторегресію часових рядів, у рамках якої проведено тест Гренджера на взаємну причинність дохідності прямих, портфельних та інших іноземних інвестицій і зростання зовнішньої заборгованості.

Результати тестів на стаціонарність свідчать про відсутність одиничних коренів у даних, кількість лагів було підібрано для мінімізації критерію Акайка, що вказує на стабільність моделі:

$$ED_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} RET_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} ED_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (3.1)$$

$$RET_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} ED_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} RET_{t-i} + \varepsilon_{2t},$$

де ED позначає частку приросту валового зовнішнього боргу до ВВП та RET – показники дохідності іноземних інвестицій, які були побудовані за методикою, наведеною у підрозділі 3.1.

Отримані результати тесту Гренджера підтримують висунуту гіпотезу про наявність впливу динаміки дохідності іноземних капіталовкладень на накопичення зовнішньої заборгованості країн. Серед досліджених країн причинність спостерігається в більшості випадків між портфельними інвестиціями та зовнішньою заборгованістю. Таким чином, висока дохідність приваблює іноземних інвесторів, що призводить до накопичення зовнішньої заборгованості країн та погіршення зовнішньоекономічної рівноваги.

Результати тесту Гренджера для країн ЦСЄ та ЛА представлені в таблиці 3.2.

Результати свідчать, що дохідність різних типів інвестицій є вагомим фактором динаміки зовнішнього боргу. В більшості випадків

Таблиця 3.2

Тест причинності Гренджера для зовнішнього боргу та різних видів інвестиційної дохідності

Країна	Досліджуваний показник	Лаги			
		Дохідність ПП	Дохідність портфельних інвестицій в акції	Дохідність портфельних боргових інвестицій	Дохідність інших інвестицій
Угорщина (2000Q2 2011Q3)	ED - приріст валового зовнішнього боргу до ВВП	1,52 (0,46)	19,7 (0,00) ^a	21,0 (0,00) ^a	5,24 (0,07) ^c
Болгарія (2004Q1 2010Q4)		3,14 (0,20)	7,50 (0,02) ^b	0,13 (0,93)	1,61 (0,44)
Румунія (2002Q1 2010Q3)		10,46 (0,00) ^a	7,92 (0,04) ^b	5,24 (0,15)	1,80 (0,40)
Бразилія (2002Q1 2011Q3)		0,56 (0,45)	1,04 (0,30)	0,02 (0,87)	5,86 (0,11)
Чилі (2002Q1 2011Q3)		39,6 (0,00) ^a	7,72 (0,02) ^b	0,51 (0,47)	0,28 (0,59)
Перу (2002Q1 2011Q3)		0,08 (0,76)	0,81(0,66)	11,06(0,00) ^a	9,87(0,00) ^a

Примітка: За назвою країни зазначено у дужках діапазон вибірки. У дужках поряд з Wald-статистикою подано значення Р-критерію: a, b, c — 1%, 5% і 10% рівні значимості, відповідно (розраховано автором)

дохідність портфельного акціонерного капіталу має вплив на ED. В Угорщині зовнішня заборгованість також спричиняється дохідністю боргових інструментів іноземців. У Румунії ED спричиняється дохідністю ПП. В Чилі значний вплив на приріст ED теж має дохідність за ПП, що підтверджується імпульсною функцією (вага в декомпозиції залишків становить 60%). Це повинно пояснювати дохідність внутріфірмового кредитування, що може вказувати на спробу таким чином виводити прибутки в рамках податкового планування ТНК.

У Перу зі збільшенням дохідності боргових цінних паперів зовнішній борг знижується (за результатами тесту Гренджеру та імпульсної функції), що є логічним, оскільки зі збільшенням дохідності боргових паперів зростають ризики дефолту, і як наслідок інвестори свої капітали виводять з ринку. Такий же результат отримано для Угорщини. У Перу зі збільшенням дохідності інших інвестицій спостерігається приріст зовнішнього боргу, як засвідчує імпульсна функція.

При оцінці представлених результатів слід відзначити, що однією з можливих слабких сторін, що впливає з якості даних, є обмежена довжина часових рядів у зв'язку з наявністю даних зовнішньої заборгованості країн тільки з 2000-х років.

Далі визначимо, чи впливає висока дохідність іноземних інвестицій на поточні рахунки платіжних балансів. Щоб перевірити гіпотезу, що доходи іноземних інвесторів є чинником посилення зовнішніх дисбалансів у країнах з ринком, що формується, запропоновано модель, яка дозволяє дослідити вплив динаміки дохідності іноземних капіталовкладень на поточні рахунки наступних країн ЦСЄ: Угорщини, Болгарії та країн Латинської Америки: Бразилії, Перу, Чилі.

Модель часових рядів оцінює наступне рівняння за допомогою МНК:

$$CA_t = \beta_0 + \beta_1 * aggr_return_t + \beta_2 * budg_def_t + \beta_3 * \Delta CPI_t + \beta_4 * \Delta GDP_t + \beta_5 * CA_{t-1} + \beta_6 * \Delta RER_t + u_t \quad (1)$$

де CA_t – поточний рахунок країни у час t , β_0 константа, $aggr_return$ – сукупна дохідність інвестиційних зобов'язань країни, $budg_def$ – дефіцит бюджету, ΔCPI відображає динаміку цін, ΔGDP – реальний ВВП, CA_{t-1} – лагове значення залежної змінної, ΔRER – реальний обмінний курс та u_t – помилка.

Отримані оцінки коефіцієнтів рівняння для кожної країни подано у табл. 3.3.

Основним результатом є те, що дохідність інвестиційних зобов'язань країни є важливим фактором, який зумовлює динаміку рахунку поточних операцій. Збільшення дохідності інвестицій іноземних інвесторів на 1% за інших рівних умов призводить до погіршення поточного рахунку на 0,02-0,69%.

Дефіцит бюджету виявився статистично значущим для визначення динаміки поточного рахунку в Чилі і Перу, підтверджуючи проблему «подвійного дефіциту» для країн, і для Болгарії, проте з дещо несподіваним знаком. Економічне зростання погіршує СА в Перу і Болгарії. У всіх країнах, за винятком Чилі, СА статистично залежить від своєї попередньої динаміки.

Отримані результати дозволяють зробити висновок про наявність негативного впливу дохідності іноземних інвестицій на формування зовнішніх дисбалансів країн. Вища середня значущість (у порівнянні з іншими змінними) дохідності іноземних інвестицій свідчить про її важливу роль у формуванні поточного рахунку в країнах з ринком, що формується.

Фактори стійкості поточних рахунків країн

	Залежна змінна: СА				
Незалежні змінні	Бразилія	Чилі	Перу	Болгарія	Угорщина
RETURN	-0,02	-0,21	-0,24	-0,69	-0,05
Aggr	(0,01)***	(0,00)***	(0,10)*	(0,00)***	(0,03)**
Budg_Def	-0,08	-0,47	-0,26	1,04	-0,04
	(0,35)	(0,00)***	(0,01)***	(0,00)***	(0,63)
Δ CPI	0,03	-0,13	-0,38	0,63	-0,02
	(0,42)	(0,04)**	(0,08)*	(0,00)***	(0,78)
Δ GDP	0,05	-0,10	-0,31	-0,002	-0,02
	(0,62)	(0,60)	(0,03)**	(0,07)*	(0,93)
CA (-1)	0,86	-	0,23	0,63	0,58
	(0,00)***		(0,26)	(0,00)***	(0,00)***
Δ RER	-0,05	0,03	-	-3,72	-0,06
	(0,03)***	(0,76)		(0,00)	(0,35)
R ²	0,85	0,89	0,64	0,73	0,87
DW	2,38	2,23	1,58	2,37	1,82
Кількість спостережень	38	15	30	29	43

У дужках подано значення Р-критерія: ***, **, * — 1%, 5% і 10% рівні значущості, відповідно (розраховано автором)

Крім того, в моделюванні дохідності іноземних інвестицій враховувався не тільки формальний вивіз капіталу (доходи іноземних інвесторів), але, що більш важливо, потенціальні втрати країни від високої вартості національних активів, які знаходяться під контролем іноземних інвесторів. Таким чином, оцінюючи ризики стабільності національної фінансової системи важливо аналізувати не тільки такі «традиційні» показники, як дефіцит бюджету, частка державного боргу у ВВП і рівень інфляції, але і звертати більше уваги на динаміку зобов'язань міжнародної інвестиційної позиції країни.

Отримані результати моделювання засвідчили, що в більшості випадків дохідність портфельного акціонерного капіталу має вплив на формування зовнішніх дисбалансів в країнах. Отже, в подальшому дослідженні необхідно розкрити, які інструменти регулювання потоків іноземного капіталу можуть бути застосовані для обмеження даного негативного впливу.

3.2. Вплив боргової та бюджетної політик на дохідність іноземних інвестицій в Україні

Результати проведеного в підрозділі 2.3 аналізу динаміки показників дохідності іноземних інвестицій в Україні показали, що вітчизняна ситуація з вартістю залучення іноземного фінансування відрізняється від інших країн з ринком, що формується. Дослідимо поточні фактори боргової та бюджетної політик, які впливають на вартість позик та залучення фінансування в національну економіку, та порівняємо з досвідом країн ЦСЄ.

Як результат нестабільності світових фінансових ринків та значної волатильності міжнародних потоків капіталу доступ до зовнішніх ресурсів для забезпечення фінансової стійкості економіки України становиться все складнішим та більш дорогим. При цьому накопичене зовнішньоборгове навантаження породжує істотні ризики для фінансової стабільності в Україні, оскільки недостатність внутрішніх ресурсів для погашення накопичених боргів може стати причиною масових дефолтів вітчизняних позичальників.

Ще в 2005–2007 рр. Україна характеризувалася одним із найнижчих в світі показників державного боргу, проте через надмірність боргових залучень і неефективність їх використання за останні роки борг сягнув рівня, за яким формуються значні ризики для стійкості фінансової системи країни. Протягом 2008–2012 рр. сукупний державний борг (прямий і гарантований державою) зріс майже в 6 разів – з 88,7 млрд. грн. до 515,5 млрд. грн. (36,8% ВВП) або 64,49 млрд. дол., в тому числі: державний та гарантований державою зовнішній борг – 308 млрд. грн. (59,94% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу) або 38 млрд. дол.; державний та гарантований державою внутрішній борг – 206 млрд. грн. (40,06%). Дані міжнародних порівнянь свідчать, що величина державного боргу України вже перевищила середній рівень для країн із ринками, що формуються, – у середньому 35,7% ВВП¹⁷ станом на кінець 2012 р. [10].

У міжнародній практиці державний борг на рівні 35-40% ВВП вважається максимально допустимим для країн з ринками, що

¹⁷ При цьому необхідно зазначити, що розмір державного боргу України не включає боргів місцевих органів влади і фондів обов'язкового соціального страхування, в той час як поняття боргу сектора загального державного управління в інших країнах поширюється не лише на центральний уряд, а й на всі рівні державного управління.

формується. Надмірний рівень заборгованості підриває довгострокові основи економічного розвитку та посилює вразливість економіки (бюджету) до зворотного руху іноземного капіталу і різких змін валютних курсів.

Значне зростання обсягу гарантованого державою боргу припадало на 2008–2009 рр., коли внаслідок отримання значних позик від МВФ, які були спрямовані на споживання та проведення невиваженої політики надання державних гарантій, цей борг зріс у 5 разів (з 17,5 млрд. грн. на кінець 2007 р. до 90,9 млрд. грн. на кінець 2009 р.). Рівень державного та гарантованого державою боргу на кінець 2009 р. зріс до критичної межі в 34,8 % ВВП, тоді як на кінець 2007 р. цей показник знаходився на безпечному рівні в 12,3 % ВВП [3], що не тільки вкрай обтяжило бюджети майбутніх періодів необхідністю відволікання бюджетних коштів з соціальних та інвестиційних видатків на погашення основної суми боргу та відсоткових платежів, а й підірвало довіру іноземних інвесторів та спричинило порушення макроекономічної стабільності в країні.

На початок 2013 р. державний борг України становив 399 млрд. грн. (77,44% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу). Державний зовнішній борг становив 208 млрд. грн. або 26 млрд. дол. Державний внутрішній борг становив 190 млрд. грн. Понад половину боргового тягаря уряду фінансується із зовнішніх джерел; отже, остаточне співвідношення боргу до ВВП сильно залежить від розвитку ситуації з обмінним курсом.

За видом валюти погашення в структурі державного зовнішнього боргу превалює долар США, частка якого становила 90% у 2011 р. за даними World Development Indicators [30]. У структурі загального державного боргу за видом валюти погашення станом на 31.12.2012 превалює гривня – 44,4%. (рис. 3.1)

Гарантований державою борг України становив 116 млрд. грн. (22,6% загального боргу), в тому числі: гарантований зовнішній борг – 100 млрд. грн. або 12 млрд. дол.; гарантований внутрішній борг – 16 млрд. грн. У цілому надходження від зовнішніх державних запозичень за 2012 р. становили 208,9 млрд. грн., у структурі яких основні суми заборгованості:

– 80 млрд. грн., або 38,3% загального обсягу зовнішніх запозичень, становлять надходження за рахунок позик, наданих міжнародними фінансовими організаціями, в тому числі отримання кредиту МВФ – 48,3 млрд. грн.;

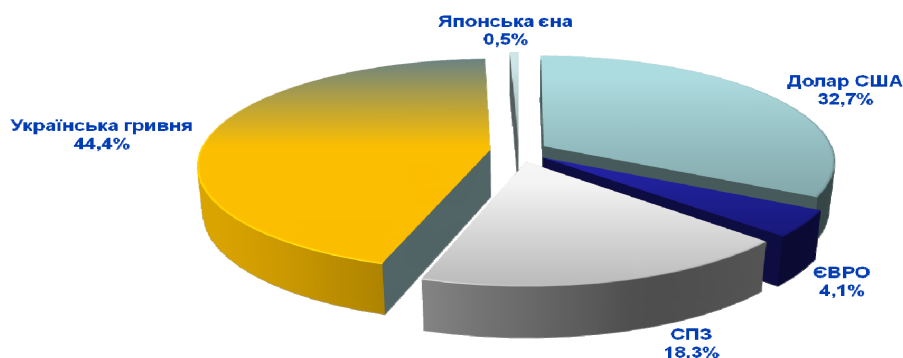


Рис. 3.1. Структура державного боргу за видом валюти погашення станом на 31.12.2012 р. [27]

- 104 млрд. грн. становлять надходження від випуску облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) 2003-2012 років;
- 9 млрд. грн. становить заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління.

Проблема здійснення державних запозичень заслуговує на особливу увагу, оскільки потреби Уряду України і Національного банку України (НБУ) у фінансуванні в 2012 р. збільшилися до історичного максимуму. З точки зору основних потреб у зовнішньому фінансуванні в 2013 р. Уряд і НБУ мали до погашення близько 6,4 млрд. дол. зовнішнього боргу МВФ, у порівнянні з 3,9 млрд. дол. в 2012 р. та 0,3 млрд. дол. у 2011 р. [164]. Також підлягали погашенню 1 млрд. дол. єврооблігацій Уряду в червні 2013 року. На додаток до зобов'язань в іноземній валюті Уряд України має значні потреби у рефінансуванні боргових зобов'язань у національній валюті, обсяг яких становитиме, за оцінками S&P, 6,5 млрд. дол. у 2013 р., що ненабагато нижче, ніж у 2012 р. (6,6 млрд. дол.)¹⁸.

За даними НБУ Уряд мав у своєму розпорядженні близько 1,7 млрд. дол. вимог до центрального банку і 1 млрд. дол. на депозитах у комерційних банках станом на листопад 2012 р. Таких коштів недостатньо для покриття безпосередніх поточних зовнішніх потреб уряду в рефінансуванні. З точки зору внутрішнього фінансування

¹⁸ На даний час в українських банках розміщено 37% державних цінних паперів у національній валюті. Вартість розміщення цінних паперів у банках є високою: середньозважена дохідність за казначейськими зобов'язаннями у національній валюті становила 13,8% у листопаді 2012 р., за казначейськими зобов'язаннями в іноземній валюті – 8,5% у грудні 2012 р. [165].

уряд вимушений шукати нові способи залучення інвесторів, оскільки ліквідність банківського сектору залишається низькою. В результаті було випущено валютні облігації місцевих позик.

За оцінками S&P, потреби уряду у фінансуванні становитимуть близько 19 млрд. дол. у 2013 р., без включення випуску додаткових боргових зобов'язань або зобов'язань державних компаній (1,4 млрд. дол. у 2013 р., за оцінкою Міністерства фінансів України). Показники ліквідності Уряду України значно залежать від можливості доступу до ринків капіталу, забезпечення припливу іноземної валюти шляхом двосторонніх угод або міжнародного фінансового співробітництва з міжнародними економічними організаціями.

Внаслідок впливу світової фінансово-економічної кризи бюджетні витрати на погашення та обслуговування зовнішнього боргу України у 2009 р. зросли понад вчетверо, з 1% у 2008 р. до 4,3% ВВП на кінець 2009 р., що є найвищим рівнем цього показника з 1999 р. [3]. Обсяги річних виплат у рахунок погашення та обслуговування зовнішнього боргу резидентів України вже у 2008 р. досягли 8 млрд. дол. США, або 4,6% ВВП [13]. Причому ця сума покриває лише довгострокові зобов'язання уряду, банків і нефінансових підприємств, а при оцінці перспектив валютно-фінансової стабільності слід брати до уваги й зобов'язання короткострокові, обсяг яких тільки для сектора нефінансових підприємств становить 29,2 млрд. дол., що складає 23% від загальної зовнішньої заборгованості країни за перше півріччя 2012 р. [119].

Надалі уряд може зіткнутися з вищою вартістю позик та більшими труднощами при залученні фінансування, ніж це було в минулих роках. У 2012 р. уряд вийшов на міжнародні ринки капіталу з випуском єврооблігацій у розмірі 2,3% ВВП з середньою дохідністю 8,8%. З точки зору іноземних інвесторів, це був найуспішніший випуск ОЗДП за всю історію існування незалежної України. Разом з тим, раптові зміни глобальних умов або стратегій іноземних інвесторів можуть у будь-який час раптово суттєво збільшити вартість запозичень уряду.

У 2012 р. Урядом України було тричі розміщено єврооблігації на загальну суму 4,85 млрд. дол. США [28]:

- липень 2012 р. (з дорозміщенням у вересні 2012 р.): 2,6 млрд. дол. з терміном погашення 5 років за процентною ставкою 9,25%;
- серпень 2012 р.: 1 млрд. дол. з терміном погашення 2 роки за процентною ставкою 7,95%;

– листопад 2012 р.: 1,25 млрд. дол. з терміном погашення 10 років за процентною ставкою 7,8%.

Уряд додатково випустив казначейські облігації в іноземній валюті на внутрішньому ринку (2,5 млрд. дол., станом на листопад 2012 р. середньозважена дохідність складала 8,9%) також із високою вартістю. НБУ також повинен був виплатити 3,5 млрд. дол. гарантованого державою боргу перед МВФ у 2013 р. (це складає 15% міжнародних резервів). Саме тому, на наш погляд, погіршення бюджетних і зовнішньоекономічних показників, яке прискорилося з середини 2012 р. може істотно ускладнити доступ уряду до міжнародного фінансування. Ставки, за якими Україна залучає іноземні кошти, значно перевищували дохідність облігацій європейських держав, що перебували у стані боргової кризи¹⁹.

Наслідки здійснення державних запозичень для економіки великою мірою залежать від умов їх залучення і структури кредиторів. Якщо перед урядами розвинутих країн стоїть проблема вибору між ринковим та емісійним механізмом фінансування бюджету, а також терміну обігу боргових зобов'язань, розміщених серед ринкових кредиторів, то перед урядами країн із ринком, що формується, у т. ч. України, необхідно враховувати низку інших аспектів, таких як валютні ризики, ефекти вартісної оцінки, ступінь розвиненості та прозорості фінансової системи.

Український уряд тривалий час надавав перевагу зовнішнім запозиченням на фінансових ринках, обґрунтовуючи свої дії нижчою поточною вартістю таких запозичень. Але згідно з результатами досліджень економістів [9], твердження щодо нижчої вартості таких запозичень є неоднозначним. Унаслідок орієнтації на номінальну дохідність та недооцінки рівня девальвації національної валюти фактична вартість їх обслуговування у гривнях здебільшого перевищує вартість запозичень у національній валюті. Зокрема проста ставка дохідності в перерахунку на гривні за облігаціями зовнішньої державної позики 2004 р. із плаваючою ставкою становила 16,4%, за ОЗДП-2006 у швейцарських франках – 36,6%, за ОЗДП-2006 у японських єнах – 34,1%.

¹⁹ Так, у липні 2012 р. дохідність 10-річних державних облігацій Іспанії становила 6,8%, Італії – 6, Ірландії – 6,1, Кіпру – 7%, а середньозважена дохідність суверенних облігацій країн єврозони в цілому становила 3,25%. Іспанія увійшла до групи проблемних позичальників регіону у червні 2012 р., коли дохідність її суверенних 10-річних облігацій сягнула 7% [8].

Високою може виявитися і вартість обслуговування ОЗДП, які ще перебувають в обігу. Згідно з розрахунками, річна середньозважена ставка дохідності за державними запозиченнями на зовнішніх фінансових ринках у перерахунку на гривні може становити від 11,2% у 2010 р. до 32,9% у 2006 р.

Водночас протягом 2003–2012 рр. (за винятком 2010 р.) прогнозне значення ефективної ставки у гривнях за запозиченнями на зовнішніх фінансових ринках перевищує процентну ставку за ОВДП із фіксованою дохідністю в національній валюті на первинному ринку. Гривнева дохідність за облігаціями внутрішньої позики мала тенденцію до зниження за період з 2001 до 2007 рр., але з початком кризи було значне підвищення дохідності з 6,71% у 2007 році до 11,86% у 2008 р., у 2012 році дохідність ОВДП становила 12,94%.

Агресивна боргова політика посилює тиск на видаткову частину державного бюджету. Негативні наслідки зростання боргового тиску проявляються передусім у зростанні додаткових витрат бюджету. Обсягів обслуговування державного боргу (виплату відсотків) в 2012 р. (30 млрд. грн.) було б достатньо для того, аби подвоїти капітальні видатки бюджету [41]. При цьому, в подальшому обсяг коштів, який відволікатиметься з бюджету на обслуговування боргів попередніх періодів, зростатиме, що додатково зменшуватиме обсяг фінансових ресурсів бюджету, які б уряд міг спрямувати на вирішення соціально-економічних завдань.

На практиці при управлінні зовнішнім державним боргом виділяють три способи можливого використання залучених ресурсів [47]:

- фінансове розміщення, коли із зовнішніх джерел здійснюється фінансування інвестиційних проектів і розвитку економіки. Цей спосіб є найпрогресивнішим видом використання зовнішнього боргу. При цьому надзвичайно важливим є відбір конкурентних високоефективних інвестиційних проектів, які б забезпечували повернення одержаних ресурсів;

- бюджетне використання, за якого залучені ресурси спрямовуються на фінансування поточних бюджетних витрат, у тому числі на обслуговування зовнішньої заборгованості. Цей спосіб використання ресурсів, що залучаються з міжнародного ринку, – є найменш ефективний з існуючих;

-змішане бюджетно-фінансове розміщення, коли запозичення використовуються як на фінансування поточних бюджетних потреб, так і на розвиток економіки в цілому.

В Україні великого поширення набув найменш ефективний спосіб – нові запозичення спрямовуються на фінансування поточних витрат бюджету, включаючи й обслуговування існуючого зовнішнього боргу. Така боргова політика стрімко вичерпала можливості щодо мобілізації додаткового обсягу фінансових ресурсів. Якщо в 2008-2010 рр. боргові запозичення складали одне з основних джерел фінансових ресурсів (через відсутність значних боргових зобов'язань попередніх періодів залучені кошти практично повністю спрямовувалися на фінансування видатків бюджету), то в міру зростання коштів обслуговування боргу та погашення попередніх запозичень, чисті надходження до бюджету відчутно зменшилися (рис. 3.2). Фактично зараз уряд залучає боргові ресурси не для фінансування видатків бюджету, а для оплати попередніх зобов'язань. Показово, що за 2012 р. в бюджет надійшло лише 2,6 млрд. грн. із 98,5 млрд. грн. залучених, а інші 95,9 млрд. грн. було сплачено у формі відсотків та погашення основного капіталу за боргами попередніх періодів.

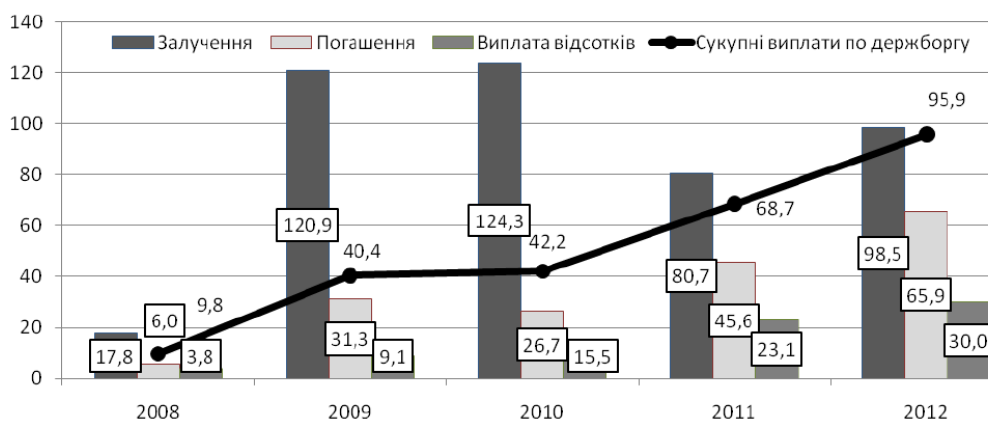


Рис. 3.2. Управління державним боргом, млрд. грн. [41]

Отже, у найближчому майбутньому суттєву частину бюджетних коштів доведеться відволікати від фінансування соціальних програм та проектів розвитку на виплату основної частини державного боргу та сплату відсотків за його обслуговування [3].

Боргова політика, що орієнтується переважно на фінансування поточних видатків, призводить до звуження фінансових ресурсів наступних поколінь. Витрачаючи боргові ресурси на поточне споживання, уряд не лише не отримує доходу від експлуатації такого

ресурсу, що має покривати вартість обслуговування, а й витрачає сам ресурс, залишаючи непокритими фінансові зобов'язання. Така політика є прямим перекладанням поточних фінансових зобов'язань на бюджети майбутніх періодів, що є значним ризиком для динаміки економічного зростання в майбутньому.

Негативним наслідком надмірно активної боргової політики є звуження фінансових джерел для приватних інвестицій. Абсорбція державою фінансових ресурсів всередині країни не лише сприяє зростанню вартості грошей на внутрішньому ринку, а й обмежує ресурси, що могли б бути спрямовані в економіку.

Достатньо тривожною є ситуація із погашенням та обслуговуванням зовнішнього корпоративного боргу. В Україні стрімке зростання зовнішньої заборгованості корпоративного сектора, внаслідок недостатньо ефективного використання залучених коштів, не супроводжувалося адекватним збільшенням надходжень від експорту. Зовнішній борг інших секторів економіки (включно з міжфірмовим боргом) за 2012 рік збільшився на 13,6 млрд. дол. (на 20,1%) до 81,3 млрд. дол. (46,1% від ВВП). При цьому за 2012 рік експорт товарів збільшився лише на 0,6%, а експорт послуг на 2,7% [4].

Невідповідність у темпах накопичення зовнішнього боргу корпоративного сектора України і темпах зростання експорту викликає занепокоєння, адже у разі порушення доступу до зовнішніх позик обслуговування державного боргу доведеться вести за рахунок скорочення внутрішнього капіталоутворення і зменшення споживчих витрат суб'єктів національної економіки.

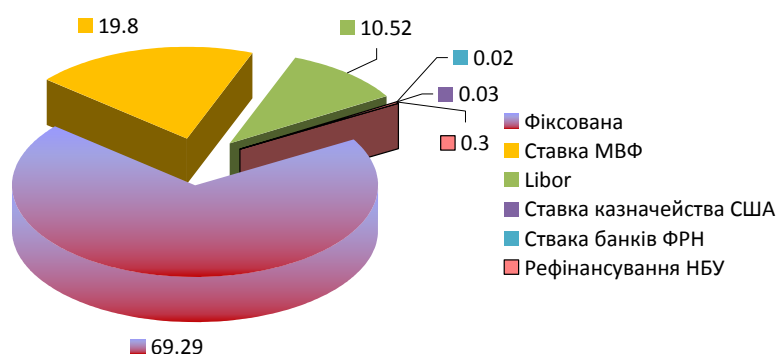


Рис. 3. 3. Структура державного боргу за видами відсоткових ставок станом на 31.12.2012 р. [27]

Як доводить Т. Вахненко, в процесі формування зовнішнього національного боргу в Україні було порушено базовий критерій гарантування зовнішньої платоспроможності: при залученні зовнішніх позик вартість нетто-експорту товарів і послуг має зростати на величину виплат нерезидентам, або зростання надходжень від експорту має покривати сплату основної суми та відсотків за зовнішнім боргом [13].

Обсяг валового зовнішнього боргу України в січні-вересні 2013 року зріс на 2,7 млрд. доларів – до 137,7 млрд. доларів, що становить 77,3% ВВП. Досліджуючи динаміку зовнішнього боргу, слід зазначити, що в умовах обмеженого доступу до зовнішніх фінансових ресурсів, спричиненого світовою фінансово-економічною кризою, темп приросту зовнішнього боргу України вже впродовж 2009 р. суттєво уповільнився і за рік склав 2,3% проти 27,1% у 2008 р. Також у 2009 році суттєво змінилися акценти в структурі заборгованості за секторами економіки України: рік був позначений заміщенням боргу банківського сектору боргом секторів державного управління та органів грошово-кредитного регулювання, частка яких у валовому зовнішньому борзі зросла за рік з 16,4% до 23,1%, а банківського зменшилась з 38,8% до 29,6%. Частка інших секторів економіки становила 47,3% проти 44,8% на кінець 2008 р. За період 2009–2013 рр. українські банки скоротили обсяг своїх зовнішніх зобов'язань на 17,9 млрд. дол. (на 45,4%) [24].

В Україні бюджетні дефіцити, значне зростання грошової маси (за 2007–2009 рр. грошовий агрегат М1 збільшився в Україні майже на 90%; у Чехії – лише на 34%; у Польщі – на 41%), залучення дешевих іноземних кредитних ресурсів стали головними причинами значного погіршення міжнародної конкурентоспроможності національних виробників і істотного зростання зовнішнього боргу. Бюджетні дефіцити, зростання грошової маси та надходження дешевих зовнішніх ресурсів з одного боку стимулювали внутрішній попит і, відповідно, економічне зростання, з іншого – подальше погіршення структури балансу поточних операцій і збільшення зовнішнього боргу [63].

Збільшення грошової маси в Україні у 2005–2008 рр. було спричинене припливом капіталу у вигляді масивних зовнішніх запозичень вітчизняних банків. Утім, у посткризовий період 2009–2011 рр. зростання грошової маси підтримувалося рекапіталізацією банків, яку проводив український уряд за рахунок внутрішніх випусків облігацій [33].

В Україні, як і в країнах ЄС, стан торговельного балансу та сальдо поточного рахунку були індикаторами ефективності державної боргової та кредитно-грошової політики. У результаті торговельний баланс країни та її поточний рахунок у докризовий період постійно погіршувались. Лише у 2009 р., завдяки стрімкій девальвації національної валюти, показники міжнародної конкурентоспроможності країни дещо покращились, хоча і залишилися від'ємними: торговельний баланс складав -4,3 млрд. дол., сальдо поточного рахунку – -1,73 млрд.

З 2010 р. спостерігається суттєве погіршення рівня міжнародної конкурентоспроможності економіки України: сальдо торговельного балансу за рік зменшилось до -8,38 млрд. дол., сальдо рахунку поточних операцій – до -3 млрд. У 2011 р. стан платіжного балансу країни став ще гіршим: тільки за III квартал 2011 р. дефіцит поточного рахунку становив 2,7 млрд. дол., що відбулось навіть в умовах сезонного збільшення профіциту торгівлі послугами. Це було зумовлено зростанням дефіциту зовнішньої торгівлі товарами, який у III кварталі 2011 р. досяг 4,1 млрд. дол. У результаті кумулятивний за 2011 р. дефіцит поточного рахунку зріс до 10,2 млрд. дол. (6,3% від ВВП), кумулятивний дефіцит торгівлі товарами підвищився до 16,25 млрд. дол. [71]. Але найгірші показники дефіцит поточного рахунку продемонстрував у 2012 р. – 14,3 млрд. дол. США або 8.4% від ВВП. Головним чинником цього було збільшення від'ємного сальдо торгівлі товарами до 19,47 млрд. дол. У 2012 році дефіцит зведеного платіжного балансу становив 4,2 млрд. дол. США.

Навіть за умови рефінансування кредиту МВФ, у 2013 р. надходжень за фінансовим рахунком, а також за іншими статтями поточного рахунку буде недостатньо для фінансування торговельного балансу в розмірі 9% ВВП, як це передбачають розрахунки державного бюджету-2013 за валютним курсом 8,5 грн. за дол. США. Щоб досягти поставлених цілей щодо стабілізації валютного курсу на відповідному рівні, уряд і НБУ можуть фінансувати дефіцит торгового балансу за рахунок зменшення золотовалютних резервів.

Золотовалютні резерви України за 2012 р. скоротилися на 7,6 млрд. доларів. Навіть у кризовому 2009 р., коли темпи росту економіки скоротилися на 15%, зниження резервів було меншим – 5 млрд. доларів. За підсумками 2012 р. міжнародні резерви знизилися на 22,8%, що є рекордним показником за останні роки. Так, у кризовому 2008 р. валютні резерви знизилися на 935 млн. доларів, а в

2009 р. – на 5,6 млрд. доларів або на 16%. Слід зазначити, що критичний рівень золотовалютних резервів відповідає тримісячному обсягу імпорту. У випадку України цей показник становить близько 21 млрд. дол.

В Україні, як і в низки країн ЄС, залучення «дешевих» іноземних фінансових ресурсів, стало однією з головних причин значного погіршення міжнародної конкурентоспроможності національних виробників та істотного зниження стійкості платіжного балансу. Кризові явища в економіці України були також зумовлені податковою політикою, яка, з одного боку, дозволяє великому бізнесу завдяки трансфертним контрактам вивозити без оподаткування доходи за кордон; з іншого – сприяє зростанню частки «тіньової» економіки, існування якої збільшує обсяги імпорту та іноземної валюти, яка знаходиться позанаціональної банківської системи.

Доцільним уявляється аналіз досвіду боргової та бюджетної політик країн ЦСЄ на прикладі Чехії, Польщі та Угорщини²⁰. Визначимо динаміку та структуру зовнішнього боргу країн, його вплив на стійкість національних фінансових систем.

Протягом останнього десятиліття зовнішній борг Польщі майже постійно зростає, особливо з початком світової фінансової кризи (2008 р.), і за підсумком 2012 р. досяг 365 млрд. дол. (70% ВВП) [115]. Основною складовою зовнішнього боргу був зовнішній державний борг – 41%, або 150 млрд. дол., збільшившись майже вдвічі з 83,2 млрд. дол. у 2010 р. Зовнішній борг інших секторів та банківського був майже рівним – 62,8 млрд. та 64 млрд. дол. відповідно. Внутрішні фірмові борги становили 81,8 млрд. дол. [150]. За останні п'ять років найбільшого зростання зазнала заборгованість банківського сектору – 117%; на другому місці – збільшення державного зовнішнього боргу – майже на 80%. Зростання заборгованості інших секторів економіки становило 25%.

За станом на 1 січня 2013 р. валовий зовнішній борг Чехії складав 101,8 млрд. дол. або близько 60% ВВП країни [115]. За

²⁰ Головною причиною зростання внутрішнього та зовнішнього державного боргу країн ЄС став стан національних бюджетів, дефіцити яких значно зросли в умовах світової валютно-фінансової кризи [82]. Слід зазначити, що саме значне бюджетне фінансування європейських компаній і банків, які постраждали під час світової фінансової кризи, стало головним чинником стрімкого зростання дефіцитів бюджетів країн ЄС. У докризовий період (2007 р.) лише для двох країн – Греції та Угорщини співвідношення дефіциту бюджету до ВВП перевищувало 3%. Середній показник співвідношення дефіциту бюджету до ВВП 27 країн ЄС становив 0,8%, зони євро – 0,6%.

останні 17 років обсяг валового зовнішнього боргу Чехії збільшився майже у 12 разів, проте цей показник знаходиться в допустимому діапазоні. На даний момент 3/4 валового зовнішнього боргу Чехії складає довгостроковий зовнішній борг. Приватний сектор відповідає за 45% довгострокового зовнішнього боргу, зобов'язання державного сектора – 55%²¹. На кінець 2012 р. обсяг зовнішнього урядового боргу та боргу банків Чехії практично зрівнялися (28,8 і 22,3 млрд. дол. відповідно). Загалом, з 1993 р. динаміка зовнішнього боргу банків втричі перевищувала акумуляцію державного боргу (на початок світової фінансової кризи дані показники складали відповідно 30 і 20 млрд. дол.), але надалі спостерігається скорочення як урядового, так і банківського боргів²². Зовнішній борг інших секторів на кінець 2012 р. складав 37 млрд. дол. Збільшення заборгованості інших секторів з 1993 р. становило майже 1000%. На відміну від боргів банків, у заборгованості інших секторів переважає довгострокова заборгованість [30].

Серед країн ЦСЄ за динамікою та обсягами зовнішнього боргу найгірша ситуація притаманна Угорщині. Якщо на 1 січня 2004 р. державний зовнішній борг становив 23,2 млрд. дол., за 2004–2005 рр. зріс до 30,6 млрд., то за роки членства в ЄС (2004–2012 роки) – до 67,8 млрд. дол. У структурі заборгованості державного сектора превалюють довгострокові боргові цінні папери. Це свідчить про тривалу довіру з боку іноземних інвесторів до державних цінних паперів Угорщини, але зростання суми заборгованості є одним із показників незбалансованості бюджетної політики (98,3% заборгованості сектора державного управління та органів грошово-кредитного регулювання є довгостроковою). Слід зазначити, що державний зовнішній борг постійно превалює над зовнішнім боргом банківського сектору. Лише у 2008 р. банківський сектор за сумою зовнішніх запозичень випередив державний зовнішній борг: 60 млрд. дол. проти 54 млрд. дол. відповідно. За роки членства в ЄС до 2008 р. зовнішні запозичення банків зростали щороку в середньому на 35%.

²¹ Це включає зобов'язання уряду, або гарантовані урядом, і зобов'язання підприємств, де більшість пакету акцій належить державі зі строком погашення більше одного року [154].

²² Урядовий борг Чехії на 98,6% складається з довгострокового зовнішнього боргу, 77% якого - це облігації і векселя. Зовнішній борг банків за структурою короткострокових і довгострокових боргів розподілився як 63% і 37% відповідно, тобто короткостроковий зовнішній борг банків країни практично вдвічі перевищує довгостроковий. Понад 83% від сукупного короткострокового зовнішнього боргу банків становить валюта і депозити. Основну частку довгострокового зовнішнього боргу банків займають позики (близько 2/3).

На початок 2005 р. зовнішній борг банківського сектору становив 22,5 млрд. дол., за 2005–2008 рр. зріс до 60 млрд., а в 2009 р. зменшився до 55,5 млрд. (угорські банки під час світової кризи були змушені повертати борги). У банківській заборгованості превалює довгострокова заборгованість. В економіці Угорщини спостерігається стрімке зростання обсягів зобов'язань за кредитами підприємств прямого інвестування: 2004 р. – 11 млрд. дол., 2009 р. – 77,7 млрд. дол. У структурі валової зовнішньої заборгованості Угорщини превалює довгостроковий борг [69]. Загалом наприкінці 2012 р. зовнішній борг Угорщини складав 202,2 млрд. дол. або 127,9% ВВП, що значно вище критичного рівня [115].

Результати проведеного дослідження засвідчують, що з початком фінансової кризи країни ЦСЄ для порятунку національних фінансових систем стали проводити експансійну грошово-кредитну політику з активним залученням зовнішніх та внутрішніх кредитів. На етапі розгортання експансійної політики було послаблено контроль за бюджетною та борговою політикою країн ЦСЄ і обмеженнями на емісійну діяльність та операції з рефінансування, на кредитну діяльність комерційних банків (знижено облікову ставку, ставку рефінансування, ставку на ринку міжбанківського кредиту).

Результатом такої політики став, з одного боку, порятунок приватних компаній і банків країн ЄС, спекулятивні фінансові операції яких в умовах падіння фондових показників та ф'ючерсних цін на сировинні товари призвели до значних збитків; з іншого боку – ліквідність фінансових систем країн ЄС за рахунок грошової емісії та зовнішніх і внутрішніх запозичень значно збільшилась, обсяги заборгованості країн суттєво зросли. Так, за останні роки середній показник співвідношення державного боргу до ВВП країн Єврозони суттєво збільшився, сягнувши на початку 2013 р. 90% ВВП (70% у 2008 р.).

Разом з тим, результати проведеного дослідження свідчать про те, що деяким країнам ЦСЄ, зокрема Польщі та Чехії, вдалося втримати загрозливе зростання зовнішнього боргу, а їх фінансові системи є досить стабільними у порівнянні з іншими країнами ЄС, у першу чергу Грецією, Ірландією та Португалією. Головним чинником фінансової стійкості Чехії та Польщі стали помірні державні витрати, що стримувало зростання бюджетних дефіцитів та зовнішнього боргу. Так, у період 2006–2009 рр. середньорічний дефіцит бюджету Чехії дорівнював 2,95% ВВП, Польщі – 4,1% ВВП [118]. В Угорщині,

як і в Греції та Ірландії, середньорічний дефіцит бюджету був значно більшим – 5,1% ВВП (у 2002–2005 роках середньорічний дефіцит бюджету був ще вищим – 7,6% ВВП), що стало однією з головних причин суттєвого зростання зовнішнього боргу країни та її залежності від зовнішнього фінансування.

Можливості обслуговування зовнішнього боргу погіршує переважання у структурі зовнішніх зобов'язань офіційних запозичень (або державного боргу) та короточасних інструментів [87, с. 91]. Високе боргове навантаження тягне за собою дорожче обслуговування боргу (рис. 3.4).

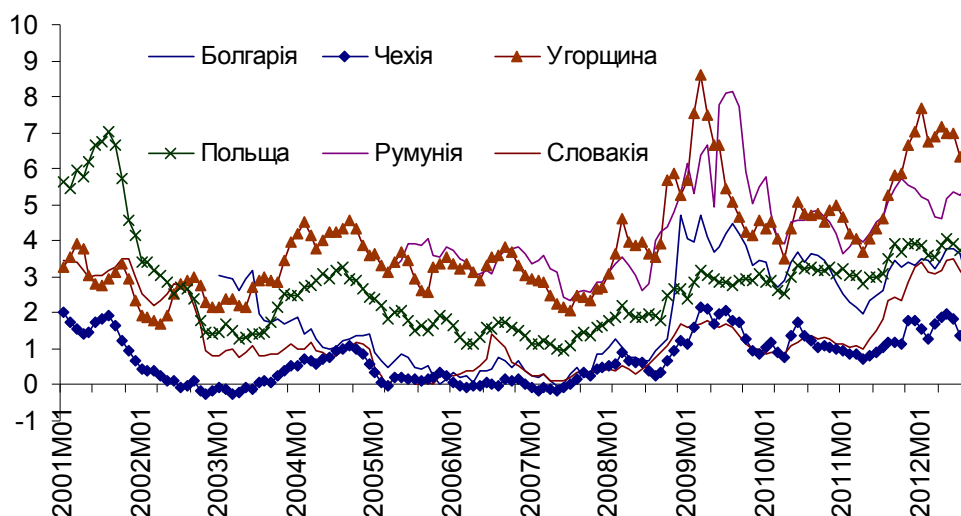


Рис. 3.4. Спреди дохідності 10-річних урядових цінних паперів країн ЦСЄ відносно німецьких бундесбондів (%), 2001–2010 рр. [18]

Внаслідок більш високої частки державного боргу у ВВП в Угорщині, ніж в інших країнах регіону навіть у період відносної стабільності, угорські суверенні спреди мають тенденцію до вищих значень, ніж у докризовий період. Крім того, з осені 2011 р. спреди стали значно вищими порівняно з країнами регіону, демонструючи недовіру інвесторів до країни (також на користь цього свідчить той факт, що в період з листопада 2011 р. по січень 2012 р. угорський суверенний кредитний рейтинг був знижений до спекулятивного рівня агентствами Fitch Ratings, Moody's та S&P) [146].

За 2012 р. десятирічні німецькі боргові зобов'язання торгувалися з прибутковістю близько 1,55%, що набагато нижче аналогічних показників для облігацій інших європейських країн. Протягом 2012 р. дохідність державних облігацій Угорщини знизилась на 3,68 %, що свідчить про те, що для Угорщини стало менш дорогим зайняти гроші у інвесторів. Якщо розглянути період з

1999 до 2012 р., дохідність державних облігацій Угорщини у середньому становила 7,8%, досягнув найвищого рівня 12,5% в березні 2009 р. і рекордно низького рівня в 5,4% у вересні 2005 р. Протягом 2012 р. дохідність польських 10-річних урядових цінних паперів знизилась на 2,14%. У 1999–2012 рр. дохідність 10-річних державних облігацій Польщі у середньому складала 6,7%, перебуваючи у межах від 14% (жовтень 2000 р.) до 3,8% (грудень 2012 р.). Протягом 2012 р. дохідність 10-річних урядових цінних паперів Чеської Республіки знизилась на 1,28%. З 2000 по 2013 рік дохідність 10-річних державних облігацій Чеської Республіки у середньому складала 4,4%, досягнув найвищого рівня 7,7% в листопаді 2000 р. і рекордно низького рівня в 1,9% в листопаді 2012 р. [18].

Так само знижувались дохідності в Болгарії (на 2%), Словаччині (1%), Румунії (1%) та загалом у країнах з ринком, що формується. До зниження вартості запозичень призвів значний приплив капіталу. Середня дохідність доларових суверенних і корпоративних боргових зобов'язань країн з ринком, що формується, скоротилась до 5,48% з 6,14% у 2012 р., згідно з розрахунками Barclays Capital. Але найбільш привабливими для іноземних інвесторів були боргові зобов'язання в національних валютах, оскільки зростаючи обмінні курси підвищували ефективну дохідність в доларовому вираженні. Разом з тим слід зазначити, що ця тенденція буде зворотною, коли ФРС США зменшить обсяги кількісного пом'якшення чи перейде до підвищення відсоткових ставок.

Для оцінки поточного стану обслуговування зовнішніх боргів на макрорівні пропонується застосувати методику побудови показників дохідності іноземних інвестицій (розкрити у параграфі 1.3) для портфельних інвестицій в Україні та порівняти з сусідніми країнами ЦСЄ.

Середня дохідність портфельних боргових інструментів підрахована за формулою:

$$YLI_t^x = \frac{INCd_t^x}{XLI_{t-1}} \quad (3.1)$$

де $INCd_t^x$ – виплати відсотків країною, які здійснюються за портфельними борговими інвестиціями в рік t (дебіт статті доходу поточного рахунку), а XLI – накопичення зовнішніх зобов'язань за портфельними борговими інвестиціями.

Для аналізу побудованих показників пропонується застосовувати схему моніторингу зміни дохідності іноземних інвестицій, яка

ґрунтуватиметься на виокремленні локальних максимумів («піків») і мінімумів («спадів»). Дана методика використовує алгоритм Хардінга-Пейгана [144] для визначення поворотних точок у динаміці квартальних часових рядів. Індикаторами початку нестабільності будемо вважати різке зростання дохідності, яке починається з моменту локального мінімуму в динаміці часових рядів.

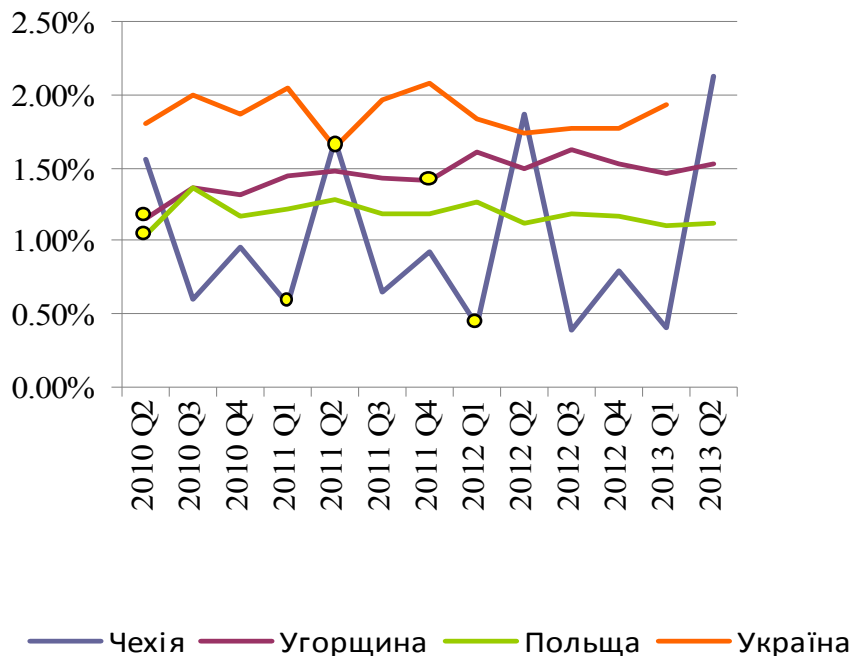


Рис. 3.5. Виокремлення локальних мінімумів у динаміці часових рядів дохідності іноземних інвестицій (розраховано автором)

Результати аналізу даних, наведених на рис. 3.5, свідчать про те, що для України показники дохідності іноземних інвестицій у середньому є вищими ніж для сусідніх країн ЦСЄ.

Проведений аналіз факторів, які впливають на вартість позик та залучення фінансування в національну економіку дозволяє зробити ряд відповідних висновків.

Окрім екзогенних макроаспектів, які впливають на залучення фінансування в національну економіку (недооцінка рівня девальвації національної валюти та орієнтація на номінальну дохідність, ефекти вартісної оцінки, тенденції на фондовому ринку, ступінь розвиненості та прозорості фінансової системи, та ін., представлені у розділі 2), в Україні ситуацію ускладнюють неефективне управління зовнішнім боргом через те, що ресурси спрямовуються на фінансування поточних бюджетних витрат, у тому числі на обслуговування зовнішньої заборгованості, а не на фінансування інвестиційних проектів і розвиток економіки.

Проведений аналіз засвідчив суттєві зміни в структурі заборгованості за секторами економіки України: борг банківського сектору був заміщений боргом секторів державного управління та органів грошово-кредитного регулювання. Це означає, що, з одного боку, банківська система стає більш стійкою, ніж була за часів кризи 2008 р., але зростає залежність держави від зовнішнього фінансування, що зменшує можливості виконання державних соціальних програм, а також підвищує ризики стійкості національної фінансової системи.

Україні необхідно стимулювати розвиток внутрішнього ринку капіталів, підвищувати зацікавленість учасників фінансового ринку у використанні гривневих інструментів. У цьому сенсі корисним може бути досвід інших країн з ринком, що формується. Після руйнівних фінансових криз кінця 1990-х їхні уряди почали активно проводити операції, спрямовані на зниження заборгованості в іноземній валюті, та вживати заходів для розвитку внутрішнього ринку позикових капіталів. Найбільшого прогресу в розвитку ринку внутрішніх запозичень досягли Бразилія, Китай, Індія, Корея, Малайзія, Мексика, Туреччина.

Використовуючи досвід країн ЦСЄ, Україні слід переосмислити цілі та засоби реалізації державної економічної політики та здійснити наступне:

- слід обмежити бюджетний дефіцит до 3–4% ВВП та щорічне зростання грошової маси до 10–15%, що сприятиме досягненню фінансової стабілізації, зменшить залежність країни від зовнішнього фінансування.

- провести приватизацію державних підприємств, які постійно потребують значних державних дотацій;

- необхідно обмежити й поступово відмовитися від отримання дорогих короткострокових позик.

Здійснення запропонованих заходів дозволить Україні підвищити стійкість її фінансової системи.

3.3. Державне регулювання руху іноземного капіталу як необхідна умова запобігання загрозливому впливу капіталу з країн

Проведені дослідження ставлять питання доцільності подальшого поглиблення лібералізації економік країн, заради того щоб залучати більше іноземних інвестицій, і про необхідність

розроблення заходів регулювання потоків іноземного капіталу. В сучасних дослідженнях у даному напрямку формується новий підхід до іноземних інвестицій: не відхиляючи їх, країни в той же час намагаються бути більш обізнаними щодо впливу інвестицій на свій розвиток. Статистичні дані свідчать про те, що якщо у 2000 році близько 94% заходів, прийнятих державами щодо іноземних інвестицій, мали на меті залучення і просування цих грошових потоків і лише 6% заходів мали обмежувальний характер, то в даний час цей баланс перебуває на наступному рівні: 78% – заходи щодо лібералізації та 22% – заходи з регулювання. Тобто спостерігається перехід від угод по захисту інвесторів до угод, за допомогою яких держава прагне гарантувати свій розвиток [175].

Експерти ЮНКТАД у 2012 р. розробили індекс ефективності прямих іноземних інвестицій (англ., FDI contribution index), який аналізує те, як потоки іноземних капіталовкладень слугують збільшенню добробуту країни, створенню робочих місць, збільшенню експорту, підвищенню податкових надходжень, збільшенню заробітної платні, збільшенню інвестицій у НДДКР і розширенню виробничих потужностей²³. За цим індексом у 2011 р. найбільший внесок ПІІ в місцеву економіку був зареєстрований в Угорщині, за якою розмістилися Бельгія і Чеська Республіка. Увагу привертає те, що половина із топ-10 таких країн – це країни ЦСЄ (до вже названих Угорщини і Чеської Республіки долучаються Румунія, Польща та Естонія), а країни Латинської Америки посідають подальші позиції: Бразилія – 28 місце, Аргентина – 37, Перу – 47, Чилі – 53 місце. Порівняння індексу вкладу ПІІ з питомою вагою сумарного обсягу ПІІ у ВВП країни показує, що ряд країн мають більш високий/низький показник впливу на економічний розвиток «у розрахунку на одиницю ПІІ», ніж інші. Чилі та Болгарія з дуже високим обсягом ПІІ мають найнижчий індекс вкладу ПІІ. В цю групу також входить низка країн, які залучають значні інвестиції головним чином завдяки їх податковому режиму, але це не робить рівноцінного впливу на економіку країни (Люксембург, Нідерланди).

²³ Країни умовно поділено на чотири групи залежно від якості вкладень іноземних компаній. Так, країни, віднесені до категорії «Високий внесок» (верхній кuartиль) мають показники з наступним діапазоном: на закордонні філії ТНК припадає приблизно половина їх ВВП (в доданій вартості) і експорту, приблизно одна п'ята частина робочих місць, на ТНК припадає велика частка зайнятості і більш висока заробітна плата, порівнюючи з місцевими фірмами, на ТНК припадає майже 70 відсотків зареєстрованих НДДКР.

Індекс вкладу ПІІ, розроблений експертами ЮНКТАД, є спробою систематичного порівняльного аналізу внеску ПІІ в економічний розвиток, однак відчувається нестача досліджуваних факторів. Ці показники не охоплюють такі важливі макроекономічні фактори впливу ПІІ на національну економіку, як репатріація інвестиційних доходів іноземних інвесторів, зовнішні дисбаланси поточних рахунків, зовнішній борг і витрати на його обслуговування.

Проведені нами емпіричні дослідження підтверджують, що іноземні інвестиції можуть слугувати чинником значного погіршення поточних рахунків, а баланс доходів від інвестицій є причиною від'ємного рахунку поточних операцій. Так, більш важливим за торговельний баланс був постійно зростаючий чистий відтік інвестиційного доходу у таких країнах як Бразилія, Перу, Чилі, Чехія, Угорщина, Словаччина. Постійне вивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень призвело до того, що репатріація прибутків від ПІІ значно перевищила отримані інвестиції у таких країнах як Перу, Чилі, Чехія, Польща та Словаччина. Отже, постає питання, чи достатньо уваги ці країни приділяють до оптимізації використання іноземних інвестицій, і чи можливо її підвищити шляхом посилення державного регулювання деяких аспектів діяльності іноземних інвесторів.

Сучасна світова фінансова криза змусила міжнародну економічну спільноту (Міжнародний валютний фонд, Світовий банк) переглянути свою позицію щодо застосування заходів контролю над потоками капіталу і визнати доцільність їх використання країнами, що розвиваються. Швидкий приплив капіталу або відтік створюють виклики для макроекономічної політики. Відповідні заходи включають ряд мір і стосуються як країн, які одержують потоки капіталу, так і тих, від яких потоки надходять. Для країн, які зіштовхуються з ризиками макроекономічної і фінансової стабільності, пов'язаними з волатильними потоками капіталу, ключову роль відіграє макроекономічна політика, в тому числі грошово-кредитна, податково-бюджетна та управління обмінним курсом, а також міцний фінансовий нагляд та регулювання і сильні інститути. При певних обставинах допускаються заходи з управління потоками капіталу [173]. На думку фахівців, така політика є різким розворотом у поглядах МВФ від ентузіазму щодо лібералізації рахунку капіталу протягом 1990-х років [136]. При цьому, як регулювання потоків капіталу може вплинути на глобальну

економічну та фінансову стабільність, залишається відкритим питанням.

Крім традиційних заходів (зміни валютних курсів, коригування бюджетно-податкової і грошово-кредитної політики, валютних інтервенцій, накопичення резервів і пруденційних заходів) країни з ринком, що формується, зараз нерідко використовують механізми контролю за операціями з капіталом: посилення обмежень на притоки, ослаблення обмежень на вивезення капіталу або поєднання обох підходів, – щоб спробувати зменшити ризики, обумовлені коливаннями міжнародних потоків капіталу [32].

МВФ пропонує ряд рекомендацій, які країни повинні використовувати для регулювання рахунків капіталу – «заходи з управління потоками капіталу» або CFM (англ., Capital flow management measures).

Правильне регулювання має доповнювати, а не замінити контрциклічну економічну політику. CFM повинні, в першу чергу, грати невід'ємну роль, коли треба уникнути надмірного підвищення обмінного курсу та акумуляції резервів, а не бути втручанням останньої інстанції, яке потрібно здійснювати тільки після того, як все інше вже спробували: регулювання обмінного курсу, накопичення резервів і обмежувальна макроекономічна політика. МВФ також вважає за краще, щоб CFM були тимчасовими.

Механізми контролю можуть приймати безліч форм, але зазвичай вони підпадають під дві основні категорії: адміністративні та ринкові. Ринкові засоби контролю, такі як безпроцентні обов'язкові норми резервування капіталу на рахунку в центральному банку й оподаткування фінансових потоків, роблять операції, на регулювання яких вони спрямовані, менш привабливими, підвищуючи пов'язані з ними витрати. Адміністративні механізми контролю встановлюють заборону або кількісні обмеження на операції з капіталом. Оскільки вони часто передбачають необхідність отримувати дозвіл від офіційних органів для проведення таких операцій, адміністративні механізми, як правило, менш прозорі, ніж ринкові механізми контролю [32].

На відміну від тарифів на товари та послуги, які підлягають регулюванню Генеральною угодою з тарифів і торгівлі (ГАТТ), країни, як правило, вільні приймати рішення щодо введення або відміни контролю за рухом капіталу без посилання на міжнародні угоди.

Інструменти контролю за рухом капіталу можуть бути використані для вирішення різних проблем. Заходи щодо контролю над потоками капіталу можуть усунути зв'язок між грошово-кредитною політикою та політикою валютного курсу. Наприклад, без контролю за припливом капіталу, підвищення процентних ставок для стримування перегрітої економіки також залучало б притоки іноземного капіталу і сприяло небажаному подорожчання обмінного курсу. Ефективні короткострокові заходи з контролю за рухом капіталу можуть знизити притоки, які можуть викликати таке подорожчання, в той час як довгострокові обмеження рахунку операцій з капіталом дозволяють країні маніпулювати своїм реальним обмінним курсом (як у Китаї).

Вже на початку 2000-х років деякі країни поступово почали запроваджувати контроль над потоками капіталу, який вони ж скасовували в 80-х роках минулого століття. Після кризи 2008 р. ця тенденція стала масовою, адже введення обмежень могло б стримати поширення кризи. Ця тенденція найбільш яскраво виражена в деяких країнах Латинської Америки, таких як Бразилія і Уругвай. Бразилія, яка в 2009 р. оголосила про початок валютних війн і більш за інші країни вжила захисних заходів. У жовтні 2009 р. було запроваджено 2%-й податок на інвестиції в акції, який через рік був збільшений до 4%, а ще через два тижні – до 6%. Це було пов'язано з «валютними війнами»: реал з початку 2009 р. зміцнився на 30% до долара через м'яку монетарну політику ФРС США. У 2010 р. Таїланд запровадив податок зі ставкою 15% на отримання процентного доходу і доходу за облігаціями. У Перу були збільшені вимоги до обов'язкових резервів для іноземних банків, а Південна Корея обмежила покупки іноземцями валютних опціонів. Найчастіше в останні роки вводився контроль над потоками капіталу в акції, а також на національний грошовий ринок.

Визначимо ефективність вітчизняних обмежень на рух капіталу. Основними інструментами Національного банку України щодо контролю за цими операціями є видача індивідуальних ліцензій та реєстрація кредитів. Проаналізувавши вітчизняне законодавство, можна сказати, що в Україні діє більш жорстке регулювання експорту капіталу порівняно з досить ліберальним регулюванням його імпорту. Так, інвестиції в Україну не потребують індивідуальних ліцензій. Залучення кредитів за кордоном згідно з Постановою НБУ «Про затвердження Положення про порядок отримання резидентами

кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам» вимагає лише реєстрації кредитного договору в Національному банку, яка повинна бути проведена ще до здійснення кредитної операції [51].

На думку О. М. Підхомного, [51] для зміни структури припливу іноземного капіталу у бік підвищення частки довгострокових надходжень (в тому числі прямих інвестицій) та контролю за короткостроковим «гарячим» капіталом і мінімізації його негативного впливу на вітчизняну економіку слід запропонувати диференціацію ставок оподаткування прибутку, включаючи доходи нерезидентів, від приросту курсів акцій українських підприємств. Податкова ставка повинна залежати від терміну інвестицій у вітчизняні активи. При цьому для інвестицій на термін понад 5 років доцільно встановити нульову ставку оподаткування з метою підвищення інвестиційної привабливості довгострокового інвестування в Україні. За борговими зобов'язаннями перед нерезидентами на термін до трьох років також повинні бути встановлені більш високі норми резервування, що мають перешкоджати надмірному накопиченню короткострокового зовнішнього боргу.

Одне з низки питань, це оподаткування приросту ринкової вартості капіталу, тобто доходів, спричинених зростанням вартості капітальних активів. У більшості досліджених країн доходи від приросту ринкової вартості капіталу оподатковуються або як дохід, або у вигляді окремого податку на приріст ринкової вартості капіталу. Однак існує чимало питань у цій сфері, що викликають непорозуміння та потребують обговорення.

В різних країнах джерела приросту ринкової вартості капіталу визначаються по-різному. Наприклад, у Польщі законодавством щодо прибуткового податку з громадян визначено, що потенційним джерелом приросту ринкової вартості капіталу є такі типи активів: нерухомість, майнові права, рухоме майно та цінні папери [35]. Аналогічне законодавство Франції розрізняє приріст ринкової вартості капіталу, з одного боку, та корпоративні активи, цінні папери і нерухомість, з іншого. Чинне законодавство України містить положення щодо оподаткування доходів від деяких видів корпоративних прав та торгівлі цінними паперами. В Україні в міжнародній інвестиційній позиції зобов'язання за цінними паперами,

що дають право на участь у капіталі, відображаються за ринковою вартістю [40].

Як правило, приріст капіталу оподатковується лише в разі його реалізації. Наприклад, у Франції вважається, що власник істотної частки у французькій або іноземній компанії, який протягом не менш як шести із попередніх десяти років був резидентом Франції і виїжджає на проживання за кордон, вже реалізував латентний приріст капіталу від частки в компанії в момент еміграції. Цей приріст капіталу визначається на основі вартості його частки на момент еміграції. Однак існує можливість одержання відстрочки за умови надання адекватного забезпечення чи гарантій. Аналогічно, приріст капіталу, пов'язаний із відстрочкою, за кількома винятками, при еміграції негайно оподатковується.

Розглянемо особливості оподаткування нерезидентів в Україні. Відповідно до норм Податкового кодексу України № 2755-VI від 02.12.2010 р. (далі – ПКУ) доходи з джерелом походження з України, виплачені нерезиденту або його постійному представництву, оподатковуються податком на прибуток відповідно до ст. 160 ПКУ. Податок на прибуток з доходів, отриманих нерезидентом із джерелом їх походження з України, розглядається як податок на репатріацію [2].

Підприємства, створені за участю іноземних інвестицій, а також об'єкти (результати) спільної діяльності на території України за участю іноземних інвестицій без створення юридичної особи, в т. ч. на основі договорів (контрактів) про виробничу кооперацію, спільне виробництво, спільну діяльність тощо, підлягають валютному регулюванню та оподаткуванню за правилами, встановленими законодавством України з питань валютного регулювання та оподаткування підприємств, створених без участі іноземних інвестицій, за винятком випадків, коли законами України встановлено пільговий порядок оподаткування підприємств, створених без участі іноземних інвестицій. Винятком з цього правила є надання податкових канікул підприємствам автомобільної промисловості в разі інвестування в них іноземних інвестицій на суму, що перевищує 150 млн. дол. США.

Іноземним інвесторам після сплати податків, зборів та інших обов'язкових платежів гарантується безперешкодний і негайний переказ за кордон їх прибутків, доходів та інших коштів в іноземній валюті, одержаних на законних підставах унаслідок здійснення іноземних інвестицій.

З доходів нерезидентів України (дивіденди, проценти, роялті) стягується податок на репатріацію за ставкою 15% у разі вивезення доходів за кордон. Ця ставка може бути знижена відповідно до положень міжнародних договорів про усунення подвійного оподаткування. Наприклад, конвенціями про уникнення подвійного оподаткування з Кіпром, Великою Британією, Японією, Малайзією, США, Іспанією передбачено податок на репатріацію 0%, з Об'єднаними Арабськими Еміратами – 3%, з Австрією, Бельгією, Кореєю, Чехією – 5% [42].

Не підлягають оподаткуванню доходи, отримані нерезидентами у вигляді процентів або доходу (дисконту) на державні цінні папери або облігації місцевих позик, або боргові цінні папери, виконання зобов'язань за якими забезпечено державними або місцевими гарантіями, продані або розміщені нерезидентам за межами території України через уповноважених агентів – нерезидентів.

Згідно з п. 160.3 прибутки нерезидентів, отримані у вигляді доходів від безпроцентних (дисконтних) облігацій чи казначейських зобов'язань, оподатковуються за ставкою, встановленою пунктом 151.1 статті 151 ПКУ (на 2012 рік 21 відсоток) [5].

Інвестиційна діяльність нерезидентів, що пов'язана з отриманням доходів на території України, може викликати значну кількість проблем, породжених українським законодавством, в т. ч. і податковим. Серед таких проблемних аспектів вітчизняні економісти [77] виокремлюють наступне: при перерахуванні нерезиденту доходу від господарської діяльності через постійне представництво, цей дохід не лише буде оподатковано за ставкою 25% (з 1 січня 2013 року – 19%), але з нього буде додатково стягнуто 15% податку на репатріацію.

В сумі оподаткування прибутку нерезидента може скласти близько 40%, що не додає інвестиційної привабливості Україні. Нерезидент може використовувати норми міжнародних договорів про уникнення подвійного оподаткування для законного уникнення податку на репатріацію, але на практиці можуть виникнути проблеми з інтерпретацією податковими органами норм міжнародних договорів [77].

Викладені вище проблемні аспекти стягнення податку на прибуток підприємств не було вирішено у прийнятому Податковому кодексі, який вступив в силу з 1 квітня 2011 р. на заміन Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств». Такий

висновок можна зробити після детального аналізу змісту ст. 160 Податкового кодексу, в якому зберігся попередньо застосовуваний підхід до оподаткування нерезидентів податком на прибуток підприємств [26].

Наведені вище проблеми викликають занепокоєння, тому що вони створюють можливості для використання податкової оптимізації. У процесі зростаючої світової глобалізації та вільного переміщення значних обсягів капіталів через кордони, податкові системи повинні захищати національні фінансові системи від прихованого відпливу фінансових ресурсів за кордон. Але недосконалі механізми державного регулювання фінансових ринків та зовнішньоекономічної діяльності в Україні створюють умови для прихованого відпливу ресурсів за межі національної фінансової системи. Прихований відплив капіталу відрізняється від легального, базуючись на різній природі цих процесів. Легальний відплив капіталу пов'язується з досягненням економічного ефекту у межах законодавчого поля країни, у який цей капітал створюється. На відміну від нього, прихований відплив є наслідком створення штучних схем та трансакцій, які дозволяють уникнути виконання встановлених в країні правових норм шляхом переміщення такого капіталу до іншої економічної території. На відміну від легального відпливу капіталу, який відбувається під впливом ринкових чинників та пов'язаний з пошуком сприятливого бізнес-середовища або диверсифікацією активів при дотриманні діючого законодавства, прихований відплив капіталу відбувається під впливом неринкових чинників [82].

Чинники прихованого відпливу капіталу пов'язані з прагненням суб'єктів господарювання максимізувати прибутковість бізнесу та оптимізувати ефективність розміщення власних ресурсів. Податки та витрати, пов'язані з дотриманням окремих регуляторних процедур, зменшують віддачу від інвестицій та терміни їх окупності, тому з метою мінімізації цих витрат бізнес переводить капітали у законодавче поле, яке дозволяє у законний спосіб уникнути цих витрат.

За даними опублікованого наприкінці 2011 р. дослідження Світового фінансового співтовариства (Global Financial Integrity є авторитетною установою у сфері дослідження тіньового відпливу капіталу), за десятиріччя з 1998-го по 2008-й включно з України нелегальним шляхом виведено 86 млрд. дол. При цьому найбільший

відтік коштів спостерігався у 2006–2007 рр. – по 18 млрд. дол. [112]. Експерти GFI визначають незаконні фінансові потоки як капітал, який є незаконно заробленим, переведеним або використаним і охоплює усі невраховані приватні фінансові потоки, які призводять до накопичення іноземних активів резидентами, що порушує існуючу нормативну базу та межі контролю над капіталом [112]. Проте, вагома складова прихованого відпливу капіталу формується за рахунок легальної діяльності, при здійсненні якої використовуються прогалини в законодавстві. Прибуток як база оподаткування, може переказуватись за кордон з порушеннями чинного законодавства (наприклад, без сплати відповідних корпоративних податків або з порушеннями правил валютного контролю та регулювання), що робить відповідний відтік незаконним.

Джерелами незаконних фінансових потоків поміж інших є доходи у вигляді ухилення від сплати податків та маніпуляція цінами у зовнішньоекономічних операціях – трансфертне ціноутворення, яке є найбільш вагомою складовою таких потоків. За відсутності чітких норм та правил трансфертного ціноутворення, спотворення цін експорту та імпорту часто не є прямим порушенням законодавства, проте здійснюється з наміром зменшити базу оподаткування та вивести кошти поза межі вітчизняної економіки. Трансфертне ціноутворення складає в середньому 54,7% сукупних незаконних потоків з країн, що розвиваються [82].

Взагалі, незаконний відтік коштів з країн, що розвиваються, склав 7,28 трлн. дол. за період 2000–2008 рр., з середньорічним незаконним відтоком від 725 млрд. до 810 млрд. дол. на рік за період протягом 2000–2008. Велика частина незаконних потоків відбувається з країн Азії – майже половина трильйона доларів в 2008 році. За дев'ять років, з 2000 по 2008 рік, обрані кумулятивні потоки склали: Китай – 2,2 трлн. дол., Малайзія – 291 млрд. дол., Філіппіни – 109 млрд. дол., а Індонезія та Індія – 104 млрд. дол. Україна входить до ТОП-20 країн чия економіка страждає від незаконного вивезення капіталу.

Оцінки GFI дуже близькі до розрахунків експертів Національного інституту стратегічних досліджень, згідно з якими тіньовий відплив капіталу з України в 2000–2008 рр. становив 82 млрд. дол.

Згідно з результатами дослідження, проведеного спеціалістами Tax Justice Network (створена у 2003 р. за ініціативою парламенту

Великої Британії для боротьби з ухилянням від сплати податків), Україна входить у першу двадцятку країн, резиденти якої накопичили найбільші офшорні капітали. Їхня оціночна сума становить 167 млрд. дол. [82], що понад втричі перевищує весь обсяг зафіксованих Держстатом на початок 2013 р. ПІІ в Україну (54,4 млрд. дол.) та може бути порівняна із розмірами ВВП за 2012 р. – 167 млрд. дол. І хоча саме іноземні інвестиції компаній з офшорних юрисдикцій займають провідне місце в загальному обсязі ПІІ в Україну (понад 40%), обсяг повернутих і працюючих на Україну капіталів навряд чи набагато перевищить одну восьму частину прихованого там.

У міжнародному «Індексі сприяння підприємництву-2010» у категорії «сплата податків» Україна займає 181 місце серед 183 держав [23]. Існуючі оптимізаційні схеми забезпечують можливості створення каналів виведення коштів з національної економіки та є достатньо гнучкими та універсальними для компаній різних видів діяльності. Так, сплата відсотків за користування позиками від контрольованих іноземних компаній може стати зручним каналом для вітчизняних суб'єктів господарювання для прихованого виведення капіталів з країни. Якщо іноземна компанія розташована у країні, з якою Україна підписала угоду про уникнення подвійного оподаткування і ця країна не міститься у переліку офшорних зон КМУ, відсотки за користування такою позикою належать до витрат української компанії, що, відповідно, дозволяє мінімізувати зобов'язання за податком на прибуток.

Бар'єри, які застосовують країни для прихованого виведення капіталів передбачають створення умов, за яких легальне переведення прибутків у «податкові гавані» супроводжується додатковими платежами до бюджету та витратами, а нелегальне – ризиками притягнення до відповідальності. В Україні зазначені бар'єри майже відсутні, що дозволяє виводити з країни прибутки майже без перешкод.

До схеми виведення доходів з країни належить така, в якій завдяки відсутності належного контролю над джерелами придбання цінних паперів учасники ринку декларують завищені або неіснуючі кредиторські й дебіторські заборгованості. Для цього активно використовуються підприємства – звичайні юридичні особи. Статутний фонд такої структури становить 15 тис. грн., вона немає прибутків, не залучає кредитів і здає нульові декларації, показуючи нульові обороти за більшістю видів діяльності. Однак оборот за

цінними паперами може сягати 200 – 300 млн. грн. Така структура використовується для проведення різних оптимізаційних схем – створення збитків, одержання прибутку.

Найбільш розповсюдженим варіантом використання акцій в тіньових схемах є використання їх з метою незаконного виведення капіталу за кордон. Це здійснюється шляхом купівлі-продажу цінних паперів (особливо акцій) українських емітентів нерезидентами. Так, особа-нерезидент України купує акції за дуже низькою ціною і продає їх своїм довіреним особам (або навіть назад у цю компанію ці ж акції) за ціною в декілька сотень або тисяч разів вищою від реальної їх вартості (безпосередньо або через брокерів). Кошти, які акумулюються на рахунку нерезидента згодом перераховуються за кордон під виглядом повернення інвестицій. За таким же принципом здійснюється схема виведення капіталу зі страхових компаній, банків тощо [76].

Інвестиційні потоки в Україну, крім свого традиційного призначення, часто є ланкою схем прихованого виведення капіталу. Показовим прикладом цього є великі обсяги інвестицій з Кіпру, які складають понад 30% від загального обсягу вітчизняних ПІІ. За даними Державної служби статистики, на Кіпр припадає найбільша частка – 17,3 млрд. дол. – із 54,5 млрд. дол. прямих іноземних інвестицій, залучених за всі роки незалежності України з 1991 р. Тільки у 2012 р. зареєстровані на Кіпрі інвестори вклали 3,9 млрд. із 4,1 млрд. дол. прямих іноземних інвестицій (у 2011 р. – 2,6 млрд. із 4,6 млрд. дол.).

Кіпр завдяки його неофшорному статусу у законодавстві України, сприятливим умовам оподаткування та забезпеченню конфіденційності інформації до початку кризи, з якою зіткнувся Кіпр нещодавно, був популярною територією для формування схем оптимізації оподаткування та виведення капіталів. Відповідно, значній частці інвестиційних потоків з Кіпру не притаманні традиційні риси ПІІ, зокрема трансферу технологій та кращої практики ведення бізнесу в Україну. Такі потоки, навпаки, призводять до консервації існуючих форм ведення бізнесу та практик мінімізації оподаткування.

Такі тенденції негативно позначаються на стійкості фінансової системи України. Капітали, які виводяться в інші економічні території, а потім повертаються у вигляді портфельних інвестицій або позик у національну економіку, можуть легко вилучатись із

національної економіки, що є особливо небезпечним у періоди кризових явищ. Виведення прибутків за межі національної економіки призводить до перерозподілу податкового навантаження з бізнесу на населення України.

У липні 2013 р. Верховна Рада України ратифікувала нову конвенцію з Кіпром про уникнення подвійного оподаткування та запобігання податкових ухилень. Конвенція замінить чинну угоду між урядами колишнього Радянського Союзу та Кіпру про уникнення подвійного оподаткування.

Відповідно до нової конвенції будуть запроваджені наступні податкові ставки: щодо дивідендів, загальна ставка складатиме 15%; 5% буде застосовуватись якщо фактичний власник володіє не менш ніж 20 відсотками капіталу компанії, що сплачує дивіденди, або інвестував в придбання акцій чи інших прав компанії в еквіваленті не менше 100000 євро; щодо відсотків, буде запроваджена ставка у розмірі 2%; щодо роялті, будуть запроваджені ставки у розмірі 10% і 5%; ставка у розмірі 5% буде застосовуватись для роялті відносно деяких авторських прав, патенту, торгової марки. До цього договір з Кіпром про уникнення подвійного оподаткування не передбачав застосування податку щодо роялті, процентів та дивідендів²⁴.

Беручи до уваги розміщення капіталів за галузями (рис. 3.6), бачимо, що станом на 31.12.2012 р. найбільша частка ПІІ зосереджена у промисловості – 17 млрд. дол. (31,52%), фінансовій діяльності – 16 млрд. дол. (29,57%) та операціях з нерухомим майном, орендою, інжинірингу та наданням послуг підприємцям – 9 млрд. дол. (16,63%). Найбільший приріст демонструє промисловість з показником росту 14%, а збільшення обсягів прямих іноземних інвестицій для промисловості в основному забезпечили такі її підгалузі, як виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів з показником приросту в 36%.

Як показує аналіз структури іноземних інвестицій в Україну, існують значні диспропорції у розподілі інвестиційних коштів серед галузей економіки, оскільки, передусім, інвесторів цікавлять галузі, які можуть забезпечити швидкі і високі прибутки, а саме – харчова промисловість (20% від загального обсягу прямих іноземних

²⁴ Слід зазначити, що саме Кіпр посідає першу позицію щодо інвестицій в Україну. Тобто твердження, що через Кіпр виводиться капітал з України, є неоднозначним. Деякі економісти це явище розцінюють як реінвестування [8].

інвестицій в Україну). В той же час інші важливі галузі отримують інвестиції в значно менших розмірах [48].

Важливою рисою існуючої податкової політики в частині стимулювання інвестицій є різні погляди держави і інвестора на перспективні напрями інвестиційної діяльності. В Україні найбільш вигідними сферами підприємницької діяльності виявляються не виробнича, а торгова та фінансова сфери, в яких спостерігаються швидший оборот капіталу та вища норма чистого прибутку. Така ситуація не сприяє зростанню інвестування у ті сфери економіки, які відповідають національним інтересам і узгоджені з довго- і середньостроковими стратегіями розвитку держави.

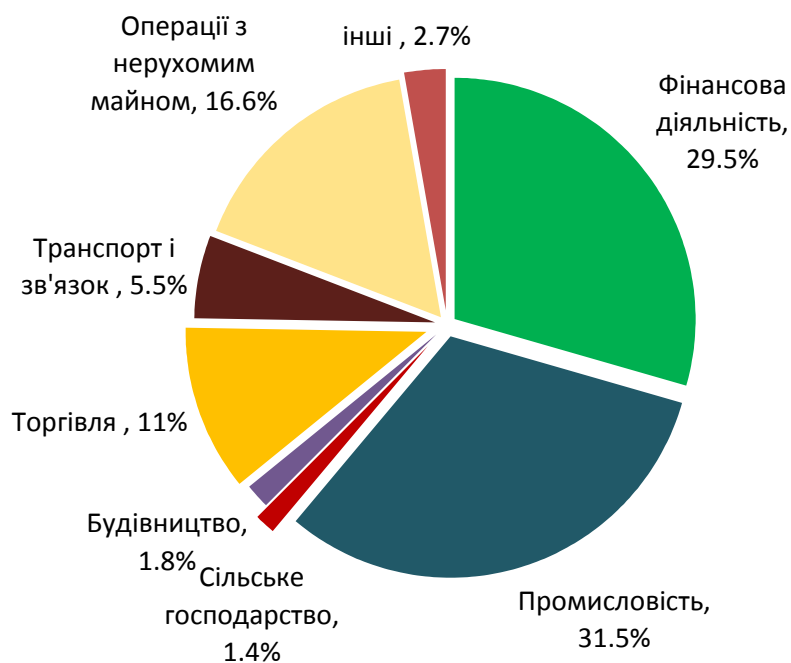


Рис. 3.6. Структура ПІІ в Україну станом на 31.12.2012 р. [27]

Вже спостерігається деякий прогрес у напрямку вдосконалення вітчизняної системи оподаткування спекулятивних чи оптимізаційних схем як резидентів, так і нерезидентів з інвестиційними інструментами. Наприкінці 2012 р. уряд здійснив спробу перекрити схеми ухиляння від сплати податків при операціях з цінними паперами. Для цього були значні підстави. Тільки за підсумками першого півріччя 2012 р. обсяги відпливу капіталу з країни через схеми з використанням цінних паперів склали 3-3,5 млрд. дол.

За даними Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку загальний обсяг договорів торгівлі цінними паперами 2011 р.

становив 2,147 трлн. грн., з яких на десять українських бірж припадала приблизно лише одна десята частина (235 млрд. грн.). Решта угод були здійснені через позабіржовий ринок. При цьому при таких величезних оборотах позабіржового ринку (близько 2 трлн. грн.) відрахування до бюджету від цієї категорії платників становили у 2011 р. лише 152 млн. грн. податку на прибуток. Отже, порівняно з розміром номінального ВВП обсяги укладених договорів з такими ЦП можна вважати наслідком схем з мінімізації податкових платежів та виведення капіталів. Крім того, що тільки одна з десяти операцій проходить через організовану біржу, понад 70% з них за звітами збиткові [76].

Є суб'єкти господарювання, які за результатами торгівлі цінними паперами в першому півріччі 2012 р. одержали збиток 1,8 млн. грн. і при цьому виплатили нерезидентам прибуток від торгівлі ЦП у розмірі 638 млн. грн. Інший приклад: прибуток компанії від результату торгівлі ЦП становив 0 млн. грн., а виплачено нерезиденту прибуток від торгівлі цими самими паперами в 280 млн. грн. [19].

Результати аналізу структури загального обороту ЦП в економіці України у 2011 році свідчать про те, що з них 855,5 млрд. або 39,8% становлять державні облігації, 358,3 млрд. грн. або 16,7% – заборонені до обігу на фондових біржах векселі, 103,7 млрд. грн. або 4,8% – облігації підприємств, основні доходи за якими виникають не з обігу, а за процентними виплатами, 76,7 млрд. грн. або 3,6% – депозитні сертифікати банків [19]. Нарешті, 647,7 млрд. грн. або 30,11% – це акції, з яких 79,2 млрд. грн. обертається на біржах, решта – 568,48 млрд. грн. – на позабіржовому ринку, з яких 58,16 млрд. грн. розміщено під час їх емісії, тобто на первинному ринку. Таким чином, 510 млрд. грн. – це позабіржовий оборот акцій, який має усі ознаки такого, що спрямований на ухиляння від сплати податків в Україні [45].

Це стало основною мотивацією запровадження акцизів на позабіржові операції з цінними паперами в Україні. З 1 січня 2013 року набрав чинності Закон від 06.12.2012 № 5519-VI «Про внесення змін до Податкового кодексу України у зв'язку з подальшим удосконаленням податків і зборів» основною метою якого є перекриття схем ухиляння від сплати податків при операціях із цінними паперами (операції з відчуження цінних паперів і операції з деривативами). Було встановлено збір у розмірі 1,5% від суми операції з продажу поза фондовою біржею цінних паперів, які не

значаться в біржовому реєстрі, і 0,1% – від суми позабіржової операції з продажу ЦП, включених до біржового реєстру, а також нижчий, 10-відсотковий, податок на прибуток від операцій із біржовими цінними паперами. З операцій із деривативами, укладених поза біржею, стягуватиметься 5 неоподатковуваних мінімумів (85 грн.). При проведенні ж операцій з ЦП на 10 українських біржах податкова ставка знизиться до 0%. Такий само порядок має поширюватися й на операції з ОВДП, муніципальними облігаціями та іншими ЦП, які емітовані державою чи дохід за якими гарантований державою. Все це має дозволити ДПСУ ефективніше адмініструвати угоди на ринку та виявляти ті з них, що використовуються для виведення коштів [1].

Саме тому великі українські корпорації залучають реальних інвесторів на Лондонській й Варшавській біржах, а українські майданчики використовують для вирішення питань, пов'язаних зокрема і з мінімізацією податкових зобов'язань.

Установлення ж прозорого середовища на українському фондовому ринку має зробити його цікавим не тільки для українського бізнесу, а й для іноземних інвесторів. Не можна стверджувати, що акциз на позабіржові операції допоможе залучити інвесторів на біржу. Існують три перешкоди – валютне законодавство, ідентифікація клієнтів і порядок репатріації прибутків. Крім того, виходячи з передумови, що сусідні країни – Польща та Росія, а також Велика Британія, які є головними конкурентами за українських емітентів, – не мають такого податку, то, створивши його в Україні, емітенти будуть віддавати перевагу зарубіжним ринкам. Але запровадження 3%-го збору з позабіржових операцій не обов'язково відштовхне від України інвесторів, у тому числі нерезидентів, тому що нерезиденти працюють в основному з «блакитними» фішками, які обертаються на біржах. Тобто для них необхідності платити 3% від операції не буде [19].

Прийнятий 4 липня 2013 р. Закон про трансфертне ціноутворення № 2515 повинен покращити регулювання незаконних потоків з вітчизняної економіки. За підрахунками ДПСУ, з допомогою трансфертного ціноутворення (ТЦ) з України за кордон виводиться з-під оподаткування до 100 млрд. грн. щороку, у результаті чого держбюджет недоодержує 20-25 млрд. грн. Сутність процесу, на відміну від цінно-паперових схем, полягає переважно в тому, що вироблена в Україні продукція продається зв'язаним

структурам за заниженими цінами в країні з нижчим, ніж у нашій країні, податковим навантаженням. Причому реалізується в такий спосіб більше половини (54%) українського товарного експорту.

Проблеми трансфертного ціноутворення властиві не тільки Україні. У розвинених країнах бізнес теж користується подібними схемами. В масштабах світової економіки – понад 20 трлн. дол. на рік за такими угодами виводиться з-під оподаткування. Іншим аспектом цього явища в українському контексті є те, що в Україні такими схемами зловживають не тільки компанії вітчизняного походження, а й справжні закордонні інвестори. Трансфертним ціноутворенням користуються насамперед підприємства металургії, хімічної, нафтохімічної галузей [23]. Об'єктами для цінових маніпуляцій стають і нерухомість, неліквідні «сміттєві» акції, об'єкти інтелектуальної власності. Причому такі об'єкти можуть використовуватися і як об'єкти купівлі-продажу, і як об'єкти ліцензійних угод при виплаті роялті їх власнику.

Серед найбільш значущих інновацій, які буде впроваджено Законом № 2515, можна виокремити наступні: контроль за трансфертним ціноутворенням в Україні буде застосовуватися до угод між пов'язаними сторонами та до операцій з нерезидентами, зареєстрованими в юрисдикціях, де ставка податку на прибуток становить на 5 відсоткових пунктів нижче, ніж в Україні; контрольованими є операції між тими ж сторонами на суму, що перевищує 50 мільйонів гривень (близько 6,25 млн. дол.); раніше застосована «безпечна гавань», тобто допустиме 20% відхилення від ринкової ціни, скасована.

Отже, аналіз системних недоліків законодавчого регулювання діяльності в інвестиційній сфері в Україні дозволяє зробити висновок, що у країнах із ринком, що формується, аналіз вивезення інвестиційних доходів іноземними інвесторами не можна застосовувати без урахування таких притаманних для кожної країни особливостей, як частка офшорів у загальному припливі іноземних інвестицій та мотивів інвесторів до податкової оптимізації та планування.

Також, проведений аналіз існуючих підходів до державного регулювання руху іноземного капіталу дозволяє зробити висновок, що тимчасовий контроль за зростаючим припливом категорії активів, які представляють особливу загрозу для стабільності фінансової системи (наприклад, короткостроковий борг, а не довгострокові прямі

інвестиції) може бути корисним. Введення короткострокового контролю за рухом капіталу може врегулювати неприйнятне зростання цін на активи, а також буми і спади, що за цим слідують.

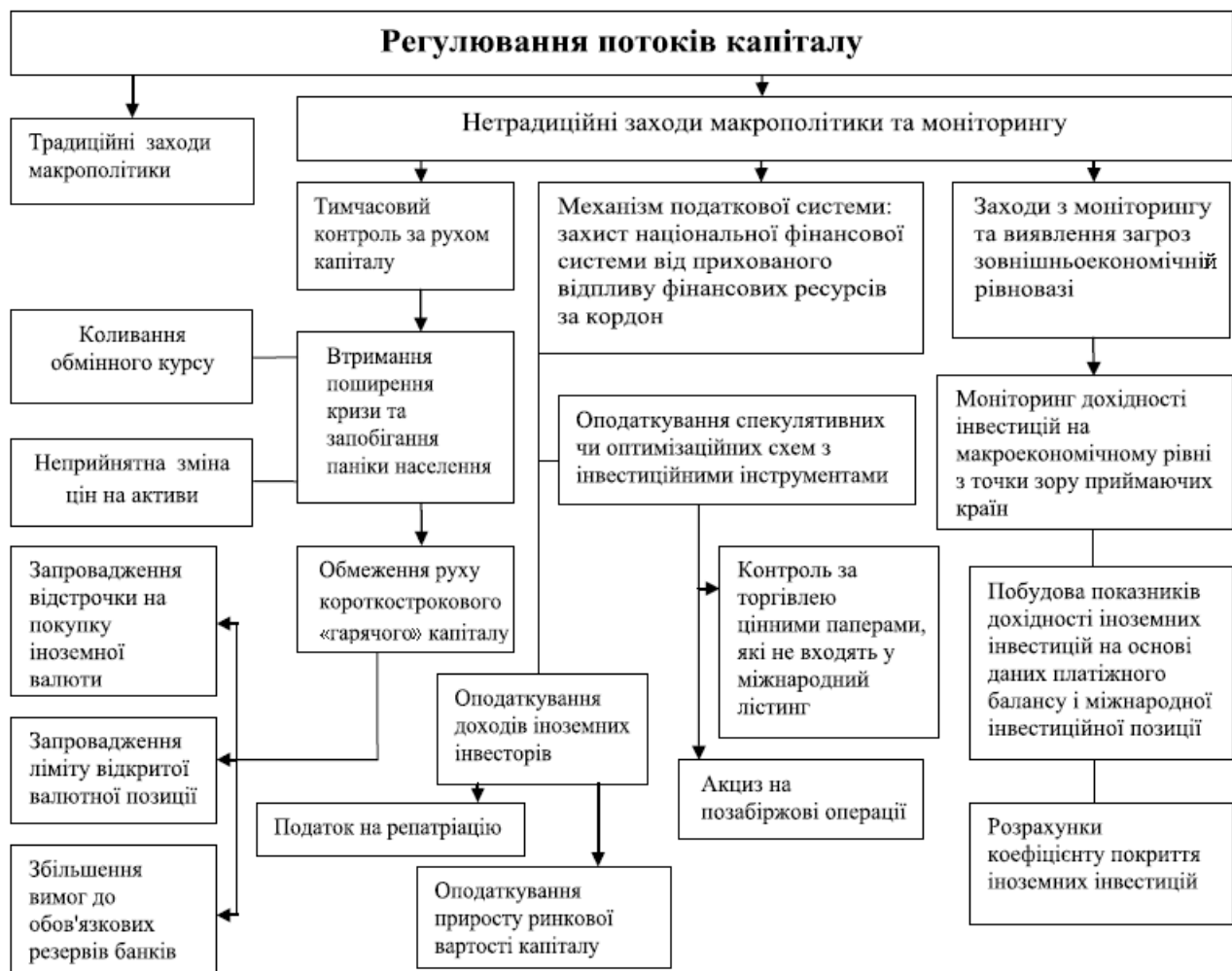


Рис. 3.7. Механізм реалізації державного регулювання потоків капіталу
(розроблено автором)

На схемі 3.7 пропонується підсумок заходів регулювання потоків капіталу, які необхідно вживати в залежності від умов надходження цих потоків. Так, за ситуації припливу «гарячих» капіталів доцільно вводити тимчасовий контроль за рухом капіталів, який може здійснюватися шляхом запровадження ліміту відкритої валютної позиції інвесторів (для запобігання спекулятивних операцій), відстрочки на покупку іноземної валюти у залежності від мети покупки валюти, збільшення вимог до обов'язкових резервів банків у випадку значного підвищення рівня їх зовнішньої заборгованості; якщо в країні спостерігається значний прихований

відплив фінансових ресурсів за кордон, необхідно посилювати захист національної фінансової системи шляхом податкового механізму.

Для підвищення інвестиційної привабливості України потрібно вирішити проблемні питання, які стосуються оподаткування доходів нерезидентів. Необхідно модернізувати механізм оподаткування дивідендів, які сплачують нерезидентам таким чином, щоб податок сплачувався у тій країні, де інвестор отримав дохід і займається реальною підприємницькою діяльністю.

Це стосується, насамперед, реалізації заходів, спрямованих на диференціацію іноземних інвесторів залежно від країни їх основного місця перебування та податкового статусу їх компаній – дивіденди, які виплачуються володарям компаній з офшорною юрисдикцією, мають бути виключені з міжнародних угод України про уникнення подвійного оподаткування.

Для загальної оцінки впливу іноземних інвестицій на економіку приймаючих країн рекомендовано також доповнити існуючі індикатори для виявлення загроз зовнішньоекономічній рівновазі моніторингом дохідності іноземних інвестицій на макроекономічному рівні з точки зору приймаючих країн.

Висновки до розділу 3

Результати порівняльного аналізу фінансової стійкості країн з ринками, що формуються, свідчать про наступне. Згідно з методикою Світового банку, яка є справедливою саме для країн з неконвертованими валютами, Угорщина та Болгарія з відношенням зовнішнього боргу більше за 80% ВВП належать до групи країн з максимальною залежністю від іноземних кредиторів; Україна вже майже теж належить до цієї групи – відношення її зовнішнього боргу до ВВП становить 76,6%. Через надмірність боргових залучень і неефективність їх використання за останні чотири роки борг України сягнув рівня, за яким формуються значні ризики для стійкості фінансової системи країни.

Чиста міжнародна інвестиційна позиція в більшості досліджених країн Центральної та Східної Європи і Латинської Америки є від'ємною. При цьому за відношенням ЧМП до ВВП Угорщина та Болгарія вже суттєво перевищили критичний поріг у 60%, що свідчить про їх майже повну залежність від дій закордонних інвесторів. Без врахування готівкової валюти, що знаходиться поза

банківською системою України, відношення її чистої міжнародної інвестиційної позиції теж перевищує критичний поріг у 60% ВВП.

Моделювання впливу показників дохідності іноземних інвестицій на зовнішні дисбаланси країн виявило, що в країнах з ринком, що формується, ці показники мають вагомий вплив на погіршення динаміки поточних рахунків та зростання зовнішнього боргу.

Середня дохідність боргових зобов'язань уряду України у 2012 р. становила 8,8%, що значно перевищувало дохідність облігацій країн з ринком, що формується, та європейських держав, які перебували у стані боргової кризи. Середня дохідність доларових суверенних і корпоративних боргових зобов'язань країн з ринком, що формується, знижувалась у 2012 р. і становила 5,48%. До зниження вартості запозичень призвів значний приплив боргових потоків капіталу. Але в Україні така тенденція не спостерігалась, причому уряд залучав боргові ресурси не для фінансування видатків бюджету, а для оплати попередніх зобов'язань: у формі відсотків та погашення основного капіталу за боргами попередніх періодів.

Для зниження уразливості національних фінансових систем країн з виникаючими ринками до спекулятивних потоків капіталу доцільним є застосування заходів контролю над потоками капіталу.

Масштаби відпливу капіталу з економіки України в останні роки досягли значних обсягів. Одним із вагомих факторів, який спонукає виведення капіталів за межі країни, є існування системних недоліків законодавчого регулювання діяльності в інвестиційній, фінансово-кредитній та зовнішньоекономічній сферах. Такі процеси супроводжуються формуванням додаткових зовнішніх зобов'язань у вигляді витрат на обслуговування боргу та дивідендів.

Оподаткування прибутків нерезидентів України має низку особливостей: у деяких випадках застосовуються підвищені ставки при оподаткуванні, у деяких – взагалі характерна відсутність податкових зобов'язань. Незважаючи на прийняття в Україні у 2011 році Податкового кодексу, більшість спірних питань, які стосуються оподаткування доходів нерезидентів, залишаються актуальними. Договори про усунення подвійного оподаткування передбачають можливість зменшення ставки податку до 10% або 5%, а завдяки репатріації дивідендів до окремих країн, податок на репатріацію взагалі не стягується. Будь-яких економічних підстав для подібної дискримінації не існує, а її існування призводить лише до

необхідності для іноземних інвесторів ускладнювати технологію інвестування в український бізнес, що зменшує його інвестиційну привабливість. Тому необхідно модернізувати механізм оподаткування дивідендів, які сплачують нерезидентам. Це стосується, насамперед, реалізації заходів, спрямованих на зменшення дискримінації іноземних інвесторів залежно від країни їх основного місця перебування.

Отже, вдосконалення нормативно-правових актів та ліквідація спірних моментів у міждержавних угодах є головним завданням як для України, так і для міжнародних організацій, що сприятиме гармонізації порядку оподаткування доходів нерезидентів.

ВИСНОВКИ

У результаті проведеного дослідження вирішено важливу наукову задачу поглиблення теоретико-методичних основ дослідження впливу іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується, а саме впливу репатріації доходів від іноземних інвестицій на зовнішні дисбаланси країн-реципієнтів та розробки практичних рекомендацій щодо підвищення стійкості національних фінансових систем в умовах глобальної нестабільності. Результати проведеного дослідження дозволяють сформулювати наступні висновки:

1. На основі критичного аналізу та систематизації останніх досліджень, присвячених впливу міжнародних потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується, обґрунтовано, що повна класифікація механізмів макроекономічного впливу різних форм потоків капіталу (ПП, портфельних та інших інвестицій) має охоплювати такі їх ознаки: офіційні чи приватні; тимчасові проти довгострокових потоків, інвестиції з фіксованим прибутком у порівнянні з інструментами участі у капіталі; відповідні наслідки їх макроекономічного впливу, такі як економічне зростання, конкурентоспроможність, внутрішній попит, сальдо бюджету, грошова маса, міжнародні резерви, обмінний курс, процентні ставки, зовнішній борг, зовнішні дисбаланси. Результати проведеного аналізу свідчать про те, що приплив іноземного капіталу впливає на усі сфери економіки приймаючої країни. При цьому, доведено, що з одного боку, іноземні інвестиції стимулюють економічне зростання, з іншого, – створюють суттєві ризики для рівноваги платіжного балансу та проведення незалежної кредитно-грошової політики.

2. У ході дослідження визначено, що головною причиною здійснення міжнародних інвестицій є прагнення інвестора розмістити свій капітал у тій країні і в такі активи, де він буде отримувати максимальну дохідність за припустимого рівня ризику. Аналізуючи поняття дохідність інвестиційних активів як чинника міжнародного руху капіталу, зазначено, що дохідність іноземних інвестицій можна досліджувати або з погляду індивідуальних інвесторів, або з точки зору країн, які приймають ці інвестиції. Потоки інвестиційних доходів стають все більш важливими в якості елементів згладжування міжчасового споживання між ринками, що розвиваються, і розвиненими країнами. При оцінюванні пріоритетів залучення тієї чи

іншої форми іноземних інвестицій доводиться важлива роль вартості обслуговування цих інвестицій.

На основі систематизації теоретичних концепцій формування рівня дохідності для різних видів активів: ПП, портфельних та інших інвестицій шляхом порівняльного аналізу переваг і недоліків залучення різних форм іноземних інвестицій для країн з ринком, що формується, зроблено висновок, що прямі іноземні інвестиції мають перевагу перед зовнішніми кредитами, оскільки виплата доходів на ці інвестиції залежить від одержаного прибутку, тобто на відміну від кредитів вони пов'язані з кінцевим результатом і з ефективністю капіталовкладень; репатріація іноземного капіталу або доходів певною мірою регулюється реципієнтом на відміну від конкретних умов надання іноземного кредиту, що залежить від рівня ліквідності та відсоткових ставок у розвинених країнах.

3. З метою оцінки стійкості національної фінансової системи та ефективності іноземних інвестицій рекомендовано проведення моніторингу дохідності іноземних інвестицій на макроекономічному рівні з точки зору приймаючих країн. Запропоновано методику побудови показника дохідності іноземних інвестицій з погляду країн, які приймають ці інвестиції, використовуючи дані платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни. Зміни показників дохідності іноземних інвестицій можуть слугувати сигналами для заходів попередження виникнення кризових явищ.

Для виявлення загроз зовнішньоекономічній рівновазі розроблено коефіцієнт покриття іноземних інвестицій, який визначено як частку сумарних доходів, вивезених іноземними інвесторами у відповідних кумулятивних надходженнях фінансового рахунку. Високі значення даного коефіцієнту можуть бути інтерпретовані як сигнал нестабільності чи навіть загрози фінансової стійкості країни.

4. Аналіз впливу м'якої грошово-кредитної політики розвинених країн на країни з ринком, що формується, свідчить про те, що в умовах глобальної нестабільності кількісне пом'якшення з боку розвинених країн, стимулюючи приплив капіталу на ринки, що розвиваються, стало чинником формування волатильних потоків капіталу. Встановлено, що стала різниця відсоткових ставок між розвиненими економіками і економіками, що розвиваються, підтримує чисті боргові потоки.

Дослідження структури зовнішніх позицій країн показало, що в більш розвинених країнах ЦСЄ та Латинської Америки зобов'язання існують у даний час в основному у вигляді капіталу, а не боргу, що означає більш тісну кореляцію виплачуваних за ними відсотків з внутрішньою економічною кон'юнктурою, тоді як у структурі зовнішніх зобов'язань Балканських і пострадянських країн превалює борг. Очікуючи збільшення відсоткових ставок на міжнародних кредитних ринках і відповідний негативний вплив обслуговування боргу на державний бюджет (державний борг) і сальдо рахунку поточних операцій, урядам цих країн необхідно створити умови для зменшення загального обсягу зовнішніх запозичень і знизити витрати на його обслуговування. У той же час для країн з високою часткою ПІІ у структурі зовнішніх зобов'язань постала проблема високого доходу, що сплачується за такими інвестиціями.

5. У результаті аналізу структури та динаміки статті інвестиційних доходів поточного рахунку в досліджуваних країнах виявлена часова тенденція до погіршення від'ємного сальдо інвестиційних доходів, що робить країни нетто-боржниками та створює негативний тиск на поточні рахунки. Зростання ролі сальдо інвестиційного доходу розкриває нові загрози, які постають перед країнами з ринком, що формується. Різне погіршення статті інвестиційних доходів платіжних балансів у багатьох країнах передувало розгортанню світової фінансової кризи. Існують підстави стверджувати, що Балканські та пострадянські країни будуть і надалі нарощувати обсяги виплат інвестиційних доходів, щонайменше до рівнів країн ЦСЄ та Латинської Америки, що спостерігаються зараз.

Встановлено, що постійне вивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень призвело до того, що репатріація прибутків від ПІІ значно перевищила отримані інвестиції у таких країнах як Перу, Чилі, Чехія, Польща та Словаччина, про що свідчать розраховані коефіцієнти покриття іноземних інвестицій.

6. При побудові та аналізі дохідності різних категорій іноземних інвестицій було виявлено, що середні значення дохідності в більшості випадків вище для портфельних інвестицій в акції та ПІІ, ніж для боргових інвестицій. Це підтвердило гіпотезу, що оскільки дохідність портфельних інвестицій в акції та прямих іноземних інвестицій вимагає премію за ризик, порівнюючи з дохідністю боргових зобов'язань, їх обслуговування є дорожчим.

Розрахунки показників дохідності іноземних інвестицій дозволили встановити, що загальні доходи іноземних інвесторів у країнах ЦСЄ набували дуже високих значень в передкризові роки, в Угорщині та Румунії, перевищуючи 20% у 2006-2007 роках. В Україні спостерігається дещо інша ситуація з доходами іноземних інвесторів. Так, загальний дохід не проявляв таку волатильність в передкризові роки, як у країнах ЦСЄ. Одним із факторів є незначна роль ефекту вартісної оцінки в Україні порівняно з країнами ЦСЄ, а дохідність інвестицій, тобто відношення поточних інвестиційних виплат до зобов'язань, складала основну частину прибутку іноземних інвесторів.

7. Визначено, що стійкість рахунків поточних операцій країн з ринком, що формується, стає більш залежною від впливу інвестиційного доходу. Моделювання впливу показників дохідності іноземних інвестицій на зовнішні дисбаланси виявило, що в країнах з ринком, що формується, ці показники мають вагомий вплив на погіршення динаміки поточних рахунків та зростання зовнішнього боргу. Отже, оцінюючи ризики стабільності національної фінансової системи важливо аналізувати не тільки такі «традиційні» показники, як дефіцит бюджету, частка державного боргу у ВВП і рівень інфляції, але і звертати більше уваги на динаміку зобов'язань міжнародної інвестиційної позиції країни.

8. У результаті аналізу впливу боргової та бюджетної політик на дохідність іноземних інвестицій в Україні встановлено, що дохідність боргових зобов'язань уряду України у 2012 р. значно перевищувала середню дохідність облігацій країн з ринком, що формується, та навіть деяких європейських держав, які перебували у стані боргової кризи. Причинами значного погіршення міжнародної конкурентоспроможності національних виробників і істотного зростання зовнішнього боргу були бюджетні дефіцити і значне зростання грошової маси.

Обґрунтовано, що в Україні необхідно стимулювати розвиток внутрішнього ринку капіталів, підвищувати зацікавленість учасників фінансового ринку у використанні гривневих інструментів. Зважена грошово-кредитна політика повинна бути спрямована на підвищення конкурентоспроможності національної економіки і зменшення залежності від зовнішнього фінансування.

9. Доведено, що для України протидія прихованому впливу капіталів є одним із пріоритетних завдань. Запропоновано механізм

захисту національних економік від прихованого та раптового відпливу фінансових ресурсів за кордон. Для зниження уразливості національних фінансових систем з країн з ринком, що формується, за ситуації припливу «гарячих» капіталів доцільно вводити тимчасовий контроль за рухом капіталів; якщо в країні спостерігається значний раптовий або прихований відплив фінансових ресурсів за кордон, необхідно посилювати захист національної фінансової системи шляхом податкового механізму та тимчасових валютних обмежень.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ ТА ДЖЕРЕЛ

1. Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів: Закон України від 06.12.2012 № 5519-VI [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу до закону: <<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5519-17>>.
2. Податковий Кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI [Електронний ресурс] / Відомості Верховної Ради України. – 2010 р. – № 13, / № 13–14, № 15–16, № 17. – Режим доступу: <<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>>.
3. Аналітична довідка з питань державного боргу за 2010 рік [Електронний ресурс] : Міністерство фінансів України. – 2010 . – Режим доступу до статті: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=294252&cat_id=224493>.
4. Аналітична записка «Про стан платіжного балансу» в 2012 році [Електронний ресурс] : Національний банк України. – 2012. – Режим доступу до статті: <<http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=91916>>.
5. Ангелов О. Особливості оподаткування нерезидентів [Електронний ресурс] / О. Ангелов, С. Бескидевич // Вісник податкової служби України. – 2012. – № 39. – Режим доступу: <<http://www.visnuk.com.ua/ua/pubs/id/4109>>.
6. Андрюшин С. Курсовая политика центральных банков стран с формирующимся рынком / С. Андрюшин, В. Кузнецова // Вопросы Экономии. – 2011. – № 12. – С. 21-34.
7. Андрюшин, С. Приоритеты денежно-кредитной политики центральных банков в новых условиях / С. Андрюшин, В. Кузнецова // Вопросы экономики. – 2011. – № 6. – С. 57-70.
8. Аржевітін С. Відплив капіталу з України: причини та шляхи подолання / С. Аржевітін // Вісник НБУ. – 2010. – С. 3-7.
9. Башко В. Й. Оцінка валютних ризиків та вартості зовнішніх державних запозичень в Україні/ В. Й. Башко // Фінанси України. – 2012 р. – № 9. – С. 94-104.
10. Богдан Т. Боргова піраміда та її наслідки [Електронний ресурс] / Т. Богдан // «Дзеркало тижня». – 2013 р. – № 5. – Режим доступу до статті: <<http://gazeta.dt.ua/finances/borgova-piramida-ta-yiyi-naslidki.html>>.
11. Борщевський В. В. Іноземні інвестиції як чинник регіонального розвитку/ В. В. Борщевський // Фінанси України. – 2003. – № 10. – С. 108-117.
12. Варламова А. Концептуальні особливості ефектів впливу міжнародних приватних потоків капіталу до країн, що розвиваються [Електронний ресурс] / А. Варламова, І. Куценко // Збірник наукових праць «Науковий вісник академії муніципального управління», серія «Економіка». – 2009. – № 6. – Режим доступу до статті: <http://archive.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Nvamu_Ekon/2009_6/20.pdf>.
13. Вахненко Т. П. Зовнішні корпоративні запозичення та ризики для фінансової стабільності [Електронний ресурс] / Т. П. Вахненко // Дзеркало тижня. – 2008. – № 6 (685). – Режим доступу: <<http://www.dt.ua/2000/2040/62033/>>.

14. Гончарова Н. М. Вплив іноземного фінансування на розвиток країн з транзитивною економікою: автореф. дис. на здобуття наук, ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні відносини» / Н. М. Гончарова . – К., 2007. – 20 с.
15. Гочияев К. Б. Регулирование международных потоков капитала в условиях глобализации и трансформации экономики : дис. канд. екон. наук : 08.00.01 / К. Б. Гочияев. – Волгоград, 2001. – 195 с.
16. Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України на 31.12.2008 [Електронний ресурс] : Міністерство фінансів України. – 2008. – Режим доступу:
<http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article/main?art_id=199965&cat_id=103274&search_param=%F1%F2%E0%F2%E5%E9&searchPublishing=1>.
17. Доповідь про світові інвестиції за 2011 рік [Електронний ресурс] : ЮНКТАД.– 2011.– Режим доступу:
<<http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=2441&lang=1>>.
18. Дохідність суверенних облігацій [Електронний ресурс]: за статистичними даними Eurostat / Статистика Eurostat. – Режим доступу:
<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_m&lang=en>.
19. Дубинський О. Податкова схема: для ринку чи для держави? [Електронний ресурс] / О. Дубинський, В. Пасочник // «Дзеркало тижня». – 2012 р. – № 38. – Режим доступу :
<http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/podatкова_shema_dlya_rinku_chi_dlya_derzhavi.html>.
20. Жуков Ю. Фактические тенденции изменения основных макроэкономических показателей стран СНГ в 2011 году по сравнению с прогнозными / Ю. Жуков // Общество и экономика. – 2012. – № 3. – С. 50-59.
21. Журавльов О. В. Стан платіжних балансів та циклічність розвитку економічних періодів / О. В. Журавльов // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – Випуск 24, 2009. – С. 114-118.
22. Журавльов О. В. Флуктуація валютного курсу та стан платіжного балансу (на прикладі України і Білорусі) / О. В. Журавльов // Зовнішня торгівля: право та економіка: Науковий журнал – 2011. № 3-4. – С. 27-35.
23. За перше півріччя 2012 року з України нелегально «пішло» близько 5 мільярдів доларів [Електронний ресурс] // «Дзеркало тижня». – 2012 р. – № 36. – Режим доступу: <http://dt.ua/ECONOMICS/za_pershe_pivrichchya_2012_roku_z_ukrayini_nelegalno_pishlo_blyzko_5_milyardiv_dolariv.html>.
24. Зовнішній борг України на кінець 2009 року [Електронний ресурс] : за статистичними даними НБУ / Статистика НБУ. – Режим доступу:
<http://www.bank.gov.ua/Balance/Debt/ExtDebt_report_2009.pdf>.
25. Зуйков Р. Истоки глобального кризиса: к разработке концепции движения международного мобильного капитала / Р. Зуйков // Мировая экономика и международные отношения. – 2012. – № 04. – С. 16-24.

26. Іванський А. Й. Тенденції правового регулювання оподаткування інвестицій в Україні / А. Й. Іванський // Європейські перспективи. – 2011. – № 1. – С. 113-120.
27. Інформація щодо виконання Державного бюджету України за 2009 рік [Електронний ресурс] : Рахункова палата України. – 2009. – Режим доступу: <<http://www.acrada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/16724385;jsessionid=2EDBF39B55660AABBF0B0CE4075239EF>>.
28. Інформація щодо виконання Державного бюджету України за 2012 рік [Електронний ресурс] : Міністерство фінансів України. – 2012. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=368091&cat_id=368090>.
29. Каналес-Крильєнко Х. И. Преодоление неустойчивости / Х. И. Каналес-Крильєнко, Л. И Хакоме, А. А Оливейра Лима // Финансы и Развитие. – 2011. – № 48(1). – С. 13-15.
30. Квартальна статистика зовнішнього боргу [Електронний ресурс] / Статистика World bank – Режим доступу: <<http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=12&id=4&CNO=1068>>.
31. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс // Антология экономической мысли: В 2-х т. М.: Эконов, 1993. Т. 2. – 256 с.
32. Кокенин А. Решение проблем, связанных с приростом притока капитала [Електронний ресурс] / А. Кокенин // Финансы и развитие. – 2010. – 3(47). – Режим доступу: <<https://imf.org/external/russian/pubs/ft/fandd/2010/09/pdf/Spotlight.pdf>>.
33. Кульпінський С. В. Механізми монетарного регулювання вартості державних запозичень / С. В. Кульпінський // Фінанси України. – 2012. – № 9. – С. 116-126.
34. Лейн Ф. Изучение глобальных дисбалансов / Ф. Лейн, Дж. Милези-Ферретти // Финансы и развитие. – 2006. – С. 38-41.
35. Лещенко Н. Оподаткування приросту ринкової вартості капіталу: запитання та відповіді [Електронний ресурс] / Н. Лещенко // Бюджетний і Податковий Огляд. – 2002. – Режим доступу: <<http://budget.fisco-id.com/?module=an&action=preview&id=49>>.
36. Лук'яненко Д. Г. Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: монографія / Д. Г. Лук'яненка. – К.: КНЕУ, 2001. – 538 с.
37. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : навч. посіб. / Т. В. Майорова. – К.: Центр навчальної літератури, 2009. – 472 с.
38. Мескита М. Большие надежды / М. Мескита // Финансы и Развитие. – 2011. – №48(1). – С.22-23.
39. Миронюк В.В. Транснациональные корпорации в стратегии привлечения иностранного капитала // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Зб. наук. праць. – № 47. – Ч.2. – К.: Інститут міжнародних відносин Київського національного університету ім. Тараса Шевченка, 2004. – С. 123-125.
40. Міжнародна інвестиційна позиція [Електронний ресурс] : Методологічний коментар НБУ. – Режим доступу:

<http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=7176AE0451A8D5E36A2BDE605ADC59FD?art_id=44467&cat_id=44465>.

41. Молдован О. «Щодо оптимізації боргової політики держави» [Електронний ресурс] / О. Молдован // Аналітична записка Національного інституту стратегічних досліджень. – Режим доступу: <<http://www.niss.gov.ua/articles/783/>>.
42. Невмержицька Н. Ю. Оподаткування холдингових структур в Україні / Н. Ю. Невмержицька // Наука й економіка . – 2011. – № 4 (24). – С. 34-43.
43. Некипелов А. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса / А. Некипелов // Вопросы экономики. – 2010. – №1. – С. 4-20.
44. Обзор глобальных рисков [Електронний ресурс] : Департамент финансовой стабильности банка России. – 2012. – Режим доступу: <http://www.cbr.ru/analytics/fin_stab/>.
45. Оксаніч С. Кінець фондового ринку [Електронний ресурс] / С. Оксаніч, Тарабакін Д., Яковенко Ю. // «УП Економічна правда». – 2012. – Режим доступу: <<http://www.epravda.com.ua/publications/2012/11/5/342445/>>.
46. Павленко І. І. Міжнародна торгівля та інвестиції: навч. посіб. / І. І. Павленко, О. В. Варяниченко, Н. А. Навроцька. – К. : ЦУЛ, 2012. – 256 с.
47. Пересада А. А. Інвестиційне кредитування : навч. посібник / А. А. Пересада, Т. В. Майорова. – К.: КНЕУ, 2002. – 271 с.
48. Пересада А. А. Портфельне інвестування: навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
49. Пересада О. А. Кредитування міжнародними фінансово-кредитними організаціями українських підприємств : автореф. дис. на здобуття наук, ступеня канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / О. А. Пересада. – Київ, 2003. – 18 с.
50. Петров М. Трансформация глобальных финансов / М. Петров, Д. Плисецкий // Мировая экономика и международные отношения. – № 7. – 2010. – С. 3–22.
51. Підхомний О. М. Вплив міжнародних потоків капіталу на фінансову політику країн з неусталеною економікою / О. М. Підхомний, В. А. Вишневський, В. С. Хар // Вісник Хмельницького національного університету. – 2011. – № 2 (1) . – С. 153–157.
52. Прасад Э. Смена ролей [Електронний ресурс] / Э. Прасад // Финансы и Развитие. – 2011. – 48 (4). – Режим доступу: <<http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/fandd/2011/12/pdf/fd1211r.pdf>>.
53. Рапопорт Г. Глобальный экономический кризис 2008-2009: истоки и причины / Г. Рапопорт, А. Герц // Вопросы Экономики. – 2009. – № 11. – С. 18-31.
54. Рогач О. І. Міжнародні фінанси: Підручник : навч. посібник / О. І. Рогач. – К.: Либідь, 2003. – 784 с.
55. Родионова Т. А. Динамика внешней задолженности как фактор развития экономик Республики Беларусь и Украины / Т. А. Родионова, С. А. Якубовский // Новые вызовы в экономике XXI века : международная

- научно-практическая конференция. Институт экономики НАН Беларуси. – Минск : «Право и экономика», 2011. – С. 668-670.
56. Родионова Т. А. Структурные риски внешних обязательств стран с формирующимся рынком / Т. А. Родионова // Беларусь в современном мире: Материалы XI Международной научной конференции. Белорусский государственный университет. – Минск : «Издательский центр БГУ», 2012. – С. 204-206.
57. Родіонова Т. А. Вплив дохідності іноземних інвестицій на рівень добробуту в країнах з ринком, що формується / Т. А. Родіонова // Збірник наукових праць міжнародного науково-практичного семінару «Емпіричні підходи щодо вивчення рівня добробуту у країнах СНД», Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2012. – С. 49-51.
58. Родіонова Т. А. Вплив ефектів вартісної оцінки міжнародних інвестиційних позицій на добробут країн / Т. А. Родіонова // Добробут націй в умовах глобальної нестабільності. Збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції. Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2012. – частина 1. – С. 93-94.
59. Родіонова Т. А. Динаміка дохідності іноземних капіталовкладень у постсоціалістичних країнах в умовах світової економічної кризи / Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – Науки: економіка, політологія, історія. – 2012. – № 7(159). – С. 30-38.
60. Родіонова Т. А. Дохідність іноземних інвестицій як фактор стійкості поточних рахунків країн Латинської Америки та Східної Європи / Т. А. Родіонова // Добробут націй в умовах глобальної нестабільності. Збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції. Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2013. – частина 1. – С. 74-76.
61. Родіонова Т. А. Дохідність іноземних капіталовкладень як чинник накопичення зовнішніх дисбалансів в країнах - нових членах ЄС / Т. А. Родіонова // Збірник матеріалів III Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених та студентів «Маркетингове управління конкурентоспроможністю», Дніпропетровський університет економіки та права імені Альфреда Нобеля. – 2012. – С. 252-253.
62. Родіонова Т. А. Доходність іноземних капіталовкладень в економіках України та Польщі / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2009. – № 9 (87). – С. 3-13.
63. Родіонова Т. А. Зовнішня заборгованість країн Центральної та Східної Європи в умовах світової економічної кризи 2008-2010 років / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Проблеми розвитку зовнішньоекономічних зв'язків і залучення іноземних інвестицій: регіональний аспект: зб. наук. пр. – Донецьк: ДонНУ, 2011. – Т. 1. – С. 437-442.

64. Родіонова Т. А. Індикатори фінансової стійкості сучасної банківської системи / Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2011. – № 3 (128). – С. 80-88.
65. Родіонова Т. А. Методичні підходи дослідження показників дохідності іноземних інвестицій / Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2012. – № 5 (157). – С. 116-124.
66. Родіонова Т. А. Міжнародні економічні відносини : навч. посіб. / [С. О. Якубовський, О. В. Горняк та ін.; за ред. Якубовського С. О.]. – О. : Одеський національний університет, 2012. – 260 с.
67. Родіонова Т. А. Стійкість національних фінансових систем в умовах світової економічної кризи 2008-2010 років: монографія / [За ред. проф. Якубовського С. О.]– О. : Одеський національний університет, 2012. – 224 с.
68. Родіонова Т. А. Структура іноземних зобов'язань та репатріація інвестиційних доходів в країнах з ринком, що формується / Т. А. Родіонова // Вісник міжнародного слов'янського університету. – Харків, 2012. – Серія «Економічні Науки», Т. 15, № 2. – С. 79-87.
69. Родіонова Т. А. Фінансова система Угорщини в умовах світової економічної кризи: особливості розвитку та досвід для України / Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2010. – № 22 (123). – С. 25-34.
70. Родіонова Т. А. Фінансова стійкість банківської системи України в умовах світової економічної кризи / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2009. – № 4 (82). – С. 3-12.
71. Родіонова Т. А. Чинники зовнішніх дисбалансів країн ЄС: досвід для України / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Випуск 104 (Частина II). – К. : Київський національний університет імені Тараса Шевченка Інститут міжнародних відносин, 2012. – С. 224-231.
72. Родіонова Т. А. Чинники зростання зовнішнього боргу у країнах Європейського Союзу та в Україні / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2011. № 1 (126). – С. 48-60.
73. Родченко В. В. Особливості прямих іноземних інвестицій в країнах, що розвиваються / В. В. Родченко // «Проблеми системного підходу в економіці» збірник наукових праць. – № 1.– К.: НАУ, 2011.
74. Семенов В. Політика стабілізації економіки в Латинській Америці / В. Семенов // Мировая экономика и международные отношения. –2012. – № 5. – С. 27-38.
75. Семенов В. Політика стабілізації економіки в Латинській Америці / Семенов В. // Мировая экономика и международные отношения. – 2012. – № 5. – С. 27-38.
76. Сколотяний Ю. Оптимізаційний клондайк [Електронний ресурс] / Ю. Сколотяний // «Дзеркало тижня». – 2012 – № 36. – Режим доступу до статті: <http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/optimizatsiyniy_klondayk.html>.

77. Смелик В.Б. Налогообложение операций с участием резидентов ЕС в Украине: проблемные вопросы взимания налога на прибыль / В. Б. Смелик // Сучасний стан та перспективи розвитку оподаткування в країнах ЄС: збірник матеріалів науково-методологічного семінару. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2009. – 153 с.
78. Сорос Д. Мировой экономический кризис и его значение. Новая парадигма финансовых рынков / Д. Сорос. – М.: Манн, 2010. – 272 с.
79. Степанюк Є. В. Міжнародні потоки капіталу та фактори вразливості фінансової системи [Текст] / Є. В. Степанюк // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2010. – Вип. 29. – С. 273-290.
80. Титов С. С. 2014 года в Евросоюзе может быть введен налог на сделки по покупке и продаже ценных бумаг [Електронний ресурс] / С. Титов // Бизнес Информ. – 2013. – Режим доступа: <<http://bin.ua/news/finance/finances/137944-ek-dala-svoi-predlozheniya-po-edinomu-nalogu-na.html>>.
81. Тихомирова А. Прямые инвестиции ведущих стран ЕС / А. Тихомирова // Мировая экономика и международные отношения. – 2011. – № 12. – С. 49–56.
82. Тишук Т. А. Шляхи протидії прихованому впливу капіталу з України. [Електронний ресурс] : Аналітична доповідь Національного інституту стратегічних досліджень К.: НІСД, 2012. – Режим доступа: <<http://www.niss.gov.ua/articles/901/>>.
83. Фролова Е. В. Мировой финансовый рынок: до и после кризиса / Е. В. Фролова // ЭКО. Всероссийский экономический журнал. – 2010. – № 7. – С. 160-170.
84. Хасанов Р. Бернанке доказывает, что QE 3 полезен развивающимся рынкам [Електронний ресурс] / Р. Хасанов // FTinvest. – Режим доступа: <<http://ftinvest.ru/?fldAction=article&id=266>>.
85. Чиста міжнародна інвестиційна позиція [Електронний ресурс]: за статистичними даними Eurostat / Статистика Eurostat. – Режим доступа: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tipsii10>>.
86. Шевчук В. О. Фіскальна політика країн Центральної і Східної Європи: євроінтеграційні виклики: монографія / В.О. Шевчук, Р.І. Копич – Львів: ПАІС, 2011. – 544 с.
87. Шевчук В. О. Міжнародна економіка: теорія і практика: Підручник. – 2-ге видання, перероб. і доп. / В. О. Шевчук. – К.: Знання, 2008. – 663 с.
88. Шевчук В. О. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика / В. О. Шевчук. – Львів: Кальварія, 2008. – 734 с.
89. Шишков Ю. «Невозможное триединство» в эпоху финансовой глобализации / Ю. Шишков // Мировая экономика и международные отношения. – 2012. – № 5. – С. 3-14.
90. Эйсагирре Н. Обеспечение преобразований в Латинской Америке / Н. Эйсагирре // Финансы и Развитие. – 2011. – 48(1). – С. 9-12.

91. Якубовський С. О. Інвестиційна діяльність транснаціональних корпорацій та їх вплив на конкурентоспроможність національних економік: Моногр. / С.О. Якубовський; Укр. акад. держ. упр. при Президентові України, Одес. регіон. ін-т держ. упр. - О.: ОРІДУ УАДУ, 2002. – 394 с.
92. Якубовський С. О. Фінансова стійкість національних банківських систем країн Центральної та Східної Європи в умовах світової економічної кризи 2008-2010 років / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент. 2010. – № 1. – С. 44-48.
93. Agenor P. R. Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts / P. R. Agenor // The World Economy. – 2003. – № 26 (8), P. 1089-1118.
94. Balance of Payments Statistics [Електронний ресурс] : за статистичними даними МВФ / Статистика МВФ. – Режим доступу: <<http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bop.htm>>.
95. Balatoni A., Pitz M. (2012), The effect of direct investment on Hungary's gross national income / A. Balatoni, M. Pitz // Közgazdasági Szemle. – №59 (1). p. 1–30.
96. Blouin J. Where in the world are «permanently reinvested» foreign earnings? / J. Blouin, L. Krull, L. Robinson // University of Pennsylvania, University of Oregon and Dartmouth College working paper. – 2012. – 43 p.
97. Bracke T. Channels of international risk-sharing: capital gains versus income flows / T. Bracke, M. Schmitz // International Economics and Economic Policy. – Springer, 2011.– vol. 8(1). – P. 45-78.
98. Brada J. Reinvested Earnings Bias, The «Five Percent» Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – With an Application to Transition Economies / J. Brada, V. Tomšík // William Davidson Institute working paper № 543. – 2003. – 42 p.
99. Caballero R. Bubbles and Capital Flow Volatility: Causes and Risk Management / R. Caballero, A. Krishnamurthy Journal of Monetary Economics. – 2006. – № 53. – P. 35-53.
100. Calvo G. Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors / G. Calvo, L. Leiderman, C. Reinhart // IMF Staff Papers. – 1993. – Vol. 40(1). – P. 108-151.
101. Calvo G. On Capital Inflows, Liquidity and Bubbles / G. Calvo. – Columbia University Working Paper. – 2011. – 20 p.
102. Calvo G. The Perils of Sterilization / G. Calvo // IMF Staff Papers. – 1991. – Vol. 38, № 4. – P. 921–926.
103. CEE Quarterly 01/2013 [Електронний ресурс]: Bank Austria. – Режим доступу: <<http://www.bankaustria.at/en/open.html#/de/5295.html>>.
104. Cerra V. Foreign Aid and Real Exchange Rate Adjustments in a Financially Constrained Dependent Economy / V. Cerra, S. Tekin, S. Turnovsky // IMF Working Paper. – 2008. – № 204. – 45 p.
105. Chami R. Macroeconomic Consequences of Remittances / R. Chami, A. Barajas, T. Cosimano // IMF Occasional Paper. – 2009. – № 259. – 84 p.

106. Chan K. What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide / K. Chan, V. Covrig and L. Ng // *Journal of Finance*. – 2005. – № 60. – P. 1495-1534.
107. Chuhan P. International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ? / P.Chuhan, G. Perez-Quiros, H. Popper // *the World Bank PRE Working Paper* № 1669. – 1996. – 38 p.
108. Claessens S., Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? / S. Claessens, M. Dooley and A. Warner // *World Bank Economic Review*. –1995. – 9 (1). – p. 153-174.
109. Combes J. Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate / J. Combes, T. Kinda, P. Plane // *IMF Working Paper*. – 2011. – № 9. – P. 3-4.
110. Curcuru S. Cross-Border Returns Differentials / Curcuru S., T. Dvorak, F. Warnock // *Quarterly Journal of Economics*. – 2008. – № 123. – p. 1495-1530.
111. Dadush U. The Role of Short-term Debt in Recent Crises / U. Dadush, D. Dasgupta, D. Ratha // *Finance and Development*. – 2000. – № 37. – P. 54-57.
112. Dev K. Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2000-2009 [Електронний ресурс] / Dev K., S. Freitas // Washington DC: Global Financial Integrity. – 2011. – Режим доступу: www.gfintegrity.org/storage/gfip/.../gfi_iff_update_report-web.pdf.
113. Dietz P. Pension Funds: Measuring Investment Performance / P. Dietz // Graduate School of Business, Columbia University and Free Press. – 1966. – p.166.
114. Dooley M. A Model of Crises in Emerging Markets / M. Dooley // *Economic Journal*, Royal Economic Society. – 2000. – vol. 110 (460). – p. 256-72.
115. ECB statistical data warehouse [Електронний ресурс] : за статистичними даними ЄЦБ / Статистика ЄЦБ. – Режим доступу: <http://sdw.ecb.europa.eu/search.do?type=series&q=external+debt>.
116. Economist Intelligence Unit Database [Електронний ресурс] // Статистичний звіт Economist Intelligence Unit: Січень 2011. – Режим доступу: www.eiu.com/data.
117. Elbadawi I. Foreign Aid, the Real Exchange Rate, and Economic Growth in the Aftermath of Civil Wars / I. Elbadawi, L. Kaltani, K. Schmidt-Hebbel // *World Bank Economic Review*. – 2008. – Vol. 22, № 1. – P. 113-140.
118. Eurostat Government Finance Statistics [Електронний ресурс] : за статистичними даними Євростат / Статистика Євростат. – Режим доступу: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data/main_tables.
119. External Debt Database [Електронний ресурс]: World Bank. – Режим доступу: <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=12&id=4&CNO=1174>.
120. Fernandez-Arias E. Is FDI a Safer Form of Investment»/ E. Fernandez-Arias, R. Hausmann // *IADB Research Department Working Paper*. – №. 416. – 2000. – 48 p.
121. Forbes K. Why Do Foreigners Really Invest in the United States? / Forbes, K. // *NBER working paper*. – № 13908. – 2008. – 55 p.
122. Foreign Private Capital Capacity Building Programme [Електронний ресурс]: Development Finance International Group. – Режим доступу:

- <<http://www.development-finance.org/en/topics-of-work/foreign-private-capital.html>>.
123. Fratzscher M. Quantitative Easing, Portfolio Choice and International Capital Flows / M. Fratzscher, L. Duca, R. Straub // European Central Bank Working Paper. – 2012. – 32 p.
 124. Ghosh A. Capital Inflows and Balance of Payments Pressures – Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies / A. Ghosh, M. Goretti, B. Joshi, U. Ramakrishnan, T. Alun // IMF Policy Discussion Paper. – № 6 – 2008. – 54 p.
 125. Gourinchas P. From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege / P. Gourinchas, H. Rey // CEPR Discussion Paper № 5220. – 2005. – 43 p.
 126. Grubert H. Taxes, tariffs, and transfer pricing in multinational corporation decision making / H. Grubert, J. Mutti // Review of Economics and Statistics. – 1991. – №73. – P. 285-293.
 127. Grubert H. Taxes and the division of foreign operating income among royalties, interest, dividends and retained earnings / H. Grubert // Journal of Public Economics. – 1998. – № 68. – P. 269-290.
 128. Harvey R. Public Finance / R. Harvey – 4th ed. Irwin: McGraw-Hill, 1995. – 360 p.
 129. Hines J. Fiscal paradise: foreign tax havens and American business / J. Hines, E. Rice // The Quarterly Journal of Economics. – 1994. – №109(1). – P. 149-182.
 130. Ho-don Y. Does capital mobility finance or cause a current account imbalance? / Y. Ho-don // The Quarterly Review of Economics and Finance. – 2007. – № 47 (1). – P. 1-25.
 131. Jaeger M. A few observations regarding BRIC economies' foreign assets & liabilities [Электронный ресурс] / M. Jaeger // Deutsche Bank Talking point, 2012. – Режим доступа: <[http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?addmenu=false&document=PROD0000000000294216&rdShowArchivedDocu=true&rwnode=DBR_INTERNET_DEPROD\\$NAVIGATION&rwobj=ReDisplay.Start.class&rwsite=DBR_INTERNET_DE-PROD](http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?addmenu=false&document=PROD0000000000294216&rdShowArchivedDocu=true&rwnode=DBR_INTERNET_DEPROD$NAVIGATION&rwobj=ReDisplay.Start.class&rwsite=DBR_INTERNET_DE-PROD)>.
 132. Jiandong J. A Solution to Two Paradoxes of International Capital Flows / J. Jiandong, W. Shang-Jin // NBER Working Paper №12668. – 2006. – 45 p.
 133. Kinda T. Investment Climate and FDI: Firm-level Evidence / Kinda T. // World Development. – 2010. – № 38 (4). – P. 498-513.
 134. Komáromi A. The structure of external financing: Is there a reason to worry about financing through debt? / A. Komáromi // Magyar Nemzeti Bank Bulletin, Vol. 3, № 1. – 2008. – P. 14-23.
 135. Kose M. Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil / M. Kose, E. Prasad // Brookings Institution Press. – 2010. – 205 p.
 136. Krugman P. The IMF and Capital Controls [Электронный ресурс] / Krugman P. – Режим доступа: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/12/04/the-imf-and-capital-controls/>>.
 137. Landefeld S. Rates of Return on Direct Investment / S. Landefeld, A. Lawson, B. // Survey of Current Business, Bureau of Economic Analysis. – 1992. – p. 79-86

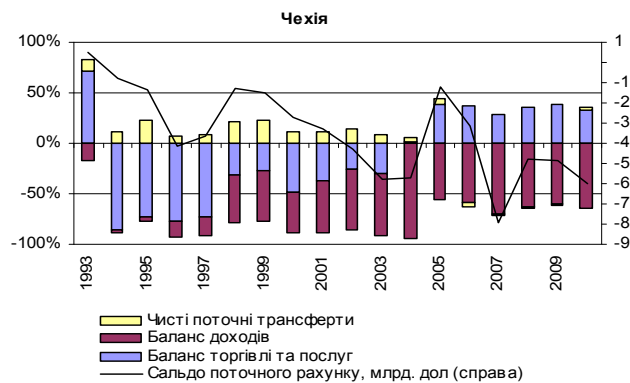
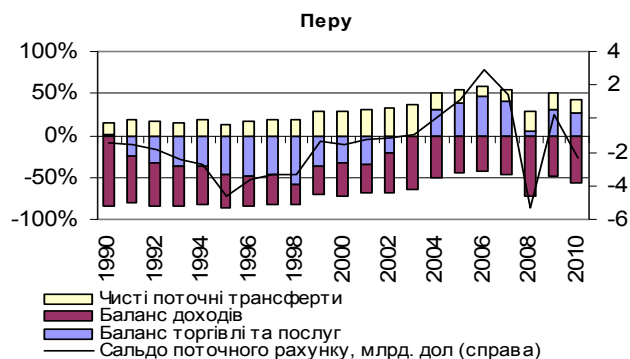
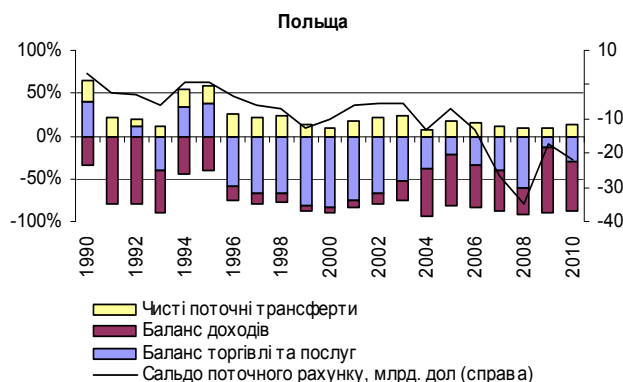
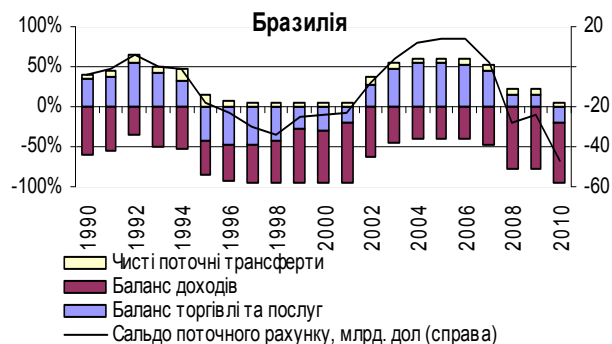
138. Lane P. A global perspective on external positions / P. Lane, G. Milesi-Ferretti // NBER Chapters G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment.– 2008. – P. 67-102.
139. Lane P. Financial Globalization and Exchange Rates / P. Lane, G. Milesi-Ferretti // IMF Working Paper № 05/3.–2005. – 55 p.
140. Lane P. Capital flows to central and Eastern Europe / P. Lane, G. Milesi-Ferretti // Emerging Markets Review.– № 8(2).– 2007. – P. 106-123.
141. Lane P. International Financial Integration / P. Lane, G. Milesi-Ferretti // Washington: IMF, 2003 Working Paper № 3. – 51 p.
142. Lane P. The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004 / P. Lane, G. Milesi-Ferretti // Journal of International Economics. – 2007. – Vol. 73(2). – P. 223-250.
143. Levchenko A. (2006): «Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops? / A. Levchenko, P. Mauro // IMF Working Papers, № 06/202. – 38 p.
144. Harding D., Pagan A. "Dissecting the cycle: a methodological investigation," Journal of Monetary Economics, 2002. Elsevier, vol. 49(2), P. 365-381.
145. Langhammer R. The Importance of Investment Income and Transfers in the Current Account / R. Langhammer // Kiel Institute Policy Briefs. – № 48. – 2012. – 17 p.
146. Lopez-Mejia A. Large Capital Flows: A Survey of Causes, Consequences, and Policy Responses / A. Lopez-Mejia // IMF Working Paper.– 1999.– No 17. – 45 p.
147. Macroeconomic Imbalances - Hungary. European Economy [Електронний ресурс]: Brussels, Paper and internet. – 2012. – 29 p. – Режим доступу: <ec.europa.eu/economy_finance/publications>.
148. Mann C. External imbalances: Costs and consequences of unsustainable Trajectories / C. Mann // Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking. London: Centre for Economic Policy Research. – 2010. – P. 43-49.
149. Mendoza E. An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregate and Micro Data / E. Mendoza, E. Terrones // NBER Working Paper № 1409. – 2008. – 46 p.
150. Monthly Survey of International Financial Statistics [Електронний ресурс]: за статистичними даними МВФ / Статистика МВФ Washington. – 2012. – Режим доступу: <<http://www.imfstatistics.org/imf/>>.
151. Obstfeld M. Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period / M. Obstfeld, J. Shambaugh, A. Taylor // NBER Working Paper № 10393. – 2004. – 39 p.
152. Prasad E. Role Reversal in Global Finance / Prasad E. // NBER Working Paper № 17497. – 2011. – 45 p.
153. Rodionova T. Comparative Analysis of the Factors Causing External Debt Accumulation in Georgia and Ukraine / S. O. Yakubovskiy, T. A. Rodionova // Combating the Property Rights Violation, Tax Evasion and Corruption in the Societies. Collection of scientific works, research papers and articles. – Tbilisi : Publishing House «Universal», 2008. – P. 5-9.
154. Rodionova T. Current Account Deficits and External Debt Dynamics of the Central and Eastern European Countries / T. Rodionova // Materials of the 2-nd

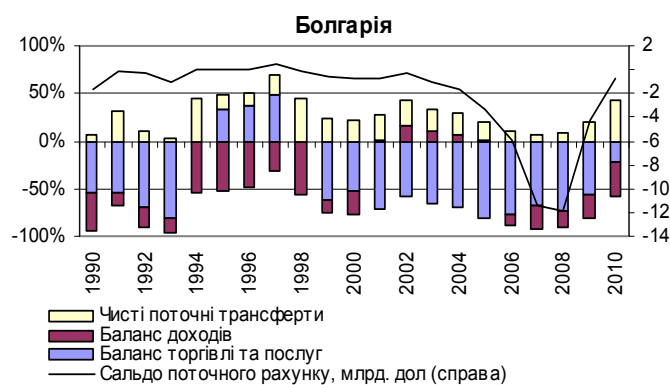
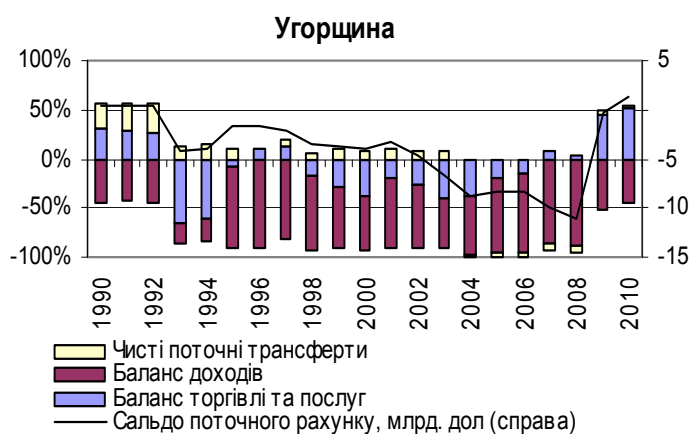
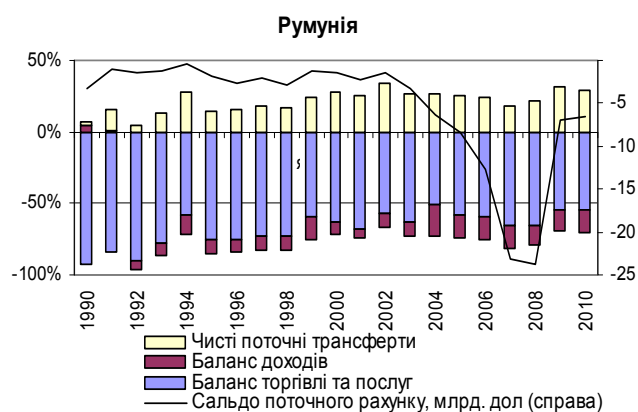
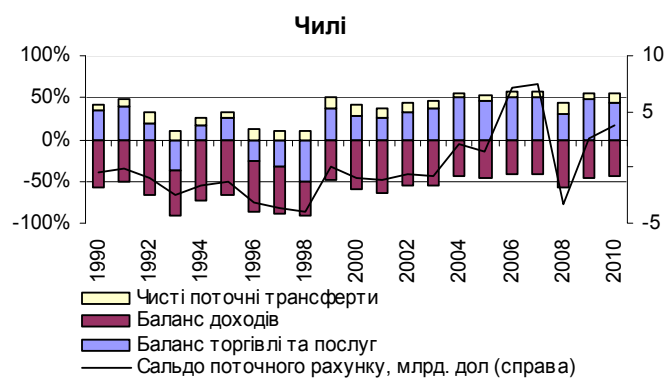
- International Scientific Conference «Post-Crisis Global Economy: Restoration of Equilibrium» July 5-6, 2011, Kyiv Taras Shevchenko National University. Institute of International Relations. – P. 66-73.
155. Rodionova T. Current Account Sustainability in the Central and Eastern Europe. Framework for Analyzing External Imbalances / T. Rodionova. – LAP Lambert Academic Publishing, 2012. – 52 p.
156. Rodionova T. Dynamics of the Balance of Payments and Sustainability of the Financial Systems of the Central and Eastern European Countries / T. Rodionova // Materials of the international scientific conference «Economic integration as a condition of welfare in the CIS». Odessa National Mechnikov University. – 2011. – № 2. – P. 64-66.
157. Rodionova T. External debt dynamics as a factor of the current account sustainability in the central and eastern European countries / T. Rodionova // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Випуск 106 (Частина I). – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка Інститут міжнародних відносин, 2012. – С. 38-54.
158. Rodionova T. External Imbalances of Central and Eastern European countries / S.Yakubovskiy, T. Rodionova // Guram Tavartkiladze Teaching University Volume of Scientific Works Tbilisi. – 2011. – № 1. – P. 78-84.
159. Rodionova T. Profitability and Sustainability of Ukrainian Banking System during the Financial Crisis / S. Yakubovskiy, T. Rodionova // Akhali Ekonomisti. Quarterly International Scientific-Practical Magazine, Precised and Reviewed. Georgia. – 2010. – № 2 (7). – P. 55-59.
160. Rodionova T. Returns on Foreign Liabilities in Emerging Market Economies: Reasons for Countries' Differences and Implications / T. Rodionova // AFP WORKING PAPERS, Volume 2, 2011-2012. – Budapest. – 2012. – P. 46-60.
161. Rodionova T. Structural Risks of Foreign Liabilities: Impact of Investment Income Repatriation in Emerging Economies / T. Rodionova // Transition Studies Review. – SPRINGER, 2013. – Volume 20, Issue 2. – P.119-129. ISSN: 1614-4007 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до статті: <<http://link.springer.com/article/10.1007/s11300-013-0274-6>>.
162. Rodrik D. Short-term Capital Flow / D. Rodrik, A. Velasco // NBER Working Paper № 7364. – Cambridge, Massachusetts, 1999. – 43 p.
163. Roubini N. Current Account Sustainability in Transition Economies / N. Roubini, P.Wachtel // NBER Working Paper №6468. – 1998. – 43 p.
164. S&P Database [Електронний ресурс]: S&P. – Режим доступу: <www.standardandpoors.com>.
165. S&P: Цьогоріч Україні доведеться віддати \$ 5,4 мільярда зовнішнього боргу [Електронний ресурс]: УНІАН. – Режим доступу: <<http://www.unian.ua/news/548785-sp-tsogorich-ukrajini-dovedetsya-viddati-54-milyarda-zovnishnogo-borgu.html>>.
166. Schmitt-Grohe S. Lecture notes on International Macroeconomics [Електронний ресурс] / Schmitt-Grohe S., M. Uribe. – 2010. – 188 p. – Режим доступу: <artsci.wustl.edu/~e435ga/GUnotes.pdf>.

167. Sharpe W. The Sharpe Ratio / W. Sharpe // Journal of Portfolio Management. – 1994. – P. 49-58.
168. Schinasi G.J. Safeguarding financial stability: theory and practice. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005. – 36 p.
169. Stock J. Vector autoregressions / J. Stock, M. Watson // Journal of Economic Perspectives. – 2001. – № 15. – P. 101-115.
170. Suttle P. Capital Flows to Emerging Market Economies [Електронний ресурс] / P. Suttle // Institute of International Finance. – 2012. – Режим доступу: <<http://www.iif.com/emr/resources+2315.php>>.
171. The Czech Republic's international investment position and external debt [Електронний ресурс]: Національний банк Чехії. – Режим доступу: <http://www.cnb.cz/en/statistics/bop_stat/investment_position/iip_commentary.html>.
172. The Global Investment Performance Standards [Електронний ресурс]: GIPS. – Режим доступу: <<http://gipsstandards.org>>.
173. The liberalization and management of capital flows: an institutional view [Електронний ресурс] : International Monetary Fund. – 2012. – Режим доступу: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>>.
174. The share of reinvested earnings in total FDI income [Електронний ресурс]: Національний банк Чехії. – Режим доступу: <http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_reports/2012/2012_IV/boxes_and_annexes/zoi_2012_IV_box_3.html>.
175. World Investment Report 2012 Towards a New Generation of Investment Policies [Електронний ресурс] : UNCTAD. United Nations, New York. – Режим доступу: <http://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/WIR2012_WebFlyer.aspx>.

ДОДАТОК А

Структура поточних рахунків країн ЛА та ЦСЄ, 1990-2010, млрд. дол.



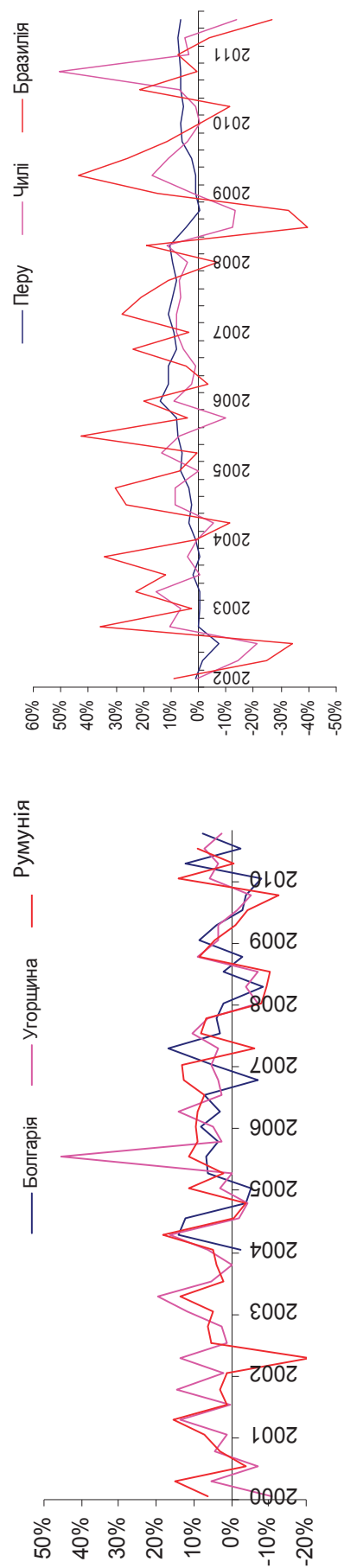


ДОДАТОК Б

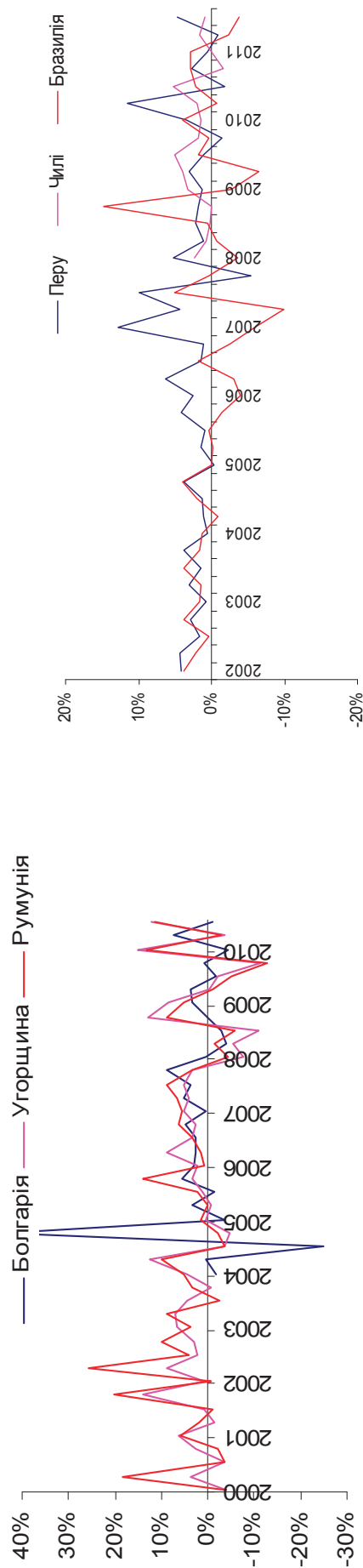
Дохідність інвестиційних зобов'язань країн (поквартальна)

Рис. Б.1

Дохідність ІІІ



Дохідність портфельних боргових інвестицій

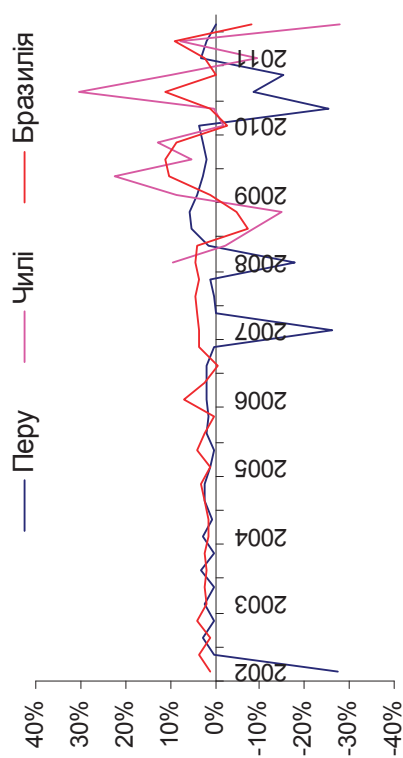
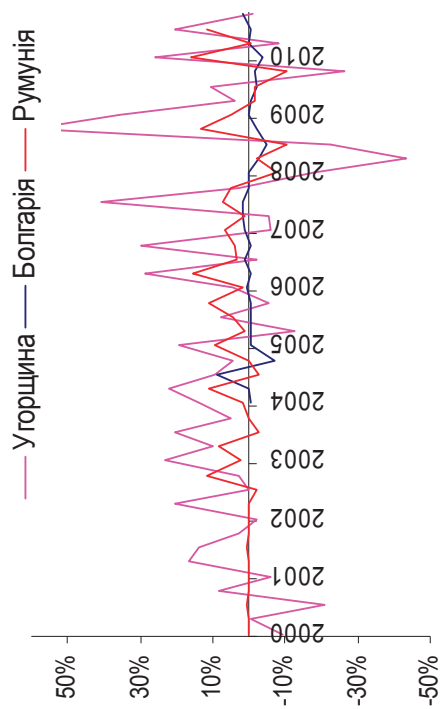


ДОДАТОК Б.2

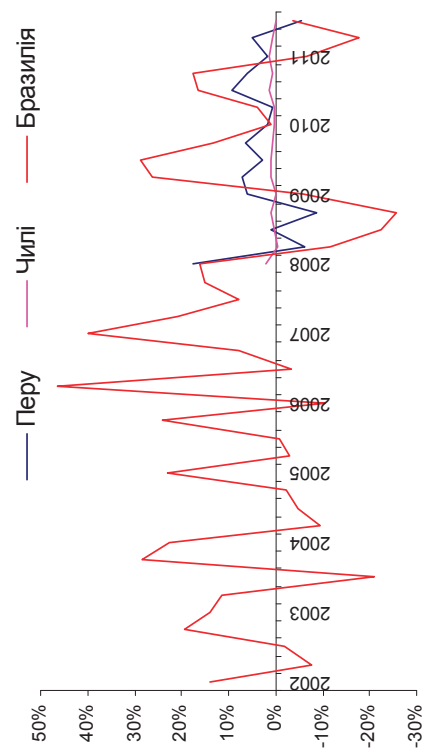
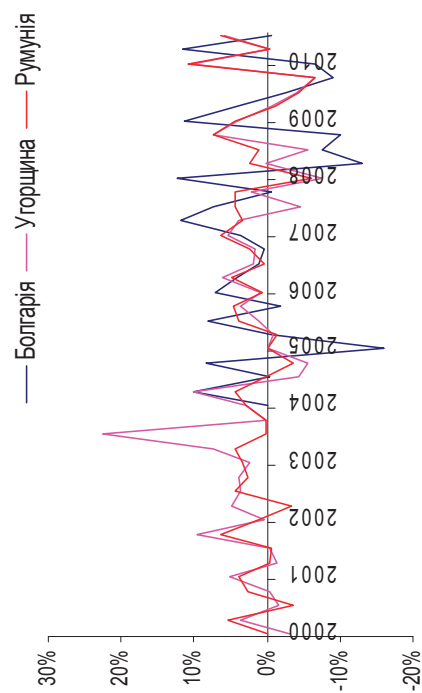
Дохідність інвестиційних зобов'язань країн (поквартальна)

Продовження рис. Б.1

Дохідність портфельних інвестицій в акції



Дохідність інших інвестицій



ДОДАТОК В

Коефіцієнт покриття іноземних інвестицій вивезеним доходом

Таблиця В.1

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Бразилія	0,90	0,87	0,65	0,43	0,48	0,89	0,63	0,98	0,81	0,70	1,53	1,52	4,36	-38,0	0,66	0,36	1,01	0,49	0,30	0,42
Перу	1,00	0,89	0,38	0,55	0,48	0,54	0,97	2,98	2,13	1,59	0,84	1,25	1,49	2,96	2,57	0,99	1,26	1,42	0,77	1,23
Аргентина	0,50	0,26	0,36	0,45	0,46	0,39	0,60	0,67	1,23	-3,45	-2,60	5,55	2,88	8,68	7,98	0,64	1,49	20,52	1,11	0,76
Чилі	0,67	0,85	0,47	1,18	0,53	0,40	0,35	0,26	0,73	0,69	0,92	0,76	1,31	1,24	1,78	1,32	0,82	0,78	0,77	0,64

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Росія	0,68	0,47	0,40	0,35	0,76	9,39	-0,98	-2,34	3,51	0,82	0,62	0,61	0,76	0,32	0,84	3,14	1,34
Україна			0,59	0,26	-47	0,69	26,4	0,50	0,43	0,28	0,13	0,11	0,16	0,11	0,21	65,27	0,37
Грузія				0,13	0,10	0,43	0,61	0,43	0,46	0,40	0,30	0,28	0,10	0,16	0,19	0,36	0,41

ДОДАТОК Г

Таблиця Г.1

Статистичні властивості дохідності інвестицій ЛА та ЦСЄ

Дохідність ІІІ

	Бразилія	Чилі	Перу
Середнє	0,03	0,029	0,049
Максимум	0,50	0,17	0,13
Мінімум	-0,21	-0,08	-0,07
Ст. відхилення	0,11	0,06	0,04
Skewness	1,21	0,13	-0,40
Спостереження	39	15	39

Матриця кореляції			
Бразилія	1,0		
Чилі	0,18	1,0	
Перу	0,37	0,22	1,0

	Румунія	Угорщина	Болгарія
Середнє	0,04	0,05	0,03
Максимум	0,18	0,45	0,17
Мінімум	-0,21	-0,11	-0,08
Ст. відхилення	0,08	0,09	0,07
Skewness	-0,75	2,00	0,18
Спостереження	43	44	30

Матриця кореляції			
Румунія	1,000		
Угорщина	0,605	1,000	
Болгарія	0,064	0,237	1,000

Дохідність портфельних інвестицій в акції

	Бразилія	Чилі	Перу
Середнє	0,07	0,02	0,06
Максимум	0,43	0,30	0,46
Мінімум	-0,39	-0,27	-0,25
Ст. відхилення	0,20	0,14	0,17
Skewness	-0,45	-0,17	0,14
Спостереження	39	15	39

Матриця кореляції			
Бразилія	1,000		
Чилі	0,71	1,000	
Перу	0,68	0,63	1,000

	Румунія	Угорщина	Болгарія
Середнє	0,03	0,06	-0,01
Максимум	0,16	0,60	0,09
Мінімум	-0,10	-0,43	-0,07
Ст. відхилення	0,06	0,19	0,03
Skewness	0,31	0,14	0,81
Спостереження	43	44	30

Матриця кореляції			
Румунія	1,000		
Угорщина	0,699	1,000	
Болгарія	0,022	0,111	1,000

Дохідність портфельних боргових інвестицій

	Бразилія	Чилі	Перу
Середнє	0,02	0,01	-0,015
Максимум	0,11	0,05	0,057
Мінімум	-0,08	-0,01	-0,27
Ст. відхилення	0,04	0,01	0,085
Skewness	-0,21	0,37	-2,15
Спостереження	39	15	39

Матриця кореляції			
Бразилія	1,000		
Чилі	0,682	1,000	
Перу	-0,086	0,011	1,000

	Румунія	Угорщина	Болгарія
Середнє	0,04	0,02	0,02
Максимум	0,26	0,15	0,44
Мінімум	-0,13	-0,11	-0,25
Ст. відхилення	0,07	0,06	0,10
Skewness	0,31	0,14	0,81
Спостереження	43	44	30

Матриця кореляції			
Румунія	1,000		
Угорщина	0,874	1,000	
Болгарія	0,002	-0,071	1,000

Наукове видання

Родіонова Тетяна Андріївна

**ДОХІДНІСТЬ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В КРАЇНАХ З
РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ: ВПЛИВ НА ЗОВНІШНІ
ДИСБАЛАНСИ**

МОНОГРАФІЯ

В авторській редакції

Підп. до друку 25.11.2015. Формат 60х84/16.
Умов.-друк. арк. 10,00. Тираж 100 пр.
Зам. № 1265.

Видавець і виготовлювач
Одеський національний університет
імені І. І. Мечникова

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 4215 від 22.11.2011 р.

Україна, 65082, м. Одеса, вул. Єлісаветинська, 12
Тел.: (048) 723 28 39. E-mail: druk@onu.edu.ua