

УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ
КАФЕДРА ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА МАГІСТРА

на тему

«Міжнародна інвестиційна позиція країни як
відображення її внутрішніх проблем»

Виконав: здобувач II курсу, групи МЕВ-19 в м
ОПП з міжнародних економічних
відносин

Спеціальності 292 Міжнародні
економічні відносини

шифр і назва

Задоя А. О.

прізвище, ініціали

Керівник: Шкура І.С., к.е.н., доцент

прізвище, ініціали, науковий ступінь, вчене звання

Дніпро
2020

УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ

КАФЕДРА ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

Освітній ступінь МАГІСТРА

ООП з міжнародних економічних відносин

Спеціальність 292 Міжнародні економічні відносини

Затверджую:

Заст. зав. кафедри _____

Лимонова Е.М., к.е.н., доцент

(підпис, прізвище, ім'я та по батькові, науковий ступінь, вчене звання)

“ ____ ” _____ 20__ р.

ЗАВДАННЯ

на кваліфікаційну роботу здобувачу

Задої Анастасія Олександрівна

(прізвище, ім'я та по батькові)

1. Тема роботи «Міжнародна інвестиційна позиція країни як відображення її внутрішніх проблем»

2. Керівник роботи Шкура Ірина Сергіївна, кандидат економічних наук, доцент

(прізвище, ім'я, по батькові, науковий ступінь, вчене звання)

Затверджені наказом від " ____ " _____ 20__ р., № _____

3. Термін здачі здобувачем закінченої роботи 10 січня 2021 р._

4. Цільова установка та вихідні дані до роботи: На підставі аналізу міжнародної інвестиційної позиції ряду країн, зокрема і України, з'ясувати зв'язок окремих її позицій з внутрішніми проблемами економічного розвитку відповідної країни та обґрунтувати шляхи поліпшення міжнародної інвестиційної позиції України шляхом розв'язання її внутрішніх проблем.

5. Зміст роботи (перелік питань, які належить розробити):

1. Міжнародна інвестиційна позиція країни, суть, структура та чинники

2. Моделі міжнародної інвестиційної позиції країни

3. Розв'язання внутрішніх проблем як основа залучення іноземних інвестицій

6. Консультанти розділів роботи:

Розділ	Консультант (прізвище, ініціали, посада)	Підпис, дата	
		Завдання видав	Завдання прийняв
Розділ 1	Шкура І.С.		
Розділ 2	Шкура І.С.		
Розділ 3	Шкура І.С.		

7. Дата видачі завдання _1 червня 2020 р.

8. Календарний план виконання роботи

№ п/п	Назва етапів кваліфікаційної роботи	Термін виконання етапів роботи	
		За планом	Фактично
1	Закріплення керівника кваліфікаційної роботи	До 01.09.2020	
2	Вибір та обговорення теми кваліфікаційної роботи	До 15.09.2020	
3	Остаточне затвердження теми кваліфікаційної роботи	До 20.09.2020	
4	Одержання завдання на кваліфікаційну роботу у наукового керівника	До 25.09.2020	
5	Складання бібліографії та вивчення літературних джерел	До 15.10.2020	
6	Виконання першого розділу	До 01.11.2020	
7	Збір матеріалів на підприємстві	До 15.11.2020	
8	Виконання другого розділу	До 25.11.2020	
9	Виконання третього розділу	До 20.12.2020	
10	Оформлення висновків і рекомендацій	До 24.12.2020	
11	Написання реферату іноземною мовою (для тих, хто захищає диплом іноземною мовою)	До 10.01.2021	
12	Оформлення роботи, одержання відзиву	До 10.01.2021	
13	Попередній захист кваліфікаційної роботи	До 15.01.2021	
14	Захист кваліфікаційної роботи	21-25.01 2021	

Здобувач

підпис

___ А.О. Задоя ___

прізвище, ініціали

Керівник кваліфікаційної роботи _____

підпис

___ І.С. Шкура ___

прізвище, ініціали

АНОТАЦІЯ

Задоя А.О. Міжнародна інвестиційна позиція країни як відображення її внутрішніх проблем

У кваліфікаційній роботі проведено аналіз міжнародної інвестиційної позиції країни у взаємозв'язку з її внутрішніми проблемами. З'ясовано співвідношення системи показників платіжного балансу та міжнародної інвестиційно позиції та визначено інформаційний потенціал кожної з них. Проведено систематизацію чинників міжнародної інвестиційної позиції та платіжного балансу. На підставі дослідження міжнародної інвестиційної позиції 35 країн Європи виділені сім різноманітних моделей за критерієм питомої ваги чистої інвестиційної позиції у ВВП країни (гіперактивний реципієнт, активний реципієнт, поміркований реципієнт, збалансована модель, поміркований інвестор, активний інвестор, гіперактивний інвестор). Співставлення структури активів та пасивів міжнародної інвестиційної позиції країн Вишеградської групи та України дозволило виділити ще ряд моделей за критеріями сформованості структури, ступені її ризикованості та активності держави. Це дало підстави обґрунтувати основи розробки стратегії України щодо удосконалення структури міжнародної інвестиційної позиції. Особлива увага була приділена шляхом залучення прямих та портфельних інвестицій в економіку України.

Ключові слова: міжнародна інвестиційна позиція, чиста міжнародна інвестиційна позиція, платіжний баланс, прямі інвестиції, портфельні інвестиції, моделі активів та пасивів

SUMMARY

Zadoya A.O. The country's international investment position as a reflection of its domestic problems

The Master's thesis analyzes the international investment position of the country in relation to its internal problems. The ratio of the balance of payments and international investment position indicators is clarified and the information potential of each of them is determined. The systematization of the factors of the international investment position and balance of payments has been carried out. Based on the study of the international investment position of 35 European countries, seven different models were identified according to the share of net investment position in the country's GDP (hyperactive recipient, active recipient, moderate recipient, balanced model, moderate investor, active investor, hyperactive investor). Comparing the structure of assets and liabilities of the international investment position of the Visegrad Group and Ukraine allowed to identify a number of models based on the criteria of formation of the structure, the degree of its riskiness and activity of the state. This gave grounds to substantiate the basis for the development of Ukraine's strategy to improve the structure of the international investment position. Particular attention was paid to attracting direct and portfolio investment in Ukraine's economy.

Keywords: international investment position, net international investment position, balance of payments, direct investments, portfolio investments, asset and liability models

ЗМІСТ

ВСТУП	7
РОЗДІЛ 1. МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ КРАЇНИ: СУТЬ, СТРУКТУРА ТА ЧИННИКИ	10
1.1. Сутність міжнародної інвестиційної позиції	10
1.2. Міжнародна інвестиційна позиція та платіжний баланс: оцінка інформативних можливостей	16
1.3. Чинники міжнародної інвестиційної позиції та платіжного балансу.....	20
РОЗДІЛ 2. МОДЕЛІ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЗИЦІЇ КРАЇНИ	27
2.1. Міжнародна інвестиційна позиції країни та рівень її розвитку: взаємозв'язок показників	27
2.2. Моделі міжнародної інвестиційної позиції у країнах Вишеградської четвірки та України: компаративний аналіз	35
РОЗДІЛ 3. РОЗВ'ЯЗАННЯ ВНУТРІШНІХ ПРОБЛЕМ ЯК ОСНОВА ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ	52
3.1. Мотиви міжнародної інвестиційної діяльності	52
3.2. Міжнародні рейтинги та прямі іноземні інвестиції	62
3.3. Портфельні інвестиції в Україну: шанси та загрози	70
ВИСНОВКИ	82
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	84

ВСТУП

У сучасному інтегрованому світі не можливо оцінити позицію тієї чи іншої країни, не враховуючи стан її розрахунків з іншими суб'єктами світового господарства. Найчастіше для характеристики міжнародних розрахунків країни використовують платіжний баланс. Такий підхід багато у чому виправданий, оскільки платіжний баланс дає досить комплексну оцінку співвідношення вхідних та вихідних валютних потоків. Разом з тим, оцінка буде не повною, якщо залишати поза увагою інші види балансів міжнародних розрахунків. Зокрема мова повинна йти про міжнародну інвестиційну позицію країни. Наш погляд, остання заслуговує на особливу увагу, оскільки вона відображає не тільки різноманітні види міжнародних грошових потоків, але багато в чому демонструє також внутрішні проблеми країни.

Міжнародна інвестиційна позиція (МІП) стало об'єктом досліджень численних вітчизняних та зарубіжних науковців. Серед них можна виділити роботи М. Казмі, О. Клименко, О. Петрикової, О. Пирог, Н. Сивцової, П. Слівінські, Г. Харламової та інших. Разом з тим, відсутні фундаментальні дослідження впливу міжнародної інвестиційної позиції та економіку країни. Залишається без відповіді питання щодо взаємозв'язку МІП з рівнем розвитку країни. Не досліджувалися особливості моделі МІП, які сформувалися у різних країнах під впливом тих чи інших факторів. Ці та інші невирішені питання визначили мету, завдання та структуру кваліфікаційної роботи.

Метою нашого дослідження є теоретико-методологічних засад формування міжнародної інвестиційної позиції країни, виділення критеріїв, за якими можливо класифікувати моделі МІП, та розробка на цій основу практичних рекомендацій щодо розробки стратегії України з формування ефективної структури активів та пасивів у міжнародній інвестиційній позиції. Для досягнення сформульованої мети були поставлені та вирішені наступні завдання:

- досліджено суть міжнародної інвестиційної позиції та здійснено оцінку її інформаційного потенціалу у порівнянні з платіжним балансом;
- виявлені чинники, які визначають міжнародну інвестиційну позицію країни, та з'ясовано механізм їх дії;
- виділені моделі міжнародної інвестиційної позиції у залежності від співвідношення чистої міжнародної інвестиційної позиції та валового внутрішнього продукту країни і проведене групування країн Європи за ознакою приналежності до тієї чи іншої моделі;
- проведено компаративний аналіз моделей активів та пасивів МПП країн Вишеградської четвірки та України;
- досліджені мотиви міжнародної інвестиційної діяльності для суб'єктів різного рівня;
- проаналізована залежність прямих міжнародних інвестицій від міжнародних рейтингів країни;
- виявлені потенційні виграші за загрози для України від розширення портфельних інвестицій.

Об'єктом дослідження є міжнародна інвестиційна позиція у її взаємозв'язку з внутрішніми економічними проблемами країни.

Предметом дослідження є економічні моделі міжнародної інвестиційної позиції та її активів і пасивів, оцінка їх потенціалу та загроз для економіки країни.

Специфіка об'єкта і предмета дослідження визначили перелік наукових методів, які використовувалися в роботі. Зокрема, було застосовано структурний аналіз та історико-генетичний підхід для з'ясування суті міжнародної інвестиційної позиції; метод систематизації та групування дозволив виділити моделі МПП та класифікувати їх. Для виявлення тісноти зв'язку між окремими показниками широко використовувався кореляційний аналіз.

У ході дослідження набули подальшого розвитку наступні положення:

- виділення моделей як міжнародної інвестиційної позиції в цілому, так і моделей її активів та пасивів;
- виявлення зв'язку між МПП та рівнем розвитку країни;
- систематизація мотивів міжнародної інвестиційної діяльності для домогосподарств, підприємств та держави;
- оцінка потенційних вигадів та загроз для економіки країни від портфельних інвестицій.

Ряд положень роботи можуть мати практичне використання. Зокрема сформульовані пропозиції щодо удосконалення структури активів та пасивів, а також рекомендована їх модель можуть стати підґрунтям для розробки державної стратегії у галузі міжнародної інвестиційної діяльності. Цілий ряд положень роботи можуть бути використані у навчальному процесі при викладанні курсів «Міжнародна інвестиційна діяльність» та «Міжнародні фінансові відносини».

Результати дослідження опубліковані автором у 5 статтях у фахових виданнях (назви статей указані у списку використаних джерел) та доповідалися на трьох наукових конференціях.

Розділ 1

МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ КРАЇНИ ТА ЧИННИКИ, ЩО ЇЇ ВИЗНАЧАЮТЬ

1.1. Сутність міжнародної інвестиційної позиції

Проблеми міжнародної інвестиційної позиції (МІП) України досить активно досліджуються та обговорюються вітчизняними дослідниками. Однак найчастіше об'єктом дослідження є той чи інший аспект саме міжнародних економічних відносин нашої країни на фоні міжнародної інвестиційної позиції. Так, Г.О. Харламова досліджує, яким чином міжнародна інвестиційна позиція впливає на інтеграцію України у світовий інвестиційний простір [1]. О. Пирог, О.В. Неізнана та К.В. Овчаренко досліджують зв'язок міжнародної інвестиційної позиції з рейтинговою оцінкою інвестиційної привабливості країни [2; 3]. Цілий ряд досліджень присвячений виявленню впливу міжнародної інвестиційної позиції на окремі аспекти економічного життя країни, зокрема: міжнародну трудову міграцію [4]; економічну безпеку країни [5] і навіть впливу удосконалення податкової системи на міжнародну інвестиційну позицію країни [6]. Разом з тим, на нашу думку, ще зовсім недостатньо досліджується взаємозв'язок міжнародної інвестиційної позиції з іншими видами балансів міжнародних розрахунків та показниками зовнішньоекономічної діяльності країни взагалі. Тому спробуємо оцінити інформаційний потенціал міжнародної інвестиційної позиції країни в системі показників її зовнішньоекономічної діяльності для наступного виявлення внутрішніх економічних проблем України та можливих шляхів їх розв'язання.

Дослідження міжнародних розрахунків країн має досить тривалу історію. Воно розпочалося з поняття «торговельний баланс», яке було введено до наукового обігу та практичного використання ще представниками меркантилізму. Вважається, що першим це зробив англійський меркантиліст Едвард Місселден, який у своїй книзі «The Circle of Commerce; or, The Balance

of Trade», що вийшла вперше у 1623 р., не тільки дав своє визначення торгового балансу, але й зробив спробу поррахувати його для Англії 1621 р. [7].

Подальший розвиток теорія торговельного балансу отримала у роботі Томаса Мана «Багатство Англії у зовнішній торгівлі, або Баланс нашої зовнішньої торгівлі як регулятор нашого багатства», яка вперше була опублікована у 1664 р. [8]. На наш погляд, основна заслуга автора полягає у тому, що, по-перше, він підходить до оцінки руху грошей (зокрема, срібла) через кордон з позиції кінцевого результату. Наприклад, якщо прямий імпорт з країни-виробника дозволяє зекономити кошти порівняно з закупівлею цих товарів у посередника, то такий вивіз коштів за кордон виправданий. Більше того, досить часто такий імпорт може бути джерелом наступного доходного експорту. По-друге, Т. Ман вводить поняття «загальний торговий баланс», який описує відносини не з однією країною, а з зовнішнім світом в цілому. Разом з тим, автор залишається в обмежених рамках меркантилізму, вважаючи справжнім багатством лише дорогоцінний метал. Той факт, що тривале позитивне сальдо зовнішньоторговельного балансу є свідченням фактичного меншого рівня споживання порівняно з потенційно можливим (адже значна частина продукції, виробленої в країні, споживається не її громадянами, а за кордоном), до уваги не брався.

Слід зазначити, що методологічні основи загального торговельного балансу, закладені Т. Маном, використовуються у статистиці зовнішньоекономічної діяльності до цього часу.

Підвищена увага науковців до зовнішньоторговельного балансу у XVII-XVIII ст. зрозуміла, адже саме зовнішня торгівля була основною формою міжнародних відносин. Однак уже в середині XVIII ст. певну роль у міжнародних відносинах починає відігравати вивіз капіталу. І хоча його питома вага порівняно з зовнішньою торгівлею залишається не значною, дослідники намагаються і його вводити до економічного аналізу. З'являється нове поняття – платіжний баланс, яке на відміну від торговельного балансу враховує також інші канали притоку та відтоку грошей з країни. Прийнято

вважати, що першим цей термін запропонував Джеймс Стюарт у його роботі «Дослідження про принципи політичної економії» (1767 р.) [9]. Визначення платіжного балансу того часу можна сформулювати як сукупність платежів, отриманих із-за кордону і здійснених на користь інших країн за певний проміжок часу (або на певну дату).

Як відомо, на початку XIX ст. (у 1819 р.) була зроблена перша спроба розрахувати платіжний баланс, як співвідношення золота, що надійшло в країну та вийшло за її межі, для Англії. Однак такі розрахунки на той час не стали регулярними. Платіжний баланс більше цікавив науковців, ніж практиків. Так, протягом XIX та на початку XX століття питання платіжного балансу окремих країн досліджувалися численними ученими. Зокрема платіжний баланс Англії став об'єктом аналізу Мак Кайєма, Р. Гіффена, Ч. Гобсона; Австро-Угорщини – М.Г. Губера; Швейцарії – В. Цоллінгера, тощо [10, с.44].

Однак особливої актуальності такі розрахунки набули уже у XX ст. Саме тоді вони стали регулярними та викликали необхідність більш глибокого та детального обґрунтування методики розрахунку. Питання вийшло за межі окремої країни та стало предметом розгляду Ліги націй, яка у 1928 р. разом з Міжнародною торговельною палатою представила нову схему платіжного балансу, де спостерігається відхід від його спрощеного тлумачення як лише руху міжнародних платежів. Тепер до платіжного балансу також включалася інформація щодо міжнародного руху капіталів та кредитів, що власне кажучи не зовсім відповідало терміну «платіжний баланс». На це звертала увагу частина фахівців. Однак термін, який історично склався, так і не був замінений на інший.

Після Другої світової війни функція формування методики розрахунку платіжного балансу перейшла до Міжнародного валютного фонду. Уже у 1948 р. ним було видано методичні рекомендації «Balance of Payment Manual». Саме під такою назвою вийшло ще чотири видання (1950, 1961, 1977, 1993 pp.). Документ же, який є чинним на сьогодні, був прийнятим у 2009 р. і має трохи

іншу назву: «Balance of payments and international investment position manual» (BPM6) [11]. І хоча у самому тексті п'ятої редакції (1993 р.) теж описувався механізм розрахунку міжнародної інвестиційної позиції, винесення цієї проблеми у загальну назву шостої редакції свідчить про зростання значення цього показника для оцінки ситуації з міжнародними розрахунками.

Власне до 2009 р. окремо не велися розрахунки міжнародної інвестиційної позиції країни. Ці підрахунки здійснювалися в рамках платіжного балансу. Однак зростаюча глобалізація світової економіки, зростання значення міжнародних фінансових ринків та їх вплив на світові процеси викликали потребу спеціально визначати національну приналежність тих чи інших активів та використання співвідношення зарубіжних активів і зовнішніх зобов'язань для прогнозування економічної ситуації як в окремих країнах, так і у світі в цілому. Особливо очевидною така потреба стала після світової фінансової кризи 2008-2009 рр.

У сучасному тлумаченні міжнародна інвестиційна позиція будується на співставленні активів, яка країна має за кордоном, та її зобов'язань перед закордонними партнерами. Основні статті активів та пасивів міжнародної інвестиційної позиції наведено у табл.1.1.

Як видно з табл. 1.1, статті активів та пасивів практично повністю співпадають. Однак між ними є принципова відмінність. Так, якщо прямі інвестиції в активах показують обсяг тих інвестиційних ресурсів, які національні інвестори вклали за кордон, то ця ж стаття в пасивах, навпаки, описує обсяг прямих іноземних інвестицій, які надійшли в країну. Те ж саме стосується й інших статей.

Ще одне питання, яке потребує уточнення, - це використання одних і тих інструментів в прямих, портфельних та інших інвестиціях. Наприклад, мова може йти про інструменти участі в капіталі. Критерієм віднесення участі у капіталі до тієї чи іншої агрегованої статті визначається як обсягами, так і об'єктами інвестування. За прийнятими у світі критеріями якщо інвестор придбаває більше 10% капіталу підприємства, то такі інвестиція буде

враховуватися як пряма; якщо менше 10% - тоді вона враховується як портфельна. Якщо ж інвестиція здійснюється безпосередньо інвестором у придбання некомерційних об'єктів нерухомості, то ця інвестиція буде вважатися іншою.

Таблиця 1.1.

Статті активів та пасивів міжнародної інвестиційної позиції країни

Активи	Пасиви
<i>Прямі інвестиції</i>	<i>Прямі інвестиції</i>
Інструменти участі в капіталі	Інструменти участі в капіталі
Боргові інструменти	Боргові інструменти
<i>Портфельні інвестиції</i>	<i>Портфельні інвестиції</i>
Інструменти участі в капіталі	Інструменти участі в капіталі
Боргові цінні папери	Боргові цінні папери
<i>Деривативи (похідні цінні папери)</i>	<i>Деривативи (похідні цінні папери)</i>
<i>Інші інвестиції</i>	<i>Інші інвестиції</i>
Інші інструменти участі в капіталі	Інші інструменти участі в капіталі
Валюта і депозити	Валюта і депозити
Кредити	Кредити
Торгові кредити та аванси	Торгові кредити та аванси
<i>Резервні активи</i>	Спеціальні права запозичення
Монетарне золото	
Спеціальні права запозичення	
Інші резервні активи	
Чиста міжнародна інвестиційна позиція = активи - пасиви	

Дещо складніша ситуація зарахуванні інвестицій у боргові інструменти до прямих інвестицій. Адже прямими прийнято вважати такі інвестиції, які дають право певного контролю над об'єктом інвестування. А боргові інструменти такого права не дають. Більш уважне вивчення Керівництва Міжнародного валютного фонду BPM6 дозволяє знайти відповідь і на це

питання. Не важко собі уявити ситуацію, коли хтось з акціонерів, який є прямим інвестором, може придбати облігації (боргові цінні папери), емітентом який і є саме об'єкт його прямого інвестування. У цьому випадку він буде поширювати свій контроль не тільки на власні кошти підприємства, але й на залучені. Тому такий варіант інвестування у боргові зобов'язання справедливо віднести до прямих інвестицій. Можливо й інші варіанти. У структурі міжнародної інвестиційної позиції вони описуються наступним чином: «інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування» та «інвестиції підприємства прямого інвестування у прямого інвестора (зворотне інвестування».

Важливим компонентом міжнародної інвестиційної позиції є її сальдо, яке визначається як різниця між активами та пасивами і має назву «чиста міжнародна інвестиційна позиція» (ЧМІП). Знак при цьому показнику (плюс чи мінус) дозволяє поділити країни на дві групи. Якщо закордонні активи країни перевищують її зовнішні зобов'язання (чиста міжнародна інвестиційна позиція має знак «плюс»), то таку країну прийнято вважати нетто-інвестором (чистим інвестором). Якщо ж ситуація протилежна, тобто зовнішні зобов'язання є більшими за закордонні активи (чиста міжнародна інвестиційна позиція зі знаком «мінус»), то цю країну класифікують як нетто-реципієнта (чистого реципієнта). У подальшому ми проаналізуємо, яким чином чиста міжнародна інвестиційна позиція пов'язана масштабами та рівнем розвитку країни.

Таким чином, міжнародна інвестиційна позиція є досить комплексним показником, а тому аналізувати слід не тільки її загальний стан, але й структуру та динаміку. Особливої уваги заслуговують такі складові, як прямі та портфельні інвестиції, чинники, що їх визначають, політика держави щодо структури активів та пасивів, тощо. Дуже важливо зрозуміти суть та особливості різних моделей міжнародної інвестиційної позиції, які вибудовуються у тій чи іншій країні. Це і є визначальним фактором, що сформував структуру подальших досліджень.

1.2. Міжнародна інвестиційна позиція та платіжний баланс: оцінка інформативних можливостей

Для оцінки можливих сфер використання та інформативних можливостей показників платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни проведемо співставлення їх схожих рис та відмінностей, базуючись на ВРМ6 та фактичних значеннях показників для України.

Як справедливо зазначає Є.М. Петрикова, за своєю суттю «платіжний баланс є суто обліковим документом, основною метою складання якого служить отримання найбільш точних відомостей про зовнішні платежі держави, які відбулися» [10, с.45].

Платіжний баланс та міжнародна інвестиційна позиція мають багато спільного. Перш за все слід зазначити, що обидві системи показників характеризують участь країни у світовому господарстві, описують масштаби, структуру та спрямування міжнародних фінансових потоків. Як платіжний баланс, так і міжнародна інвестиційна позиція відчують на собі вплив внутрішніх та зовнішніх факторів. Кожен з них є результатом як свідомої політики держави, так і наслідком неконтрольованих кон'юктурних зрушень на світових товарних та фінансових ринках.

І платіжний баланс, і міжнародна інвестиційна позиція є елементами загальної суспільної системи відтворення. Вони тісно пов'язані з кожною фазою відтворювального процесу як прямими, так і зворотними зв'язками. Так, наприклад, саме фаза виробництва створює продукт, який стає основним об'єктом зовнішнього товарообігу та формує надходження на рахунок поточних операцій. З іншого боку, ці надходження є основним джерелом для здійснення закордонних закупівель товарів та послуг (витратна сторона поточного рахунку), які йдуть як на виробниче, так і невиробниче споживання. На фазі розподілу доходу формуються заощадження, які можуть бути джерелом закордонних інвестицій (активи МІП). Надходження іноземних

інвестицій, як прямих, так і портфельних (пасиви МПП) чинять суттєвий вплив на усі фази відтворювального процесу.

Усе перелічене робить ці дві системи показників взаємопов'язаними між собою та взаємозалежними. Адже по суті вони досить часто відображають одні і ті ж міжнародні фінансові потоки, але з різних позицій. Тому проведемо більш детальний аналіз спільностей та відмінностей платіжного балансу і міжнародної інвестиційної позиції.

У табл. 1.2 наведено визначення платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни, які містяться у чинному Керівництві Міжнародного валютного фонду. Перш за все, спільним для обох показників є те, що статистичні звіти будуються за принципами подвійних записів та відображають міжнародні грошові потоки. Разом з тим, кидається у вічі той факт, що МВФ розглядає платіжний баланс як показник потоку («протягом певного періоду»), а міжнародну інвестиційну позицію – як показник запасу («в певний період часу»). З урахуванням цього слід визнати, що за спільними показниками (наприклад, прямі іноземні інвестиції) міжнародна інвестиційна позиція є більш інформативною. На підставі платіжного балансу можна дізнатися, як змінилися, наприклад, протягом року чисті прямі іноземні інвестиції в країну та з країни. Так, у 2019 р. прямі іноземні інвестиції з України зросли на 621 млн. дол., а в Україну – на 5 833 млн. дол. [13].

Однак ця сама інформація може бути отримана і з аналізу міжнародної інвестиційної позиції. Крім того, статистичний звіт про міжнародну інвестиційну позицію дає ще цілий блок додаткової інформації, яка значно розширює можливості дослідника.

Зокрема, у цьому звіті міститься аналіз впливу на прямі іноземні інвестиції (як і на інші показники) таких чинників, як курсові зміни, переоцінка капіталу та інші. Наприклад, якщо під впливом операційної діяльності прямі іноземні інвестиції з України зросли на 621 млн. дол., то через зміну курсу валют вони ще додали 53 млн. дол., як наслідок переоцінки капіталу – 160 млн. дол., а під впливом інших факторів – ще 16 млн. дол.

Таблиця 1.2

**Схожість та відмінність платіжного балансу та міжнародної
інвестиційної позиції країни**

<i>Платіжний баланс</i>	<i>Міжнародна інвестиційна позиція</i>
- «це статистичний звіт, який підсумовує операції між резидентами та нерезидентами протягом певного періоду . Він складається з рахунку товарів і послуг, рахунку первинного доходу, рахунку вторинного доходу, рахунку капіталу та фінансового рахунку. У системі бухгалтерського обліку подвійних операцій, яка лежить в основі платіжного балансу, кожна операція реєструється як така, що складається з двох записів, а сума кредитних записів та сума дебетових записів однакова» [11, с.9]	- «це статистичний звіт, який в певний момент часу показує вартість: фінансових активів резидентів економіки, які є вимогами до нерезидентів або є золотими злитками, що утримуються як резервні активи; і зобов'язання резидентів економіки перед нерезидентами. Різниця між активами та пасивами - це чиста позиція в МІП і являє собою чисту вимогу або чисте зобов'язання перед рештою світу» [11, с.7]
- містить інформацію про прямі іноземні інвестиції, портфельні іноземні інвестиції, інші інвестиції та резервні активи	
- показує, як змінилися показники протягом певного періоду;	- показує, яке значення мають показники на певну дату. Порівняння зі значенням показника на попередню дату дозволяє розрахувати його зміну;
- відображає зміну показника лише в результаті операційної діяльності;	- враховує зміни не тільки в результаті операційної діяльності, але й під впливом зміни курсової вартості, переоцінки капіталу та інших факторів;
- містить інформацію про поточні операції та рух капіталу.	- не містить інформацію про поточні операції та рух капіталу.

На кінець 2019 р. загальна сума інвестицій з України становила 4 353 млн. дол. Подібну інформацію можна отримати й про інвестиції в Україну: за рахунок зміни валютного курсу вони додали 1 113 млн. дол., переоцінки капіталу 621 млн. дол. та інші фактори спричинили зростання на 204 млн. дол. Загальна ж сума прямих іноземних інвестицій в Україну на 31.12.2019 р. досягла 52 189 млн. дол. [13]. Таку детальну інформацію про інвестиції (не тільки прямі, а й портфельні та інші) ще й за окремими статтями не можна отримати з платіжного балансу. Її дає лише міжнародна інвестиційна позиція.

Ще один аспект відмінностей полягає в загальному підсумку розрахунків відповідної системи показників. Як витікає з самої назви, платіжний баланс будується на принципі збалансованості. Балансуючою статтею платіжного балансу є зміна резервних активів. Активно сальдо платіжного балансу (перевищення валютних надходжень у країну над їх витратами) чи пасивне (перевищення витрат валюти над її надходженнями) є лише проміжним результатом. У кінцевому рахунку сальдо буде нульовим, оскільки у першому випадку до пасивів буде додано зростання на відповідну величину офіційних резервів, а у другому випадку серед активів з'явиться зменшення офіційних активів на суму пасивного сальдо.

Міжнародна ж інвестиційна позиція не передбачає балансування, оскільки сюди включаються зобов'язання, які не потребують виконання (наприклад, операції з капіталом: інвестор здійснює ці операції на свій страх та ризик), а також відтерміновані в часі зобов'язання. Тому чиста міжнародна інвестиційна позиція нічим не погашається та може бути надзвичайно великою (у кілька разів перевищувати ВВП країни), про що мова піде далі.

Таким чином, з появою доступу до звітів про міжнародну інвестиційну позицію інформаційна цінність платіжного балансу в частині міжнародного переміщення інвестиційних ресурсів значно зменшилася. Однак це ніскільки не принижує інформаційну цінність платіжного балансу для інших потреб. Лише платіжний баланс може дати узагальнену інформацію про рахунок поточних операцій. Тільки тут можна знайти дані про некомерційні операції з

капіталом. Саме платіжний баланс дозволяє обґрунтувати зміни резервних активів.

1.3. Чинники міжнародної інвестиційної позиції та платіжного балансу

Міжнародна інвестиційна позиція та платіжний баланс акумулюють в собі дію цілого спектру чинників, як внутрішніх, так і зовнішніх. Основний перелік їх подано на рис. 1.1.

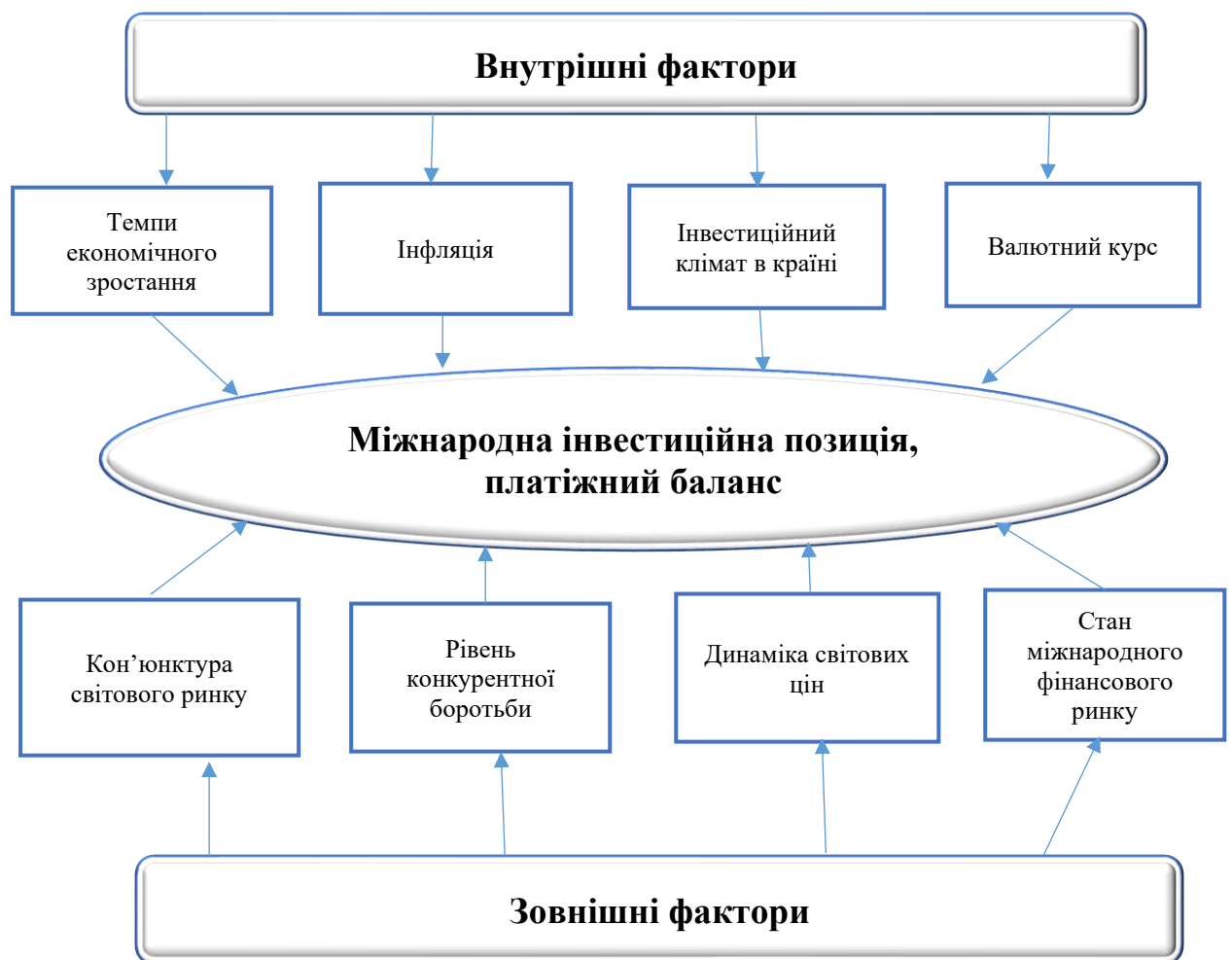


Рис. 1.1. Фактори міжнародної інвестиційної позиції та платіжного балансу (складено автором)

Звичайно, цей перелік не є вичерпним. Крім того він містить деякі комплексні фактори, які певним чином включають у себе інші. Так, наприклад,

інвестиційний клімат в країні може розглядатися і як окремий фактор, і як ціла система факторів. Досить часто до неї включають і темпи зростання ВВП, і динаміку валютного курсу. Здавалося б справедливим вилучити ці фактори з загального переліку, оскільки вони є складовою інвестиційного клімату. Однак таке рішення, на нашу думку, було б не обґрунтованим. Адже, скажімо, валютний курс впливає не тільки на інвестиційні потоки, але й на стан рахунку поточних операцій, стимулюючи чи стримуючи експорт та імпорт товарів та послуг. У попередніх дослідженнях такий вплив нами уже аналізувався [14].

Те ж саме можна сказати й про зовнішні чинники. Так, наприклад, зміна кон'юнктури ринку може відображатися у зміні рівня цін світового ринку, тому частково поглинає й цей фактор. Але дійсно, лише «частково». Зміна кон'юнктури може відбуватися й без зміни рівня цін (наприклад, змінюється структура попиту: зменшується попит на продукцію спеціалізації країни та зростає попит на продукцію, яка імпортується). З іншого боку, можлива зміна ціни навіть без зміни кон'юнктури ринку під впливом, скажімо, політичних факторів.

Розглянемо механізм впливу на міжнародну інвестиційну позицію на прикладі одного з факторів, а саме валютного курсу. Практично як і усі інші фактори, цей фактор досить суперечливо впливає на платіжний баланс та міжнародну інвестиційну позицію. Добре відомо, що, з одного боку, зниженню курсу національної валюти стимулює експорт та стримує імпорт, що поліпшує стан рахунку поточних операцій платіжного балансу. Однак необхідно зазначити, що такий висновок буде справедливим за умови незмінності цін в країні або відставання їх зростання від темпів падіння валютного курсу. Уже навіть такий короткий аналіз дозволяє стверджувати, що на розмір поточних міжнародних грошових потоків впливає не сама по собі динаміка ринкового валютного курсу, а її співвідношення з динамікою рівня цін. Таке співвідношення враховує валютний курс, розрахований за паритетом купівельної спроможності. А тому саме він, на нашу думку, повинен враховуватися у першу чергу як фактор платіжного балансу.

Особливо очевидною суперечливістю впливу валютного курсу на платіжний баланс та міжнародну інвестиційну позицію країни стає, коли ми переходимо до аналізу міжнародних інвестиційних потоків. З одного боку, зниження курсу національної валюти дозволяє іноземному інвестору за безцінь (у доларовому еквіваленті) придбати нерухомість, скажімо, в Україні. І це зацікавлює інвестора. Але коли отримані прибутки потрібно буде знову перевести у іноземну валюту, то інвестор буде втрачати. Це спрацьовуватиме як стримуючий фактор для інвестування. По суті така ситуація може приводити до зростання іноземних інвестицій без позитивного ефекту для країни, оскільки в країну будуть іти лише ті інвестори, які орієнтуються на реалізацію продукції на зовнішніх ринках (низький курс національної валюти стимулює експорт) та неповернення до країни-реципієнта прибутків.

Заслужовує уваги аналіз не тільки впливу факторів на платіжний баланс та міжнародну інвестиційну позицію (цьому буде присвячено третій розділ нашої роботи), а й з'ясування взаємовпливу самого платіжного балансу та МПП. Є усі підстави (як логічні, так і фактологічні) говорити про наявність досить тісного зв'язку між станом платіжного балансу (особливо рахунку поточних операцій) та міжнародною інвестиційною позицією (особливо чистою позицією). Досить логічним виглядає ланцюжок взаємозв'язків, зображений на рис.1.2. Незадовільний стан рахунку поточних операцій (перш за все через перевищення імпорту над експортом та від'ємне значення чистого експорту) породжує потребу в активному пошуку джерел надходження іноземної валюти для покриття її дефіциту у торговельних операціях. Такими джерелами можуть бути: а) зменшення резервних активів; б) зростаюче залучення як прямих, так і портфельних інвестицій. Використання обох цих джерел буде погіршувати чисту інвестиційну позицію. Виникнення дефіциту іноземної валюти не може не позначитися й на закордонних інвестиціях, що теж негативно позначається на чистій інвестиційній позиції.



Рис. 1.2. Логічний ланцюг зв'язку між станом рахунку поточних операцій та чистою інвестиційною позицією країни (складено автором)

Підтвердження наявності зазначеного зв'язку дає і аналіз фактичних даних по економіці України. Табл. 1.3 містить інформацію про основні параметри міжнародної інвестиційної позиції (активи, пасиви та чиста інвестиційна позиція) та стан рахунку поточних платежів за останні 15 років. Із таблиці видно, що у цілому як активи, так і пасиви мали тенденцію до зростання. У 2019 р. порівняно з 2005 р. активи зросли в 3,3 рази, а пасиви – в 3,0 рази. Однак всередині цього періоду можна виділити дві хвилі зростання. Перша припадає на 2005-2013 рр., коли активи і пасиви досягли свого історичного максимуму. Потім протягом 2014-2016 рр. спостерігався спад. А з 2017 р. знову розпочалося зростання.

Можна виявити ще одну цікаву закономірність, якщо аналізувати ЧМП. Протяг усього досліджуваного періоду Україна мала від'ємну чисту міжнародну інвестиційну позицію, тобто була нетто-реципієнтом. Однак цей показник змінювався нерівномірно. Найбільших значень він досягав напередодні фінансово-економічних криз, які вражали українське суспільство. Так, від'ємне значення ЧМП зросло з 2005 да 2008 р.(майже у 3 рази). Під час кризи 2009 р. спостерігалось зменшення значення ЧМП. Але у 2010-2013 рр. знову відбувається прискорене зростання, що можливо й послужило однією з причин нової глибокої економічної кризи.

Таблиця 1.3

**Міжнародна інвестиційна позиція та рахунок поточних платежів
платіжного балансу України (млн. дол.)***

Роки	Міжнародна інвестиційна позиція			Платіжний баланс (рахунок поточних платежів)
	Активи	Пасиви	Чиста міжнародна інвестиційна позиція	
2005	42712	56870	-14158	2534
2006	57023	76942	-19919	-1619
2007	90619	117319	-26700	-5251
2008	106595	146795	-40200	-12781
2009	111156	146128	-34972	-1736
2010	132015	167099	-35084	-3016
2011	138702	180539	-41837	-10233
2012	142213	193386	-51173	-14335
2013	136390	203270	-66880	-16518
2014	120930	170920	-49990	-4596
2015	124571	157337	-32766	5035
2016	124280	151386	-27106	-1866
2017	129347	154975	-25628	-3473
2018	133490	155555	-22065	-6432
2019	140883	168580	-27727	-4124

* Розраховано за: [11, 12].

Навіть просте графічне співставлення чистої інвестиційної позиції та стану рахунку поточних платежів платіжного балансу України показує, що ці показники мають дуже схожу траєкторію руху (рис.1.3).

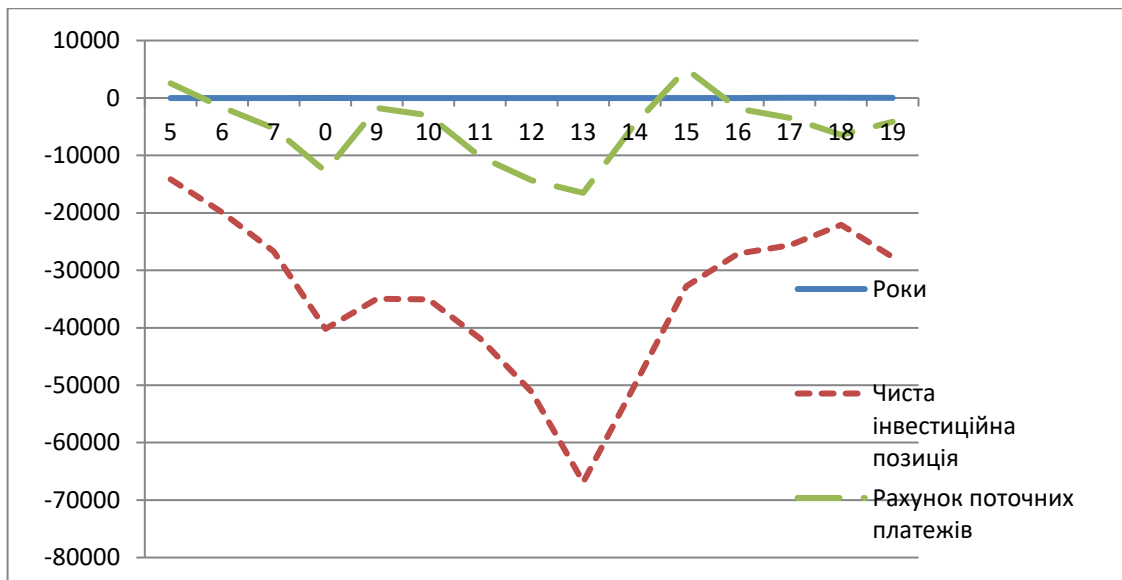


Рис. 2. Траєкторії динаміки чистої інвестиційної позиції та рахунку поточних платежів платіжного балансу України

На наявність тісного зв'язку між досліджуваними показниками незаперечно вказує й проведений нами кореляційний аналіз. Розрахунки показали, що коефіцієнт кореляції між чистою інвестиційною позицією та рахунком поточних платежів становить 0,73. Тому досліджуючи хоча б один з цих показників можна з високою вірогідністю прогнозувати, яким буде значення іншого.

Отже, у сучасних умовах зростає значення міжнародної інвестиційної позиції країни для оцінки стану її міжнародних розрахунків. Цей статистичний звіт містить значно більший обсяг інформації щодо міжнародного руху ресурсів та дає більше підстав для розуміння не тільки проблем міжнародних економічних відносин країни, але й внутрішньої ситуації. Звичайно, він не може повністю замінити інформативне навантаження, яке несе платіжний баланс (особливо в частині рахунку поточних платежів), але виявлений тісний зв'язок між чистою інвестиційною позицією та станом рахунку поточних платежів дозволяє з задовільним рівнем точності прогнозувати останній показник навіть обмежившись аналізом міжнародної інвестиційної позиції.

Виявлені у першому розділі суттєві характеристики міжнародної інвестиційної позиції, взаємозв'язки та взаємозалежності дають хороше

теоретичне підґрунтя для подальшого аналізу інвестиційної позиції окремих країн, виявлення різних моделей МПП та з'ясування факторів їх вибору тією чи іншою країною, чому й буде присвячено наступний розділ нашої роботи.

Основні положення першого розділу роботи знайшли відображення в публікаціях автора [14; 15].

Розділ 2

МОДЕЛІ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЗИЦІЇ КРАЇНИ

2.1. Міжнародна інвестиційна позиція країни та рівень її розвитку: взаємозв'язок показників

Сьогодні загальноновизнаним є вплив зовнішньоекономічної діяльності на економічний розвиток країни. Значна кількість досліджень присвячена з'ясування залежності економічної динаміки від зовнішньої торгівлі, прямих іноземних інвестицій, стану платіжного балансу тощо. Історія таких досліджень налічує не одну сотню років. Разом з тим, розвиток суспільства, поява нових форм співпраці, перехід до постіндустріального суспільства та діджіталізація не тільки приводять до появи нових чинників економічного зростання, але й змінюють уявлення про здавалося б давно дослідженні та навіть кількісно виміряні зв'язки.

В останні кілька десятиліть поруч з традиційним платіжним балансом, який описує співвідношення надходжень в країну та витоку з неї іноземної валюти протягом певного періоду часу, об'єктом особливої уваги стає міжнародна інвестиційна позиція країни. Особливим поштовхом до активізації досліджень цієї системи показників стало прийняття Міжнародним валютним фондом методичних рекомендацій (Керівництва) «Balance of payments and international investment position manual» (BPM6) [11], у назві яких вперше з'являється саме міжнародна інвестиційна позиція. Зокрема спостерігається спроба дослідити вплив різноманітних факторів на стан платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни. Серед них виділяються внутрішні (темпи зростання ВВП, темпи інфляції, динаміка валютного курсу, банківські відсоткові ставки, сальдо державного бюджету, фази економічного циклу) та зовнішні (ціни світового ринку, зміни у розвитку світової економіки та світових фінансових ринків, зміна методики обліку міжнародних активів та пасивів, тощо) фактори [10]. Має місце також оцінка тенденцій у зміні

міжнародної інвестиційної позиції окремих країн [16-19]. Є дослідження, які намагаються встановити зв'язок між показниками платіжного балансу, міжнародної інвестиційної позиції та системою національних рахунків [20]. Досить цікавим є співставлення чистої інвестиційної позиції США, яка має найбільше у світі від'ємне сальдо закордонних активів та зобов'язань щодо іноземних партнерів, з найбільшими у світі нетто-інвесторами (Німеччина, Китай, Японія) [21].

Разом з тим, не дивлячись на наявність численних досліджень, аналіз міжнародної інвестиційної позиції залишається актуальним. На наш погляд, за межами уваги дослідників залишилися питання взаємозв'язку стану міжнародної інвестиційної позиції країни з рівнем її розвитку. Також не було спроби виділити моделі побудови МІП та дати їх класифікації. Це особливо важливо для таких країн, як Україна, що знаходяться на етапі вибору власної моделі побудови стратегії зовнішньоекономічної діяльності.

У цьому розділі ми спробуємо виявити залежності між міжнародною інвестиційною позицією країни та рівнем її розвитку, а також виділити різні моделі формування міжнародної інвестиційної позиції країни.

У якості методів дослідження було обрано статистичну обробку інформації по 35 європейським країнам, використання кореляційного методу виявлення залежності між показниками, структурний та компаративний аналіз, а також класифікація країн у залежності від обраної моделі формування міжнародної інвестиційної позиції.

Як уже зазначалося, у самих загальних рисах міжнародні інвестиційна позиція описує співвідношення вимог (активів) до нерезидентів та зобов'язань (пасивів) перед резидентами. Спільними статтями активів та пасивів є прямі інвестиції, портфельні інвестиції, інвестиції у похідні цінні папери (деривативи) та інші інвестиції. Крім цих статей активи включають в себе ще резервні активи. Детальний опис порядку розрахунку усіх показників, який використовується в Україні, можна знайти на сайті Державної служби

статистики України [22]. Він повністю відповідає Керівництву від Міжнародного валютного фонду.

Саме МВФ є тією міжнародною фінансовою організацією, яка концентрує найповнішу інформацію щодо міжнародної інвестиційної позиції більшості країн світу. Тому скористаємося цим джерелом для опису стану міжнародних активів та пасивів європейських країн. Табл. 2.1 містить вихідну інформацію для подальшого аналізу за 35 країнами Європи. До уваги не приймалися лише кілька невеликих країн цього континенту, які не є типовими, а тому інформація за ними не буде показовою та не може узагальнюватися. Інформація про активи, пасиви та чисту міжнародну інвестиційну позицію доповнені ще рядом показників, які характеризують розмір країни (населення та ВВП), а також рівень її розвитку (ВВП на душу населення). Також додатково розраховано відношення чистої міжнародної інвестиційної позиції країни до її ВВП. Саме цей показник став критерієм для послідовності розміщення країн в таблиці.

Таблиця 2.1

Міжнародна інвестиційна позиція європейських країн у 2019 р.*

Країна	Населення, тис. осіб	Активи, млн. дол.	Пасиви, млн. дол.	Чиста міжнародна інвестиційна позиція, млн. дол.	ВВП, млрд. дол.	ЧМІП у % до ВВП	ВПП на душу населення, тис. дол.
Ірландія	5176	7168296	7864562	-696266	388,7	-179,1	78,66
Греція	10607	250023	571212	-321189	209,9	-153,0	19,58
Кіпр	1267	562901	593513	-30612	24,6	-124,4	27,86
Португалія	10302	396996	637321	-240325	237,7	-101,1	23,15
Бельгія	11720	2379187	2908427	-529240	529,6	-99,9	46,12
Сербія	7012	30004	75461	-45457	51,4	-88,4	7,4
Іспанія	50016	2502144	3535805	-1033661	1394,1	-74,1	29,61
Словаччина	5440	102117	172024	-69907	105,4	-66,3	19,33
Хорватія	4227	39237	70012	-30775	60,4	-51,0	14,85
Білорусія	9477	21043	52962	-31919	63,1	-50,6	6,66
Польща	38282	291163	589008	-297845	592,2	-50,3	15,6
Албанія	3074	8894	16572	-7678	15,3	-50,2	5,35
Угорщина	9771	309918	380347	-70429	161	-43,7	16,48
Румунія	21302	87693	195998	-108305	250,1	-43,3	12,92
Молдова	3364	5290	10276	-4986	11,9	-41,9	4,5

Продовження таблиці 2.1.

Латвія	1881	40962	55220	-14258	34,1	-41,8	17,84
Болгарія	6967	63026	84461	-21435	67,9	-31,6	9,74
Велика Британія	65402	14598918	15358698	-759780	2827,1	-26,9	42,3
Литва	2731	44391	57625	-13234	54,2	-24,4	19,46
Франція	67848	8442171	9067421	-625250	2715,5	-23,0	40,49
Естонія	1228	42817	49567	-6750	31,4	-21,5	23,66
Чехія	10702	312139	363715	-51576	246,5	-20,9	23,1
Україна	43923	140853	168580	-27727	153,8	-18,0	3,66
Словенія	2102	62714	71062	-8348	53,7	-15,5	25,74
Італія	62402	3311403	3341834	-30431	2001,2	-1,5	33,19
Фінляндія	5572	917727	907968	9759	268,8	3,6	48,69
Австрія	8859	1016875	962709	54166	446,3	12,1	50,28
Швеція	10202	1641163	1543052	98111	530,5	18,5	51,61
Ісландія	350	32214	26722	5492	24,2	22,7	66,94
Люксембург	628	12549814	12509749	40065	71,1	56,4	114,7
Німеччина	80160	10621476	7844505	2776971	3845,6	72,2	46,26
Данія	5869	1251850	983000	268850	348,1	77,2	59,82
Нідерланди	17280	10497119	9677891	819228	909,1	90,1	52,45
Швейцарія	8403	5437912	4599171	838741	703,1	119,3	81,99
Норвегія	5467	1897811	906141	991670	403,3	245,9	75,42

* Розраховано за: International Monetary Fund [Електронний ресурс].- Режим доступу: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&slid=1409151240976>; Central Intelligence Service [Електронний ресурс].- Режим доступу: <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/fields/335rank.html#AL>; The World Bank [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?page=6>

Перш за все, кидається у вічі, що більша частина досліджуваних країн має від'ємне значення чистої міжнародної інвестиційної позиції (25 з 35). Це дає підстави стверджувати, що нетто-реципієнтна модель міжнародної інвестиційної позиції є більш поширеною серед європейських країн, ніж нетто-інвесторна. На наш погляд, країни можна групувати за ознакою відношення чистої міжнародної інвестиційної позиції до ВВП країни. За цим критерієм можна виділити гіперактивних реципієнтів (< -100%), активних реципієнтів (-60% - -100%), поміркованих реципієнтів (-20% - -60%), країни, що мають збалансовану позицію (-20% - +20%), поміркованих інвесторів (20% - 60%), активних інвесторів (60% - 100%) та гіперактивних інвесторів (>100%) (табл.2.2).

Таблиця 2.2

**Групування країн за показником питомої ваги чистої міжнародної
інвестиційної позиції у ВВП країни**

<i>Гіперактивні реципієнти (< -100%)</i>	<i>Активні реципієнти (-60% - -100%)</i>		<i>Помірковані реципієнти (-20% - -60%)</i>	
Ірландія Греція Кіпр Португалія	Бельгія Сербія Іспанія Словаччина		Хорватія Білорусія Польща Албанія Угорщина Румунія Молдова	Латвія Болгарія Велика Британія Литва Франція Естонія Чехія
	<i>Збалансована позиція (-20% -+20%)</i>			
	Україна Словенія Італія	Фінляндія Австрія Швеція		
<i>Помірковані інвестори (20% - 60%)</i>	<i>Активні інвестори (60% - 100%)</i>		<i>Гіперактивні інвестори</i>	
Ісландія Люксембург	Німеччина Данія Нідерланди		Швейцарія Норвегія	

За результатами групування найчисельнішою виявилася група поміркованих реципієнтів (14 країн). Досить представницькою є й група країн з більш-менш збалансовано чистою міжнародною інвестиційною позицією (6 країн), куди, зокрема, входить й Україна, але вона дуже швидко наближається до нижньої межі. Звичайно, ми розуміємо усю умовність такого поділу. На його підставі ще не можна робити якихось гучних висновків, не провівши додатковий аналіз ситуації. Разом з тим, деякі узагальнення все-таки сформулюємо:

1. Аналіз показує, що відсутній однозначний зв'язок між показником чистої міжнародної інвестиційної позиції та рівнем розвитку країни, який у нашому випадку характеризується за допомогою показника ВВП на душу населення. Так, наприклад, Норвегія та Ірландія мають приблизно однаковий рівень ВВП на душу населення (відповідно, 75,42 та 78,66 тис. дол.), однак знаходяться на абсолютно протилежних полюсах за показником відношення чистої міжнародної інвестиційної позиції до ВВП країни (гіперактивний

інвестор та гіперактивний реципієнт, відповідно). До також висновку можна дійти й аналізуючи графічне зображення зв'язку між цими показниками (рис.2.1).

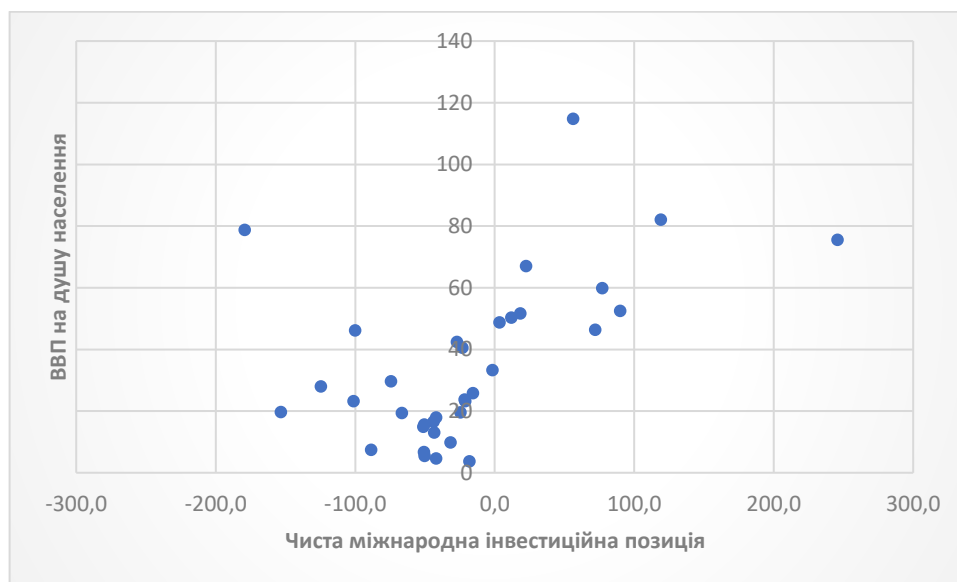


Рис. 2.1. Взаємозв'язок чистої міжнародної інвестиційної позиції країни та рівня її розвитку

2. Разом з тим, було б помилковим взагалі не бачити зв'язку між чистою міжнародною інвестиційною позицією та рівнем розвитку країни. Так, для досліджуваного масиву країн можна стверджувати, що нетто-інвесторами стають лише країни з рівнем ВВП на душу населення від 45 тис. дол. та вище. Усі країни, з показником нижче 20 тис. дол. попадають у групу зі збалансованим показником або ж моделлю помірного реципієнта (виключення становлять лише Сербія та Словаччина. Але остання у 2020 р. уже перейде у групу з показником більше 20 тис. дол. на душу населення). Слід зазначити, що цей висновок справедливий лише по відношенню до досліджуваного масиву. Його не можна автоматично переносити на увесь світ, оскільки у цьому випадку буде важко пояснити ситуацію з чистою міжнародною інвестиційною позицією, наприклад, такої країни, як Китай.

3. Формування тієї чи іншої моделі міжнародної інвестиційної позиції, як правило, є результатом свідомого вибору країни своєї стратегії стосовно цього показника. Однак, більш розвинені країни мають ширший «коридор свободи»

для обрання моделі свого розвитку, ніж країни з невисоким показником ВВП на душу населення.

На наш погляд, буде доцільним скористатися кореляційним аналізом для виявлення взаємозв'язку між показниками міжнародної інвестиційної позиції та масштабами і рівнем розвитку країни. У табл. 2.3 наведені результати розрахунку коефіцієнтів кореляції між окремими показниками як для всього досліджуваного масиву країн, так і для скоригованого. Необхідність коригування пов'язана з тим, що серед європейських країн є нетипові за своє зовнішньоекономічною політикою. Зокрема, деякі з них класифікуються як офшорні зони або як такі, де фінансові ресурси просто проходять транзитом. На цій підставі з загального переліку були вилучені Люксембург, Кіпр, Нідерланди та Швейцарія.

Розрахунок коефіцієнтів кореляції між чистою міжнародною інвестиційною позицією та обсягом ВВП країни, а також ВВП у розрахунку на душу населення, ще раз підтвердив висновок про практичну відсутність зв'язку між цими показниками, як для усього масиву, так і для скоригованого переліку.

Таблиця 2.3

Коефіцієнти кореляції між показниками міжнародної інвестиційної позиції та рівнем розвитку країни

Показники	Коефіцієнти кореляції	
	для всього масиву	для скоригованого переліку країн
ЧМП – ВВП	0,201	0,199
ЧМП – ВВП на душу населення	0,504	0,403
Активи – ВВП	0,695	0,875
Пасиви – ВВП	0,662	0,825
Активи – ВВП на душу населення	0,602	0,439
Пасиви – ВВП на душу населення	0,579	0,414
Активи – Населення	0,521	0,728
Пасиви – Населення	0,512	0,704

Разом з тим, важливо оцінювати не тільки чисту міжнародну інвестиційну позицію, як різницю між активами та пасивами, але й сам розмір цих показників. Нами проведено розрахунок коефіцієнтів кореляції між активами та пасивами, з одного боку, і обсягами ВВП, ВВП на душу населення та населенням відповідних країн, з іншого. Дані табл. 2.3 свідчать, що розміри активів і пасивів у міжнародній інвестиційній позиції країни мають досить тісний зв'язок з її розміром та значно менш тісний – з рівнем розвитку. Так, найтіснішим є зв'язок між активами та пасивами і ВВП країни для скоригованого переліку (відповідно, 0,875 та 0,825). Досить суттєвим можна вважати й взаємозв'язок основних компонентів міжнародної інвестиційної позиції з чисельністю населення (відповідно, 0,728 та 0,704). Підкреслимо, саме «взаємозв'язок», а не причино-наслідковий зв'язок. І це зрозуміло, адже, з одного боку, обсяг як залучених, так і вкладених за кордон коштів залежить від розміру країни. З іншого ж боку, багато в чому обсяги виробництва у країні визначаються обсягами залучених закордонних інвестицій. Тому з'ясування причино-наслідкового зв'язку для кожної країни потребує більш детального аналізу структури активів та пасивів у міжнародній інвестиційній позиції.

Таким чином, проведений аналіз не дає можливості однозначно стверджувати про наявність прямого чи оберненого зв'язку між чистою міжнародною інвестиційною позицією та рівнем розвитку країни. Конкретне співвідношення цих параметрів визначається обраною країною моделлю міжнародної інвестиційної позиції. У розвинених країн значно більша палітра вибору, ніж у країн з середнім чи низьким рівнем розвитку. Останні у більшості випадків можуть обрати лише модель збалансованої міжнародної інвестиційної позиції або стати поміркованими реципієнтами. Разом з тим виділення моделей міжнародної інвестиційної позиції може відбуватися не лише на основі співвідношення ЧМПП та ВВП країни, але й за показниками структури активів та пасивів у МПП. Аналіз саме таких моделей є об'єктом досліджень у наступному підрозділі.

2.2. Моделі міжнародної інвестиційної позиції у країнах Вишеградської четвірки та України: компаративний аналіз

Українську економіку сьогодні слід розглядати як таку, яка ще не обрала однозначно модель свого розвитку. Надто часто змінюється не тільки тактика, але стратегія управління нею з боку держава. Відсутня послідовність дій при переході влади від одних партій до інших. Тому важливо вивчати існуючі макроекономічні моделі та співставляти їх з українськими реаліями.

У цьому плані дуже цінним досвідом для розробки макроекономічних орієнтирів стратегії України може стати історія та сучасний стан країн-членів Вишеградської групи (Чеська Республіка, Угорщина, Польща та Словаччина). Вибір саме цих країн зумовлений низкою причин. По-перше, вони є найближчими сусідами України-членами ЄС, а три з цих країн (Польща, Словаччина, Угорщина) мають спільний кордон з Україною. По-друге, у 1997 р., коли почалися переговори про вступ нових десяти членів в ЄС (в тому числі і учасників Вишеградської групи), їх економічне становище багато в чому нагадувало сучасний стан економіки України. По-третє, на шляху реформування економіки України належить вирішувати практично ті ж завдання, які були сформульовані учасниками цієї групи у Вишеградській декларації ще у 1991 р.: відновлення незалежності, демократії і свободи; усунення проявів тоталітарної системи; побудова парламентської демократії, сучасної правової держави, повагу прав і свобод людини; створення сучасної вільної ринкової економіки; повне залучення в європейську політичну та економічну систему, також як і в систему безпеки і законодавства [26].

Проведено чимало цікавих досліджень, присвячених аналізу розвитку країн Східної і Центральної Європи в останні роки. Особлива увага при цьому приділялася, зокрема, особливостям протікання економічної кризи у цьому регіоні [27-29]. Є також роботи, присвячені спеціально учасникам Вишеградської групи [30]. Разом з тим, відсутні зіставлення міжнародної інвестиційної позиції та її структури у цих країнах з аналогічними

показниками по Україні, що може бути дуже корисним для визначення стратегії економічних перетворень в нашій країні.

Звернемо увагу, що за проведеною нами класифікацією моделей міжнародної інвестиційної позиції Україна належить до країн зі збалансованою позицією, Чехія та Угорщина – до поміркованих реципієнтів, а Словаччина – до активних реципієнтів. Тобто усі члени Вишеградської групи мають моделі відмінні від української. Разом з тим спільним для них є те, що усі вони мають реципієнтно-орієнтовані моделі: від’ємне значення чистої інвестиційної позиції.

Як зазначалося вище, можлива (і доцільна!) подальша деталізація моделі міжнародної інвестиційної позиції на підставі аналізу структури активів та пасивів. Скориставшись даними Міжнародного валютного фонду [23] нами розрахована структура активів та пасивів усіх досліджуваних країн за 2014-2019 рр. (табл. 2.4 – 2.11).

При аналізі структури активів, на наш погляд, перш за все слід звернути увагу на наступні аспекти:

- сформованість структури. Якщо протягом п’яти років структура не зазнає серйозних змін, то її можна вважати сформованою. Якщо ж такі зміни відбуваються, то важливо визначитися з напрямками змін та вважати таку структуру динамічною;

- ступінь ризикованості структури. Найбільш ризиковим елементом активів є прямі інвестиції. Разом з тим, їх значний розмір свідчить про активну роль інвесторів, які мають намір не лише отримувати доходи від своїх інвестицій, але й чинити вплив на функціонування об’єктів інвестування. Це свідчить не тільки про ступінь ризикованості структури активів, але й про її доходність. Значно менший ступінь ризику властивий портфельним інвестиціям, хоча вони й мають менший рівень доходності. По суті низько ризикованими є інші інвестиції (особливо, коли серед них значну питому вагу мають депозити та валюта);

- ступінь участі в активах держави. Її можна вимінювати питомою вагою резервних активів. Хоча держава (за посередництва центрального банку) може бути присутньою і в інших компонентах активів, однак основним елементом її впливу на активи є саме резерви.

Частина зазначених критерії класифікації моделей активів міжнародної інвестиційної позиції може бути віднесена й до пасивів, зокрема, сформованість чи динамічність. Однак тут потрібні й інші підходи. Щодо ризикованості пасивів, то тут вона абсолютно протилежна до активів. Найменш ризикованими є залучені прямі інвестиції, оскільки тут ризик на себе приймає сам закордонний інвестор. Найбільший ризик мають державні запозичення та запозичення під гарантії держави. Вони можуть оформлятися у вигляді цінних паперів (тоді це буде елемент портфельних інвестицій) або набувати форму кредитів (тоді це будуть інші інвестиції). Традиційно більша частина боргу має форму кредитів, тому у наших подальших дослідженнях інші інвестиції ми будемо вважати більш ризикованими, ніж портфельні.

Серед досліджуваних країн Чехія має найвищий показник ВВП на душу населення. У 2019 р. він становив 23,1 тис. дол. Загальна сума активів у міжнародній інвестиційній позиції Чехії у тому ж році досягла 312,1 млрд. дол. або 127% від ВВП. Порівняно з 2014 р. активи зросли на 71%, випереджаючи зростання пасивів, приріст яких склав 45%. Як наслідок, поліпшилася ситуація з чистою міжнародною інвестиційною позицією: її від'ємне значення змінилося з 69,1 млрд. дол. до 51,6 млрд. дол.

Однак найбільш цікавими є зміни у структурі активів (табл. 2.4). Єдиним компонентом активів, питома вага якого залишається протягом усього періоду практично незмінною (з певними незначними коливаннями), є прямі інвестиції. В середині періоду (2016-2017 рр.) цей показник дещо знизився до 20,5-20,9%. У інші ж роки він стабільно залишався на рівні 23,5%. Стабільну тенденцію до зростання показують резервні активи: у 2019 р. порівняно з 2014 р. вони зросли у 2,7 рази, а їх питома вага зросла з 29,9% до 47,9%. Це

зростання відбувалося головним чином за рахунок зменшення питомої ваги портфельних та інших інвестицій.

Таким чином, модель активів міжнародної інвестиційної позиції, яку вибудовують у Чехії, слід вважати динамічною (тобто такою, що не є сформованою та зазнає змін). Вона є помірно ризикованою, оскільки прямі інвестиції не перевищують 25% з акцентованою та зростаючою роллю держави. Досягнення майже 50% частки резервних активів свідчить про те, що роль держави є великою. Резерви слугують своєрідним стабілізатором для забезпечення стійкості національної валюти та можуть використовуватися для маніпулювання з метою впливу на курс крони. Оскільки Чехія не є членом єврозони, а використовує національну валюту, то така значна частка резервів серед активів є виправданою.

Таблиця 2.4

Структура активів Чехії (%)

Роки	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Деривативи	Інші інвестиції	Резерви
2014	23,5	15,3	2,4	28,8	29,9
2015	23,0	15,6	1,7	24,6	35,1
2016	20,9	14,3	1,3	22,0	41,4
2017	20,6	12,1	1,0	17,1	49,2
2018	22,3	10,7	2,1	17,5	47,5
2019	23,5	10,4	1,9	16,3	47,9

Аналіз структури пасивів міжнародної інвестиційної позиції Чехії (табл.2.5) свідчить про її сформованість. За досліджуваний період структура не зазнала суттєвих змін. Спостерігаються певні коливання, але вони більше викликані змінами на світових фінансових ринках ніж цілеспрямованими діями держави. Так, у 2017-2018 рр. відбувався певний перерозподіл пасивів на користь інших інвестицій за рахунок прямих, однак у 2019 р. структура майже відновилася.

Таблиця 2.5

Структура пасивів Чехії (%)

Роки	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Деривативи	Інші інвестиції
2014	58,1	17,5	1,7	22,7
2015	57,2	20,3	1,3	21,1
2016	56,6	20,4	1,3	21,8
2017	51,4	19,7	0,9	28,0
2018	52,9	18,1	1,8	27,1
2019	54,5	19,1	1,6	24,8

Чехія залучає досить значні прямі інвестиції. Їх питома вага у пасивах становить більше 50%. Цей факт можна розцінити як позитивний. 25% інших інвестицій робить структуру пасивів помірно ризикованою. Якщо ж співставити суми портфельних та інших інвестицій в пасивах і суму резервних активів (у 2019 р., відповідно, 159,7 та 149,6 млрд. дол.), то можна спостерігати фактично 100% покриття цих зобов'язань резервними активами. І це не рахуючи інших видів активів, які теж можуть використовуватися для покриття зобов'язань. А тому є підстави вважати ситуацію зі структурою міжнародної інвестиційної позиції Чехії досить стабільною та такою, що не викликає занепокоєння у короткостроковому періоді. Єдине, що може створювати загрозу, - це значний розмір прямих іноземних інвестицій у розрахунку на одного жителя країни. У 2019 р. цей показник склав 18,5 тис. дол. Тут є певні застереги щодо переходу контролю за значною частиною економіки до іноземного капіталу.

На другу позицію за рівнем ВВП на душу населення серед досліджуваних країн в останні роки вийшла Словаччина (19,3 тис. дол. у 2019 р.). Її активи з 2014 по 2019 р. зросли на 52%, а пасиви – на 36%. Це відносно зменшило від'ємне значення чистої міжнародної інвестиційної позиції, але збільшило її абсолютне значення: з -58,8 млрд. дол. у 2014 р. до 69,9 млрд. дол. у 2019 р.

Хоча Словаччина є найближчим сусідом Чехії та тривалий час вони мали спільну економічну історію, коли входило до складу Чехословаччини, сьогодні структура міжнародної інвестиційної позиції цих країн є прямою протилежністю (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Структура активів Словаччини (%)

	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Деривативи	Інші інвестиції	Резерви
2014	15,7	41,0	0,6	38,8	3,9
2015	19,0	40,5	1,0	34,5	5,0
2016	24,0	43,0	0,8	27,8	4,5
2017	18,9	39,3	0,3	37,6	3,9
2018	17,8	39,8	0,3	36,8	5,3
2019	16,8	41,8	0,5	33,8	7,1

На відміну від чеської, словацьку модель активів міжнародної інвестиційної позиції можна вважати сформованою: за останні 6 років суттєвих змін структури не відбувалося. Виключення складає лише 2016 р., коли збільшилась питома вага прямих інвестицій за рахунок інших. Але, як ми уже відзначали, це було пов'язане зі змінами на світових фінансових ринках, оскільки у наступні роки структура фактично відновилася.

На відміну від Чехії, Словаччина віддає перевагу менш ризиковим інвестиціям, а саме портфельним та іншим (41,8% та 33,8%, відповідно, у 2019 р.). Прямі інвестиції становлять лише близько 17%. Тому в цілому таку модель можна вважати низько ризикованою.

Словаччина має досить низьку частку резервних активів – 7,1% (у попередні роки вона була ще нижчою). Це найнижчий показник серед досліджуваних країн. Таку обмежену активність держави можна, зокрема, пояснити тим, що Словаччина є членом єврозони і не має особливої потреби

формувати резерви для проведення інтервенцій з метою підтримки курсу національної валюти. З іншого боку, це може створювати певні ризики щодо виконання зобов'язань держави, які відображені у пасивах (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Структура пасивів Словаччини (%)

	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Деривативи	Інші інвестиції
2014	45,6	28,5	0,7	25,2
2015	48,0	26,2	0,5	25,3
2016	49,6	24,1	0,3	26,0
2017	44,7	22,2	0,3	32,7
2018	43,0	20,7	0,5	35,8
2019	42,7	22,0	0,5	34,9

Структура пасивів міжнародної інвестиційної позиції Словаччини знаходиться значно ближче до структури пасивів Чехії, хоча й має свої відмінності. Її поки-що не можна вважати сформованою, оскільки за останні 6 років відбулися суттєві структурні зрушення. Суттєво зменшилася питома вага портфельних інвестицій (з 28,5% у 2014 р. до 22,0% у 2019 р.) та дещо зменшилась питома вага прямих інвестицій (з 45,6% у 2014 р. до 42,7% у 2019 р.). Усе це відбувалося на користь інших інвестицій, питома вага яких за досліджуваний період зросла з 25,2% до 34,9%.

Оскільки сумарно портфельні та інші інвестиції посідають більше 50% у пасивах, то таку структуру слід вважати ризикованою. А більше третини пасивів у вигляді інших інвестицій, до отримання яких причетна найчастіше держава, дає підстави класифікувати структуру як таку, що передбачає досить активну позицію держави.

Загрози для країни, на наш погляд, можуть виникнути через значний розмір інших інвестицій у розрахунку на одного жителя країни. У 2019 р. він становив 11,1 тис. дол. При відсутності резервів та суттєвому від'ємному

сальдо за цією статтею (-25,5 млрд. дол.) у Словаччини може виникнути проблема з погашенням зобов'язань. Це можна буде зробити лише за рахунок нових запозичень. Мабуть саме така структура пасивів пояснює той факт, що Словаччина за нашою класифікацією є країною з моделлю активного реципієнта (хоча за своїм рівнем розвитку і не повинна була б там знаходитися). По суті, вона втягується у фінансову піраміду. А, як відомо, фінансова піраміда завжди має обмеження через обмеженість розширення її основи.

Угорщина та Польща є країнами з приблизно однаковими показниками ВВП на душу населення: за розрахунками у постійних доларових одиницях 2010 р. цей показник дещо вищий для Угорщини, а при розрахунку за паритетом купівельної спроможності Польща дещо випереджає Угорщину. Тим цікавішим є співставлення їх моделей міжнародної інвестиційної позиції.

Угорщина, як і Польща, за нашою попередньої класифікацією віднесені до країн з моделлю помірних реципієнтів. В обох країнах від'ємна чиста інвестиційна позиція наближається до половини ВВП.

В останні роки, на відміну від інших країн, Угорщина не нарощувала свою міжнародну інвестиційну позицію. У 2019 р. порівняно з 2014 р. активи зросли лише на 6%, а пасиви навіть знизилися на 4%. Звичайно, всередині періоду був відмічений в усіх країнах сплеск у 2016-2017 рр., який у наступні роки був повністю погашеним. Ймовіріш за все, це пов'язане з тим, що уже сьогодні пасиви міжнародної інвестиційної позиції у 2,3 рази перевищують ВВП країни і подальше їх нарощування буде становити загрозу її фінансовій стабільності. Таке перевищення можуть дозволити собі лише країни з високим рівнем розвитку та такі, які обрали модель гіперактивних реципієнтів.

Структура активів міжнародної інвестиційної позиції Угорщина подана у табл. 2.8. У цілому модель активів можна класифікувати як сформовану. Навіть деякі зміни у співвідношення інших інвестицій та резервів не змінюють загальну картину, яка визначається особливо великою питомою вагою прямих інвестицій. Жодна країна з досліджуваних не має такої структури, коли $\frac{3}{4}$ активів складає один вид інвестицій. І оскільки це саме прямі інвестиції

(найризикованіші серед інших), то вся модель активів може бути віднесена до ризикованої.

Таблиця 2.8

Структура активів Угорщини (%)

	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Деривативи	Інші інвестиції	Резерви
2014	73,7	3,2	1,6	7,1	14,4
2015	74,9	3,2	1,7	8,8	11,5
2016	78,7	3,0	1,5	9,2	7,5
2017	76,1	4,2	0,9	10,8	8,1
2018	69,1	4,5	0,9	14,0	11,4
2019	72,0	4,5	1,0	12,2	10,3

З іншого боку, Угорщина має найменшу питому вагу резервних активів – лише 10,3% у 2019 р. Це найнижчий показник серед досліджуваних країн. Здавалося б, що маючи свою національну валюту, Угорщина повинна була б формувати значні резерви для підтримки її стабільності. Тим більше, що існує стабільна тенденція до зниження курсу форинта по відношенню до долара США: у 2014 р. 1 долар коштував 279,33 форинта, а у 2019 р. – уже 295,33 форинта [24]. З іншого боку, якщо розглядати резервні активи не як джерело коштів для здійснення валютних маніпуляцій, а як певний страховий фонд виконання зовнішніх зобов'язань, то навіть така сума достатня для виконання цієї функції. Це виявляється при аналізі структури пасивів міжнародної інвестиційної позиції (табл.2.9).

Угорщина демонструє сформовану модель пасивів міжнародної інвестиційної позиції. І це знову ж таки пов'язане з одним компонентом – прямі інвестиції. Їх питома вага сягає більше 70%. І певні коливання не змінюють цієї картини. Доводиться знову повторювати, що серед досліджуваних країн – це найвищий показник. Саме він визначає модель як

таку, що має низький рівень ризикованості для країни, оскільки прямі іноземні інвестиції не несуть в собі ризиків фінансовій стабільності. Однак, як це уже відзначалося по відношенню до Чехії, тут мають місце інші ризики: втрати контролю за національною економікою та переходу його до іноземних інвесторів. Адже уже на сьогодні прямі іноземні інвестиції у розрахунку на одного жителя країни становлять 27,9 тис. дол.

Таблиця 2.9

Структура пасивів Угорщини (%)

	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Деривативи	Інші інвестиції
2014	69,6	15,4	1,1	14,0
2015	72,2	14,5	0,6	12,6
2016	76,2	12,5	0,5	10,8
2017	74,1	13,6	0,4	11,8
2018	70,4	15,1	0,6	14,0
2019	71,9	14,5	0,6	13,0

Слід звернути увагу ще на одну потенційну загрозу, яка виявляється при співставленні окремих статей активів та пасивів. Хоча питома вага портфельних та інших інвестицій й не велика, однак сума від’ємних сальдо за цими позиціями складає у 2019 р. 52,7 млрд. дол., що значно перевищує суму резервних активів (31,8 млрд. дол.). І хоча ці зобов’язання є не тільки державними, але й приватними, потенційна загроза виникнення проблеми існує.

Щодо третього критерію, за яким ми класифікуємо моделі міжнародної інвестиційної позиції (активність держави), то як і у відношенні до моделі активів, держава не є вирішальним гравцем. Основний компонент пасивів, де проявляється держава (інші інвестиції) займає лише 13%.

Польща має досить схожу з чеською модель активів міжнародної інвестиційної позиції (табл. 2.10). Однак на відміну від Чехія, Польща має уже сформовану модель. Структурні зрушення звичайно відбуваються (дещо зменшилась питома вага прямих інвестицій, зросли інші інвестиції), але загальна картина у цілому зберігається.

Таблиця 2.10

Структура активів Польщі (%)

	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Деривативи	Інші інвестиції	Резерви
2014	28,6	8,8	3,4	15,7	43,5
2015	27,1	13,5	2,0	16,0	41,4
2016	26,0	11,0	1,4	15,2	46,4
2017	26,6	13,0	1,8	17,3	41,3
2018	24,2	13,0	1,9	18,0	42,8
2019	23,8	13,1	1,8	17,2	44,1

Розподіл відсотків між окремими статтями є майже таким, як і у Чехії: прямі інвестиції становлять близько четвертої частини активів та резерви – більше 40%. Тому цю модель теж можна класифікувати як таку, що має помірний ризик та передбачає активну позицію держави. Оскільки Польща найближчим часом не має наміру приєднуватися до єврозони, то вона турбується за стабільність своєї національної валюти. І це їй вдається. За останні роки польський злотий не тільки не подешевшав відносно долара, а навіть подорожчав. Якщо у 2014 р. 1 дол. коштував 3,77 злотих, то у 2020 р. – 3,67 [24].

Досить схожими є й моделі пасивів міжнародної інвестиційної позиції Польщі та Чехії (табл.2.11). Це наглядно видно при графічному співставленні питомої ваги окремих елементів (рис. 2.2).

Таблиця 2.11

Структура пасивів Польщі (%)

	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Деривативи	Інші інвестиції
2014	44,3	28,7	1,5	25,5
2015	43,0	29,7	1,3	26,0
2016	43,3	27,8	0,9	28,0
2017	45,5	29,5	0,6	24,5
2018	46,1	28,5	0,6	24,8
2019	47,4	26,5	0,6	25,5

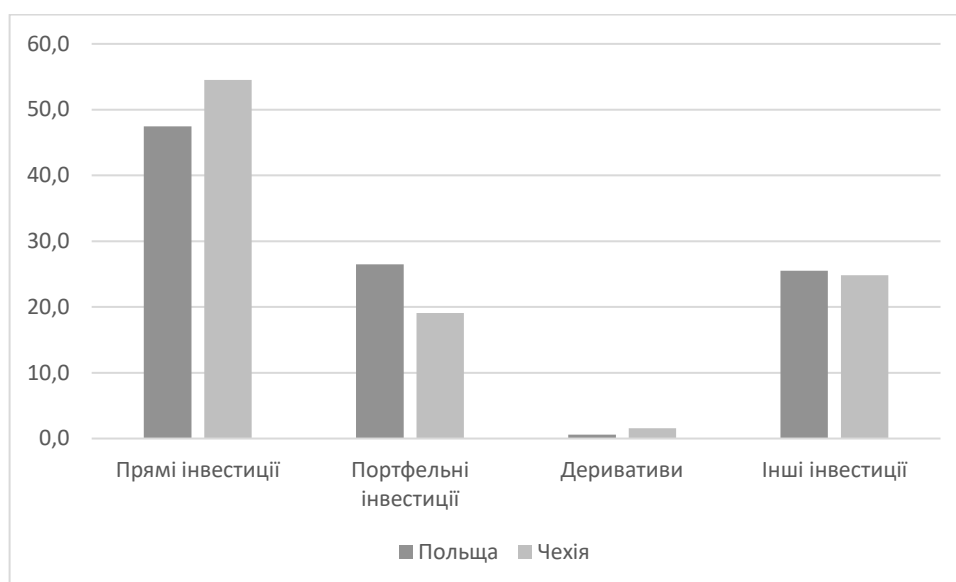


Рис. 2.2. Структура пасивів міжнародної інвестиційної позиції Чехії та Польщі

Структуру пасивів теж можна вважати сформованою. Майже половину їх становлять прямі інвестиції та близько чвертини займають портфельні та інші інвестиції. Як і в усіх інших країнах деривативи є несуттєвим напрямом інвестування. Тому сформована модель є з помірним ризиком та з помірною активністю держави.

Міжнародна інвестиційна позиція України не схожа з жодною із досліджених країн та має суттєві відмінності. По-перше, Україна єдина країна

серед досліджуваних, яка потрапила до групи з відносно збалансованою міжнародною інвестиційною позицією. Заради справедливості слід зазначити, що це стало можливим лише завдяки поліпшенню співвідношення між активами та пасивами в останні роки. У 2019 р. порівняно з 2014 р. активи дещо зросли, а пасиви навіть трохи зменшилися. По-друге, сам обсяг активів та пасивів є значно меншим, ніж в країнах Вишеградської групи. Так активи Польщі, яка приблизно співставна за чисельністю населення з Україною, в два рази, а пасиви у три рази більші, ніж в Україні. З іншого боку, якщо співставляти активи та пасиви з ВВП, то цей показник в Україні буде чи не найбільшим серед досліджуваних країн. По-третє, структура активів та пасивів в Україні є абсолютно відмінною від бідь-якої іншої країни (табл.2.12 та 2.13).

Таблиця 2.12

Структура активів України (%)

	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Інші інвестиції	Резерви
2014	6,6	0,2	87,0	6,2
2015	2,8	1,8	86,1	11,0
2016	2,7	0,1	84,3	13,0
2017	2,7	0,1	82,1	15,1
2018	2,7	0,1	81,1	16,1
2019	3,1	0,4	78,6	18,0

Модель активів у міжнародній інвестиційній позиції України є динамічною. Немає жодного елемента, який залишався б більш-менш стабільним протягом досліджуваних шести років. Питома вага прямих інвестицій скоротилася у двічі, інші інвестиції втратили більше 8 відсоткових пункти, а питома вага резервів зросла майже у три рази.

Питома вага прямих закордонних інвестицій України є мізерно малою порівняно з іншими країнами (близько 3%). Можна вважати, що портфельні

інвестиції взагалі не відіграють якоїсь відчутної ролі. Основна маса закордонних активів України – це інші інвестиції, серед яких готівкова валюта іноземна поза банками займає майже 90% [31]! Це вкрай неефективна форма активів, яка означає їх заморозку та фактичне вилучення з господарського обороту значних сум коштів (майже 90 млрд. дол.). Такі інвестиції взагалі не пов'язані з підприємницьким ризиком. Існує тільки ризик втрат через зміну курсу валют. Тому таку модель можна характеризувати як модель з низьким ризиком.

Україна нарощує в останні роки резервні активи. Таку тенденцію можна вважати позитивною і її потрібно розвивати. У якості орієнтирів можна брати моделі Польщі та Чехії, які використовують резерви для досягнення стабільності національної валюти та гарантії виконання зовнішніх зобов'язань. Але поки-що існуюча модель активів є моделлю з помірною активністю держави.

Порівнюючи українську модель активів з досягненнями інших країн, можна дійти висновку, що у нашій країні сформувалася вкрай неефективна модель. Основними напрямки її трансформації можуть бути:

- мобілізація валютних коштів, які знаходяться поза банківською системою та переорієнтація їх використання на цілі прямого та портфельного інвестування;
- доведення питомої ваги прямого та портфельного інвестування до 20-25% у загальній сумі активів;
- накопичення резервних активів з доведенням їх питомої ваги у активах до 25-30%.

Реалізація цих напрямків дозволить наблизити українську модель до успішних європейських країн та скористатися перевагами міжнародної інвестиційної діяльності.

Модель структури пасивів міжнародної інвестиційної позиції України теж можна вважати динамічною. Лише одна складова (прямі іноземні інвестиції) залишалися практично незмінними. Що ж стосується двох інших

елементів, то тут з'явилася в цілому позитивна тенденція: зменшення питомої ваги інших інвестицій та збільшення питомої ваги портфельних (табл. 2.13).

Таблиця 2.13

Структура пасивів України (%)

	Прямі інвестиції	Портфельні інвестиції	Інші інвестиції
2014	29,4	18,7	51,9
2015	27,9	18,2	53,9
2016	29,6	18,6	51,8
2017	29,3	19,4	51,3
2018	28,9	21,1	50,1
2019	31,0	22,9	46,1

Якщо порівнювати структура пасивів України та інших досліджуваних країн, то можна виявити наступне:

- питома вага портфельних інвестицій у пасивах України знаходиться на середньому рівні. У деяких країнах вона трохи нижча (Чехія, Угорщина), а в Польщі дещо вища. Тому у стратегічних цілях цей показник можна вважати прийнятним для нашої країни;

- прямі іноземні інвестицій в Україну явно поступаються аналогічному показнику в інших країнах. Це значно підвищує рівень ризикованості усієї моделі. Поліпшення впливу пасивів на українську економіку можна досягти шляхом збільшення питомої ваги прямих інвестицій до 45-50%;

- надто висока питома вага інших інвестицій, в яких досить суттєвою є частка держави, потребує поступового перерозподілу пасивів на користь прямих інвестицій.

Таким чином, проведений аналіз дозволив класифікувати моделі активів та пасивів досліджуваних країн за критеріями сформованості, рівня ризику та ступені активності держави. В узагальненому вигляді ця класифікація наведена в табл. 2.14.

Таблиця 2.14

**Класифікація моделей активів та пасивів міжнародної інвестиційної
позиції обраних країн (розроблено автором)**

<i>Країна</i>	<i>За критерієм сформованості</i>	<i>За ступенем ризиків</i>	<i>За активністю держави</i>
Чехія			
- активи	динамічна	з помірним ризиком	підвищена активність
- пасиви	сформована	з помірним ризиком	помірна активність
Словаччина			
- активи	сформована	з низьким ризиком	низька активність
- пасиви	динамічна	з високим ризиком	підвищена активність
Угорщина			
- активи	сформована	з високим ризиком	низька активність
- пасиви	сформована	з низьким ризиком	низька активність
Польща			
- активи	сформована	з помірним ризиком	підвищена активність
- пасиви	сформована	з помірним ризиком	помірна активність
Україна			
- активи	динамічна	з низьким ризиком	помірна активність
- пасиви	динамічна	з високим ризиком	підвищена активність

На підставі порівняння моделей активів та пасивів, які сформувалися в Україні, з аналогічними показниками країн Вишеградської групи нами висловлено ряд гіпотез щодо стратегії удосконалення міжнародної інвестиційної позиції України. Основою вирішення цих проблем повинна бути діяльність, спрямована на розв'язання перш за все внутрішніх проблем України, здатних удосконалити механізми надходження прямих та

портфельних інвестицій. Дослідженню цих питань і буде присвячений наступний розділ роботи.

Основні положення розділу 2 викладені в попередніх публікаціях автора [32, 33].

Розділ 3

РОЗВ'ЯЗАННЯ ВНУТРІШНІХ ПРОБЛЕМ ЯК ОСНОВА ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

3.1. Мотиви міжнародної інвестиційної діяльності

Для сьогоденного світу характерною є підвищена міжнародна мобільність усіх видів ресурсів. Як відомо, у XXI столітті кількість міжнародних трудових мігрантів зростає приблизно тими ж темпами, що й світовий ВВП (2-3% на рік). Тобто чисельністю людей, які заробляють кошти не у своїй країні, а за кордоном, подвоюється кожні 25-30 років.

Однак ще більш мобільними є інвестиційні ресурси. За даними Світового банку у 70-х – 80-х роках XX століття питома вага щорічних прямих закордонних інвестицій (чистий вихідний потік, foreign direct investment, net outflow) у світовому ВВП становила 0,5 – 1%. З початку 90-х років вона починає неухильно зростати і до 2000 р. досягає значення 4,1%. Світова криза 2002-2003 рр. знизила цей показник до 1,8% у 2003 р. Однак після кризи знову спостерігається стрімке зростання, що дозволило у 2007 р. досягти історичного максимуму питомої ваги чистих прямих закордонних інвестицій у ВВП, а саме 5,5%. Нове зменшення показника було пов'язане з кризою 2008-2009 рр. У післякризовий період питома вага більш-менш стабілізувалася в межах 2-2,8% від ВВП [34].

У якості інвесторів, які приймають участь у міжнародній інвестиційній діяльності, можуть виступати домогосподарства (фізичні особи), корпорації та держава. Найчастіше в економічній літературі досліджуються мотиви здійснення закордонних інвестицій транснаціональними компаніями (ТНК). Добре відома, наприклад, теорія Р. Вернона, яка базується на теорії життєвого циклу продукту. Досить уважно аналізується й теорія Данінга, згідно з якою основними мотивами вкладення закордонних інвестицій є: ресурсно-орієнтовані інвестиції (resource-seeking FDI); ринково-орієнтовані ПІІ (market-

seeking FDI); ПІІ, орієнтовані на підвищення ефективності (efficiency-seeking FDI); стратегічні ПІІ (strategic asset seeking FDI) [35-36].

Заслуговує на увагу глибоке дослідження мотивів інвестиційної діяльності, здійснене І.О. Бланком. На його думку система мотивації для інвестиційної діяльності містить п'ять елементів: 1) мотивація нагромадження ресурсів; 2) мотивація використання нагромадженого капіталу; 3) мотивація вибору видів інвестування; 4) мотивація вибору внутрішніх і зовнішніх інвестицій; 5) мотивація вибору вітчизняного чи зарубіжного інвестування [37].

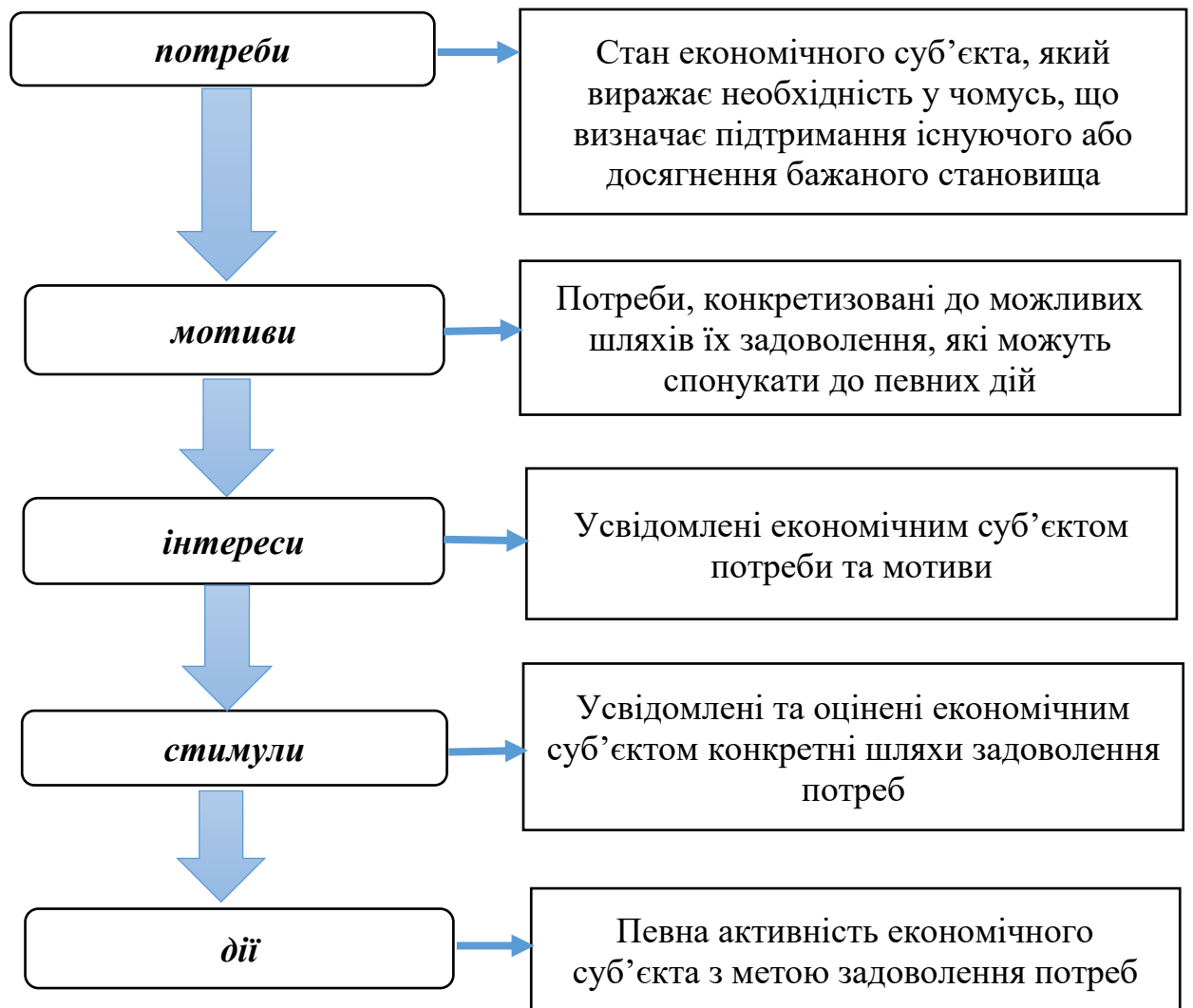
Не дивлячись на наявність масштабних досліджень, цілий ряд питань мотивації міжнародної інвестиційної діяльності залишається дискусійним або не з'ясованим. Зокрема потребує більш глибокого аналізу посуб'єктне вивчення мотивів для інвестування з позицій мікроекономіки, розмежування понять «мотиви» та «фактори» міжнародного інвестування тощо.

Метою нашого дослідження є визначення мотивів здійснення закордонних інвестицій для окремих груп економічних суб'єктів. Розуміння цих мотивів дасть змогу розробляти практичні дії, спрямовані на досягнення бажаних змін у міжнародній інвестиційній позиції, як з боку активів, так і з боку пасивів.

Перш за все потребує уточнення саме поняття «мотиви інвестування», оскільки в економічній літературі зустрічається плутанина між поняттями «мотиви» та «чинники (фактори)» інвестування. Так, наприклад, О.І. Негрич у якості мотивів інвестування називає такі: дешева кваліфікована робоча сила, ліберальні екологічні норми, низькі податки на доходи, тощо [38, с.29]. У даному випадку автор не бачить відмінностей між мотивами, як внутрішніми збудниками до певних дій, та стимулами, як зовнішніми чинниками, здатними привести в дію відповідні мотиви.

Інколи потреби визначають як внутрішні збудники до певних дій. В цілому з таким визначенням можна погодитися. Але воно акцентує уваги лише на «крайніх» точках складного ланцюга перетворень, розуміння якого виконує

не тільки пізнавальну функцію, але й відкриває шлях для управління процесом вибору економічним суб'єктом тих чи інших дій (рис.3.1).



**Рис. 3.1. Трансформація потреб економічного суб'єкта у його дії
(розроблено автором)**

Ключовими словами у визначенні потреб, на нашу думку, є «стан необхідності». Ця необхідність може втілюватися у якихось речах, послугах чи діях, як з боку самого суб'єкта, так і інших суб'єктів. Вони (речі, послуги чи дії) мають підтримати існуюче становище або ж забезпечити перехід до нового, бажаного стану. За своєю суттю потреба – це досить абстрактне поняття (наприклад, потреба в комфортних умовах життя чи у здоровому харчуванні). Мотиви є певним етапом конкретизації потреб. Вони доводять

рівень конкретизації до можливих шляхів задоволення потреб та за певних умов можуть спонукати до відповідних дій (наприклад, комфортні умови життя можна забезпечити, маючи житло достатньої площі та певний набір комунальних послуг).

Разом з тим, як потреби, так і мотиви можуть не усвідомлюватися економічним суб'єктом. Найчастіше причиною тому є недостатня поінформованість останнього. Так, людина хвора на астму має потребу у тривалому перебуванні біля моря, однак може нічого про це не знати та відповідно не здійснювати жодних дій. Інтерес же перетворює потребу та мотив на усвідомлені речі. Економічний суб'єкт тепер розуміє свою потребу й знає можливі шляхи її задоволення.

Таке усвідомлення ще не призводить до конкретної дії, оскільки усвідомлені шляхи можуть сприйматися як нереальні. Певні дії з'являються тільки тоді, коли стимули дозволяють з'ясувати, яким чином може бути реалізованим той чи інший інтерес.

Фактичні дії економічного суб'єкта є результатом складної взаємодії мотивів та стимулів. Як відзначалося нами раніше, у залежності від стану зовнішнього середовища (стимулів) деякі з мотивів проявлятися не будуть, а деякі стануть вирішальними при прийнятті рішення про закордонне інвестування. Тому стимули можна розглядати як фактори пробудження того чи іншого мотиву [39].

Мотиви закордонного інвестування, якими керуються групи відповідних суб'єктів, суттєво відрізняються. Тому доцільно їх аналізувати окремо для кожної групи.

Сьогодні домогосподарства (фізичні особи) не є значними гравцями світового ринку інвестицій. Разом з тим, досить часто за міжнародними інвестиціями якихось компаній стоять інтереси конкретних фізичних осіб. Особливо це властиво для України з її нерозвинутими формами колективної (групової) власності. Тому зупинимося, перш за все, на мотивах, які можуть

бути основою прийняття рішення домогосподарствами про інвестування за кордон (рис.3.2).

Усі зазначені мотиви тісно пов'язані між собою, однак первинним мотивом будь-якої діяльності домогосподарств є поліпшення споживання. Не стає виключенням й міжнародна інвестиційна діяльність. Суб'єктами цієї діяльності, як правило, є досить заможні домогосподарства, які мають високі поточні доходи та значні накопичені заощадження. Представники середнього класу в останні роки значно знизили свою міжнародну інвестиційну активність. Багато в чому це пов'язане з девальвацією національної валюти у пострадянських країнах взагалі й Україні, зокрема.

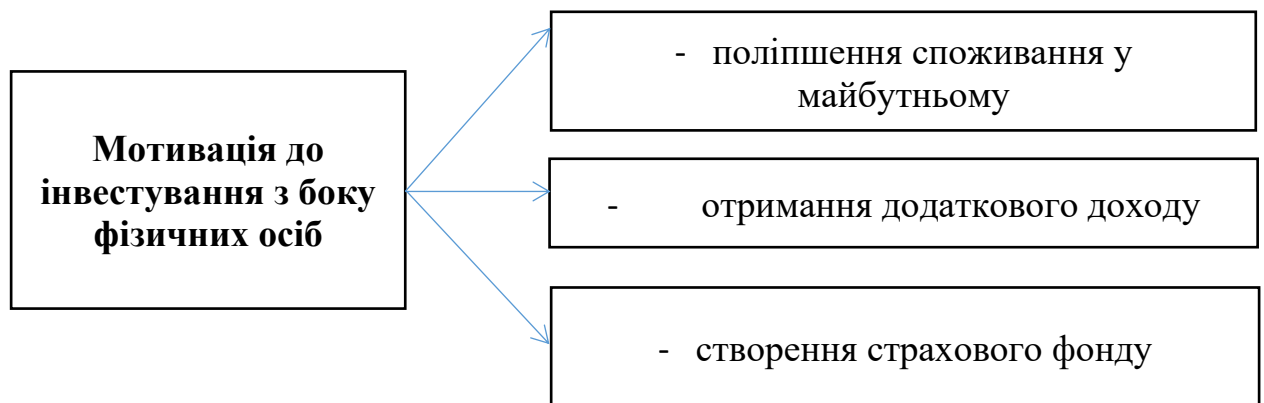


Рис. 3.2. Мотивація до інвестування з боку фізичних осіб (розроблено автором)

Основним об'єктом інвестування для реалізації мотиву поліпшення споживання стає нерухомість, якщо вона планується для власного використання. За інформацією Центру іспанської нерухомості 75-80% усіх запитів на придбання закордонної нерухомості стосуються апартаментів. Запити на окремі будинки не перевищують 25% [40]. У абсолютній більшості випадків таку нерухомість купують для власного проживання (тимчасового або постійного).

Слід зазначити, що попит на нерухомість з боку покупців, які представляють пострадянські країни, є досить значним: він входить в ТОП 10

світового ринку нерухомості. Разом з тим, в останні роки він значно скоротився, про що свідчить зменшення кількості заявок на придбання нерухомості. Так, якщо до 2013 р. із пострадянських країн щомісячно надходимо 40 тисяч інтернет-запитів «нерухомість в Іспанії», то на кінець 2016 р. цей показник зменшився до 10 тисяч. У п'ять разів зменшилася кількість запитів на придбання нерухомості у Болгарії та у три рази – у Польщі [40].

Не дивлячись на масштабність цього ринку, він, як правило, відбувається «у тіні». За офіційними даними лише 1,1% прямих закордонних інвестицій з України пов'язані з операціями з нерухомістю (усього близько 70 млн. дол. за весь період інвестування) [41]. Ця цифра не викликає довіри, оскільки з інших джерел відомо про численні об'єкти нерухомості, які належать українцям та за своєю вартістю у кілька разів перевищують офіційні дані.

Закордонне інвестування може розглядатися фізичними особами і як джерело додаткового доходу. У цьому випадку нерухомість відіграє уже другорядну роль. На перші позиції тут виходить пряме інвестування у закордонні підприємства та фінансові інструменти.

Однак для абсолютної більшості громадян України, які мають доходи тільки у нашій країні, цей мотив, як і попередній, так і залишається неактивованим, оскільки, з одного боку, рівень доходів не дозволяє накопичити суми, які могли б ефективно інвестуватися, а з іншого – навіть за наявності коштів їх офіційне закордонне інвестування вимагає значних трансакційних витрат. У відповідності до Декрету Кабінету Міністрів України від 19.02.1993 №93 «Про систему валютного регулювання та валютного контролю» інвестування коштів за кордон, якщо вони знаходяться в Україні, передбачає отримання спеціальної індивідуальної ліцензії НБУ, що залишається досить трудомісткою та тривалою процедурою. Разом з тим, з 25.02.2017 НБУ спростив використання коштів за кордоном для тих українців, які отримали валютні доходи за межами України. Якщо фізичні особи отримали заробітну плату, пенсію, дивіденди чи спадщину за кордоном, то у межах цих коштів мають право відкривати валютні рахунки та інвестувати

(реінвестувати) або здійснювати операції з фінансовими інструментами у інших країнах без отримання будь-яких спеціальних дозволів [42].

Оскільки масштаби трудової міграції українців досить значні (і вони продовжують зростати), то можна було очікувати, що така лібералізація буде сприяти зростанню показника закордонної інвестиційної активності. Однак насправді збільшення обсягів інвестицій з України ні у 2017, ні у 2018 рр. не спостерігається. Навпаки, спостерігається значне зростання надходжень в Україну від трудових мігрантів. Це є черговим підтвердженням тому, що зростаючі доходи від роботи за кордоном більшою мірою повертаються в Україну та йдуть на споживання, а не інвестуються за кордоном.

Досить обмежені можливості мають домогосподарства й для реалізації мотиву використання закордонних інвестицій як певного страхового фонду. Формально цей мотив може призводити до здійснення фінансового інвестування у вигляді депозитів у закордонних банках, придбання облігацій чи укладання договорів страхування. Однак через відсутність статистичної інформації важко судити про масштаби такого інвестування. На підставі ж розрізнених даних та на думку експертів такі «страхові фонди» досить обмеженої кількості українських громадян можуть обраховуватися десятками мільярдів доларів.

Таким чином, для абсолютної більшості домогосподарств України мотиви закордонного інвестування залишаються лише потенційними збудниками до дій через відсутність усвідомлених можливостей реалізації цих мотивів. Певна лібералізація процесів закордонного інвестування для фізичних осіб суттєво не змінила ситуацію. Закордонні інвестиції, як правило, здійснюються обмеженою кількістю фізичних осіб і головним чином через «тіньові» канали.

Дещо інакше виглядає мотиваційне поле для закордонних інвестицій у національних корпорацій (рис.3.3). В його основі лежить більш загальна мотивація діяльності бізнес-структур – максимізація економічного зиску. Вона може проявлятися як у формі максимізації поточного прибутку

(короткотермінові цілі), так і у вигляді зростання вартості активів (довгострокові цілі). Ці мотиви можуть поєднуватися, породжуючи новий, інтегрований мотив.

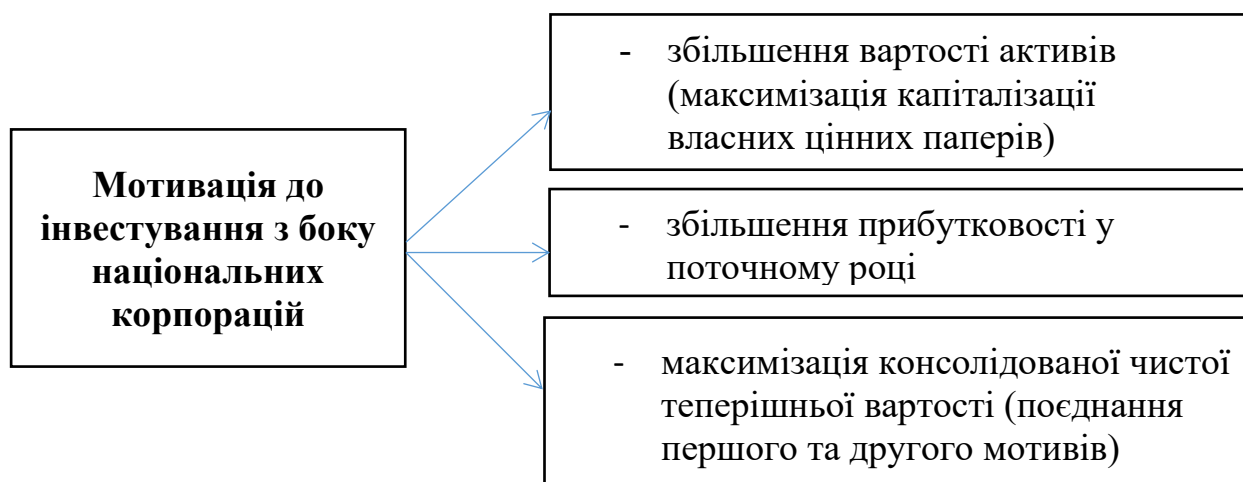


Рис. 3.3. Мотивація до закордонного інвестування з боку національних корпорацій (розроблено автором)

Разом з тим, таке загальне тлумачення мотивації національних корпорацій до закордонного інвестування далеко не повністю розкриває українську специфіку цього процесу. Наприклад, такий природний мотив як збільшення прибутковості у поточному році найчастіше реалізується не шляхом пошуку дешевших ринків сировини чи робочої сили за кордоном, інноваційних технологій, тощо, а через уникнення оподаткування (або його зменшення) шляхом створення підприємств у офшорних зонах. Це підтверджується тим фактом, що 93,6% прямих закордонних інвестицій з України (за станом на 31 грудня 2019 р.) припадає на Кіпр [41]. Більше того, ці інвестиції класифіковані як інвестиції у «професійну, наукову та технічну діяльність», що взагалі не має відношення до сфери виробництва. Практично усі ці інвестиції (більше 90%) здійснені однією компанією із Донецької області близько 10 років тому. У наступні ж роки офіційні прямі закордонні інвестиції з України майже не змінювалися.

Мають свою специфіку мотивації до міжнародної інвестиційної діяльності й транснаціональні компанії (рис.3.4). Оскільки Україна, як з'ясовано вище, не є (та й поки-що не може бути) активним міжнародним

інвестором, вона могла б стати значним реципієнтом іноземних інвестицій. Для формування ж належного інвестиційного клімату необхідно добре розуміти мотиви закордонного інвестування з боку ТНК.

На відміну від національних компаній ТНК займаються певною виробничою діяльністю за кордоном. Інвестуючи за кордон вони створюють там певні структури, які виробляють продукцію чи надають послуги, використовуючи місцеві ресурси, та реалізують їх з метою збільшення прибутковості порівняно з національним виробництвом. Ця глибинна мета конкретизується через систему мотивів, головними серед яких є наступні:

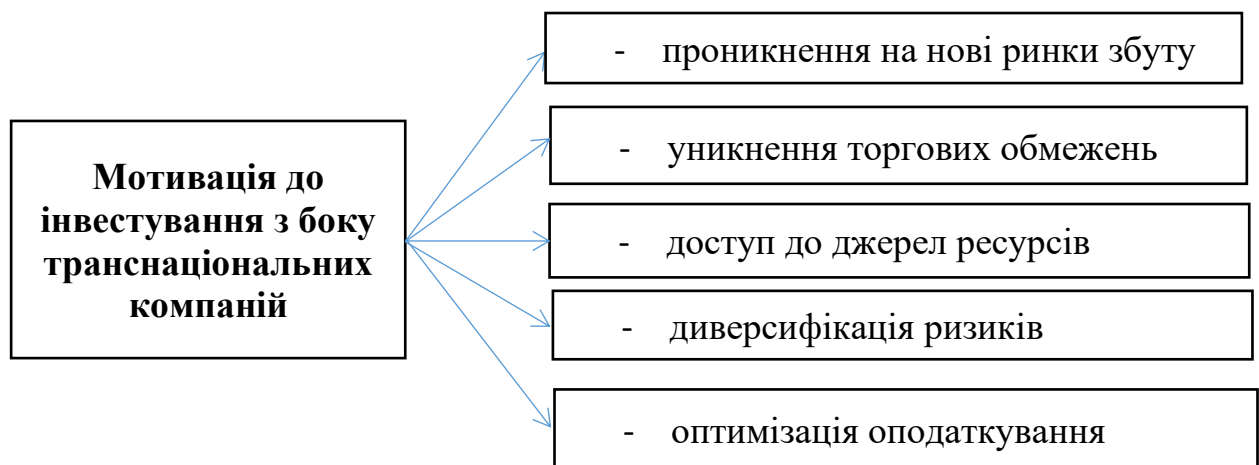


Рис. 3.4. Мотивація до інвестування з боку транснаціональних компаній

- *проникнення на нові ринки збуту*. Саме закордонні інвестиції дозволяють подолати національну обмеженість ринків збуту. Багато потенційних інвесторів розглядають Україну як масштабний ринок збуту. Зокрема мова може йти про часткове імпортозаміщення за рахунок приходу іноземного інвестора. За підсумками 2019 р. імпорт товарів в Україну склав 60,8 млрд. дол. (40% від ВВП). Звичайно, від частини імпорту поки-що відмовитися не можливо (наприклад, значна частина мінерального палива). Однак, якщо взяти лише 50% від тих статей імпорту, які піддаються заміщенню (продукція хімічної промисловості, текстильні волокна та вироби з них, машини, обладнання та механізми, недорогоцінні метали та вироби з них), то й у цьому випадку додаткова ємність українського ринку становитиме більше 10 млрд.

дол. на рік [41]. Це не тільки принесе вигоди для інвестора, але й дозволить Україні розв'язати проблему від'ємного сальдо зовнішньоторгового балансу;

- *уникнення торгових обмежень.* У глибоко інтегрованих міжнародних об'єднаннях таких обмежень не існує. Наприклад, ст. 34 Договору про функціонування ЄС забороняє введення якихось кількісних обмежень для внутрішньої торгівлі між країнами-учасниками. Досить рідко такі обмеження застосовують й країни, що розвиваються. А от квотування імпорту з третіх країн до ЄС – практика досить поширена. Про це свідчить й Угода про зону вільної торгівлі між ЄС та Україною. Саме у цих випадках іноземні інвестиції є шляхом подолання обмежень та фактичного розширення ринків збуту для ТНК;

- *доступ до джерел ресурсів.* Цей мотив не потребує особливих пояснень, оскільки саме він є одним з головних факторів іноземного інвестування з розвинених країн у країни, що розвиваються. Більш дешеві природні та трудові ресурси, а інколи й якісь унікальні ресурси приваблюють іноземного інвестора, дозволяючи реалізувати саме цей мотив;

- *диверсифікація ризиків.* Відомо, що всяка диверсифікація розглядається як один з чинників зменшення ризику підприємницької діяльності. Тому інвестори завжди намагаються диверсифікувати свої вкладення за видами діяльності, термінами окупності, об'єктами інвестування тощо. Міжнародні інвестиції дозволяють знизити загальний ризик підприємницької діяльності, диверсифікуючи її і між державами;

- *оптимізація оподаткування.* Створення структурних підрозділів ТНК у різних країнах та використання трансфертних цін у відносинах між ними дозволяє оптимізувати грошові потоки та мінімізувати податки.

Таким чином, мотиви закордонної інвестиційної діяльності слід диференціювати у залежності від потенційних суб'єктів інвестування. Серед них доцільно виділити домогосподарства, національні та транснаціональні компанії. Розуміння мотивів їх поведінки дозволить державі знайти дієві важелі впливу на міжнародні інвестиційні потоки. В інтересах України

сьогодні у сфері міжнародної інвестиційної діяльності важливо: легалізувати закордонні інвестиції фізичних осіб і національних компаній та вивести їх з «тіні»; залучити іноземних інвесторів для створення підприємств з виробництва продукції для імпортозаміщення; як наслідок – поліпшити сальдо зовнішньоторгового балансу та стабілізувати національну валюту. Розробка системи стимулів, здатних пробудити відповідні мотиви потенційних інвесторів може стати об'єктом подальших наукових пошуків.

3.2. Міжнародні рейтинги та прямі іноземні інвестиції

Сьогодні існують десятки міжнародних рейтингів, які намагаються певним чином ранжувати країни за тією чи іншою ознакою. Найбільш відомими серед них є індекс глобальної конкурентоспроможності Всесвітнього економічного форуму в Давосі (The Global Competitiveness Index – GCI), індекс легкості ведення бізнесу (Ease of Doing Business Index – DBI), індекс економічної свободи (Index of Economic Freedom – IEF), індекс людського розвитку (Human Development Index – HDI), глобальний індекс інновацій (The Global Innovation Index – GII), індекс сприйняття корупції (Corruption Perceptions Index – CPI) та багато інших. Як науковці [43-45], та і публіцисти [46-48] намагаються відслідковувати зміну позицій України у цих та інших рейтингах, оцінюючи позитивні зрушення та з'ясовуючи причини, за якими позиції нашої країни погіршуються.

Склалося більш-менш стійке уявлення, що поліпшення позиції у деяких рейтингах (наприклад, легкості ведення бізнесу чи глобальної конкурентоспроможності) є свідченням реальних позитивних зрушень в економіці та буде достойно оцінене закордонними потенційними інвесторами. Досить часто для характеристики та порівняння інвестиційного клімату в тій чи іншій країні використовується її позиція у рейтингу легкості ведення бізнесу (Ease of Doing Business Index). Разом з тим, серйозних досліджень, які

б підтвердили реальний зв'язок між активності іноземних інвесторів та місця у зазначеному рейтингу немає.

Метою нашого дослідження є аналіз впливу місця, яке посідає та чи інша країна у рейтингу DBI, на масштаби прямого іноземного інвестування в її економіку. Це допоможе визначитися Україні щодо її стратегії з формування міжнародної інвестиційної позиції. Цей аналіз також показує, які внутрішні проблеми особливо вагомі при визначенні факторів формування МІП.

Для досягнення поставленої мети нами було вибрано дві групи по 20 країн у кожній. До першої групи увійшли країни, які за підсумками рейтингу DBI-2018 посіли перші двадцять місць. До другої групи увійшли країни приблизно з середини списку (починаючи з 60 місця) [49]. У якості показників, які характеризують інвестиційну активність іноземного капіталу було обрано два співвідношення: питома вага прямих іноземних інвестицій у ВВП країни та обсяг прямих іноземних інвестицій у розрахунку на одного жителя країни. Інформаційним джерелом було обрано дані, які містяться на сайті бібліотеки ЦРУ за 2017 р. [50]. Ми обрали саме 2017 р., оскільки це останній рік, за яким є найбільш повна інформація на сайті ЦРУ. У наступні роки вона є дещо обмеженою як за змістом, так і за переліком країн.

Перш ніж проводити дослідження, слід зробити кілька попередніх зауважень. По-перше, статистика ЦРУ не зовсім співпадає з національною статистикою. Наприклад, у відповідності до даних Головного статистичного управління України за станом на 31.12.2017 р. обсяг прямих іноземних інвестицій в нашу економіку становив 39,1 млрд. дол. [9], тоді як ЦРУ наводить інші дані – 71,2 млрд. дол. На наш погляд, така невідповідність може бути пов'язана з різною методикою оцінки тих об'єктів, куди вкладалися прямі іноземні інвестиції. Українська національна статистика наводить дані за так званим митним принципом: яка сума іноземних коштів перетнула митний кордон України і спрямована на пряме інвестування. Так, якщо іноземний інвестор ще у 2008 р. придбав підприємство за 2 млрд. дол., то усі ці роки у статистиці іноземна інвестиція так і буде відображена як ця величина.

Статистична база ЦРУ використовує національну статистику, але доповнює її експертними оцінками. І тоді іноземна інвестиція буде розраховуватися як ринкова вартість об'єктів власності, які належать іноземним інвесторам, на момент оцінювання. Тому інвестовані у 2008 р. 2 млрд. дол. у 2017 р. можуть бути оцінені як у 1 млрд. дол., так і в 5 млрд. дол. Заради справедливості слуд зазначити, що в останні роки українська статистика теж починає змінювати показники з урахуванням переоцінки та актуалізації вартості як іноземних, так і закордонних інвестицій.

По-друге, у другій відібраній групі у ході дослідження ми змушені були пропустити деякі країни та замінити їх тими, що посіли наступні місця, оскільки інформація щодо прямих іноземних інвестицій у ці країни відсутня. Спроба сформувані ще й третю групу з кінця списку не дала результатів, оскільки для більшості країн цієї частини рейтингу статистична інформація є далеко не повною.

У табл.3.1 наведені дані про прямі іноземні інвестиції для країн-лідерів за рейтингом легкості ведення бізнесу. Здавалося б що саме легкість бізнесової діяльності має бути основним критерієм для іноземного інвестора при виборі країни інвестування. І саме така точка зору панує у економічній літературі. Однак дані таблиці цього однозначного не підтверджують.

Аналіз наведених розрахунків дозволяє зробити кілька важливих висновків:

По-перше, є три країни (Сінгапур, Гонконг та Ірландія), які «випадають» із загальної картини: інвестиційна активність іноземців тут на порядок вища, ніж у інших країнах групи. Причини такої активності явно знаходяться за межами рейтингу легкості ведення бізнесу, а тому ми їх аналізувати не будемо.

По-друге, навіть просте порівняння показників верхньої частини таблиці з нижньою показує, що показники інвестиційної активності не зменшуються з погіршенням місця в рейтингу. Так, наприклад, Канада, яка посідає лише 18-ту позицію, має показники питомої ваги ПІІ у ВВП та ПІІ на душу населення вищі, ніж Нова Зеландія, Данія, Південна Корея та США, які посідають,

відповідно, 1, 3, 4 та 6 позиції. Цей висновок підтверджується й розрахунком коефіцієнтів кореляції. Для показників «місце в рейтингу» та «питома вага ППІ у ВВП» коефіцієнт кореляції становить -0,2, а для показників «місце у рейтингу» та «ППІ на душу населення» -0,12. Це дає підстави стверджувати, що для групи лідерів рейтингу зв'язок між рейтинговою позицією та інвестиційною активністю іноземців відсутній.

Таблиця 3.1

Прямі іноземні інвестиції у країни-лідери рейтингу DBI (2017 рік)*

Країни	Місце в рейтингу	ВВП, млрд. дол.	Населення, млрд. дол.	Прямі іноземні інвестиції		
				всього, млрд. дол.	питома вага у ВВП, %	у розрахунку на 1 особу, тис. дол.
Нова Зеландія	1	201	4,51	78,3	39,0	17,36
Сінгапур	2	306	5,89	1158	378,4	196,60
Данія	3	324	5,61	145,9	45,0	26,01
Республіка Корея	4	1530	51,2	193,6	12,7	3,78
Гонконг	5	334	7,19	1901	569,2	264,39
США	6	19360	326,63	4084	21,1	12,50
Велика Британія	7	2565	65,65	2027	79,0	30,88
Норвегія	8	392	5,32	217,2	55,4	40,83
Грузія	9	15	4,93	16,2	108,0	3,29
Швеція	10	542	9,96	405,1	74,7	40,67
Македонія	11	11	2,1	7,15	65,0	3,40
Естонія	12	26	1,25	23,8	91,5	19,04
Фінляндія	13	252	5,52	169,1	67,1	30,63
Австралія	14	1390	23,23	647,7	46,6	27,88
Тайвань	15	572	23,51	85,6	15,0	3,64
Литва	16	47	2,82	16,6	35,3	5,89
Ірландія	17	326	5,01	1477	453,1	294,81
Канада	18	1640	35,62	1045	63,7	29,34
Латвія	19	30	1,94	16,2	54,0	8,35
Німеччина	20	3652	80,59	1455	39,8	18,05
По групі		33515	668,48	15169,45	45,3	22,69

* Розраховано за: [50]

По-третє, впадає у вічі той факт, що до групи лідерів в основному входять ті країни, які уже багато років практично в усіх міжнародних рейтингах займають провідні позиції. Це країни з досить високим та вищим за

середній рівнем розвитку. В останні роки до групи лідерів стали потрапляти й «молоді» учасники, такі як Грузія та Македонія. Однак легко помітити, що саме вони демонструють найнижчі показники інвестиційної активності у розрахунку на душу населення, не дивлячись на високий показник рейтингу. Це можна пояснити тим, що прямі іноземні інвестиції підраховувалися накопичувальним методом, тому країни «з історією» мають певні переваги.

Дещо інша картина спостерігається у групі країн, які посіли місця у рейтингу після шестидесятого (табл.3.2). Хоча й тут є кілька країн, які порушують загальну картину. Зовсім неочікувано позицію 63 посідає Люксембург, хоча інвестиційна активність іноземців тут навіть вища, ніж у Нової Зеландії, яка в рейтингу посіла перше місце (19 тис. дол. на одного жителя у Люксембургу проти 17 тис. дол. у Новій Зеландії). Значно вищими ніж середні по групі є показники інвестиційної активності у таких країнах, як Бахрейн, Панама та Катар. Це можна пояснити тим особливим місцем, яке займають ці країни у світовій економіці, тому навіть попри певні складності у веденні бізнесу іноземний капітал активно проникає у їх економіку.

Разом з тим, при деякій економіко-статистичній обробці матеріалів таблиці виявляються цікаві закономірності. По-перше, якщо вилучити з аналізу названі вище чотири країни, то виявляється досить суттєвий зв'язок між місцем в рейтингу та розміром прямих іноземних інвестицій у розрахунку на одного громадянина: коефіцієнт кореляції становить $-0,64$. І хоча це ще далеко до того, щоб зв'язок визнати функціональним, але щонайменше його можна вважати наявним. Від'ємне значення коефіцієнта підкреслює спрямованість зв'язку: нижче місце у рейтингу – менша активність іноземного капіталу.

По-друге, цікавим є співставлення середніх показників по першій та другій групі країн. Так, якщо у групі лідерів у середньому питома вага прямих іноземних інвестицій у ВВП становить $45,2\%$, а у розрахунку на душу населення ПІІ сягають 22,69 тис. дол., то у групі «середняків» ці показники становлять, відповідно, $16,6\%$ та 1,23 тис. дол. Це є свідченням того, що вплив

позиції у рейтингу на інвестиційну активність іноземних інвесторів важко виявити, коли порівнюються близькі позиції. Але він чітко прослідковуються, коли об'єктом порівняння стають країни, які відділяються багатьма сходинками рейтингу.

Таблиця 3.2

**Прямі іноземні інвестиції у країни з середнім значенням рейтингу DBI
(2017 р.)***

Країни	Місце в рейтингу	ВВП, млрд. дол.	Населення, млн. чол.	Прямі іноземні інвестиції		
				всього, млрд. дол.	питома вага у ВВП, %	у розрахунку на 1 особу, тис. дол.
Коста-Ріка	61	58,91	4,93	35,01	59,4	7,10
Монголія	62	10,87	3,07	19,42	178,7	6,33
Люксембург	63	63,52	0,59	11,21	17,6	19,00
Албанія	65	13	3,05	6	46,2	1,97
Бахрейн	66	33,87	1,41	22,11	65,3	15,68
Греція	67	204,3	10,77	34,11	16,7	3,17
В'єтнам	68	216	96,16	128,3	59,4	1,33
Мароко	69	110,7	33,99	57,81	52,2	1,70
Індонезія	72	1011	260,58	247,7	24,5	0,95
Ель-Сальвадор	73	27,41	6,17	10,78	39,3	1,75
Бутан	75	2,32	0,76	0,19	8,2	0,25
Україна	76	104,1	44,03	71,15	68,3	1,62
Киргизстан	77	7,06	5,79	5,86	83,0	1,01
Китай	78	11940	1379,3	1514	12,7	1,10
Панама	79	59,05	3,75	56,02	94,9	14,94
Кенія	80	78,4	47,62	6,2	7,9	0,13
Південна Африка	82	344,1	54,84	139,2	40,5	2,54
Катар	83	161,3	2,31	36,04	22,3	15,60
Мальта	84	12,01	0,42	0,17	1,4	0,40
Боснія і Герцеговина	86	17,46	3,86	7,92	45,4	2,05
По групі		14475,38	1963,4	2409,2	16,6	1,23

* Розраховано за: [50]

Таким чином, з одного боку, проведений аналіз показує, що іноземні інвестори далеко не завжди керуються показниками простоти ведення бізнесу для вибору країни інвестування. З іншого боку, є підстави висловити гіпотезу,

що активність іноземних інвесторів залежить, перш за все, від рівня розвитку країни. Спробуємо перевірити цю гіпотезу шляхом співставлення показників «ВВП на душу населення» та «прямі іноземні інвестиції на душу населення».

На рис. 3.5 наведено зв'язок міжнародної інвестиційної активності та рівня розвитку країни для групи країн, які посідають перші місця за рейтингом простоти ведення бізнесу (з розрахунків видалені ті три країни, про які мова йшла вище). Легко помітити подібність характеру коливань показника «ВВП на душу населення» та «прямі іноземні інвестиції на душу населення». Розрахований коефіцієнт кореляції підтверджує це припущення. Він становить 0,78, що дає підстави стверджувати про наявність досить суттєвого зв'язку між рівнем розвитку країни та активністю іноземних інвесторів щодо розміщення в ній прямих інвестицій.

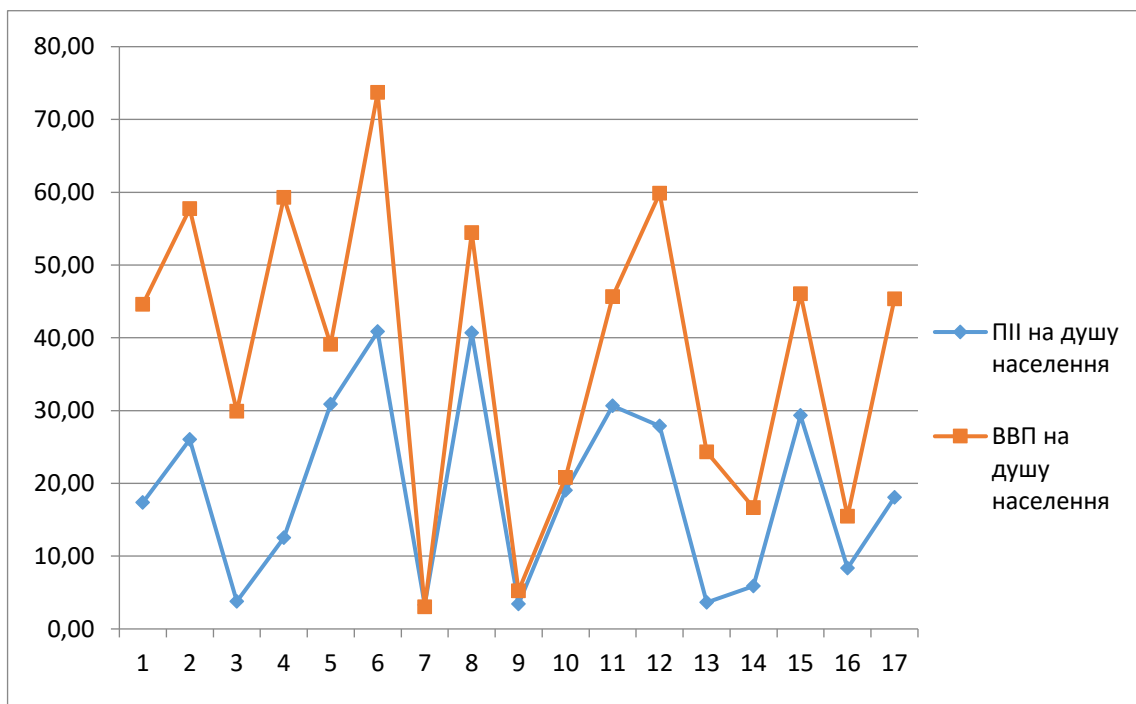


Рис. 3.5. Зв'язок міжнародної інвестиційної активності та рівня розвитку країни (для країн першої групи)

Подібна ситуація спостерігається і для країн з середини рейтингу (рис. 3.6). Тіснота зв'язку між досліджуваними показниками тут теж майже співпадає з першою групою та становить 0,77. Тобто взаємозалежність рівня

розвитку країни та міжнародної інвестиційної активності можна тлумачити як певну закономірність, яка знаходить підтвердження в емпіричних дослідженнях.

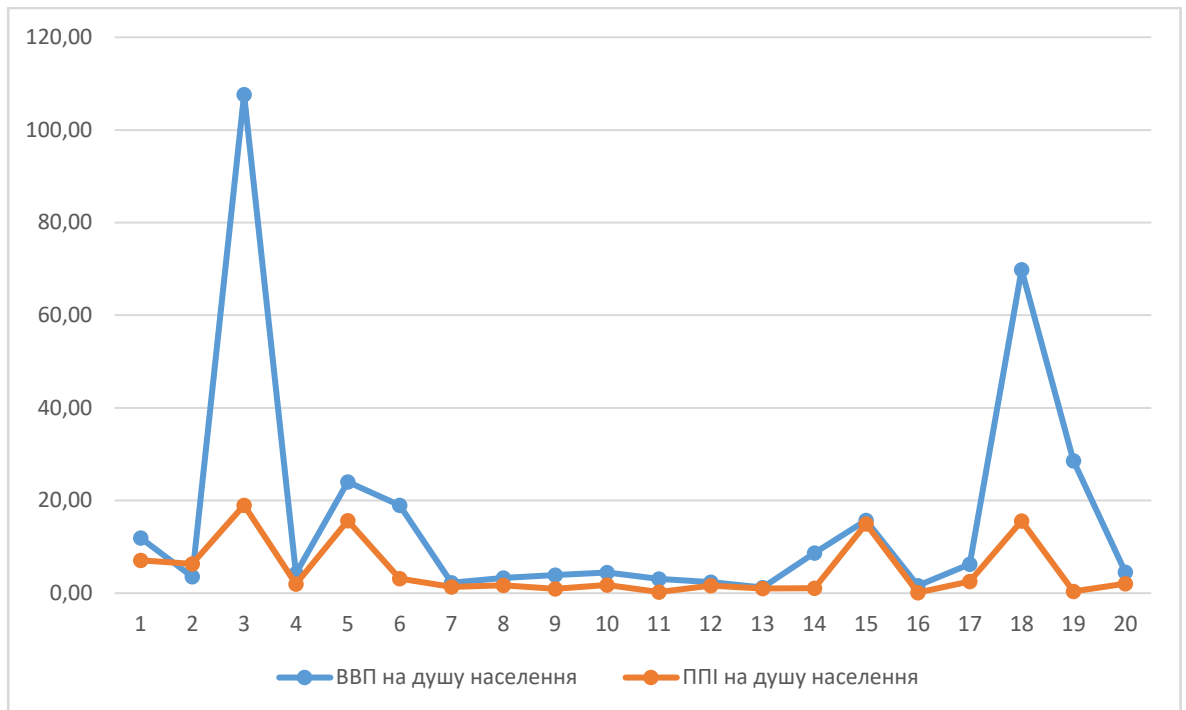


Рис. 3.6. Зв'язок міжнародної інвестиційної активності та рівня розвитку країни (для країн другої групи)

Разом з тим, слід підкреслити, що, на нашу думку, зв'язок між досліджуваними показниками не є причинно-наслідковим, який має чіткий вектор спрямування (рівень розвитку країни є причиною більших прямих іноземних інвестицій). Його слід розглядати як обопільний: більш високий рівень ВВП на душу населення може бути як причиною притоку іноземних інвестицій, так і його наслідком. Саме цей зворотний вплив і є найважливішим для країн, подібних Україні, які пов'язують прискорення економічного розвитку саме зі збільшенням залучення іноземних інвестицій.

Отже емпірична перевірка поширеного уявлення про значний вплив рейтингу простоти ведення бізнесу для тієї чи іншої країни на залучення прямих іноземних інвестицій знаходить лише часткове підтвердження. Зв'язок цих показників прослідковується лише тоді, коли різниця у позиціях рейтингу

досить значна. Близькі ж за рейтингом країни можуть бути як досить привабливими для інвесторів, так і не викликати у них інтерес. Навпаки, виявлений досить тісний зв'язок між рівнем розвитку країни, який оцінювався за показником «ВВП на душу населення», та міжнародною інвестиційною активністю, що вимірювалася розміром прямих іноземних інвестицій у розрахунку на одного громадянина країни. Усвідомлення того факту, що не лише прямі інвестиції залежать від рівня розвитку країни, а й темпи розвитку країни багато в чому детермінується розміром прямих іноземних інвестицій, визначає стратегію країн, які ставлять за мету прискорення економічного зростання.

3.3. Портфельні інвестиції в Україну: шанси та загрози

Загальнотеоретичні основи дослідження портфельних інвестицій закладені у роботах відомих західних дослідників, зокрема: Г. Марковіца [52], Е.С. Бредлі, Р.Дж. Т'юлза, Т.М. Т'юлза [53], У. Шарпа [54] та інших. Саме там сформовані портфельні підходи до інвестиційної діяльності та визначені основні критерії оцінки ефективності та ризикованості інвестиційного портфелю. Різноманітні аспекти міжнародної інвестиційної діяльності та залучення інвестиційних ресурсів в Україну викладені у роботах В. Дергачової, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона, А. Пересади, О. Рогача та ін. Особливо слід відзначити П.В. Дзюбу, який в останні роки провів досить фундаментальні дослідження портфельних інвестицій у світовій економіці [55-57].

Разом з тим, потребує певного уточнення саме поняття «портфельні інвестиції», оскільки воно використовується інколи у різних за змістом значеннях, що викликає плутанину. Є нагальною також оцінка впливу на українську економіку сучасних тенденцій у динаміці портфельних інвестицій та обґрунтування певних дій держави щодо регулювання цього процесу.

Про портфельні інвестиції в економічній науці почали говорити ще у 30-х роках минулого століття. Саме тоді розпочалася розробка поняття «інвестиційний портфель», яка набула більш-менш завершеного вигляду уже в 50-х роках. Відповідно до цього й поняття «портфельні інвестиції» закріпилося за тими вкладеннями коштів, які були пов'язані з формування певного набору цінних паперів, що й утворювали інвестиційний портфель. «Одне за найбільш визначальних місць у сучасній теорії міжнародного портфельного інвестування посідає теорія портфеля, - пише П.В. Дюба. - Вона вважається основоположною щодо пояснення процесів не лише міжнародного, а й портфельного інвестування у цілому» [55, с.101]. У цьому випадку портфельні інвестиції протиставлялися безсистемним, непов'язаним, одиничним інвестиціям (рис. 3.7).

Такий підхід є суто мікроекономічним, поведінковим. Він спрямований на розробку рекомендацій господарюючим суб'єктам, які прийняли рішення про формування інвестиційного портфеля. У цьому випадку оцінка інвестиційної привабливості тих чи інших цінних паперів не може бути оцінена лише сама по собі без розуміння ролі та функцій, які будуть виконувати ці папері у інвестиційному портфелі.

Слід підкреслити, що при такому підході не може використовуватися жодний кількісний критерій для визначення межі між портфельними та одиничними інвестиціями. Для їх виділення немає значення відношення інвестора до об'єкта інвестування. Головне – чи розглядаються інвестиції як елемент певного пакету (тоді вона портфельна), чи вона є самостійною (тоді вона одинична). Звертаємо увагу, що при такому підході не має значення місце інвестування: здійснюється воно всередині країни чи за кордоном.

Разом з тим, інвестори, які формували інвестиційний портфель, найчастіше були налаштовані саме на отримання прибутку та мінімізацію ризиків, а не на здійснення контролю за діяльністю емітента цінних паперів, які є у портфелі. Такі інвестори (в силу тих завдань, які вони ставлять перед собою) не «прив'язані» до певного об'єкта інвестування й досить легко

розлучаються з тими чи іншими цінними паперами, якщо вони перестають відігравати покладену на них роль у інвестиційному портфелі. Як наслідок, поняття «портфельні інвестиції» починає розширюватися та набувати дещо іншого значення.

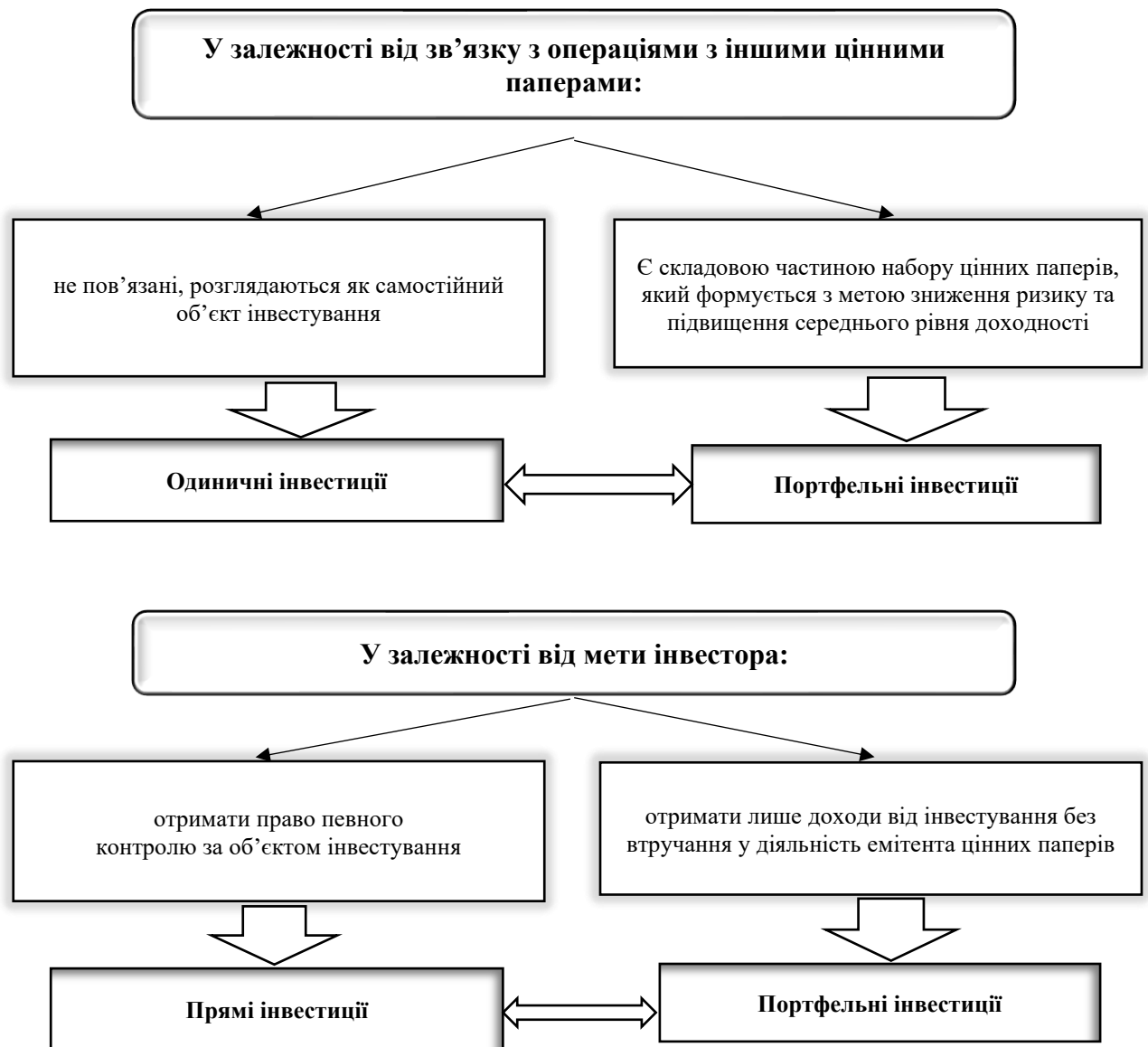


Рис. 3.7. Варіанти класифікації інвестицій (розроблено автором)

У новому значенні портфельні інвестиції протиставляються не одиничним, а прямим. Якщо портфельний інвестор не ставить за мету контролювати об'єкт інвестування, то для прямого інвестора саме такий контроль є провідним мотивом для інвестування. Відмінності цілей прямих та портфельних інвесторів змінюють критерії вибору об'єктів інвестування та приводять до різних наслідків інвестування. Особливого значення це набуває

саме у міжнародному інвестування. Тому сьогодні найчастіше поняття прямого та портфельного інвестування застосовується саме до класифікації міжнародних інвестицій. Стало хрестоматійним вважати прямими інвестиціями таку міжнародну інвестиційну діяльність, яка «відображає прагнення інституційної одиниці - резидента однієї країни здійснювати контроль або істотний вплив на діяльність підприємства, що є резидентом іншої країни» [58]. Кількісним критерієм прямих інвестицій є придбання не менше 10% вартості статутного капіталу підприємства-нерезидента. Тоді усі інші міжнародні інвестиції, які не підпадають під поняття прямих, можна вважати портфельними. Саме у такому значенні ми й будемо використовувати це поняття у подальших дослідженнях.

Слід зазначити, що обсяг прямих та портфельних інвестицій за останні 19 років мали різну динаміку (табл.3.3). Якщо у 2000 р. прямі інвестиції в Україну були лише 1,21 разів більші за портфельні інвестиції, то у 2011 р., це співвідношення уже становило 2,71. У наступні два роки Україна дуже високими темпами збільшувала свої міжнародні запозичення: у 2013 р. порівняно з 2011 р. портфельні інвестиції зросли майже у 1,5 рази. І хоча прямі інвестиції теж зростали, їх співвідношення з портфельними почало змінюватися на користь останніх.

У 2014-2015 рр., коли в Україні розпочалась глибока економічна криза, викликана окупацією Криму та війною на сході, спостерігається відтік як прямих, так і портфельних інвестицій. І хоча загальновизнано, що портфельні інвестиції більш оперативно реагують на кризові явища, в Україні у ці роки спостерігається дещо інша тенденція: обсяги прямих інвестицій скорочувалися скоріше, ніж портфельних. Та і у наступні роки, коли почалося зростання іноземних інвестицій в Україну, скоріше зростали портфельні інвестиції, ніж прямі. Це призвело до того, що у 2018 р. прямі інвестиції були лише в 1,38 рази більші ніж портфельні.

Для пояснення причин такої динаміки проаналізуємо детальніше обсяги, динаміку та структуру портфельних інвестицій.

Таблиця 3.3

**Співвідношення прямих та портфельних інвестицій в економіку
України (млн. дол. США)***

	2000	2005	2010	2011	2013	2014	2017	2018
Прямі інвестиції в Україну	3 875	17 209	52 872	59 035	67 204	50 218	43 933	45 134
Портфельні інвестиції в Україну	3 198	9 011	20 085	21 806	35 956	32 021	30 569	32 674
Відношення прямих інвестицій до портфельних	1,21	1,91	2,63	2,71	1,87	1,57	1,44	1,38

Розраховано за: [57].

Перш за все, слід зазначити, що Україна є нетто-реципієнтом міжнародних портфельних інвестицій. Навіть у найсприятливіші роки (2012-2015 рр.) портфельні інвестиції з України не перевищували 200 млн. дол. (рис. 3.8). На сьогодні ж портфельні інвестиції в Україну перевищують їх потік з України у 250 разів (рис.3.9). Як наслідок, Україна має від'ємне сальдо портфельних інвестицій, яке становить більше 30 млрд. дол. США. й неухильно зростає. Зменшення цього показника в окремі роки (2008-2009 та 2014-2015 рр.) пов'язані з кризовими явищами в Україні та певним відтоком раніше здійснених портфельним інвестицій, а не з активізацією закордонної діяльності українських інвесторів (рис. 3.10).



Рис. 3.8. Портфельні інвестиції з України (млн. дол. США) [57]

Разом з тим, досить цікавим є той факт, що між обсягами портфельних інвестицій з України та в Україну існує тісний кореляційний зв'язок. За нашими розрахунками, проведеними на підставі даних за період з 2000 по 2018 р., коефіцієнт кореляції між вхідними та вихідними потоками портфельних інвестицій становить 0,894. Це можна пояснити щонайменше двома причинами.

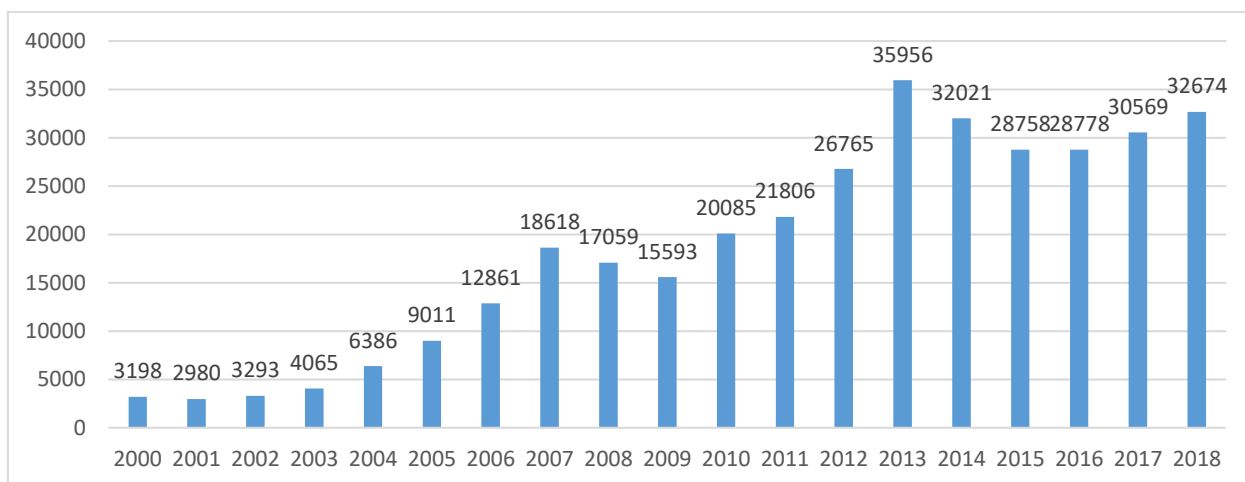


Рис.3.9. Портфельні інвестиції в Україну (млн. дол. США) [57]

По-перше, можуть існувати треті причини, які однаково впливають на динаміку як вхідних, так і вихідних потоків. Є усі підстави вважати, що таким фактором може бути економічна динаміка. Легко помітити, що як інвестиції з України, так і інвестиції в Україну значно зростають напередодні економічних криз. Локальні максимуми інвестицій в Україну та з України припадають на 2007 та 2013-2014 рр. Навпаки, у період криз скорочуються як перші, так і другі.

По-друге, можна висловити припущення, що, пройшовши через складні трансформації, залучені в Україну портфельні інвестиції стають джерелом для зовнішнього інвестування. На жаль, немає можливості ні підтвердити, ні заперечити це припущення, однак з урахуванням рівня корумпованості української економіки ймовірність такої трансформації дуже висока.

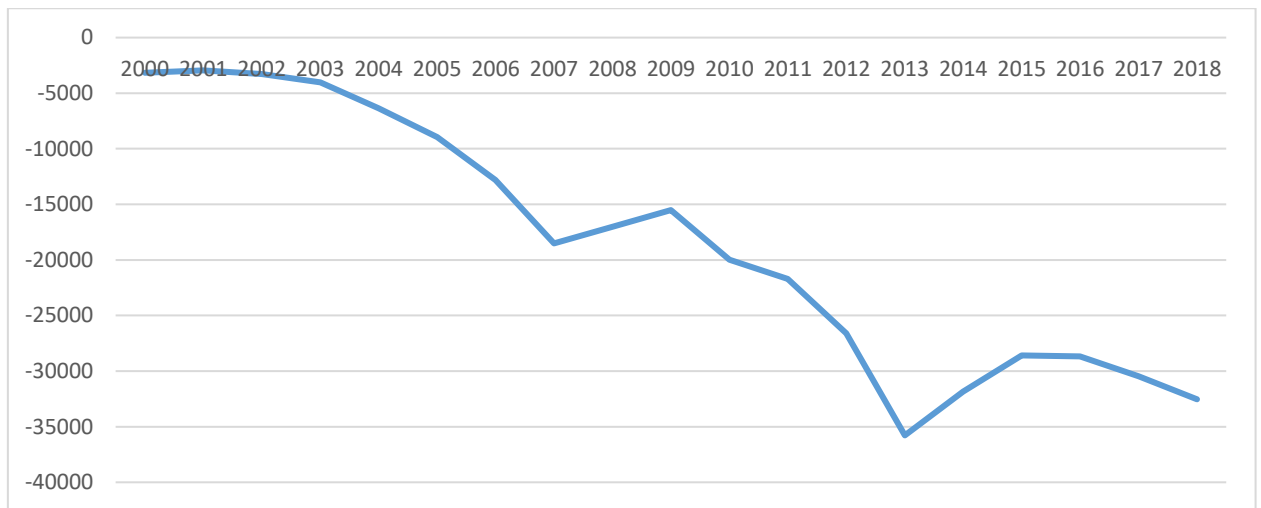


Рис. 3.10 Сальдо портфельних інвестицій (млн. дол. США)

Загальновизнаним є вплив інвестицій на економічну динаміку. Саме реальне інвестування дозволяє створювати нові робочі місця, збільшувати обсяги пропозиції та формувати більший попит через дію ефекту мультиплікації. Цей ефект особливо зростає, коли в країну інвестиції заходять саме у грошовій формі (а не у вигляді, скажімо, обладнання).

Можна було б прогнозувати, що портфельні інвестиції особливо сприятливі для прискорення економічного розвитку, оскільки їх речовою формою завжди є гроші. Разом з тим, аналіз показує, що між динамікою портфельних інвестицій в Україну та темпами приросту ВВП хоча й існує зв'язок (за нашими розрахунками коефіцієнт кореляції між темпами приросту портфельних інвестицій в Україну та темпами приросту ВВП за 2000-2018 рр. становить 0,597), однак його тіснота значно менша, ніж можна було очікувати. Хоча, як видно з рис. 3.11, спостерігається певне співпадіння тенденцій зміни досліджуваних показників.

На наш погляд, потребує уточнення твердження, чи дійсно «портфельні інвестиції» є інвестиціями для усіх. Макроекономічний підхід до аналізу портфельних інвестицій потребує їх оцінки не тільки з точки зору інвестора, але й з позиції реципієнта. Якщо для інвестора придбання цінних паперів з метою отримання прибутку беззаперечно є інвестуванням, то оцінка цього процесу для реципієнта не є такою однозначною.

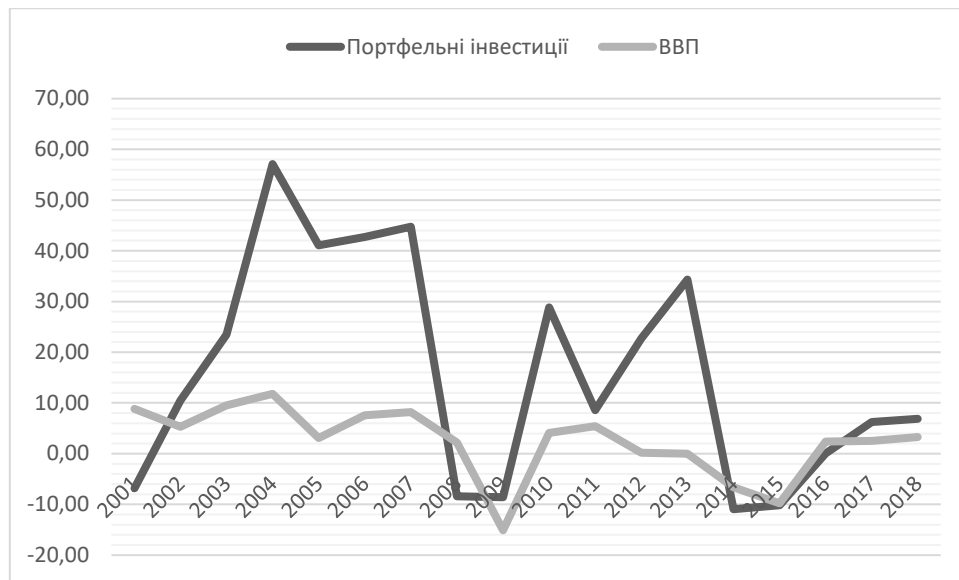


Рис. 3.11. Співвідношення темпів приросту портфельних інвестицій в Україну та темпів приросту ВВП (у відсотках) [41; 57]

Багато в чому оцінка портфельних інвестицій буде залежати від ряду обставин. По-перше, які цінні папери стали об'єктом інвестування: пайові чи боргові? По-друге, хто є емітентом цих паперів? І, по-третє, на які цілі будуть використовуватися вилучені від продажу цінних паперів кошти? Пошук відповіді на ці питання потребує більш глибокого аналізу структури портфельних інвестицій в Україну (табл. 3.4 і 3.5).

Таблиця 3.4
Складові портфельних інвестицій в Україну (млн. дол. США)*

Роки	2000	2005	2010	2011	2013	2014	2015	2017	2018
Портфельні інвестиції в Україну	3198	9011	20085	21806	35956	32021	28758	30569	32674
Інструменти участі в капіталі	803	876	2773	3588	5197	4662	4871	5144	5125
Боргові цінні папери	2395	8135	17312	18218	30759	27359	23887	25425	27549
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	0	1256	4672	3648	5082	4365	3490	2753	2841
Сектор загального державного управління	2373	5496	9201	10048	19386	19340	18838	20859	22889
Інші сектори	0	1383	3439	4522	6291	3654	1559	1813	1819

Розраховано за: [57].

Як бачимо, на сьогодні лише трохи менше 16% портфельних іноземних інвестицій пов'язано з інструментами участі у капіталі (абсолютна більшість з них — це акції підприємств). Цей канал може бути використаним для

перетворення коштів, що надійшли в Україну, на реальне інвестування. Однак, така трансформація була б найбільш ймовірною, якби акції придбавалися на первинному ринку. Тоді кошти надходили б безпосередньо емітенту та була б висока ймовірність їх використання на цілі інвестування. Насправді ж портфельні інвестиції реалізуються найчастіше на вторинному ринку. І це лише означає зміну власників грошей та акцій і не має прямого відношення до реального інвестування. Звичайно, новий власник грошей може використати їх на інвестування. Але з однаковою ймовірністю ці кошти можуть бути використані на споживання (рис.3.12).

Таблиця 3.5

Структура портфельних інвестицій в Україну (у відсотках)*

	2000	2005	2010	2011	2013	2014	2015	2017	2018
Інструменти участі в капіталі	25,1	9,7	13,8	16,5	14,5	14,6	16,9	16,8	15,7
Боргові цінні папери	74,9	90,3	86,2	83,5	85,5	85,4	83,1	83,2	84,3
Сектор загального державного управління	74,2	61,0	45,8	46,1	53,9	60,4	65,5	68,2	70,1
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	0,0	13,9	23,3	16,7	14,1	13,6	12,1	9,0	8,7
Інші сектори	0,0	15,3	17,1	20,7	17,5	11,4	5,4	5,9	5,6

Розраховано за: [57].

Слід підкреслити, що навіть використання іноземних інвестицій на цілі споживання може позитивно позначитися на темпах економічного зростання. Адже збільшення сукупного попиту в країні-реципієнті є стимулом для зростання пропозиції, що дає поштовх розвитку національній економіці. На жаль, на практиці українська економіка викривлено реагує на зростання сукупного попиту. Це зростання, як правило, покривається не за рахунок збільшення внутрішнього виробництва, а за рахунок імпорту, що досліджувалося нами у попередніх роботах [58].

Лєвова частка (майже 85%) портфельних інвестицій припадає на боргові цінні папери. Учасниками цього процесу з української сторони є сектор загального державного управління (більше 70%), депозитні корпорації (крім центрального банку) (близько 9%) та інші сектори (менше 6%). Кожен з них по-різному може трансформувати закордонні портфельні інвестиції у реальні інвестиції в українську економіку.

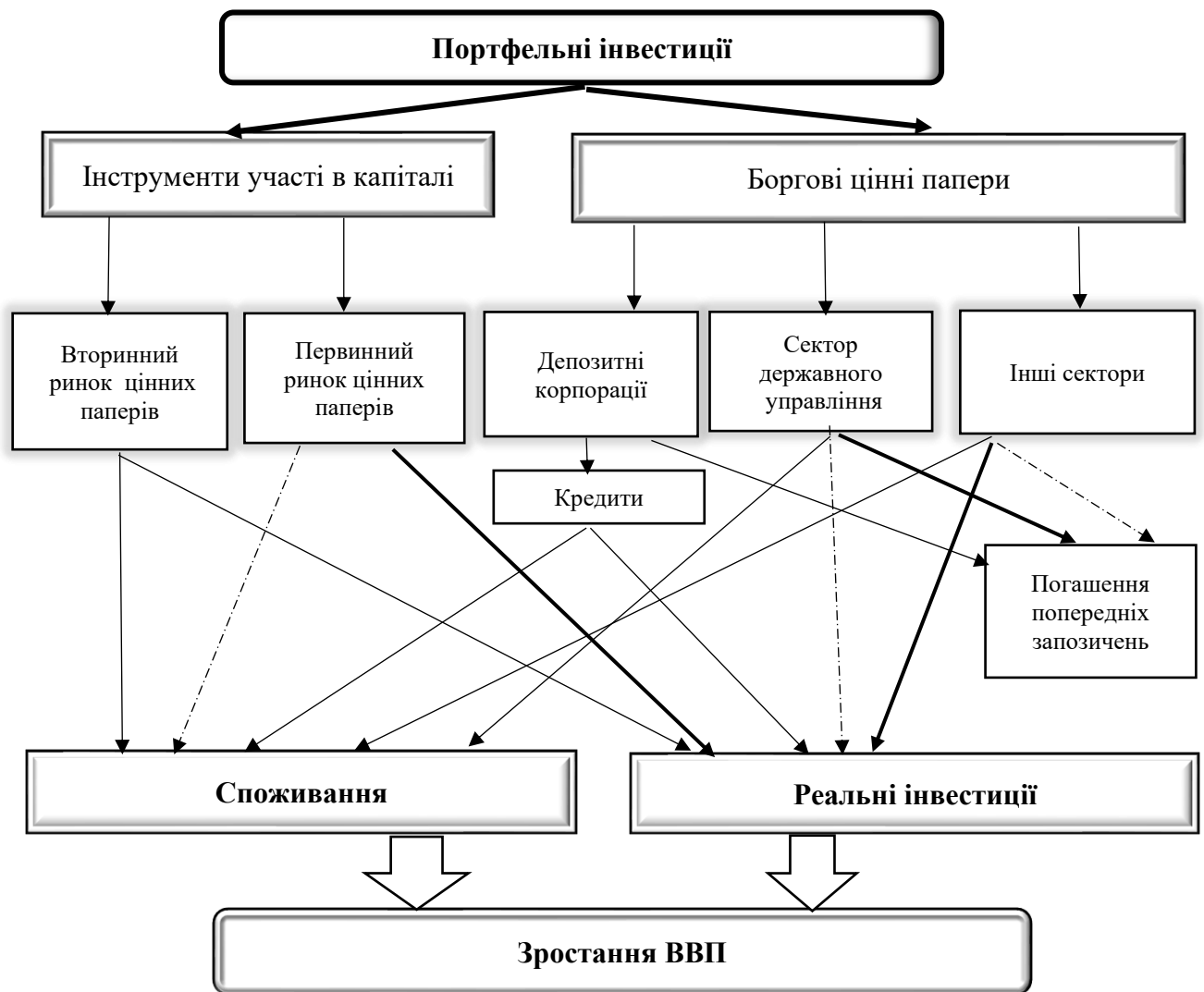


Рис. 3.12. Канали впливу портфельних інвестицій на темпи зростання ВВП (розроблено автором)

Основним способом залучення іноземних портфельних інвестицій з боку сектору загального державного управління є розміщення єврооблігацій (так званих, євробондів). Саме держава виступає позичальником й гарантом своєчасного погашення цих зобов'язань. Залучення таких інвестицій обходиться досить дорого. За даними Франкфуртської фондової біржі (Німеччина) українські облігації торгуються з купоном (щорічна виплата відсотків) 7,75%. Це чи не найвищий рівень доходності серед державних цінних паперів, що торгуються на цій біржі. Для порівняння можна сказати, що облігації Королівства Норвегії мають купон 1,75%, Сполучених Штатів Америки – 1,5%, Канади – 2,25%, Австралії – 2,75%, Аргентини – 3,38% [59].

Це призводить до зростання зовнішнього боргу не тільки за рахунок «тіла» запозичення, але й за рахунок високих відсотків.

Останнім часом іноземні інвестори стали приймати активну участь у торгівлі облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП). Так, за 7 місяців 2019 р. їх портфель ОВДП зріс у 13,5 разів – з 6,3 до 86,4 млрд. грн. [60].

Залучені державою портфельні інвестиції фактично не використовуються на цілі інвестиційної діяльності. За даними Державної служби статистики України кошти іноземних інвесторів (як прямих, так і портфельних) складають близько 1% серед джерел фінансування капітальних інвестицій [41].

Не значна частина запозичених коштів використовується на фінансування споживання. Про вплив цього каналу на економічне зростання мова йшла уже вище. Основна маса запозичених коштів спрямовується на погашення зовнішньої заборгованості держави. Оскільки такий «транзит» запозичень жодним чином не пов'язаний з внутрішніми економічними процесами (він тільки збільшує тиск зовнішнього боргу на економіку країни), то він і не чинить особливого впливу на економічне зростання. Є усі підстави стверджувати, що саме через ці обставини й відсутній тісний кореляційний зв'язок між динамікою портфельних інвестицій та ВВП.

Депозитними корпораціями, які залучають портфельні інвестиції, найчастіше є банки. Ці кошти можуть поповнювати резерви банківської системи та використовуватися для кредитування. Оскільки доля банківських кредитів як джерело капітальних інвестицій сьогодні взагалі не є суттєвою (у першому півріччі 2019 р. вона складає лише 7,7% від загальної суми фінансування капітальних інвестицій), то можна вважати що й за цим каналом портфельні інвестиції не чинять серйозного впливу на макроекономічну динаміку.

Потенційно найбільшу можливість перетворити портфельні інвестиції на реальні та сприяти тим самим прискоренню економічного зростання країни мають інші сектори. Однак на сьогодні масштаби залучених ними коштів не є

суттєвими. Більше того, у 2018 р. їх абсолютні обсяги скоротилися порівняно з 2013 р. майже у 3,5 рази.

Таким чином, проведений аналіз дозволяє сформулювати наступні висновки:

- поняття «портфельні інвестиції» може використовуватися у різних значеннях: як системні, що формують певний інвестиційний портфель (на протиставлення одиничним), або як такі, що мають за мету лише отримання прибутку без втручання в роботу емітента цінних паперів (на противагу прямим). У міжнародних відносинах частіше використовується це поняття у другому значенні;

- Україна є нетто-реципієнтом портфельних інвестицій, оскільки інвестицій в країну у 250 разів перевищують портфельні інвестиції з країни;

- основною формою залучення іноземних портфельних інвесторів є продаж боргових цінних паперів загального державного управління. Виручені кошти використовуються як на покриття дефіциту державного бюджету, так і на погашення раніше отриманих запозичень. Як наслідок, іноземні портфельні інвестиції практично не трансформуються у реальні інвестиції, а тому не чинять серйозного впливу на економічну динаміку;

- для підвищення ефективності портфельного інвестування необхідно змінювати структуру залучених коштів шляхом збільшення питомої ваги інструментів участі у капіталі та поширення боргових цінних паперів суб'єктів господарювання. Однак це буде можливим тільки як наслідок розвитку внутрішнього ринку цінних паперів та збільшення довіри іноземних інвесторів до українських емітентів.

Основні положення розділу 3 викладені у публікаціях автора [61-65].

ВИСНОВКИ

Проведений аналіз міжнародної інвестиційної позиції показав, що ця система показників, яка характеризує міжнародні фінансові потоки країни, є надзвичайно інформативною та потребує уважного вивчення. Вона сформувалася як наслідок глобалізації та зростання ролі міжнародного фінансового ринку в економічному розвитку світової економіки в цілому та окремих країн.

Результати дослідження дозволяють сформулювати наступні висновки:

1. Запровадження у міжнародне інформаційне поле розрахунку міжнародної інвестиційної позиції значно розширило можливості дослідження світових фінансових потоків та розв'язало проблему обмеженості інформації, що міститься у платіжному балансі. Не підмінюючи його, МІП дає змогу залучити до аналізу показники, які актуалізовані (у результаті переоцінки) до кожного конкретного періоду часу.

2. Міжнародна інвестиційна позиція країни є результатом взаємодії зовнішніх та внутрішніх чинників. При усій важливості зовнішніх факторів вирішальним для визначення як МІП взагалі, так і чистої МІП є стан розв'язання внутрішніх проблем країни.

3. На підставі дослідження міжнародної інвестиційної позиції 35 країн Європи виділені сім різноманітних моделей за критерієм питомої ваги чистої інвестиційної позиції у ВВП країни (гіперактивний реципієнт, активний реципієнт, поміркований реципієнт, збалансована модель, поміркований інвестор, активний інвестор, гіперактивний інвестор).

4. Аналіз не виявив однозначного зв'язку між показником чистої міжнародної інвестиційної позиції та рівнем розвитку країни, який характеризується за допомогою показника ВВП на душу населення. Разом з тим, було б помилковим взагалі не бачити зв'язку між чистою міжнародною інвестиційною позицією та рівнем розвитку країни. Так, можна стверджувати, що нетто-інвесторами стають лише країни з досить високим рівнем ВВП на

душу населення. Формування тієї чи іншої моделі міжнародної інвестиційної позиції, як правило, є результатом свідомого вибору країни своєї стратегії стосовно цього показника. Однак, більш розвинені країни мають ширший «коридор свободи» для обрання моделі свого розвитку, ніж країни з невисоким показником ВВП на душу населення.

5. На підставі порівняння моделей активів та пасивів, які сформувалися в Україні, з аналогічними показниками країн Вишеградської групи висловлено ряд гіпотез щодо стратегії удосконалення міжнародної інвестиційної позиції України. Основою вирішення цих проблем повинна бути діяльність, спрямована на розв'язання перш за все внутрішніх проблем України, здатних удосконалити механізми надходження прямих та портфельних інвестицій.

6. Мотиви закордонної інвестиційної діяльності слід диференціювати у залежності від потенційних суб'єктів інвестування. Серед них доцільно виділити домогосподарства, національні та транснаціональні компанії. Розуміння мотивів їх поведінки дозволить державі знайти дієві важелі впливу на міжнародні інвестиційні потоки. В інтересах України сьогодні у сфері міжнародної інвестиційної діяльності важливо: легалізувати закордонні інвестиції фізичних осіб і національних компаній та вивести їх з «тіні»; залучити іноземних інвесторів для створення підприємств з виробництва продукції для імпортозаміщення; як наслідок – поліпшити сальдо зовнішньоторгового балансу та стабілізувати національну валюту.

7. Для підвищення ефективності портфельного інвестування необхідно змінювати структуру залучених коштів шляхом збільшення питомої ваги інструментів участі у капіталі та поширення боргових цінних паперів суб'єктів господарювання. Однак це буде можливим тільки як наслідок розвитку внутрішнього ринку цінних паперів та збільшення довіри іноземних інвесторів до українських емітентів.

Список використаних джерел

1. Харламова Г.О. Інвестиційна позиція та перспективи інтеграції України у міжнародний інвестиційний простір / Г.О. Харламова // Інвестиції: практика та досвід. – 2009. – № 29. – С.3-8.
2. Пирог О. Міжнародна інвестиційна позиція України // О. Пирог // Схід. – 2011. - № 1(108). – С.135-139.
3. Неівестна О.В. Овчаренко К.В. Рейтингові системи оцінювання як чинник впливу на міжнародну інвестиційну позицію України та обсяги іноземних інвестицій у внутрішню економіку / О.В. Неівестна, К.В. Овчаренко // Вісник ОНУ імені І.І. Мечникова. – 2017. – Т.22, випуск 11 (64). – С.214-217.
4. Блудова Т. В., Корнієнко О. О. Взаємозв'язок показників міграції та міжнародної інвестиційної позиції України / Т.В. Блудова, О.О. Корнієнко // Бізнесінформ. – 2015. – №4. – С.130-137.
5. Мороз М.О. Детермінанти інвестиційної безпеки України / М.О. Мороз // Науковий вісник Ужгородського університету. – 2017. - Серія Економіка. Випуск 2 (50). – С. 28-35.
6. Klymenko O., Mala S., Matviienko N. International investment position of Ukraine: possibilities for improvement in the context of tax policy changes/ O. Klymenko, S. Mala, N. Matviienko// Вісник Приазовського державного технічного університету. Серія Економічна. – 2018. – №36. – С.144 – 152.
7. Edward Misselden. The Circle of Commerce or the Balance of Trade, in Defence of Free Trade. - Hardcover – 1 Jun. 1969. – 145 p.
8. Ман Т. Меркантилизм. Богатство Англии во внешней торговле / Т. Ман. – Москва : Директ-Медиа, 2007. – 30 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=26828>
9. Sir James Steuart. An Inquiry into the Principles of Political Oeconomy. James Williams; and Richard Moncrieffe, 1770. [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<https://books.google.com.ua/books?id=Jd5SAAAAcAAJ&printsec=frontcover#v=onepage&q&f=false>

10. Петрикова Е.М. Роль и значение международной инвестиционной позиции в системе платежного баланса / Е.М. Петрикова // Экономический анализ: теория и практика. – 2010. - №20 (185). – С.42-48
11. Balance of payments and international investment position manual. — Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009. - 371 p.
12. Платіжний баланс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/balance/2019/>.
13. Міжнародна інвестиційна позиція (за методологією КПБ6) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/files/ES/IIP_y.pdf
14. Задоя А.О. Зовнішня торгівля України: сучасні масштаби, структура, тенденції / А.О. Задоя // Академічний огляд. – 2016. - №2. – С.110-117.
15. Задоя А.О. Міжнародна інвестиційна позиція у системі показників зовнішньоекономічної діяльності країни / А.О. Задоя // Академічний огляд. – 2020. – №2. – С. 77-85.
16. Петрикова Е.М. Тенденции развития платежного баланса и международной инвестиционной позиции России / Е.М. Петрикова // Вопросы статистики. – 2019. – Том 26, №10. – С.46-56.
17. Сивцова Н.Ф., Камышанченко Е.Н., Болтенкова Ю.В. Международная инвестиционная позиция РФ: тенденции и перспективы развития // Современная экономика: проблемы и решения. – 2020. - Т.7. – С. 96-106.
18. Paweł Śliwiński, Short and Long Term Determinants of the Net International Investment Position Resulting from the Balance of Payments of the European Monetary Union Countries // Acta Universitatis Lodzensis Folia oeconomica, September 2018, 4 (336), p. 209-224.
19. Pana Alves & Esther López & César Martín & Irene Roibás, The Balance of Payments and International Investment Position of Spain in 2019, Economic Bulletin, Banco de España; Economic Bulletin Homepage, issue 2/2020, p. 1-20.

20. Навой А.В. Анализ состояния и развития внешнего сектора экономики на основе платежного баланса и международной инвестиционной позиции / А.В. Навой // Вопросы статистики. – 2014. - №2. – С.56-59.
21. Mobasher Kazmi, Weakening US net international investment position and its implications for holders of US assets [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.theasianbanker.com/updates-and-articles/weakening-us-net-international-investment-position-and-its-implications-for-holders-of-us-assets>
22. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/imf/meta/IIP_Dissemin_notes-ukr.html
23. International Monetary Fund [Електронний ресурс].- Режим доступу: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&sId=1409151240976>
24. Central Intelligence Service [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/fields/335rank.html#AL>
25. The World Bank [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?page=6>
26. Холод Б.И., Задоя А.А. Макроэкономические пропорции стран Вышеградской группы и Украины: компаративный анализ / Б.И Холод, А.А. Задоя // Актуальні проблеми економіки. – 2015. - №5. – С. 86-92
27. Магдич А. С. Спільні риси й національні особливості економіки країн Центральної та Східної Європи / А. С. Магдич // Економіка розвитку. - 2013. - № 2. - С. 32-36.
28. Global Economy Challenges of the 21st century (2010), Print: Technical University of Radom.
29. Гайдукевич Л. М. Страны ЦВЕ на пути в Евросоюз и проблемы регионального сотрудничества / Л. М. Гайдукевич // Белорусский журнал международного права и международных отношений. - 2004. - № 1. - С. 43-46.

30. Marušiak, J. et al. (2013) International Cohesion of the Visegrad Group Institute of Political Science, Slovak Academy of Science VEDA, Publishing House of the Slovak Academy of Science, Bratislava

31. Міжнародна інвестиційна позиція [Електронний ресурс]. - Режим доступу: https://bank.gov.ua/files/ES/IIP_y.pdf

32. Задоя А.О. Міжнародна інвестиційна позиції країни та рівень її розвитку: взаємозв'язок показників / А.О. Задоя // Європейський вектор економічного розвитку. – 2020. - №2. – С.

33. Задоя А.О. Міжнародна інвестиційна позиція України та Польщі: компаративний аналіз / А.О. Задоя // Управління та адміністрування в умовах протидії гібридним загрозам національній безпеці: Матеріали І Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Київ, 7 грудня 2020 року). К.: ДУІТ. 2020. - С. 176-178.

34. The World Bank. [Електронний ресурс]. Режим доступу - <https://data.worldbank.org/indicator/BM.KLT.DINV.WD.GD.ZS?view=chart>

35. Запужляк В.З. Мотиваційні чинники інвестування та характеристики інвестиційного розвитку країн / В.З Запужляк // Сталий розвиток економіки. – 2013. - №5(22). - С.340-350.

36. Волгина Н. А. Эклeктическая парадигма Дaннинга: возможности объяснения динамики притока прямых иностранных инвестиций в Россию / Н.А. Волгина // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект: Сб. научных трудов. Ч. II. – Донецк: ДонНУ, 2007. – С.574–581.

37. Бланк И. А. Инвестиционный финансовый менеджмент / И. А. Бланк. – 2-е изд., перераб. и доп. – К. : Эльга, НикаЦентр, 2007. – 521 с.

38. Негрич О.І. Визначення критеріїв класифікації мотивів прямого іноземного інвестування / О.І. Негрич // Економічний часопис ХХІ. – 2012. – №5-6. – С. 27 – 29.

39. Задоя А.О Мотиви та стимули заощаджень: мікроекономічний аналіз / А.О. Задоя, О.А. Задоя // Науковий вісник Дипломатичної академії України.

Випуск 23. Зовнішня політика і дипломатія: традиції, тренди, досвід. Частина III. Серія «Економічні науки». К., 2016. – С. 177-182.

40. Недвижимость за границей: что доступно и лучше для украинцев [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zagranitsa.com/nedvizhimost/article/2637/nedvizhimost-za-granitsei-hto-dostupno-i-luchshe->

41. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/oper_new.html

42. Постанова Правління Національного банку України «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/document/download?docId=44506252>

43. Хватов Ю.Ю. Сравнительный анализ международных рейтингов конкурентоспособности стран / Ю.Ю. Хватов // Бюлетень Міжнародного нобелівського економічного форуму. – 2012. - №1 (5). Т.2. – С.390-398.

44. Кухарская Н. А. Украина в международных рейтингах конкурентоспособности и инновационного развития / Н. А. Кухарская // Економіст. – 2017. – № 1. – С. 5-13.

45. Плешакова Н. Міжнародні рейтинги у визначенні фінансової стабільності України / Н. Плешакова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2014. - №1 (154). – С.112-115.

46. Индекс инвестиционной привлекательности Украины упал впервые за несколько лет [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.eurointegration.com.ua/rus/news/2017/12/19/7075256/>.

47. Готова ли Украина к экономике будущего: место страны в мировых рейтингах [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.segodnya.ua/economics/enews/gotova-li-ukraina-k-ekonomike-budushchego-1105179.html>.

48. 10 мировых рейтингов и места Украины в них [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://businessviews.com.ua/ru/business/id/pozicii-ukrainy-v-mirovyh-rejtingah-1658/>. – вільний. Мова рос.
49. Всемирный банк. Doing Business. Рейтинг стран [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://russian.doingbusiness.org/rankings>.
50. The World Factbook [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/up.html> – вільний. – Мова анг/.
51. The Global Competitiveness Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www3.weforum.org/docs/GCR2017-2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2017%E2%80%932018.pdf>. – вільний. Мова рос.
52. Markowitz H. M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments / Harry M. Markowitz. – New York: John Wiley and Sons, Inc., London: Chapman and Hall, Ltd.; Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, 1959. – 344 p.
53. Тьюлз Р. Дж., Брэдли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок. М.: ИНФРА-М, 1999. - 648 с.
- Sharpe W. F. A Simplified Model for Portfolio Analysis / William F. Sharpe // Management Science. – 1963. – Vol. 9, № 2. – P. 277-293.
54. Дзюба П. В. Концептуальна структура теорії портфеля як парадигмальна основа сучасної теорії міжнародного портфельного інвестування / П. В. Дзюба // Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство. - 2017. - Вип. 15(1). - С. 100-106.
55. Дзюба П. В. Концепція ефективного портфеля: ретроспективний аналіз формування основ теорії міжнародного портфельного інвестування / П. В. Дзюба // Вісник Одеського національного університету. Серія : Економіка. - 2017. - Т. 22, Вип. 5. - С. 13-19.

56. Дзюба П.В. Глобальні дисбаланси в міжнародних портфельних потоках: емпіричне тестування теоретичних підходів / П. В. Дзюба // Європейський вектор економічного розвитку. – 2014. - №1 (16). – С. 48-57.
57. Національний банк України [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external#1>
58. Задоя А.О. Зовнішня торгівля України: сучасні масштаби, структура, тенденції / А.О. Задоя // Академічний огляд. – 2016. - №2 (45). – С.110-117.
59. Frankfurt Stock Exchange [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://www.boerse-frankfurt.de/bonds>
60. Мінфін поповнив бюджет від продажу держоблігацій: опубліковані підсумки аукціонів [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://ukr.segodaya.ua/economics/finance/minfin-popolnil-byudzheth-ot-prodazhi-gosobligaci-y-opublikovany-itogi-aukcionov-1322202.html>
61. Задоя А.О. Мотиви міжнародної інвестиційної діяльності / А.О. Задоя // Європейський вектор економічного розвитку. – 2018. - №1(24). – С. 40-49.
62. Задоя А.О. Міжнародні рейтинги та прямі іноземні інвестиції / А.О. Задоя // Академічний огляд. – 2018. - №1. – С. 73-79.
63. Задоя А.О. Портфельні інвестиції в Україну: шанси чи загрози? / А.О. Задоя // Академічний огляд. – 2019. – №2. – С.81-90.
64. Задоя А.О. Портфельні інвестиції: реципієнтно-орієнтовані та інвестиційно-орієнтовані моделі / А.О. Задоя // Проблеми і тенденції розвитку сучасної економіки в умовах інтеграційних процесів: теоретичні та практичні аспекти: матеріали IV Міжнародної науково-практичної конференції, Херсон, 16-18 жовтня 2019 р. / Упоряд. Т. Казакова. – Херсон, вид-во ФОП Вишемирський В.С., 2019. – С.369-370.
65. Задоя А.О. Портфельні інвестиції у сучасному світі / А.О. Задоя // Європейський вектор економічного розвитку. – 2019. - №2 (27). – С.60-70.