

Чередниченко А.*

ПРИЧИНИ ВІДТОКУ ПОРТФЕЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ З РОСІЇ ТА УКРАЇНИ

Відтік портфельного капіталу з Росії та України часто вважають одним з головних проявів фінансової кризи в цих країнах. Дійсно, в регіональному розрізі країни СНД опинилися в найбільш важкій ситуації, на противагу країнам Латинської Америки та Південно-Східної Азії.

У глобальних масштабах портфельні інвестиції продовжують займати левову частку (48 %) глобальних інвестиційних потоків, порівняно з часткою прямих інвестицій (38 %) та часткою кредитування в загальному обсязі світового ринку капіталу (14 %) [5].

Більше того, роль портфельних інвесторів є помітно ширшою, ніж передбачає традиційний розподіл на прямі та портфельні інвестиції. Хоча б з тієї причини, що прямі інвестиції здійснюються, виходячи з оцінок, котрі формуються портфельними інвесторами, які є короткостроковими, кон'юнктурними та переносять глобальні фінансові катаклізми.

За даними Coordinated Portfolio Investment Survey (IMF), кумулятивний обсяг портфельних інвестицій в Україну постійно зростав до 2007 р. до 12,43 млрд. дол. США, але колосальний відтік зменшив це значення у 2008 р. до 5,525 млрд. дол. США. Аналогічно, сукупний притік в Росію до 2007 р. включно склав 222,226 млрд. дол. США, а у 2008 р. за рахунок відтоку впав до 71,992 млрд. дол. США [7]. На основі оцінки платіжного балансу України станом на вересень 2010 р. цей показник складав 5,694 млрд. дол. США [6].

Аналіз потоків портфельних інвестицій дає змогу виділити такі основні причини їх відтоку з Росії та України:

1. Падіння цін за ключовими експортними позиціями. Для Росії найбільш вразливим виявився, насамперед, енергетичний сектор, для України – металургійний. Ефект від падіння цін зазвичай не призводить до негайного погіршення ситуації через існування довгострокових домовленостей та контрактів із хеджуванням цін. Але тут зіграли роль інші чинники. Пікові рівні цін до кризи стимулювали підприємства активно нарощувати потужності, інвестувати, залучати додаткове фінансування та поглинати конкурентів. Така підприємців пояснювалася розрахунками на сприятливу ситуацію в майбутньому. Звісно, це приваблювало й зарубіжних портфельних інвесторів. Але зміна цінових тенденцій на протилежні показала, що більшість вищеперелічених кроків були зайвими [3].

2. Падіння ринкових цін акцій спричинило хвилю перегляду попередніх угод про купівлю акцій компаній із подальшими судовими розглядами в міжнародних інстанціях. Негативна роль переоцінки довгострокових інвестицій позначилася й на відображенні величезних «паперових» збитків у звітах про прибутки та збитки за 2008 р. та на позбавленні акціонерів очікуваних дивідендів [4, с. 45].

3. Звуження кредитного ринку і криза неплатежів. Необхідність сплати за кредитами наштовхувалась на недоступність традиційного механізму рефінансування для звичайних позичальників, яке було особливо необхідним з огляду на короткостроковий характер більшості виданих за попередні роки кредитів. Це можна пояснити зниженням вартості за-

* студент 4 курсу спеціальності «міжнародні економічні відносини» Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Науковий керівник: доц. Дзюба П.В.

ставного забезпечення по кредитах банків, які почали вимагати внесення додаткової застави. А нові кредити, наприклад, з боку російських банків стали доступними тільки за високими ставками на рівні 20 % річних. Екстремне фінансування з боку таких держбанків, як «Зовнішекономбанк», «Ощадбанк» та «Зовнішторгбанк» розподілялося лише між асоційованими з державою сторонами. Натомість зарубіжні кредитори рідко погоджувалися на рефінансування зобов'язань російських компаній, оскільки самі були у скрутному становищі. Логічним наслідком такої ситуації стала проблема повернення виданих кредитів [3].

4. Деформація фінансового сектору. Оскільки банки самі були учасниками операцій на фондовому ринку, падіння індексів негативно відобразилося на активах банківської системи та її здатності кредитувати економіку. Тому постраждали не тільки корпоративні позичальники, але й компанії, що брали кредити для поповнення обігових коштів.

5. Порівняно більше зростання ризиків в Росії та Україні, ніж в інших регіонах світу. Це твердження можна гарно проілюструвати аналізом динаміки індикаторів російського та українського фондових ринків. Розглянемо індекс РТС та індекс ПФТС. 23 січня 2009 р. індекс РТС опустився до рівня кінця 2003 р. – нижче позначки 500 пунктів. До сер. 2009 р. індекс зріс до 900–1100 пунктів [8]. Аналогічно, 6 березня 2009 р. індекс ПФТС знизився до позначки 199,12 пунктів. До сер. 2009 р. ринок наростив вартість приблизно на 100 %, а індекс досяг 400 пунктів. Тим не менше російський та український фондові ринки станом на сер. 2009 р. були суттєво недооцінені. В Росії дисконт склав 39 %, а в Україні майже 56 %. Це означає, що середня російська компанія оцінювалася лише на 61 % від можливого рівня, який відповідав її середньосвітовому аналогу, а українська ще гірше – менше, ніж на 45 %. Хоча перед кризою у сер. 2008 р. дисконт не перевищував 11 %. Саме тому таке неспокійне ставлення до ризиків у Росії та Україні й прискорило втечу портфельних капіталів [3].

Тепер пропонуємо з'ясувати причини більш динамічного відтоку портфельних інвестицій з України, порівняно з Росією.

1. Девальвація гривні. В листопаді 2008 – березні 2009 р. курс долара по відношенню до гривні постійно зростав, і інвестори побоювалися, що при виведенні грошей з країни втратять прибутки на курсовій різниці, тому розпродавали портфелі українських акцій за будь-яку ціну. Тому зрозуміло, чому за цей період індекс ПФТС знизився в 2,5 р. - до рівня кінця 2004 р. [1]

2. Розмір активів портфельного інвестора. Основні гравці на нашому ринку – фонди, що спеціалізуються на ринках, що розвиваються, а також інвестори, націлені виключно на Східну Європу та Україну, які нерідко мають в управлінні всього по 100 млн. дол. США. Такі інвестори не гребують угодами від 1 млн. дол. США на українському ринку. Натомість в Росії в докризовий період були присутні чимало середніх за світовими мірками фондів (до 50 млрд. дол. США активів) та великих організацій із 50-100 млрд. дол. США в управлінні, яким цікаві угоди на пару сотень мільйонів доларів. Український ринок для них був надто малим. Отже, очевидно, дрібні зарубіжні портфельні інвестори могли набагато легше та швидше вивести капітал з України, ніж середні та великі – з Росії [2].

3. Політична напруга в Україні. Неузгодженість дій різних гілок влади в нашій країні також певним чином підірвало довіру портфельних інвесторів. Тоді як в Росії все було більш-менш спокійно в цьому плані.

Література

1. Дружерученко К. Американська мрія// Контракти // 2009. – № 36.
2. Дружерученко К. Інвестор без портфеля// Контракти // 2008. – № 26.

3. Осадчий Н. Почему портфельный капитал ушей из России?// *Мировая экономика и международные отношения* // 2009. – № 6 – С. 52-60.
4. Ткаченко С. Оцінка стану і перспективи розвитку фондового ринку України// *Вісник НБУ* // 2010. – № 8 – С. 44-50.
5. <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2010/02/23/188176>
6. http://www.bank.gov.ua/publication/econom/Balans/State_2010_pr.pdf
7. <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/global.htm>
8. <http://www.rts.ru/s283>