



---

---

Ринок фінансово-банківських послуг

Віктор КОЗЮК

**ЕФЕКТ ДОМАШНЬОГО ЗМІЩЕННЯ  
В ПЕРСПЕКТИВІ  
ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ**

**Резюме**

Розглянуто теоретичні погляди на проблему ефекту домашнього зміщення. Емпірично доведено послаблення даного ефекту на макро- та мікрорівнях. Стверджується, що це має позитивні наслідки з точки зору алокаційної ефективності глобальних ринків капіталу та можливостей макрополітики згладжувати споживання. Однак це не виключає виникнення низки ризиків у сфері глобальної фінансової стабільності.

**Ключові слова**

Глобальна фінансова система, ефект домашнього заміщення, фінансова глобалізація, транскордонні активи, алокаційна ефективність, інвестиції.

Класифікація за JEL: E20; E22.

---

© Віктор Козюк, 2008.

Козюк Віктор, докт. екон. наук, професор, декан факультету економіки і підприємницької діяльності Тернопільського державного технічного університету імені Івана Пулюя, Україна.

«Ефект домашнього зміщення» (від англ. – *home bias effect*) означає, що з-поміж наявного набору доступних варіантів вкладання коштів інвестор віддасть перевагу резидентським фінансовим інструментам навіть тоді, коли міжнародний портфель демонструє кращі можливості як щодо доходності, так і щодо ризику. Виявлення цього ефекту є однією з теоретичних основ для дискусій з приводу того, наскільки реальною є глобальна фінансова інтеграція. Мобільність капіталів та інтеграція ринків, відповідно до презумпції розвитку глобалізації, мали б нівелювати преференційне становище фінансових інструментів з резидентським статусом. Відповідно, ранні дослідження фінансової глобалізації демонструють, що наявність даного ефекту, поруч з парадоксами Філдстайна-Хоріоки та Барро-Сала-і-Мартіна, є свідченням того, що сучасний стан речей є далеким від образу, який змальовує категорія «глобалізація». Втім, за останній час подальші структурні реформи фінансових ринків, дерегуляція фінансових систем у рамках функціонування зони євро, фінансові трансформації в Японії та інших азійських тиграх, повільне фінансове відкриття Китаю та постсоціалістичних країн демонструють необхідність переглянути тезу про те, що наявність домашнього зміщення стає бар'єром розвитку глобалізації і, відповідно, можливостей отримання вигод від неї у сфері полегшеного фінансування платіжних балансів, згладжування споживання, нових джерел для інвестицій, диверсифікації ризиків. З іншого боку, та чи інша тенденція у сфері актуалізації цього ефекту має важливі структурні наслідки для функціонування глобальної фінансової системи, а також для підтримання глобальної фінансової стабільності. Це робить актуальним дослідження даного феномену.

Першими, хто виявив цей ефект, були К. Френч та Дж. Потерба. Їхнє дослідження стало певним сюрпризом для тих теоретиків, які обґрунтовували швидкий розвиток процесів глобальної фінансової інтеграції. Основна ідея тут полягає у тому, що перевага інвестування у національні активи ставить під сумнів доктринальну позицію про те, що зняття обмежень на рух капіталу автоматично призведе до підвищення алокаційної ефективності на фінансових ринках та врівноважить процентні ставки [1]. Через актуальність цього ефекту глобальна фінансова система повинна розглядатись як фрагментаризована за національною ознакою, а інтеграція фінансових ринків – як певна теоретична модель, яка не може правити за основу вироблення рішень у сфері макроекономічної політики. Втім, зміщення на користь володіння національними фінансовими інструментами тривалий час ішло у розріз із експансією фінансового сектора загалом та транскордонними операціями зокрема. Це явище тепер відносять до так званих «загадок глобалізації», коли одні дані свідчать на її користь, а інші – ні [2]. Послугуючись таким підходом, П. Герст та Г. Томсон також доводять, що із середини 1980-х до початку 1990-х років, попри глобальну тенденцію до лібералізації потоків капіталу, не відбулося суттєвого підвищення частки володіння закордонними фінансовими інструментами. Це стосується володіння іноземними цінними паперами в активах фінансових установ, інтернаціоналізації

вкладів у пенсійних фондах, іноземних активів та пасивів як частки активів комерційних банків, відсоткових часток фінансових активів у володінні домашніх господарств, що тримаються у закордонних акціях і облігаціях. Відповідно, попри певну тенденцію до посилення інтернаціоналізації, за відповідний період спостерігається збереження поділу на більш закриті та більш відкриті фінансові системи, що ставить питання про сумнів у експансії глобалізації [3, 36–41].

Інший аспект даної проблеми піднімають А. Амір та П. Бергін. Вони констатують, що характер визначення витрат, пов'язаних з трансакціями на глобальному ринку має суттєве значення для того, в якому напрямку буде рухатись інтенсивність домашнього зміщення. Це особливо важливо, враховуючи зростання обсягів транскордонної торгівлі. Фіксовані витрати, пов'язані з нею, не є чистою альтернативою витратам, що обчислюються як частка від обороту. Беручи до уваги поєднання обох видів витрат, формується ситуація, коли транскордонні операції концентруються серед найбільших трейдерів, що призводить до зменшення відносного значення таких витрат і зростання обсягів даних операцій. Тому, чим швидше розвиватимуться фірми, спроможні здійснювати масштабні транскордонні операції, тим нижчим буде ефект домашнього зміщення [4].

Більш скептичного погляду на еволюцію глобальної фінансової інтеграції притримуються С. Клаессенс та С. Шмуклер. Обстеживши 39517 фірм з 111 країн за період 1989–2000 рр., вони констатують, що така інтеграція розвивається несиметрично. Вона прогресує, але кількість по-справжньому глобальних компаній, або компаній, які беруть участь на міжнародному ринку, з урахуванням того, чи торгуються їх цінні папери на декількох площадках, залишається незначною. Загалом, фірми інтернаціоналізуються здебільшого з великих та відкритих економік (з відсутністю контролю за мобільністю капіталів), де є високі доходи, хороша макроекономічна політика та інституційне оточення. В основі асиметричності ж процесів глобальної фінансової інтеграції є те, що, з одного боку, й у розвинутих країнах, й у країнах, що розвиваються, зростає: кількість нових міжнародних компаній, співвідношення між ринковою капіталізацією фірм та загальною ринковою капіталізацією, співвідношення між вартістю цінних паперів, що торгуються за кордоном, та вартістю паперів, що торгуються на внутрішньому ринку, частка країн обох груп, де є міжнародні фірми, співвідношення між кількістю міжнародних та внутрішніх фірм; з іншого боку, з точки зору вартості фірм, усі показники зміщені у бік розвинутих країн, де мають місце найбільші глобальні корпорації, а в географічному розрізі останні домінують у країнах Заходу та Азії. У підсумку процес глобальної фінансової інтеграції суттєво обмежується характеристиками країн та фірм [5]. Подібне скептичне ставлення на прикладі банківського сектору щодо актуальності глобальної фінансової інтеграції висловлюється і в інших дискурсах [6].

Альтернативний погляд на проблему представлений у низці робіт, де констатується наявність глибокої тенденції до зміни характеру глобальних монетарних і фінансових процесів під впливом послаблення цього ефекту.

Так, саме з актуальністю послаблення даного ефекту пов'язується підтримання глобально низьких процентних ставок, динаміку яких сьогодні набагато менше визначає політика провідних центральних банків, передусім ФРС, порівняно з тим, як це було ще десятиліття тому. У свою чергу, саме з послабленням ефекту домашнього зміщення пов'язана ситуація з полегшенням фінансування масштабних глобальних дисбалансів та забезпеченням припливу значних обсягів ресурсів на ринок капіталів США. Відповідно, зниження значення чутливості інвесторів до країни походження фінансових інструментів підвищує еластичність реакцій на відхилення процентних ставок від певної глобальної середньої, що приводить у рух значні обсяги переливу капіталів [7; 8]. У більшості робіт не розглядається послаблення даного ефекту з позиції структурних змін у сфері функціонування глобальної фінансової системи та забезпечення глобальної фінансової стабільності. Отже, завданням цієї статті є показати, що послаблення ефекту домашнього зміщення є результатом зростання значення міжнародної діяльності на макро- та мікрорівнях, внаслідок чого з'являються нові стимули для розвитку фінансової глобалізації, які, однак, не є нейтральними щодо проблеми глобальної фінансової стабільності.

Оцінюючи феномен домашнього зміщення з теоретичних позицій, потрібно виділити низку структурних зрушень останніх років, які суттєво модифікують характер функціонування глобальної фінансової системи.

По-перше, розвиток євроінтеграції та запровадження євро створили передумови для нівелювання валютного ризику в структурі процентних ставок. За інтраєвропейськими операціями домінуючу роль тепер відводять не макроекономічним ризикам, а секторальним та мікроекономічним. Поруч із зменшенням трансакційних витрат і прогресу в уніфікації інституційно-регуляторних факторів функціонування національних фінансово-банківських систем країн-членів зони євро сформувались фундаментальні передумови для послаблення даного ефекту. Це актуально як для ринку корпоративних інструментів, так і для облігацій. У світлі зростання значення зони євро в системі глобальних фінансових та монетарних процесів можна стверджувати, що послаблення ефекту домашнього зміщення в інтеграційній зоні обов'язково перекинеться і на глобальний фінансовий ринок загалом. Причиною тут можна назвати не стільки ряд об'єктивних передумов, скільки засвоєння набутих поведінкових стереотипів щодо практичного застосування переваг диверсифікації та відхід від інвестиційних стереотипів, які породили «домашнє зміщення» у перевагах фінансових гравців.

По-друге, розвиток країн з ринками, що виникають, та їхніх фінансових систем відображає ситуацію, коли у них з'являються компанії, інвестиційні якості фінансових інструментів яких наближаються до якості традиційних «блакитних фішок». З цих міркувань стає очевидною тенденція, коли за рахунок потрапляння у лістинги провідних торговельних площадок світу такі інструменти стають доступними інвестиціям з усього світу. Беручи до уваги певну вищу ризиковість, вони стають надійним елементом загальної сегментації ринку. Сегментація ринку з точки зору ризиковості портфеля, за раху-

нок включення інструментів з країн із ринками, що виникають, дає змогу забезпечити кращу алокацію ресурсів та задовольнити різні інвестиційні преференції. З іншого боку, саме посилення ролі країн з ринками, що виникають, у глобальній економіці породжує структурну закономірність включення їхніх цінних паперів в глобальні портфельні схеми, що само по собі знижує ефект домашнього зміщення.

По-третє, формується структурний розрив у розвитку фінансових систем найбільш інноваційних країн у сфері реформування фінансів та фінансових систем менш реформованих країн. Так, складається ситуація, коли перші шукають різноманітніші варіанти формування портфельів відповідно до зрушень у преференціях інвесторів, тоді як другі генерують попит на високоякісні активи, що забезпечують перші. З цього випливає, що в сучасних умовах капітал рухається не за вертикальною моделлю («Північ-Південь»), а за горизонтальною: від тих, хто має надлишок заощаджень, до тих, хто генерує фінансові активи, які відповідають певним якостям. За рахунок цього формується тенденція до постачання капіталу у фінансові системи, спроможні сформувати ефективний портфель у глобальних масштабах, як генеруючи фінансові активи, так і стаючи каналом доступу до тих активів, які є недосяжними з точки зору фінансової системи окремої країни.

З емпіричної точки зору, важливим атрибутом послаблення сили ефекту домашнього зміщення є стрімке зростання обсягів транскордонних портфельних активів. Впродовж 2001–2005 рр. кумулятивне зростання таких активів збільшилося з 10 трлн дол. США до 19 трлн. Для США даний показник зріс з 2,3 трлн до 4,6, для Японії – з 0,6 трлн до 2,1, для Європи – з 5,8 трлн до 11,9 [9, 6]. У розрізі інструментів спостерігаємо аналогічну ситуацію. Обсяг боргових паперів за аналогічний період у транскордонних активах розвинутих країн Азії зріс з 1 трлн дол. США до 1,6 трлн, США та Канади – з 0,7 трлн дол. до 1,4 трлн, Європи – з 3,1 трлн дол. до 7,2 трлн. Обсяг транскордонного володіння акціями зріс, відповідно, з 0,3 трлн. до 0,6, з 1,9 до 3,8, з 2,5 до 4,6 трлн дол. США [10, 68]. Однак потрібно визнати, що обсяги транскордонних операцій з облігаціями кумулятивно суттєво випереджають аналогічні операції за акціями. Так само послаблення ефекту найбільшою мірою характерно для Європи, тоді як для США приріст транскордонного володіння акціями суттєво перевищує цей показник з облігацій. Загалом можна побачити, що в основі таких відмінностей є те, що США віддають перевагу диверсифікації інвестицій в акції, залишаючись прихильними до власних облігацій, тоді як для Європи характерне загальне зростання значення транскордонних операцій, що є наслідком політики фінансової дерегуляції, інтенсифікованої процесом створення та функціонування зони євро.

Після збільшення обсягів транскордонних портфельних активів у розвинутих країнах зазнав суттєвих змін показник співвідношення між портфельним інвестуванням у закордонні активи та внутрішньою ринковою капіталізацією. Так, для Канади за період з 1975 р. до 1985 р. таке співвідношення зросло з 1,9% до 2,4%, а за період з 1990 р. до 2005 – з 6,0% до 14,3%;

для США, відповідно, з 2,1 до 2,2 та з 3,5 до 7,4; для Німеччини – з 2,4 до 5,8 та з 10,2 до 31,1; для Великої Британії – з 8,6 до 27,5 та з 34,0 до 48,1; для Японії – з 1,3 до 6,9 та з 10,7 до 16,7 [11, 114]. З наведених даних видно, що за перший з наведених періодів зростання співвідношення між вкладеннями за кордон порівняно з внутрішньою капіталізацією зростало набагато повільніше, порівняно з другим періодом. Саме впродовж останнього спостерігається суттєве зниження преференцій щодо національних фінансових інструментів, а беручи до уваги те, що на даний період також припадає і швидке збільшення обсягів капіталізації, то саме це дає підстави розглядати зниження ефекту домашнього зміщення як фактор структурних змін у сфері глобальних фінансів. Прикметним також є те, що і зазначені дані підтверджують вищенаведене твердження про випереджальне зростання інтересу європейської економіки до закордонної діяльності, порівняно з рештою світу, адже саме у європейських країнах, з розглянутих вище, має місце найсуттєвіше зростання співвідношення між вкладеннями закордон та обсягами капіталізації внутрішніх ринків. У світлі цього США певною мірою контрастують з європейськими тенденціями, адже для них зростання цього співвідношення не є таким суттєвим. Пояснити це можна з точки зору того, що зростання внутрішньої капіталізації американського ринку було дуже істотним, на фоні чого таке співвідношення не виглядає значним. Певною мірою, такий підхід не є досконалим інструментом в оцінці сили цього ефекту, оскільки не враховує багатофакторних змін у динаміці базового показника для побудови співвідношення – внутрішньої капіталізації. Її динаміку можуть визначати автономні національні зміни у сфері функціонування фінансової системи, внаслідок чого пояснювальна здатність такого співвідношення знижується.

Підхід, який дає змогу уникнути спотворень в оцінці ефекту зміщення за рахунок нівелювання значення внутрішньої капіталізації в системі відносно оцінки обсягів інвестицій закордон, передбачає порівняння фактичної частки зовнішніх активів у портфелі з часткою решти країн у глобальній капіталізації ринку (див. табл. 1).

Дані, представлені у табл. 1 також вказують на зростаюче значення транскордонних інвестиційних операцій. Так, величина внутрішньої капіталізації представлених країн, окрім США, у глобальній капіталізації за наведені роки суттєво не змінилась ні за акціями, ні за облігаціями. Збільшилась тільки питома вага американського ринку. Однак для всіх країн включно зі Сполученими Штатами простежується тенденція порівняного зростання обсягів вкладень у закордонні активи. Зниження вкладень американських фірм у закордонні облігації, як видно з табл. 1, є винятком, який певною мірою підтверджує тезу про те, що для США більш характерним є інтерес до власних облігацій на тлі зростання інтересу до інвестицій у неборгові фінансові інструменти за кордоном.

Таблиця 1

**Фактична частка зовнішніх активів у портфелі порівняно з часткою решти країн у глобальній капіталізації ринку [11, 115]**

	Акції				Облігації	
	1990	1995	2000	2005	2000	2005
<b>Канада</b>						
Фактично	9,0	20,6	25,5	19,3	4,0	4,5
Частка решти	97,4	97,9	97,4	97,5	97,8	98,1
<b>Німеччина</b>						
Фактично	13,2	13,6	23,9	26,3	20,6	22,9
Частка решти	96,2	96,8	96,1	97,1	92,7	92,2
<b>Японія</b>						
Фактично	2,2	4,2	9,1	10,6	14,8	15,1
Частка решти	69,0	79,4	90,2	90,9	82,2	83,8
<b>Великобританія</b>						
Фактично	29,5	30,1	38,4	45,7	62,0	69,4
Частка решти	91,0	92,1	92,0	92,0	95,9	95,4
<b>США</b>						
Фактично	5,7	9,1	10,4	12,5	4,6	3,0
Частка решти	67,5	61,4	53,1	52,8	54,4	59,6

Зниження сили ефекту домашнього зміщення стосовно США і щодо припливу, і щодо відпливу капіталів має принципове значення для глобальної фінансової стабільності. Це зумовлено фізичними та фінансовими масштабами американської економіки, а також фундаментальним значенням дефіциту платіжного балансу цієї країни для глобальних монетарних та фінансових процесів. У випадку послаблення ефекту щодо припливу капіталу це означає зростання можливостей фінансування значного платіжного дефіциту та дефіциту федерального бюджету без ризику підвищення глобальних процентних ставок. Така ситуація заохочуватиме подальше розкручування спіралі глобальних дисбалансів. У випадку послаблення ефекту щодо вивозу капіталу це породжуватиме ситуацію потенційної нейтральності зовнішньої позиції США щодо змін валютних курсів, за умови, що зберігатиметься вищевиявлена закономірність: американські інвестори прихильні до власних облігацій та закордонних інвестицій у неборгові активи. Наприклад, девальвація долара, що розглядається як природне явище з міркувань величини дефіциту поточного рахунку, з точки зору структури нагро-

маджених валових вимог та зобов'язань далеко не завжди призводитиме до очікуваної корекції попиту у США. Вартість закордонних активів, що належить Сполученим Штатам зростає, актуалізуючи ефект доходу, а отже, стимули для споживання, а вартість зовнішніх зобов'язань для США не зміниться, оскільки вони і так деноміновані у доларах. З емпіричної точки зору, саме така картина і має місце: в активах США домінують неборгові інструменти, а в пасивах – боргові (див.: [12]). Це повністю узгоджується з виявленою тенденцією до зниження ефекту домашнього зміщення щодо закордонних неборгових активів у володінні США та збереження прихильності до власних боргових інструментів, щодо яких екзогенний ефект домашнього зміщення впав.

З іншого боку, обоюдне послаблення ефекту у випадку США означає підвищення рівноважного обсягу глобальних потоків капіталу. Така ситуація може провокувати ряд ризиків для глобальної фінансової стабільності, зокрема, підвищення чутливості до зміни преференцій інвесторів стосовно категорій активів з точки зору ризику та доходності та посилення корельованості в поведінці ринків, що штовхатиме до включення у глобальний обіг нових і нових інструментів, примножуючи тим самим рівень ризику, оскільки їх інвестиційні якості будуть не найкращі, та заохочуючи подальше нагромадження імперфекцій ринку капіталу<sup>1</sup>. Табл. 2–3 підтверджують емпірично тенденцію до послаблення ефекту домашнього зміщення стосовно припливу і впливу капіталів у випадку США зі збереженням розриву щодо формування структури зовнішніх активів та зобов'язань.

Дані табл. 2–3 підтверджують емпірично тенденцію до послаблення ефекту домашнього зміщення в операціях, пов'язаних із формуванням активів та пасивів США. Однак, слід констатувати, що посилення закордонного попиту на цінні папери США може відображати подвійну тенденцію. З одного боку, це, дійсно, послаблення ефекту, яке дозволяє розширювати можливості вкладання коштів за рахунок доступу на американський ринок. З іншого боку, спостерігається випередження міжнародного володіння саме борговими інструментами уряду Сполучених Штатів. Обсяги емітованих інструментів, як це видно з табл. 3, в розрізі категорій суттєво зростають за останні роки (окрім акцій, що пов'язано з охолодженням ринку високотехнологічних компаній), тягнучи за собою і зростання частки володіння інвесторами з-за кордону. Так само збільшується значення офіційного володіння такими інструментами, хоча воно поступається неофіційному сектору. Виняток становлять лише інструменти казначейства, включення у глобальний портфель яких суттєво випереджає інші категорії цінних паперів, зокрема, за рахунок значного офіційного володіння ними. Така ситуація, загалом, кореспондує з швидким зростанням обсягів глобальних валютних резервів, які розміщуються у цінних паперах уряду США, тим самим цементуючи структуру

<sup>1</sup> Про те, що збільшення кількості інструментів на глобальному ринку, незалежно від фізичного обсягу ринку, призводить до примноження імперфекцій ринку капіталу, див.: [13, 14].



Таблиця 2

**Домашнє зміщення американських інвестицій в акції, % [10, 70]**

	Частка у портфелі США (А)		Частка у глобальному ринковому портфелі (Б)		Домашнє зміщення (1-А/Б)	
	2001	2006	2001	2006	2001	2006
Західна Європа	6,52	9,21	26,94	26,20	0,76	0,65
Інші розвинуті країни	2,68	5,89	15,14	22,39	0,82	0,74
Розвинуті країни Азії	0,26	0,84	4,18	5,67	0,94	0,85
Постсоціалістичні країни Європи	0,07	0,24	0,67	2,38	0,89	0,90
Латинська Америка	0,37	0,78	2,18	2,54	0,83	0,69
Близький Схід	0,10	0,19	0,37	0,60	0,74	0,69
Африка	0,05	0,19	0,59	1,51	0,92	0,87
Усі країни	10,4	17,35	50,07	61,29	0,80	0,72

Таблиця 3

**Закордонне володіння цінними паперами США [10, 78]**

	1995	2000	2005
<b>Акції</b>			
Загальна номінальна вартість, млрд дол. США	7767,0	24703,0	22041,0
Закордонне володіння, %	5,1	6,9	9,7
З нього, офіційними інституціями	0,4	0,4	0,8
<b>Ринкові цінні папери Казначейства</b>			
Загальна номінальна вартість, млрд дол. США	2392,0	2508,0	3093,0
Закордонне володіння, %	19,4	35,2	51,7
З нього, офіційними інституціями	10,9	18,5	34,1
<b>Цінні папери Агентств США</b>			
Загальна номінальна вартість, млрд дол. США	1982,0	3575,0	5591,0
Закордонне володіння, %	5,4	7,3	14,1
З нього, офіційними інституціями	0,6	2,5	5,8
<b>Корпоративні та інші боргові інструменти</b>			
Загальна номінальна вартість, млрд дол. США	3556,0	5713,0	8858,0
Закордонне володіння, %	7,8	12,3	19,5
З нього, офіційними інституціями	0,1	0,2	0,7

зовнішньої позиції американської економіки, роблячи її менш вразливою до коливань курсу долара та до корекції фінансових дисбалансів. У світлі цього, автономне зростання значення глобального володіння борговими інструментами США, пов'язане з послабленням ефекту домашнього зміщення щодо цієї категорії активів, суттєво впливає на формування загроз глобальній фінансовій стабільності. Їх нова якість полягатиме у розтягуванні в часі процесу корекції глобальних фінансових дисбалансів, за рахунок чого втрачається фокус пристосування до нових рівноважних умов, що підвищує невизначеність та вразливість поточних трендів від суб'єктивних настроїв інвесторів.

Іншим важливим аспектом послаблення ефекту домашнього зміщення є мікрорівневі трансформації преференцій щодо міжнародної структури портфелів. Функціонування фінансових компаній дедалі більшою мірою пов'язується зі зростанням частки вкладень у закордонні активи. З даних табл. 4 видно, що процес нарощування вкладів у міжнародні акції та облігації суттєво зріс, порівняно з серединою 1990-х років, тоді як частка інвестицій у внутрішні активи або залишилась без суттєвих змін, або навіть зменшилась.

Слід відзначити, що суттєві відмінності в значеннях вкладень у закордонні активи може бути пов'язане з характером регулювання діяльності фінансових компаній. Більш ліберальні режими дають змогу і більше диверсифікувати активи, як у випадку Нідерландів та Іспанії, тоді як може мати місце і ситуація, коли фінансові компанії віддають перевагу закордонним вкладенням тільки у певну групу активів, як у випадку з Канадою та Великою Британією. У випадку США спостерігаємо те саме нехтування закордонними інструментами з фіксованим доходом на тлі інтересу до корпоративних прав. Агреговані дані за пенсійними фондами та страховими компаніями дають змогу побачити ту саму тенденцію до послаблення ефекту домашнього зміщення, що призводить до суттєвого зростання частки вкладень у закордонні акції та облігації в структурі загальних фінансових активів. Так, з 1990 р. по 2006 р. така частка у Великій Британії зросла з 20% до 25%, Японії – з 7% до 12%, Австралії – з 7% до 17%, Канаді – з 6% до 40%, Іспанії – з 2% до 40%, Бельгії – з 8% до 50%, і тільки у Франції знизилась з 34% до 30% [16, 84]. Послаблення ефекту домашнього зміщення на мікрорівні також модифікує проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності. Якщо агреговані дані щодо послаблення даного ефекту в розріз країн відображають тенденцію до посилення взаємозалежності та рівноважного зростання обсягів переливів капіталу, то мікрорівневе його послаблення демонструє те, що кожна окрема компанія, яка працює на тому чи іншому сегменті фінансового ринку, дедалі більше стає залежною від глобальних процесів та екзогенних шоків. Власне, в умовах інтенсифікації операцій із глобальної диверсифікації портфелів та володіння закордонними активами саме розуміння поняття екзогенного шоку втрачає своє автохтонне значення. Глобально-центризм фінансових та монетарних процесів забезпечує сплав внутрішніх та зовнішніх шоків, внаслідок чого вразливість

переноситься на рівень компанії, а з неї, беручи до уваги глобальні масштаби функціонування сучасних провідних фінансових установ, – на рівень сегмента фінансового ринку і далі загалом по системі. З цих міркувань, стабільність усієї глобальної фінансової системи в умовах формування її ринкового типу дедалі більше залежатиме від того, як на системному рівні вдасться ізолювати мікрорівневі джерела нестабільності.

Таблиця 4

Розміщення коштів приватних пенсійних фондів, % [10, 71]

	Акції		Облігації	
	Внутрішні	Міжнародні	Внутрішні	Міжнародні
США				
1994	41	7	42	1
1999	55	10	27	1
2005	48	15	32	1
Японія				
1994	24	6	55	6
1999	40	19	32	7
2005	30	18	24	13
Великобританія				
1994	54	23	9	4
1999	51	24	13	4
2005	34	32	22	3
Нідерланди				
1994	10	13	62	4
1999	12	38	22	19
2005	6	43	5	33
Австралія				
1994	35	12	30	3
1999	39	16	22	3
2005	32	27	14	5
Канада				
1994	32	13	48	–
1999	34	17	45	–
2005	30	26	36	–
Іспанія				
1994	4	1	57	3
1999	11	14	40	13
2005	6	16	18	28

Іншим важливим виміром загальної тенденції до послаблення ефекту домашнього зміщення є те, що це стосується і країн з ринками, що виникають. На прикладі їхніх пенсійних фондів видно, що зростання активів щодо ВВП кореспондує із збільшенням частки володіння закордонними цінними паперами. Наприклад, у країнах Латинської Америки з 2000 до 2005 року співвідношення між вартістю активів пенсійних фондів та ВВП зросло з 9% до 15%, при цьому частка володіння закордонними активами зросла з 7% до 16%. Найбільшою мірою ця тенденція торкнулася Чилі, де вартість відповідних активів до ВВП зросла з 48% до 63%, а частка володіння активами з-за кордону – з 11% до 30%. Ситуація в Азії дещо відрізняється. Там пенсійні фонди не мали у власності закордонних активів аж до початку 2000-х років, внаслідок чого на 2005 рік питома вага таких активів коливалась на рівні 1–11% у розрізі країн, при тому, що величина активів фондів до ВВП подвоїлась і сягнула 18%. У країнах Центрально-Східної Європи зростання цього співвідношення з 2% до 8% супроводжувалося збереженням аналогічної частки володіння закордонними активами – на рівні 2% [16, 136]. З точки зору глобальної фінансової стабільності, послаблення цього ефекту у країнах з ринками, що виникають, означає те, що вони дедалі більше братимуть на себе місію фінансування платіжних дефіцитів розвинутих країн, постачаючи ресурси на глобальний ринок. Такий вивіз капіталу виступатиме суттєвим фактором формування структурних передумов для підтримання значних нерівноважних платіжних позицій у світі. З іншого боку, він демонструватиме подальший інтерес компаній з даної групи країн щодо глобальних операцій, прискорюючи тим самим процеси інтеграції глобальних ринків капіталу.

У сукупності ці тенденції демонструють те, що мірою прогресування структурних трансформацій, спричинених глобалізацією, ефект домашнього зміщення, як і передбачає теорія фінансових ринків, послаблюється.

Однак потрібно виділити низку закономірностей, які обмежують дію зазначених тенденцій, не стільки посилюючи цей ефект, скільки роблячи флуктуації інтенсивності його прояву доволі відносними. Автономні зміни ставлення інвесторів до ризику можуть призводити до зростання попиту на звичайні та традиційні інструменти. Так само шоки та макрофінансові дестабілізації у країнах з ринками, що виникають, можуть знижувати схильність до ризику, внаслідок чого більш збалансовані портфелі з точки зору доходності та ризику ставатимуть привабливішими. У результаті формуватиметься тенденція посилення попиту на першокласні активи, які чимало інвесторів у розвинутих країнах сприймає як резидентські. Внаслідок цього формуватиметься ситуація, коли посилення ефекту домашнього зміщення фактично не відобразатиме справжнього стану у сфері глобальної інтеграції фінансових ринків. Оскільки такі спорадичні зміни в ставленні інвесторів до ризику є доволі суб'єктивними, то і перехід від більш актуального до менш актуального домашнього зміщення перестає кореспондувати з логікою глобальної інтеграції.

Трансформація фінансових систем у країнах з ринками, що виникають, знову-таки збільшує попит на високоякісні активи, наприклад, з міркувань розміщення у них резервних фондів пенсійних та страхових компаній. Так само це актуально з точки зору проблеми вивозу капіталу та пошуку кращого вкладання коштів, порівняно з тим, що пропонує національна фінансова система. Це закладає довгострокові структурні передумови завищеного попиту на першокласні активи в розвинутих країнах або на ринку однієї країни, наприклад, США. Відсоткова доходність таких активів буде падати, а капіталізація зростати. Така тенденція посилить конкуренцію за першокласні активи, вимагаючи розширення діапазону ефективних портфельів, тим більше, що глобалізація цьому сприяє. А це ставатиме передумовою для послаблення даного ефекту. Внаслідок цього зміни у рівні актуалізації ефекту домашнього зміщення визначатимуться і з даних міркувань.

Можна підсумувати. Ефект домашнього зміщення вважається відображенням відсутності справжньої фінансової глобалізації. Однак за останній період спостерігається чітка тенденція до його послаблення. Це простежується на макрорівні в аспекті посилення транскордонної диверсифікації активів та мікрорівні – в аспекті зростання частки транскордонних активів фінансових установ. Дану тенденцію можна вважати позитивною, оскільки вона відображає зростання алокаційної ефективності глобальних ринків капіталу й уможлиблює полегшений доступ до глобальних заощаджень для фінансування платіжних та бюджетних дефіцитів. Втім, з точки зору глобальної фінансової стабільності це явище викликає низку застережень: зростає чутливість потоків капіталу до коливання процентних ставок; посилюється значення ефективності функціонування глобальних компаній на мікрорівні, оскільки стабільність ринку загалом дедалі більше залежатиме від якості їхніх активів; зростає вірогідність підвищення коливань у вартості фінансових активів. Окремим аспектом варто виділити те, що у випадку США спостерігається послаблення даного ефекту щодо інвестицій у закордонні акції, його посилення щодо інвестицій у власні облігації та послаблення щодо американських фінансових інструментів з фіксованим доходом. Така комбінація визначає низку переваг США в аспекті нечутливості до коливань валютного курсу та корекції платіжного балансу, що потенційно заохочує розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів.

## Література

1. French K., Poterba J. Investor Diversification and International Equity Markets // *American Economic Review*. – 1991. – Vol. 81. – P. 222–226.
2. Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // *Вопросы экономики*. – 1999. – №6. – С. 123–135.
3. Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. – К.: К. І. С., 2002. – 302 с.

4. Amadi A., Bergin P. Understanding International Portfolio Diversification and Turnover Rates // NBER Working Paper. – 2006. – № 12473. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
5. Claessens S., Schmukler S. International Financial Integration through Equity Markets: Which Firms from Which Countries Go Global? // World Bank Policy Research Working Paper. – 2007. – WPS4146. – P. 1–49.
6. Garcia-Herrero A., Vazques F. International Diversification Gains and Home Bias in Banking // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/281. – P. 1–28.
7. Walker Ch., Punzi M. T. Financing Global Imbalances // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/177. – P. 1–21.
8. Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 1–39.
9. Pazarbasioglu C., Goswami M., Ree J. The Changing Face of Investors // Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 1–8.
10. Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D. C.): IMF, 2007. – Chapter II. – P. 63–97.
11. Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109–156.
12. Lane Ph., Milesi-Ferretti G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/69. – P. 41.
13. Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. – 2000. – May. – P. 54–72.
14. Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. – 2002. – № 8950. – P. 1–37.
15. Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 1–142.

Стаття надійшла до редакції 30 січня 2008 р.