**Тема 5. Формування портфеля міжнародних інвестицій з урахуванням впливу валютних курсів**

1. Інвестиційні характеристики основних видів цінних паперів.

2. Міжнародний ринок акцій і облігацій. Використання ф'ючерсних і опціонних контрактів при міжнародному інвестуванні.

3. Активний і пасивний підхід при формуванні портфеля міжнародних інвестицій. Ризик і прибутковість портфеля.

4. Вплив валютних курсів на прибутковість міжнародних інвестицій. Хеджування ризику портфеля міжнародних інвестицій.

**1. Інвестиційні характеристики основних видів цінних паперів.**

У загальному вигляді **цінний папір** – це документ, який засвідчує майнове право або відношення позики власника документа щодо особи, яка емітувала такий документ.

Безпосередньо **інвестиційними цінними паперами** є ті, що надають власнику право на частину активів емітента, тобто всі види акцій усіх типів емітентів. Але опосередковано до інвестиційних можна віднести також окремі види боргових цінних паперів, сертифікатів та похідних.

**Акція** – це пайовий цінний папір, що закріплює права його власника на одержання частки прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів і на участь в управлінні цим товариством, а також на частину майна під час його ліквідації. Цей документ існує стільки, скільки існує акціонерне товариство.

**Облігація** – це борговий цінний папір, що визначає боргові відносини між власником (володарем, держателем) облігації та емітентом і підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість в обумовлений термін, а також виплачувати визначений відсоток (винагороду).

Акція – це право на власність, а облігація – право на позику. Власник акції бере участь в управлінні (маються на увазі не привілейовані, а звичайні акції), а власник облігації участі в управлінні не бере. Проте останньому гарантовано стабільний дохід (у вигляді твердої відсоткової винагороди), в той час як дивіденди можуть бути як великими, так і малими (а іноді навіть взагалі не виплачуватися).

До **фундаментальних інвестиційних характеристик акцій** відносяться:

• власник і емітент знаходяться у системі взаємовідносин власності;

• власник акції приймає участь в управлінні акціонерним товариством;

• власник акції одержує дохід у формі дивіденду, а також від зміни ринкової ціни акції;

• виплати за акціями відбуваються з чистого прибутку компанії після оподаткування;

• розмір виплат – нефіксований, без попередньо визначених термінів, і встановлюється рішенням загальних зборів акціонерів;

• у балансі компанії акції проводяться як власний капітал.

Ціну звичайних акцій найчастіше визначають три фактори: річні дивіденди, темпи приросту дивідендів і ставка дисконту. Ставка, за якою дисконтуються майбутні дивіденди, називається необхідною ставкою доходу.

Як відомо, існує достатня кількість різних способів визначення вартості звичайних акцій, з яких найбільш "класичними" є такі:

Біржові котирування (ціни акцій) відображають колективну думку інвесторів про перспективи галузей економіки й окремих компаній, що робить облік їхньої зміни вкрай важливим. Крім того, розраховуються і публікуються такі відносні показники:

• Р/Е – Price/Earnings – відношення ринкової ціни акцій до доходу на акцію за рік;

• P/BV (М/У) – Price/Book Value (Market to Book) – відношення ринкової ціни акції до їх облікової (книжкової) вартості;

• Р/СЕ – Price/Cash-Earnings – відношення ринкової ціни акції до суми доходу й амортизаційних відрахувань, що приходяться на акцію.

У The Wall Street Journal Europe публікуються усереднені дані за такими показниками для компаній, акції яких ураховуються при розрахунках фондових індексів США.

До **основних інвестиційних характеристик облігацій** слід віднести:

• власник і емітент знаходяться у системі взаємовідносин позики;

• власник облігації не приймає участь в управлінні компанією;

• власник облігації одержує дохід у формі відсотку (купону);

• виплати за облігаціями відносяться до витрат емітента;

• розмір виплат – фіксований, у попередньо визначені терміни;

• у балансі компанії облігації проводяться як пасиви.

Найпопулярнішими *різновидами облігацій* є: облігації зовнішніх і внутрішніх державних позик; облігації місцевих позик; облігації підприємств; іноземні облігації (наприклад, облігації Міжнародного банку реконструкції і розвитку, Міжнародного валютного фонду).

Державні облігації, як правило, відрізняються високою надійністю, особливо якщо держава має великі фінансові активи. Одним із видів державних облігацій є *казначейські зобов'язання*. Рішення про випуск довготермінових і середньотермінових казначейських зобов'язань приймає уряд, а про випуск короткотермінових – Міністерство фінансів. Рішення про випуск місцевих позик приймають органи місцевого самоврядування.

Більшу частину облігацій на міжнародному ринку випускають з *фіксованими процентними ставками* (Straight Bonds), але існують і *облігації з плаваючими (перемінними) ставками* (Floating Rate Notes – FRNs), номіновані звичайно в доларах США.

Корпорації різних країн випускають також варанти і конвертовані облігації, які дають інвестору право купувати звичайні акції за встановлену ціну і є гнучким фінансовим інструментом, що дозволяє компанії відкладати випуск акцій чи облігацій до більш сприятливого часу.

Різновидом міжнародних боргових зобов'язань є **євроноти** (Euronotes), що мають кілька форм – банківські акцепти, комерційні європапери, депозитні сертифікати. Євроноти поступово замінюють традиційні банківські кредити, оскільки мають переваги більшої ліквідності для кредитора, а також дають можливість вкладення капіталу небанківським інвесторам.

**Варант** – дає покупцю облігації чи привілейованої акції право купити певну кількість звичайних акцій за попередньо встановленою ціною, яка на 15 – 20 % вище за поточну ціну. Тобто варант є за своєю суттю опціоном на придбання цінних паперів. Інвестори не обмінюють свої варанти на акцію доти, поки їхня ціна не стане вищою, ніж встановлена варантом. Взагалі варанти можуть бути в обігу самостійно.

**Конвертовані облігації** – це вид цінних паперів, які дають власнику право обміняти їх на певну кількість звичайних акцій. Як правило, вони можуть бути відкликаними, а це, в свою чергу, надає можливість компанії, яка їх випускає, змусити інвесторів передати чи повернути облігації за визначеною (установленою) ціною. Конвертована облігація схожа на звичайну облігацію, але з тією особливістю, що надає можливість її власнику одержати вигоду від зростання ціни акцій. Крім того, цей вид цінних паперів, як й інші облігації, також має дату погашення і оголошений купон на ці облігації.

Цінні папери, які фіксують проміжні права партнерів під час укладання угоди, називають **похідними**. Вони засвідчують право на купівлю або продаж у майбутньому цінних паперів того чи іншого виду (частіше за все акцій), але не дають їх власникові ні права власності, ні права на одержання доходу.

Відповідні строкові угоди бувають тверді й умовні. До **обов'язкових до виконання (або твердих)** належать форвардні й ф'ючерсні угоди, а до угод, що надають одній із сторін угоди **право виконати або не виконати її** (або умовних) відносяться опціонні угоди.

**Форвардний контракт** є угодою між контрагентами про майбутнє постачання предмету контракту (активу). Форвардний контракт укладається поза фондовою біржею. Умови договору обумовлюються на момент укладення контракту, а його виконання здійснюється відповідно до цих умов у зазначений термін.

**Ф'ючерсні контракти (ф'ючерси)** є угодами про купівлю чи продаж визначеної кількості товару (активу) на визначену дату в майбутньому за ціною, встановленою в момент укладання угоди. Однак на відміну від форвардних контрактів, ф'ючерси торгуються на біржі і є стандартними контрактами на покупку чи продаж стандартної кількості товару (активу) із стандартними датами постачання.

Покупець **опціонного контракту** покупає право, але не зобов'язання купити чи продати визначений актив. Продавець опціонного контракту зобов'язаний здійснити операцію, якщо того вимагає покупець.

**2. Міжнародний ринок акцій і облігацій. Використання ф'ючерсних і опціонних контрактів при міжнародному інвестуванні.**

До **основних показників, що характеризують розмір і основні параметри фондових ринків,** відносяться:

1. Ринкова вартість акцій (капіталізація), якими торгують на конкретному ринку. Дані щодо капіталізації світового, регіональних і національних ринків акцій публікуються у фінансовій пресі. Приблизну характеристику структури капіталізації ринків акцій можна також одержати на основі рейтингів найбільших компаній світу і Європи.

2. Обсяг угод – ще один показник активності національних фондових ринків. Тут також лідирують США.

3. Ступінь концентрації акцій на національних ринках є також важливим показником із погляду інвестора. Тобто чи є ці ринки сукупністю акцій безлічі дрібних компаній, або на них обертаються в основному акції декількох великих компаній. З одного боку, акції дрібних фірм можуть мати низьку ліквідність. З іншого боку, висококонцентрований ринок дає менше можливостей для диверсифікованості ризику й активної стратегії інвестування. Як показник ступеня концентрації фондових ринків розглядається відношення розміру ринкової капіталізації 10 самих великих компаній до загального розміру капіталізації ринку (Total Top Ten to Total Stock Market). Крім того, при міжнародних інвестиціях в акції варто враховувати, що акції великих компаній котируються на декількох національних фондових ринках, тобто мають **множинне котирування.**

Таким чином, **інвестор, який бажає купити іноземні акції, має кілька альтернатив:**

• він може купити ці акції на його національному ринку, якщо вони там котируються. Прикладом є ADR, перевага яких з погляду американського інвестора є в тому, що вони торгуються точно так само, як і акції американських компаній;

• інвестор може купити іноземні акції через національні фінансові інститути, що займаються інвестиціями на певних іноземних ринках;

• можна купити іноземні акції безпосередньо на відповідному національному ринку (звичайно так роблять великі інвестори). Конкретний вибір варіанта дій залежить від зіставлення цін, трансакційних витрат, податків і адміністративних витрат на оплату управління портфелем.

**Компанії мають декілька причин для одночасного котирування своїх акцій на декількох іноземних ринках**, незважаючи на зв'язані з цим витрати, а саме:

• дає їм доступ до іноземних інвестицій, тобто до більшого розміру коштів, які залучаються, ніж це може бути на відносно невеликих національних ринках;

• підвищує авторитет компаній, що дозволяє їм легше залучати фінансові ресурси в майбутньому як на своїх, так і на іноземних грошових і фондових ринках;

• є гарною рекламою для продукції компанії.

Організація торгівлі акціями в різних країнах здійснюється як на біржових (фондових біржах), так і на позабіржових ринках. Кожна розвинута країна має як мінімум одну біржу. Найбільш великими фондовими біржами є Нью-Йоркська (New York Stock Exchange – NYSE), Токійська (Tokyo Stock Exchange – TSE) і Лондонська (London Stock Exchange – LSE).

**Капіталізація ринку акцій** – це вартісний показник, який характеризує розмір фондового ринку і є ринковою вартістю акцій компаній, якими торгують на цьому ринку. В свою чергу, ринкова вартість компанії визначається як добуток курсової вартості акції щодо кількості акцій компанії, що перебувають в обігу. Загальний стан ринку акцій характеризується фондовими індексами і рейтингами, а також їхньою динамікою (табл.1).

Таблиця 1. Національні фондові індекси

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Країна | Біржа (місто) | Індекс |
| США | Нью-Йоркська фондова біржа | NYSE Composite, Standard & Poor's 500, Dow Jones Industrial |
| Американська фондова біржа | AMEX Composite Index |
| Позабіржовий ринок | Nasdaq Composite, Nasdaq 100 |
| Японія | Токіо | Nikkei Average, TOPIX |
| Великобританія | Лондон | FT-SE30, FT-SE100, FT-SE Mid250 |
| Канада | Торонто | TSE |
| Монреаль | Montreal Industral |
| Гонконг | Гонконг | Hang Seng |
| Сінгапур | Сінгапур | Straits Times |
| Австралія | Сідней | All Ordinaries |
| Нідерланди | Амстердам | AEX Index |
| Франція | Париж | CAC 40 |
| Німеччина | Франкфурт | FAZ, DAX |
| Швейцарія | Цюріх | Swiss Mkt Index |

**Міжнародний ринок облігацій** є сукупністю національних ринків і ринку єврооблігацій (Eurobonds).

**Капіталізація світового ринку облігацій** приблизно дорівнює капіталізації світового ринку акцій. При цьому майже 50% всіх облігацій номіновані в доларах США, 20% – у японських ієнах, 30% – у європейських валютах. Приблизно дві третини облігацій складають облігації урядів різних країн, хоча частка таких облігацій у різних валютах різниться.

**Позичальниками на міжнародному ринку облігацій** виступають центральні уряди країн, урядові організації, регіональні і місцеві органи влади, промислові і фінансові корпорації. Слід зазначити, що високоризикові позичальники (наприклад, деякі країни Латинської Америки, Україна) на міжнародний міжбанківський ринок безпосередньо не допускаються. Проте такі країни можуть одержати позики з цього ринку за посередництвом наднаціональних організацій, таких, як Всесвітній банк, Міжнародний банк реконструкції і розвитку, регіональні банки розвитку, які позичають на міжнародному ринку єврооблігацій і частину цих позик надають від свого імені країнам із високим ризиком.

На європейських ринках облігацій торгівля, як правило, здійснюється через брокерів на біржах. У США, крім біржового, функціонує також найбільш розвинений у світі позабіржовий ринок облігацій за посередництвом спеціалізованих фінансових інститутів, хоча деякі їхні види, особливо іноземні облігації, номіновані в доларах, котируються на NYSE. Позабіржова торгівля неурядовими облігаціями існує також у деяких країнах Європи (Швейцарія, Великобританія, Німеччина, Нідерланди). У Японії облігації торгуються як на позабіржових, так і на біржовому ринках.

Ринок європейських облігацій не має фізичного розміщення, але більша частина облігацій, якими торгують на ньому, котирується на Люксембурзькій фондовій біржі для виконання вимог про публічне котирування принаймні раз у квартал чи рік, хоча через цю біржу здійснюється дуже мало угод з єврооблігаціями. Практично всі угоди з єврооблігаціями здійснюються цілодобово по всьому світу через фінансові інститути, що утворили **Асоціацію дилерів міжнародних облігацій** (Association of International Bond Dealers – AIBD).

Загальний стан ринків облігацій характеризується **ринковими індексами облігацій.** Такі індекси використовуються менше, ніж індекси ринків акцій, оскільки ціни облігацій сильно корельовані зі зміною процентних ставок. Проте, обчислюються і публікуються індекси загальної прибутковості облігацій, які враховують накопичений відсоток. Такі індекси дозволяють порівнювати різні ринки облігацій за їхніми сегментами (видами облігацій) і валютами.

Для оцінки поточного стану ринку облігацій індекси обчислюються щодня. При оцінці якості існуючого портфеля облігацій індекси, як правило, обчислюються на місячній чи квартальній основі. Існують два підходи до обчислення індексів облігацій. При одному підході використовується невелика вибірка облігацій, якими активно торгують, при другому – розглядаються всі облігації даного ринку. Перший підхід використовується звичайно для обчислення щоденних індексів, другий – для щомісячних індексів.

Інтернаціоналізація ринку ф'ючерсів почалася в 1984 р., коли деякі біржі об'єднали свої операції за ідентичними контрактами.

**Валютні ф'ючерси.** Міжнародний міжбанківський валютний ринок вважається найбільшим ринком за форвардними угодами, хоча офіційної статистики стосовно його обороту не існує. Форвардні валютні контракти звичайно укладаються на терміни 1, 2, 3, 6 і 12 місяців, хоча можуть мати й інші терміни. Оскільки при цьому фіксується тривалість контракту, а не дата постачання, щодня на ринку укладаються нові контракти. Наприклад, покупець, що купив 1-місячний контракт 2 червня з постачанням 1 липня, не може продати його 6 червня, оскільки 1-місячні контракти, що укладаються в цей день, мають дату постачання 5 липня. Валютні ф'ючерси на відміну від валютних форвардних контрактів є стандартизованими біржовими контрактами. На СМЕ торгуються ф'ючерсні контракти на канадські долари, мексиканські песо, фунти стерлінгів, японські ієни, євро. Особливо активна торгівля здійснюється за ф'ючерсами на останні дві валюти. Ринок валютних ф'ючерсів – високоліквідний, існуюча позиція може бути закрита в будь-який момент зворотною угодою. При цьому, як і при ф'ючерсах на товари, дуже мало контрактів реалізуються з фактичним постачанням валюти на термін їхнього закінчення. Існуюча міжнародна комп'ютерна торгова система GLOBEX забезпечує цілодобову торгівлю і дозволяє відкрити позицію на одній біржі і закрити її на іншій біржі.

**Ф'ючерси на відсоткові ставки.** Такими контрактами найбільш активно торгують на міжнародних ринках. Їх використовують комерційні банки і фінансові менеджери для хеджування (об'єднання в одну інвестиційну позицію декількох цінних паперів) їхніх портфелів кредитів, позик і інвестицій від несприятливої зміни процентних ставок, а також для одержання доходу від правильного прогнозу руху процентних ставок.

**Ф'ючерси на біржові індекси.** Такі ф'ючерсні контракти прив'язані до біржових індексів, які публікуються у пресі. Розмір контракту визначається як значення індексу, помножене на деякий множник у відповідній валюті. Наприклад, розмір ф'ючерсного контракту на індекс S&P500 визначається як величина індексу, помножена на 500 дол. Особливість таких ф'ючерсів, як і ф'ючерсів на процентні ставки, полягає в тому, що розглянутий актив – індекс чи ставка відсотків – не існує фізично, тому всі розрахунки здійснюються постачанням готівки.

**Основними напрямами використання ф'ючерсів при міжнародному інвестуванні є такі**:

• одержання доходу від сприятливої зміни ф'ючерсних цін. Тобто ф'ючерси є інструментами з фінансовим важелем (leverage), які дозволяють одержувати високу прибутковість при невеликому інвестованому капіталі, рівному гарантійній маржі. Коефіцієнт фінансового важеля дорівнює відношенню значень прибутковості при тому самому доході;

• хеджування (страхування) з їхньою допомогою ризику падіння ціни активів і (чи) валют інвестицій. Якщо на інвестиційний актив існує ф'ючерс, таке хеджування може бути легко здійснено. В той же час, залишається ризик неоднакової зміни наявної і ф'ючерсної цін. Крім того, ф'ючерсні контракти існують не для усіх видів інвестиційних активів. Фінансові ф'ючерси, не пов'язані з реальним постачанням активу, також можуть бути використані для хеджування ризику падіння вартості наявного портфеля інвестицій.

З 1973 р. опціони стали торгуватися на Чиказькій опціонній біржі (Chicago Board Option Exchange – СВОЕ). Організація торгівлі опціонами на біржах аналогічна організації торгівлі ф'ючерсами. Центральну роль відіграє клірингова система біржі, що забезпечує розрахунки за контрактами. При покупці чи продажі опціону укладаються два контракти: один – між покупцем і біржею, що діє як продавець, і інший – між продавцем і біржею, що діє як покупець. Така процедура цілком стандартизує опціонні контракти і дозволяє закрити позицію покупця без виконання опціону протягом терміну його дії простим продажем наявного опціону, а позицію продавця – покупкою того ж опціону.

Між опціонними біржами розвиваються міжнародні зв'язки. Наприклад, Європейська опціонна біржа (European Options Exchange – ЕОЕ) в Амстердамі пов'язана з біржами в Монреалі, Ванкувері, Сіднеї й інших містах, що дає можливість цілодобової торгівлі опціонами на золото, срібло і валюту. Позабіржовий (Over-The-Counter) ринок опціонів поступово зникає. Виключенням є позабіржовий ринок валютних опціонів, на якому банки виписують валютні опціони європейського типу стосовно до конкретних нестатків комерційних клієнтів. Цей ринок успішно конкурує з біржовим ринком валютних опціонів, що почався на Філадельфійської біржі і в даний час існує на біржах у Лондоні, Чикаго, Амстердамі, Сінгапурі й ін.

**Основними напрямами використання опціонів при міжнародному інвестуванні є такі**:

• страхування цін активів, що передбачається купити чи продати. Страхування в даному випадку означає, що опціони дають змогу захистити інвестора від несприятливої зміни ціни активу і в той же час надають можливість скористатися сформованою сприятливою ринковою ситуацією. Така можливість, однак, пов'язана з додатковими (у порівнянні з ф'ючерсами) витратами, що дорівнюють премії, яка сплачується при купівлі опціону;

• використання опціонів як інвестиційних активів для одержання доходу від різниці цін. Для цього можуть використовуватися опціони на цінні папери, на товари (золото, срібло тощо), на біржові індекси, валютні опціони, опціони на процентні ставки й опціони на ф'ючерси;

• продаж купленого опціону без його виконання з метою одержання доходу від зміни опціонної премії чи зменшення збитків при несприятливій зміні ціни активу;

• страхування (хеджування) ринкової позиції існуючого портфеля інвестицій. Наприклад, при очікуванні падіння цін активів у портфелі їх можна продати, що пов'язано з трансакціоними витратами і ризиком невисокої ліквідності. Водночас, для збереження ринкової позиції, інвестор може тимчасово продати ф'ючерс чи купити опціон пут, якщо такі контракти на дані активи існують.

**3. Активний і пасивний підхід при формуванні портфеля міжнародних інвестицій. Ризик і прибутковість портфеля.**

Міжнародна портфельна інвестиційна діяльність вимагає від її учасників здійснення численних операцій з цінними паперами. Причому ці дії не обмежуються лише продажем і купівлею активів. Необхідно здійснювати весь спектр операцій, основні з яких:

• купівля цінних паперів за власний рахунок;

• купівля цінних паперів за дорученням і за рахунок коштів замовника;

• продаж власних цінних паперів;

• продаж за дорученням;

• інформаційне, аналітичне й консультативне обслуговування, яке включає аналіз ринку цінних паперів і портфеля фінансових активів;

• організаційні дії, що супроводжують операції з цінними паперами (наприклад, реєстрація випуску, організація допущення на фондову біржу тощо);

• посередництво в організації випуску і первинного розміщення цінних паперів (розробка документації та умов випуску, попереднє оцінювання паперів, реклама, підбір інвесторів тощо);

• здійснення клірингу і розрахунків за цінними паперами;

• реєстрація власників іменних цінних паперів під час здійснення операції купівлі/продажу;

• зберігання, знерухомлення та обслуговування обігу цінних паперів;

• у разі відкликання емітентом облігацій до строку їх погашення здійснюється повернення облігацій, що відкликаються;

• погашення цінних паперів з настанням відповідного терміну;

• виплата дивідендів з акцій і купонних платежів з облігацій;

• конвертування в прості акції конвертованих привілейованих акцій та облігацій;

• передача довіреній особі повноважень на голосування на загальних зборах акціонерів;

• гарантоване розміщення цінних паперів (андеррайтинг);

• реінвестування дивідендів від цінних паперів і доходів від приросту ринкової вартості;

• розміщення цінних паперів під заставу;

• управління портфелем цінних паперів;

• надання та одержання позичок цінними паперами;

• страхування валютних ризиків.

Як правило, вихід на міжнародний фондовий ринок можуть здійснити тільки великі фінансові установи, а також уряди країн із розвинутою інфраструктурою національного ринку цінних паперів.

**Управління портфелем міжнародних інвестицій включає такі етапи:**

• формування;

• аналіз якості;

• перегляд структури (реструктуризація).

Задачі, що вирішуються при перегляді структури портфеля інвестицій, власне кажучи аналогічні задачам, вирішуваним при його первісному формуванні.

Сьогодні фахівці виділяють **два основних підходи до управління інвестиційним портфелем будь-якого суб'єкта міжнародної інвестиційної діяльності:**

• пасивний, який обумовлює після етапу формування портфеля певний період пасивного очікування доходу від активів;

• активний, що передбачає постійний моніторинг, аналіз і регулярні дії з підтримання і можливого покращення параметрів інвестиційного портфеля.

При формуванні портфеля міжнародних інвестицій в акції, а також при його можливій реструктуризації необхідно вибрати компанії, кожна з яких відноситься до деякої галузі економіки і має свою національну приналежність.

**При пасивному підході до формування міжнародного портфеля акцій** у цілому і (чи) за окремими його сегментами інвестору необхідна інформація щодо капіталізації відповідних ринків (тобто ринкової вартості акцій, якими торгують на них).

З урахуванням великої кількості національних фондових ринків і акцій на кожному з них, а також обмежень на розмір інвестованого капіталу реально можна вибирати визначене число країн, галузей економіки і конкретних компаній за розміром їхньої капіталізації, що зменшується. Форма представлення інформації для такого вибору залежить від варіантів послідовності формування міжнародного портфеля акцій. При послідовності **"країни акції"** варто використовувати інформацію з капіталізації світового і (чи) регіональних ринків. Далі для кожного регіонального чи національного ринків розглядаються дані за ринковою капіталізацією компаній.

На обраних національних ринках при виборі компаній може також бути реалізована послідовність **"країна галузь економіки компанії".** При розглянутих послідовностях формування структури міжнародного портфеля акцій – спочатку вибирається національний ринок із відповідною валютою, на якому потім вибираються акції конкретних компаній, тобто реалізується підхід "зверху вниз". Можливі також варіанти формування міжнародного портфеля акцій, коли спочатку визначаються компанії (чи безпосередньо після попереднього вибору галузей економіки), вибір яких визначить структуру портфеля за національними ринками (валютами), тобто реалізується послідовність **"компанії галузь економіки країна"** або "знизу нагору".

**При активному підході до формування міжнародного портфеля акцій** інвестор повинний вибирати акції компаній різних країн виходячи зі своїх вимог до якості портфеля – прибутковості і ризику. При цьому можна аналізувати і прогнозувати такі групи показників:

1. Показники прибутковості фондових ринків, у тому числі:

а) *поточна прибутковість ринків акцій* оцінюється за зміною фондових індексів за формулою:

де Im0 і Imj – значення фондового індексу на початок і кінець розглянутого періоду.

б) *вплив процентної ставки на економічну активність* може бути неоднозначним. З одного боку, її збільшення підвищує вартість кредиту і, отже, знижує ділову активність, що призводить до падіння ціни акцій. З іншого боку, збільшення процентної ставки означає збільшення прибутковості грошового ринку і ринку облігацій даної країни, збільшення попиту на її національну валюту, приплив іноземного капіталу і пов'язане з цим зростання економіки, що приводить до зростання цін акцій.

в) *вплив зміни курсу національної валюти до іноземних валют на зміну курсу акцій;*

г) *вплив на той чи інший національний ринок акцій інших національних ринків акцій*.

2. Показники прибутковості галузей економіки і компаній. Оцінка очікуваної прибутковості акцій різних компаній може виконуватися як безпосередньо, так і після оцінки перспектив розвитку відповідної галузі економіки.

3. Показники, що характеризують оцінку компаній ринком. Інвестор при активній стратегії може використовувати показники, що характеризують оцінку компанії ринком, до основних з яких відносяться:

• ціни акцій і їх динаміка, тобто біржові котирування акцій;

• відносні показники Р/Е, P/BV (М/У), Р/СЕ, усереднені дані за якими для провідних компаній публікуються у фінансовій пресі.

4. Показники ризику акцій. Інвестор, що піклується про зменшення ризику вкладень в акції, може орієнтуватися на загальноприйняті його показники.

**При формуванні міжнародного портфеля облігацій** також виділять активний і пасивний підходи.

**При пасивному підході до формування міжнародного портфеля облігацій** його структура повинна відповідати структурі капіталізації їхнього світового ринку. Сформувати такий портфель, однак, практично неможливо, оскільки на світовому ринку котирується більш, ніж 100 000 різних випусків облігацій. Реально тому можна групувати різні облігації в однорідні групи і включати в портфель облігацій кожної групи з вагою, пропорційною до ваги групи в капіталізації світового ринку.

При послідовності формування портфеля **«країни випуски облігацій»** можна, як і для міжнародного портфеля акцій, узяти країни з найбільшою капіталізацією облігацій у цілому і вибрати потім випуски облігацій, що мають найбільшу капіталізацію на обраних національних ринках. Варіантом такої схеми є послідовність **«країни види позичальників випуски облігацій»**, де вид позичальника з погляду формування портфеля інвестицій еквівалентний галузі економіки в портфелі акцій. Позичальниками на кожному національному ринку можуть бути: іноземні держави і їхні місцеві органи влади; наднаціональні організації (наприклад, Світовій банк); іноземні корпорації; власна держава і свої місцеві органи влади; національні банки і фінансові компанії; національні корпорації. У даному випадку з погляду складу валют портфеля інвестицій реалізується схема «валюти випуски облігацій конкретні цінні папери».

При послідовностях формування портфеля облігацій **"випуски облігацій країни"** або **"види позичальників випуски облігацій країни"** реалізується схема **"конкретні цінні папери валюти",** при якій склад обраних облігацій буде визначати склад валют у їхньому портфелі.

Для реалізації таких підходів потрібна інформація про капіталізацію світового ринку облігацій. При цьому варто враховувати, що існують види облігацій з умовами дострокового відкликання за вимогою емітента, а багато випусків мають невисоку ліквідність до терміну погашення, у зв'язку з чим інституціональні інвестори (пенсійні фонди і страхові компанії) прагнуть до інвестування тільки в облігації держав з високим кредитним рейтингом.

**При активному підході до формування міжнародного портфеля облігацій** також аналізуються і прогнозуються такі групи показників:

1. Показники прибутковості ринків облігацій.
2. Показники прибутковості облігацій.
3. Показники ризику облігацій.

**Визначення ризику і прибутковості всього портфеля включає**, перш за все, вирахування стандартних відхилень і очікуваного доходу від окремих активів портфеля. Необхідно розподілити ризик на кілька активів або цінних паперів або зменшити загальний ризик за рахунок, по-перше, додаткового вкладення грошей у різні цінні папери портфеля; по-друге, придбання цінних паперів, доходи від яких мають іншу амплітуду коливань, ніж ті, які вже є в портфелі.

Наповнення портфеля новими активами і цінними паперами, з одного боку, зменшує ризик, але з другого боку, додаткова кількість цінних паперів має такі ж відхилення і коливання, як і ті, що вже є в портфелі, ризик не зменшиться. Тобто необхідно знайти цінні папери з різною амплітудою коливань.

Ризик однакових активів більше, ніж ризик портфеля активів. Чим більше у портфелі різних активів, тим більше розпорошується ризик.

**Диверсифікація** – це вкладення в різні види цінних паперів, яке зменшує ризик. Чим більше в різних напрямках працюють різні активи в портфелі, тим нижче рівень ризику. Облік цих особливостей портфеля інвестицій має вирішальне значення для затвердження рішень про інвестиції. Наприклад, деякі вкладники, які хочуть знизити ризик, можуть вирішити поповнити свої портфелі акціями або облігаціями, оскільки ціни цих активів протягом усього циклу ділової активності змінюються в протилежному напрямі.

Прибутковість портфеля міжнародних інвестицій у цілому і його окремих сегментів і їхніх частин доцільно оцінювати, визначаючи такі **показники**:

• загальну прибутковість портфеля;

• структуру прибутковості за доходом на капітал, приростом капіталу і зміною курсу валют інвестицій до валюти інвестора;

• структуру прибутковості за країнами (валютами), класами активів та індивідуальними активами в даному класі;

• відповідність запланованої прибутковості деяким стандартним значенням (наприклад, світовим чи регіональним індексам акцій і облігацій);

• корисність вжитих заходів хеджування порівняно з витратами на них.

**4. Вплив валютних курсів на прибутковість міжнародних інвестицій. Хеджування ризику портфеля міжнародних інвестицій.**

**Методи управління валютним ризиком** можуть застосовуватися в таких ситуаціях, пов'язаних з міжнародними інвестиціями:

• купівля іноземної валюти, необхідної для інвестицій, за національну валюту, кошти в який повинні надійти через якийсь час;

• позика необхідної іноземної валюти чи іншої валюти з конвертацією в необхідну;

• продаж певної кількості іноземної валюти, одержаної від міжнародних інвестицій, у визначений момент часу в майбутньому;

• продаж іноземної валюти, вирученої від міжнародних інвестицій, точний обсяг якої і момент продажу невідомі;

• підтримка поточної вартості портфеля міжнародних інвестицій у перерахуванні на валюту інвестора.

Слід розглянути **методи управління валютним ризиком портфеля міжнародних інвестицій**:

1. Придбання іноземної валюти. Якщо кошти в національній валюті, які передбачається використовувати для конвертації в іноземну валюту з метою придбання іноземних інвестиційних активів, надійдуть через якийсь час, інвестор, що побоюється помітного зростання курсу іноземної валюти, може використовувати міри хеджування (страхування). При цьому він може почати такі дії:

• укласти форвардний контракт на покупку іноземної валюти;

• купити опціон кол на покупку іноземної валюти;

• купити опціон пут на постачання національної валюти в обмін на необхідну іноземну. При виборі варіанта дій варто мати на увазі, що опціони дають можливість скористатися сприятливою ринковою ситуацією, але фактичний обмінний курс буде більше ринкового (або курсу виконання опціону) на величину опціонної премії.

2. Позика необхідної іноземної валюти чи іншої валюти з конвертацією в необхідну. Це ще один можливий метод управління валютним ризиком при майбутній купівлі іноземної валюти для інвестицій, який передбачає таку операцію:

• зайняти на необхідний термін національну валюту;

• купити необхідну іноземну валюту за курсом спот;

• розмістити куплену іноземну валюту на депозит на необхідний термін;

• розплатитися за позикою коштами, що надійшли, у національній валюті. Таку операцію називають операцією «зайняти – конвертувати спот – інвестувати» (borrow – spot – invest).

3. Продаж іноземної валюти. Якщо інвестор збирається продати на визначену дату в майбутньому визначену кількість іноземної валюти, одержану від інвестицій, для хеджування ризику можливого падіння її курсу він може укласти форвардний контракт на її продаж.

**Типові ситуації, пов'язані з валютним ризиком портфеля міжнародних інвестицій**, як правило, такі:

• інвестор тримає портфель акцій компаній деякої країни, оскільки вірить у перспективи їхнього зростання, але побоюється падіння її валюти внаслідок нестабільності політичної ситуації. Якщо, однак, ситуація стабілізується, курс валюти цієї країни може зрости;

• інвестор має в портфелі довгострокові облігації деякої країни, але допускає можливість падіння її довгострокової процентної ставки, що, з одного боку, приведе до зростання курсу облігацій, а з іншого боку – може спричинити падіння курсу валюти тощо.

**Загальні принципи хеджування валютного ризику портфеля міжнародних інвестицій**:

1. Найбільш загальний підхід при використанні ф'ючерсних чи форвардних контрактів для захисту від несприятливої зміни (падіння) курсу іноземної валюти – хеджування основної суми інвестицій. При цьому інвестор-резидент країни А, який бажає хеджувати портфель активів у валюті країни В, може продати ф'ючерсний контракт чи укласти форвардний контракт по обміну валюти В на валюту А. Розмір контракту буде дорівнювати ринковій вартості хеджуваного активу в момент висновку угоди.

2. При використанні опціонів для страхування чи хеджування валютного ризику портфеля міжнародних інвестицій можуть бути застосовані два підходи:

А. Перший підхід традиційний, заснований на принципі виконання опціону чи відмови від виконання при сприятливій зміні (зростання) курсу валюти інвестицій (страхування). У цьому випадку опціони придбаються на суму, рівну основній сумі інвестицій, які хеджують.

Б. Другий підхід заснований на використанні зв'язку між розміром опціонної премії та курсом відповідної валюти (хеджування, аналогічне використанню ф'ючерсів). Цей підхід є, власне кажучи, динамічним хеджуванням інвестицій. Біржові опціони постійно продаються/купуються, і позиції за валютними опціонами пут, які хеджують падіння курсу іноземної валюти, як правило, закриваються їхнім перепродажем замість виконання. Прибуток від такої операції – різниця між двома ринковими значеннями опціонної премії.