

**ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ»**

**ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ»**

*Кваліфікаційна наукова  
праця на правах рукопису*

**ЗАДОЯ ОЛЕКСАНДР АНАТОЛІЙОВИЧ**

**УДК 338.24:330.322**

**ДИСЕРТАЦІЯ**

**ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ  
ТРАНСФОРМАЦІЇ ЗАОЩАДЖЕНЬ В ІНВЕСТИЦІЇ**

Спеціальність 08.00.03 – економіка та управління  
національним господарством

Подається на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,  
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело



(підпис,

**О.А. Задоя**

ініціали та прізвище здобувача)

Науковий керівник: Глуха Ганна Яківна, доктор економічних наук, доцент

*Ідентичність усіх примірників дисертації*

**ЗАСВІДЧУЮ:**

*Вчений секретар спеціалізованої  
вченої ради*



/ Паршина О.А./

**Дніпро - 2018**

## АНОТАЦІЯ

Задоя О.А. Державне регулювання трансформації заощаджень в інвестиції. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.03 – економіка та управління національним господарством. – Вищий навчальний заклад «Університет імені Альфреда Нобеля», Дніпро, 2018.

У дисертації наведено результати дослідження теоретичних та науково-методичних положень, а також розробки практичних рекомендацій щодо державного регулювання процесів формування заощаджень та їх трансформації в інвестиції.

Виділені три групи підходів до розуміння сутності заощадження: кількісні (заощадження є залишком доходу після відшкодування витрат на споживання); мотиваційні (заощадження як відкладене споживання) та інвестиційні (заощадження як неспожитий дохід, виробниче використання якого в майбутньому дає більший результат, ніж поточне споживання). Займаючи важливе місце у пізнанні економічних процесів та їх моделювання, ці теорії не розкривають сам механізм прийняття економічним суб'єктом рішення щодо відмови від споживання частини наявного доходу заради заощаджень.

Для дослідження механізму прийняття рішення щодо заощаджень було введено ряд понять, що базуються на принципах граничного аналізу. Гранична корисність споживання тлумачиться як приріст загальної корисності власника доходу в результаті використання його додаткової одиниці на цілі споживання. Гранична ж корисність заощадження визначена як приріст загальної корисності, зумовлений заощадженням додаткової одиниці наявного доходу.

Доведено, що оскільки наявний дохід є обмеженим у кожний даний момент часу, то вірним буде твердження, що заощадження виникають тоді, коли гранична корисність заощаджень (MU<sub>s</sub>) є більшою граничної корисності поточного споживання (MU<sub>c</sub>), а в стані рівноваги економічний суб'єкт опиняється у тому випадку, якщо гранична корисність поточного споживання дорівнює граничній корисності заощаджень. Це дає підстави для державного регулювання процесів

споживання та заощаджень з метою досягнення макроекономічної рівноваги за умови відповідної зміни співвідношення між граничною корисністю споживання та граничною корисністю заощаджень через взаємодію доходних й недоходних факторів.

Результати дослідження показали, що для відкритих економік рівновага заощаджень та інвестицій більш ймовірна, коли останні коригуються на сальдо зовнішньоторговельного балансу.

Розробка системи інструментів державного регулювання процесів трансформації заощаджень у інвестиції для досягнення динамічної макроекономічної рівноваги потребує більш глибокого аналізу шляхів переходу заощаджень одних суб'єктів у інвестиції інших. Введено поняття доходного циклу, у якому виділено чотири стадії: стадія отримання доходу, стадія перерозподілу доходу, стадія поділу доходу та стадія використання доходу. Відповідно до цих стадій відбувається формування первинних доходів, їх перерозподіл та формування наявних доходів, які на наступній стадії діляться на фонд споживання та заощадження. На останній стадії власне і відбувається трансформація заощаджень у інвестиції.

Запропоновано принципову схему трансформації заощаджень в інвестиції. З'ясовано, що заощадження можуть набувати різних форм у залежності від їх використання: пряме використання заощаджень їх власниками на цілі реального інвестування (приріст нефінансових активів); передача заощаджень у вигляді внесків, депозитів чи іншій формі фінансовим посередникам (приріст фінансових активів) чи резервування заощаджень у готівковій формі поза межами фінансових структур.

Пряме інвестування заощаджень їх власниками має ряд переваг порівняно з іншими формами використання неспожитого наявного доходу. У цьому випадку зменшуються трансакційні витрати, пов'язані з оплатою послуг посередників, та, відповідно, збільшується частка заощаджень, які «доходять» до реального інвестування. Як наслідок, інвестори погоджуються на нижчий мінімальний рівень доходності інвестицій, що дає шанс реалізувати й менш доходні

інвестиційні проекти. Однак безпосереднє реальне інвестування власниками заощаджень є обмеженим (через відносну обмеженість наявного доходу) та не дозволяє реалізувати інвестиційні проекти, що потребують значних фінансових коштів, які власне й визначають сучасний рівень економічного розвитку країни. Проведено аналіз прямої інвестиційної діяльності усіх груп власників заощаджень: домогосподарств, підприємств та держави.

У ланцюгах трансформації заощаджень в інвестиції виникають розриви. Та частина заощаджень, яка набуває форму депозитів банків, вкладів в інститути спільного інвестування, внесків до пенсійних фондів, страхових внесків чи придбання цінних паперів, «зависає» на вторинному ринку цінних паперів й не перетворюється на реальні інвестиції. У дисертації проведена кількісна оцінка цих коштів та динаміка їх змін, що дозволило дійти висновку про суттєвий вплив цього компоненту на досягнення рівноваги заощаджень та інвестицій.

Вилучену частину заощаджень, яка вибуває з процесу трансформації у інвестиції, потрібно компенсувати за рахунок інших джерел. Доведено, що це можуть бути банківські кредити, які через дію грошового мультиплікатора здатні надавати більші кредити, ніж первинні вклади у банківську систему.

Запропоновано уточнення моделі макроекономічної рівноваги шляхом введення до наукового обігу показника «мультиплікатора трансформації», який розраховується як відношення суми приросту фінансових активів та готівкових резервів до різниці між приростом фінансових активів та приростом коштів, які обслуговують вторинний ринок цінних паперів. За своєю суттю цей показник демонструє, яким повинен бути фактичний рівень грошового мультиплікатора для забезпечення рівноваги заощаджень та інвестицій.

Умовою забезпечення більш високих темпів економічного зростання є збільшення інвестицій. Розрахунок залежності темпів зростання ВВП від питомої ваги в ньому інвестицій показав, що просте відтворення досягається при 19% цього показника, а збільшення питомої ваги інвестицій на 1% може додати 1,23% приросту ВВП.

За підсумками дослідження були сформульовані мета державної політики регулювання трансформації заощаджень в інвестиції (досягнення щорічних темпів зростання ВВП на рівні 5-6%), обмеження (підтримка макроекономічної рівноваги заощаджень та інвестицій; досягнення питомої ваги валових нагромаджень у ВВП до 25%; зростання обсягів споживання (у порівняльних вимірах) не менше ніж на 2-3% щорічно) та особливості економічного і інституційного середовища.

Визначені цілі, обмеження та умови державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції дали змогу розробити прогноз розвитку економіки України до 2020 р., який забезпечує не тільки збалансоване, але й рівноважне зростання. Основою розробки прогнозу стала запропонована послідовність розрахунку базових макроекономічних показників.

Умовою досягнення прогнозованих параметрів є цілеспрямована діяльність держави щодо регулюванню процесів формування доходів, визначення розмірів та форми заощадження, а також інвестування. Визначено можливості та межі використання фіскальних і монетарних методів державного впливу на трансформацію заощаджень в інвестиції. Зокрема обґрунтовано, що на етапах формування та розподілу наявного доходу і визначення форми заощаджень більш ефективними є фіскальні методи, а на етапі інвестування – монетарні. Особлива роль у досягненні рівноваги заощаджень та інвестицій належить державному регулюванню мультиплікатора трансформації, який запропоновано у дисертації. А в умовах перегрітої кон'юнктури держава може досягати від'ємного значення коефіцієнта та безкризового демонтажу фінансової піраміди, яка вибудовується через дію грошового мультиплікатора.

Не менш важливим для успішного державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції є формування відповідного інституційного середовища. Його основу формують правила, які найчастіше набувають юридичного закріплення. У роботі обґрунтована необхідність внесення змін до ряду законодавчих актів, які можуть вплинути на формування доходів домогосподарств (зарахування часу роботи за кордоном на основі офіційного

працевлаштування до трудового стажу за умови внесення певних платежів до Пенсійного фонду) та інвестиційних коштів підприємств (обов'язкова дооцінка вартості основних фондів через інфляцію, що збільшить амортизаційні відрахування), збільшать надходження заощаджень до фінансових інституцій (гарантування вкладів фізичних осіб до інститутів спільного інвестування та реальний запуск другого й третього етапів пенсійної реформи), а також стимулюватимуть інвестиційну діяльність бізнесу (вивільнення від оподаткування лише тієї частини амортизаційних відрахувань, яка реально використовується на інвестиції, а не на споживання).

Окремі положення дисертаційного дослідження доведено до рівня конкретних методик і пропозицій щодо поліпшення державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції через удосконалення правових норм та інших складових інституційного середовища, а також щодо стратегії діяльності фінансових посередників по мобілізації заощаджень з метою їх трансформації в інвестиції.

Ключові слова: заощадження, інвестиції, трансформація, державне регулювання, доходний цикл, фінансові посередники, інституційне середовище.

## SUMMARY

Zadoia O.A. State regulation of the saving transformation into investments. – Manuscript.

Dissertation for the degree of candidate of economic sciences in specialty 08.00.03 - Economics and Management of National Economy. - Higher educational institution «Alfred Nobel University», Dnipro, 2017.

The findings of the research into the theoretical, scientific and methodical provisions, as well as practical recommendations concerning the state regulation of the processes of savings formation and their transformation into investment are developed in the thesis.

There are three groups of approaches to understanding the essence of savings: quantitative (savings are the balance of income after the reimbursement of consumption costs); motivational (savings as deferred consumption), and investment (savings as unsustainable income, which productive use in the future yields more than current consumption). Occupying an important place in the knowledge of economic processes and their modelling, these theories do not reveal the mechanism of the economic entity's decision to refuse to consume part of the available income for the sake of savings.

A number of concepts based on the principles of marginal analysis were introduced to study the mechanism for making savings decisions. The marginal utility of consumption is interpreted as an increase in the overall utility of the income owner as a result of the use of its additional unit for consumption purposes. The marginal utility of savings is defined as an increase in overall utility, caused by the savings of an additional unit of available income.

It is proved, since the available income is limited at each given time point, the assertion that savings occur when the marginal utility of savings (MUs) is greater than the marginal utility of current consumption (MUc) is correct, and in the state of equilibrium the economic entity is in the situation, if the marginal utility of current consumption is equal to the marginal utility of savings. It provides grounds for state regulation of consumption and savings processes in order to achieve a macroeconomic equilibrium, provided that the correlation between the marginal utility of consumption and the marginal utility of savings through the interaction of profitable and non-performing factors is adjusted accordingly.

The results of the study have shown that for open economies the balance of savings and investments is more likely when the investments are adjusted to the foreign trade balance.

Developing a system of instruments for state regulation of the saving transformation into investment to achieve a dynamic macroeconomic equilibrium requires a more in-depth analysis of the ways of transferring savings of some entities into the investment of others. The dissertation introduces the concept of the income cycle, which distinguishes four stages: the stages of income generation, redistribution of

income, income sharing and use of income. According to these stages, the formation of primary incomes, their redistribution and the formation of existing incomes, which are divided into a fund of consumption and savings in the next stage, takes place. In the last stage the transformation of savings into investment is actually taking place.

The dissertation proposes a basic scheme of transformation of savings into investments. It has been found that savings can take different forms depending on their use: direct use of savings by their owners for the purpose of real investment (growth of non-financial assets); transfer of savings in the form of deposits or other forms for financial intermediaries (growth of financial assets) or provisioning of savings in cash outside of financial institutions.

Direct investing of savings by their owners has a number of advantages over other forms of using untagged disposable income. In this case, the transaction costs associated with the payment of intermediary services decrease and accordingly the share of savings that "reaches" to real investment increases. As a result, investors agree on a lower minimum return on investment, which gives a chance to realize less profitable investment projects. However, the direct real investment by the owners of savings is limited (due to the relative limited availability of income) and does not allow to realize large investment projects that actually determine the current level of economic development of the country. The analysis of direct investment activity of all groups of savings owners (households, enterprises and the state) has been conducted.

There are gaps in the chain of transformation of savings in investment. The part of savings that takes the form of bank deposits, contributions to collective investment institutions, contributions to pension funds, insurance premiums, or securities purchases "hangs" on the secondary market of securities and does not turn into real investments. The dissertation analyses the quantitative assessment of these funds and the dynamics of their changes, which made it possible to conclude about significant impact of this component on the achievement of the savings and investments equilibrium.

The withdrawn portion of savings that goes away from the transformation process in an investment must be offset by other sources. And this may be bank loans that,



through the action of the money multiplier, are able to provide more loans than the primary contributions to the banking system.

It is proposed to clarify the models of macroeconomic equilibrium through the introduction of a "transformation multiplier" indicator, which is calculated as the ratio of the amount of growth of financial assets and cash reserves to the difference between the growth of financial assets and the increase in funds serving the secondary market of securities. By its very nature, this indicator shows what the actual level of the money multiplier should be in order to balance the savings and investments.

An increase of investments is a condition for higher rates of economic growth. The calculation of the dependence of GDP growth rate on the share of investments in GDP showed that simple reproduction is achieved at 19% of this indicator, and an increase in the share of investments on 1% may add 1.23% of GDP growth.

According to the results of the study, the goal of the state policy of regulating the transformation of savings into investments (achievement of annual GDP growth rates at the level of 5-6%), restrictions (maintenance of macroeconomic equilibrium of savings and investments, achievement of the share of gross savings in GDP up to 25%, growth of consumption volumes (in comparative measurements) not less than 2-3% annually) and features of the economic and institutional environment were formulated.

The defined goals, constraints and conditions of state regulation of the transformation of savings into investments made it possible to develop a forecast of the development of Ukraine's economy by 2020, which provides not only balanced but also equilibrium growth. The basis for the development of the forecast was the proposed algorithm for calculating the basic macroeconomic indicators.

The deliberate activity of the state in regulating income generation processes, determining the sizes and forms of savings, as well as investment are the condition for achieving the parameters embodied in the forecast. In this case, the possibilities and limits of the use of fiscal and monetary methods of state influence on the transformation of savings into investments are determined. In particular, it is substantiated that fiscal methods are more effective at the stages of formation and distribution of available income and in determining the form of savings, while in the investment stage, monetary

ones are more efficient. A special role in achieving the equilibrium of savings and investments belongs to the state regulation of the transformation multiplier, which is proposed in the dissertation. And in conditions of overheated state of affairs, the state can reach the negative value of the coefficient and the crisis-free dismantling of the financial pyramid, which is built up through the action of the money multiplier.

The formation of an appropriate institutional environment is equally important for a successful state regulation of the transformation of savings into investment. Its basis is formed by the rules, which most often acquire legal consolidation. The dissertation substantiates the necessity of making changes to a number of legislative acts that may affect the formation of household incomes (the reckoning of the time spent working abroad on the basis of official employment to the length of service, subject to certain payments to the pension fund) and investment funds of enterprises (mandatory assessment of cost fixed assets due to inflation, which will increase amortization deductions), will increase the inflow of savings to financial institutions (guaranteeing deposits of individuals to institutes of joint investment and the real start of the second and third stages of the pension reform) and stimulate investment business (freedom from taxation only that portion of depreciation which is actually used for investment rather than consumption).

Some provisions of the dissertation research have been brought to the level of specific methods and proposals for improving state regulation of the transformation of savings into investment through the improvement of legal norms and other components of the institutional environment, as well as on the strategy of financial intermediaries' activities to mobilize savings in order to transform them into investment.

Key words: savings, investment, transformation, state regulation, income cycle, financial intermediaries, institutional environment.

## СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

*Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації*

*Статті у наукових фахових виданнях України*

1. Задоя О.А. Рівновага заощаджень та інвестицій у відкритій економіці / О.А. Задоя // Європейський вектор економічного розвитку. – 2015. – № 2 (19). – С. 76–84.

2. Задоя О.А. Споживання та заощадження домогосподарств: доходні та недоходні фактори / О.А. Задоя // Академічний огляд. – 2016. – № 1 (44). – С. 13–21.

3. Задоя О.А. Доходний цикл та варіанти трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Економічний нобелівський вісник. – 2016. – № 1 (9). – С. 114–124.

4. Задоя О.А. Пряме інвестиційне використання заощаджень їх власниками: переваги та недоліки / О.А. Задоя // Науковий вісник Миколаївського національного університету імені В.О. Сухомлинського. – 2016. – № 2 (7). – С. 89–93.

5. Задоя О.А. Функціональна структура заощаджень домогосподарств / О.А. Задоя // Вісник Львівського торговельно-економічного університету: зб. наук. праць. Економічні науки. – 2017. – Вип. 52. – С. 149–155.

*Статті у науково-метричних та міжнародних наукових фахових виданнях*

6. Zadoia O.A. Transformation of savings into investments: role of financial intermediaries / O.A. Zadoia // Науковий вісник НГУ. – 2017. – №2 (158). – С. 165-170<sup>1</sup>

7. Задоя О.А. Цільові установки реалізації державної політики регулювання трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Академічний огляд. – 2017. – №1 (46). – С.5-13<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Міжнародні наукометричні бази: Scopus, Index Copernicus.

<sup>2</sup>Міжнародні наукометричні бази: Ulrich's Periodicals Directory, Index Copernicus.

*Публікації, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації*

8. Задоя О.А. Мотиви та стимули заощаджень: мікроекономічний підхід / А.О. Задоя, О.А. Задоя // Науковий вісник Дипломатичної академії України. Зовнішня політика і дипломатія: традиції, тренди, досвід. Серія «Економічні науки». – 2016. – Вип. 23. Ч. III. – С. 177-182. *Особистий внесок автора полягає у виділенні факторів пробудження, які викликають дію певних мотивів заощаджень та введення в науковий обіг понять «гранична корисність споживання» та «гранична корисність заощаджень».*

9. Задоя О.А. Проблеми та перспективи розвитку страхового бізнесу в Україні / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XV Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених і студентів, 12 грудня 2013 р. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2013. – С. 37-39.

10. Задоя О.А. Трансформація заощаджень в інвестиції: розриви та шляхи їх подолання / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XIX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 16 грудня 2015 р. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2015. – С. 62-63.

11. Задоя О.А. Співвідношення заощаджень та інвестицій і економічна циклічність / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 23 березня 2016 р. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2016. – С. 30-32.

12. Задоя О.А. Державне регулювання трансформації заощаджень в інвестиції: методологічні засади / О.А. Задоя // Розвиток форм та методів сучасного менеджменту, економіки і права в умовах глобалізації: тези доповідей 4-ї Міжнародної науково-практичної конференції, 5-7 квітня 2016 р. – Дніпропетровськ: Видавництво «Свідлер А.Л.», 2016. – Т. 1.– С. 118-121.

13. Задоя О.А. Інститути спільного інвестування в Україні як інструмент трансформації заощаджень у інвестиції / О.А. Задоя // Стратегії та інновації:

актуальні управлінські практики: матеріали I науково-практичної конференції, 21 квітня 2016 р. – Кривий Ріг: Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського, 2016. – С. 278-280.

14. Задоя О.А. Роль пенсійного страхування у трансформації заощаджень домогосподарств у інвестиції / О.А. Задоя // Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика: матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції, 25-26 травня 2016 р. – Луцьк: Вежа-Друк, 2016. – С. 111-113.

15. Задоя О.А. Роль фінансових посередників у трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Стратегічно-інноваційний розвиток суб'єктів економічної системи в умовах глобалізації: матеріали I Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції, 16-18 листопада 2016 р. – Кременчук: Кременчуцький національний університет імені Михайла Остроградського, 2016. – С.123-125.

16. Задоя О.А. Пряме інвестиційне використання заощаджень їх власниками: переваги та недоліки / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 14 грудня 2016 р. – Дніпро: – Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2016. – С. 78-80.

17. Задоя О.А. Вплив держави на інституційні чинники трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXII Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 22 березня 2017 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. – С. 35-37.

18. Задоя О.А. Фіскальні та монетарні інструменти державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Стратегічні імперативи розвитку туризму та економіки в умовах глобалізації: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 30-31 березня 2017 р. – Запоріжжя: Запорізький національний технічний університет, 2017. – Т. 2. – С. 195-197.

19. Задоя А.О. Засади державного регулювання балансування заощаджень та інвестицій / А.О. Задоя, О.А. Задоя // Конкурентоспроможність національної економіки: матеріали XVII Міжнародної науково-практичної конференції, 5-6 жовтня 2017 р. – Київ: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2017. – С. 269-273. *Особистий внесок автора полягає у розрахунках залежності між питомою вагою інвестицій у ВВП та темпами його зростання, що дозволило обґрунтувати кількісні орієнтири для державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції.*

20. Задоя О. Формування інституційного середовища трансформації заощаджень в інвестиції / О. Задоя, Г. Глуха // Трансформаційні процеси в економіці України: глобальні та регіональні аспекти: матеріали II Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених, аспірантів та студентів, 24 листопада 2017 р. – Львів: ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долишнього НАН України», Інститут економіки і менеджменту НУ «Львівська політехніка», Науково-навчальний комплекс «Економосвіта», 2017. – С. 52-55. *Особистий внесок автора полягає у визначенні шляхів формування інститутів звички, цінностей та довіри, що становлять середовище трансформації заощаджень в інвестиції.*

21. Задоя О.А. Вплив держави на формування наявного доходу / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXIII Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 13 грудня 2017 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. – С. 70-72.

## ЗМІСТ

АНОТАЦІЯ	2
ЗМІСТ	15
ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ	17
ВСТУП	18
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЗАОЩАДЖЕНЬ В ІНВЕСТИЦІЇ НА МАКРОЕКОНОМІЧНОМУ РІВНІ	25
1.1. Мотиви, види та форми заощаджень: генезис тлумачень	25
1.2. Співвідношення заощаджень та інвестицій у національній економіці	45
1.3. Доходний цикл як об'єкт державного регулювання	63
Висновки до розділу 1	82
РОЗДІЛ 2. ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ЗАОЩАДЖУВАЛЬНИХ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ	86
2.1. Сучасний стан та тенденції прямого використання заощаджень власниками, його переваги та недоліки	86
2.2. Трансформація заощаджень в інвестиції через фінансових посередників	104
2.3. Державне регулювання розривів у ланцюгах трансформації «заощадження-інвестиції»	117
Висновки до розділу 2	129
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ВАЖЕЛІВ ВПЛИВУ ДЕРЖАВИ НА ПРОЦЕСИ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЗАОЩАДЖЕНЬ В ІНВЕСТИЦІЇ	133
3.1. Розвиток державної політики регулювання трансформації заощаджень в інвестиції	133
3.2. Удосконалення фіскальних та монетарних методів державного регулювання заощаджень та інвестицій	144
3.3. Обґрунтування державного впливу на формування інституційного середовища забезпечення процесів	157

трансформації заощаджень в інвестиції	
Висновки до розділу 3	170
<b>ВИСНОВКИ</b>	174
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b>	177
<b>ДОДАТКИ</b>	196
Додаток А. Темпи приросту ВВП (у відсотках до попереднього року)	196
Додаток Б. Питома вага валових капітальних нагромаджень у ВВП (у відсотках)	198
Додаток В. Питома вага валових заощаджень у ВВП (у відсотках)	200
Додаток Г. Чистий експорт (у відсотках до ВВП)	202
Додаток Д. Структура доходів та витрат населення України (у відсотках від загального доходу)	204
Список публікацій здобувача	206
Відомості про апробацію результатів дисертації	208



**ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ**

$\alpha$  – мультиплікатор трансформації;

$\Delta A_{nf}$  – приріст нефінансових активів;

$\Delta A_f$  – приріст фінансових активів;

$C$  – наявний дохід, що використовується на споживання;

$E_n$  – чистий експорт;

$I$  – інвестиції;

$I_d$  - прями інвестиції власниками заощаджень;

$I_{ind}$  – непрямі інвестиції за кошти фінансових посередників;

ICI – інститути спільного інвестування;

$F_i$  – частина заощаджень, що буде використана на фінансування реальних інвестицій;

$F_s$  – частина заощаджень, що поповнює кошти, які обслуговують фінансові ринки;

GDI – валовий наявний дохід;

GDP – валовий внутрішній продукт;

$MU_c$  – гранична корисність споживання;

$MU_s$  – гранична корисність заощаджень;

PPP – паритет купівельної спроможності;

$\Delta R$  – приріст резервів у готівковій формі;

$S$  – заощадження;

$t_{\Delta C}$  – темпи приросту кінцевих споживчих витрат;

$U$  – загальна корисність.

## ВСТУП

**Обґрунтування вибору теми дослідження.** Наявність грошових коштів, виважене вкладення інвестицій у різні сфери національного господарства є основою розвитку економіки. У цьому сенсі державне регулювання трансформації заощаджень в інвестиції розглядається як пріоритетний напрям макроекономічної політики.

Проблеми заощаджень, як частини наявного доходу, що не використовується на поточне споживання, досліджувалися в різних теоріях, зокрема: утримання (Н. Сеніор), міжчасового споживацького вибору (І. Фішер), «життєвого циклу» (Ф. Модиліані), перманентного доходу (М. Фрідмен) та ін. З іншого боку, не менш важливим є дослідження процесу інвестування. Питання щодо створення належних умов для інвестиційної діяльності розглядали такі вітчизняні та закордонні дослідники, як: Т. Бень, Д. Буркальцева, Л. Гітман, В. Геєць, Г. Глуха, В. Карковська, Б. Кваснюк, І. Лукінов, О. Манжура, О. Моліна, А. Пересада, Я. Петренко та ін.

Значна кількість досліджень науковців присвячена проблемам заощаджувальних процесів. На особливу увагу заслуговують праці І. Алієвої, О. Ватаманюка, В. Глухова, В. Карковської, А. Кудінової, О. Кузіної, О. Мітал, Є. Носової, Є. Нурієвої, Т. Пасажко, Я. Петренко, Л. Погорілої, А. Рамського, В. Фомішиної та ін.

Однак попри велику кількість досліджень у сфері заощаджень та інвестування деякі аспекти недостатньо вивчено. Зокрема дискусійними є положення щодо механізмів заощаджень. Також предметом більш глибокого дослідження залишаються причини виникнення «розривів» у ланцюгах трансформації заощаджень в інвестиції. Найчастіше проблему прискорення економічного розвитку пов'язують зі збільшенням інвестицій, хоча її не можна звести тільки до створення відповідного інвестиційного клімату, різного роду державних заохочень інвестиційної діяльності тощо. У зв'язку з цим необхідно зазначити, що джерелом інвестицій можуть бути заощадження. У разі одностороннього заохочення лише інвестування, країна може зіткнутися з

проблемами порушення макроекономічної рівноваги, що, як правило, позначається на темпах економічного зростання. Тому важливим напрямом державної інвестиційної політики має стати система заходів, спрямованих на стимулювання заощаджень та їх трансформацію у реальні інвестиції. Необхідність розробки теоретичних положень і практичних рекомендацій щодо державного регулювання процесів трансформації заощаджень в інвестиції зумовили вибір теми дисертаційної роботи та її структуру.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.**

Дисертаційну роботу виконано відповідно до тематики науково-дослідних робіт кафедри міжнародних економічних відносин та економічної теорії Вищого навчального закладу «Університет імені Альфреда Нобеля» «Економіка України у нових геостратегічних реаліях: індивід, держава, суспільство» (номер державної реєстрації 0115U000063). У межах зазначеної теми запропоновано систему заходів державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції з метою досягнення заданих темпів зростання за умови дотримання макроекономічної рівноваги.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є розвиток теоретичних та науково-методичних положень і розробка практичних рекомендацій щодо державного регулювання процесів формування заощаджень та їх трансформації в інвестиції.

Для досягнення поставленої мети передбачено вирішення таких завдань:

- розкрити економічну сутність поняття «заощадження» та визначити умови досягнення макроекономічної рівноваги;
- узагальнити теоретико-методичні засади дослідження доходного циклу та варіантів трансформації заощаджень в реальні інвестиції;
- оцінити роль фінансових посередників в трансформації заощаджень у реальні інвестиції з метою досягнення макроекономічної рівноваги;
- обґрунтувати причини виникнення «розривів» у ланцюгах трансформації «заощадження–інвестиції» та визначити інструменти державного регулювання їх усунення;

– розвинути науково-теоретичний підхід до обґрунтування мети, обмежень та умов державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції;

– удосконалити методичний апарат прогнозування макроекономічних показників та визначити можливості використання методів державного впливу на заощаджувальні й інвестиційні процеси;

– обґрунтувати науково-методичні засади державного впливу на формування інституційного середовища трансформації заощаджень в інвестиції.

*Об'єктом дослідження* є процеси державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції.

*Предметом дослідження* є теоретико-методичні та практичні положення щодо удосконалення процесів державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції.

**Методи дослідження.** Теоретичними і методологічними засадами дослідження стали фундаментальні положення економічної теорії, зокрема макроекономіки, а також праці вітчизняних і зарубіжних науковців з питань формування заощаджень та їх трансформації в інвестиції. У ході дослідження використовувалися такі методи: поєднання історичного та логічного – у процесі дослідження генезису тлумачень заощаджень та їх ролі у досягненні макроекономічної рівноваги; граничного аналізу – при обґрунтуванні рівноважного стану власника наявного доходу; кореляційного аналізу – для оцінки впливу середньої норми заощаджень на економічну динаміку; системно-функціонального аналізу – для визначення можливих розривів у ланцюгах «заощадження – інвестиції»; економіко-математичного моделювання – при розробці системи показників для державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у вирішенні науково-прикладного завдання щодо удосконалення теоретико-методичних положень та розробки практичних рекомендацій, що стосуються державного регулювання процесів трансформації заощаджень в інвестиції.

Основними результатами, що характеризують наукову новизну, є такі:

*удосконалено:*

– методичний інструментарій оцінювання ролі фінансових посередників у досягненні макроекономічної рівноваги заощаджень та інвестицій, який, на відміну від інших, включає оцінку інвестиційних перспектив кожного з елементів заощаджень шляхом прямого інвестиційного використання заощаджень їх власниками (прямі капітальні інвестиції) або опосередкованого інвестування через банківські кредити (опосередковані капітальні інвестиції). Це дозволяє обґрунтовувати принципову можливість перетворення частини приросту первинних фінансових активів на значно більші за обсягом реальні інвестиції при посередництві фінансових інституцій, що має забезпечувати компенсацію втрат від вибуття частини заощаджень з процесу їх трансформації в інвестиції та підтримувати макроекономічну рівновагу;

– методичну платформу для виявлення «розривів» у ланцюгах трансформації заощаджень в інвестиції та інструменти державного регулювання з метою їх усунення, серед яких, на відміну від існуючих розробок, використовується маніпулювання показником «мультиплікатор трансформації», що розраховується як відношення суми приросту фінансових активів та готівкових резервів до різниці між приростом фінансових активів і частиною заощаджень, що поповнює кошти, які обслуговують фінансові ринки. Застосування мультиплікатора трансформації дозволяє державі визначати цільовий рівень грошового мультиплікатора для запобігання виникненню загрози надвиробництва та стабілізації макроекономічної динаміки;

– методичний апарат прогнозування макроекономічних показників (таргетованих темпів приросту валового внутрішнього продукту; необхідного обсягу валових інвестицій, що їх забезпечують; валового наявного доходу; збалансованого обсягу заощаджень; обсягу кінцевих споживчих витрат), що, на відміну від інших, містить систему рівнянь, на підставі якої визначено можливості та межі використання фіскальних й монетарних методів державного впливу на трансформацію заощаджень в інвестиції. Це дозволяє обґрунтувати застосування більш ефективних методів на різних етапах, зокрема на етапах формування та

розподілу наявного доходу і визначення форми заощаджень – фіскальних методів, а на етапі інвестування – монетарних (зокрема державне регулювання мультиплікатора трансформації);

*набули подальшого розвитку:*

– понятійний апарат в частині тлумачення економічної сутності заощаджень, яку, на відміну від існуючих підходів, досліджено в контексті обґрунтування процесу прийняття рішення економічним суб'єктом про відмову від поточного споживання частини наявного доходу на основі взаємодії внутрішніх мотивів та зовнішніх стимулів заради досягнення поставленої мети. Це дає підстави для державного регулювання процесів споживання та заощаджень з метою досягнення макроекономічної рівноваги за умови відповідної зміни співвідношення між граничною корисністю споживання та граничною корисністю заощаджень через взаємодію доходних й недоходних факторів;

– обґрунтування теоретико-методичних засад дослідження доходного циклу, до якого, на відміну від переліку загальноприйнятих стадій формування первинних доходів, їх перерозподілу, поділу та використання, введено стадію трансформації заощаджень в інвестиції. Запропонована схема описує процес перетворення заощаджень на фінансові активи, нефінансові активи та резерви. Це дозволяє довести принципову неможливість перетворення всіх заощаджень у реальні інвестиції та створює теоретичні передумови для формування заходів державного впливу на трансформаційні процеси;

– науково-теоретичний підхід до обґрунтування мети, обмежень та умов державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції. За запропонованим підходом, на відміну від існуючих, мета полягає в досягненні щорічних темпів зростання ВВП на рівні 5-6% за таких обмежень: підтримка макроекономічної рівноваги заощаджень та інвестицій; зростання питомої ваги валових нагромаджень у ВВП до 25%; збільшення обсягів споживання не менше ніж на 2-3% щорічно. Серед умов виділено особливості економічного та інституційного середовища. Це у сукупності дозволяє науково обґрунтовувати державну політику у сфері заощаджувальних та інвестиційних процесів;

– науково-методичні засади визначення напрямів державного впливу на формування інституційного середовища, які відрізняється від існуючих дослідженням запитів окремих груп економічних суб'єктів (суспільства в цілому, домогосподарств, підприємств та держави) до зазначеного середовища трансформації заощаджень в інвестиції. Це дозволило обґрунтувати зміни до господарського законодавства в частині охоплення всіх стадій доходного циклу – від формування доходів до процесів інвестування.

**Практичне значення отриманих результатів** полягає в удосконаленні науково-методичного забезпечення державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції.

Результати дослідження використано у діяльності Дніпропетровської торгово-промислової палати (довідка про впровадження №1326/01-07 від 22.11.2017 р.). Обґрунтовані у дисертації пропозиції щодо мобілізації заощаджень домогосподарств прийнято до впровадження страховою компанією «Креміль» (довідка про впровадження №140/к-1 від 01.12.2017 р.) та комерційним банком «CONCORDBANK» (довідка про впровадження №1430 від 05.12.2017 р.).

Основні теоретичні положення та практичні рекомендації, викладені у дисертації, використовуються у навчально-методичному забезпеченні дисциплін «Мікроекономіка», «Макроекономіка», «Міжнародна інвестиційна діяльність», «Зовнішньоекономічна діяльність підприємств» в Університеті імені Альфреда Нобеля (довідка №1217 від 28.11.2017 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є самостійно виконаною роботою, в якій відображено авторський підхід до вирішення питань щодо формування заощаджень та державного регулювання їх трансформації в інвестиції. Викладені у роботі та наукових публікаціях результати отримані автором особисто, вони відображають основний зміст дослідження. Особистий внесок у праці, виконані у співавторстві, наведено у списку публікацій.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення дослідження, результати, висновки та пропозиції апробовано на наукових і науково-практичних конференціях, зокрема: XV, XIX – XXIII Міжнародних науково-практичних

конференціях студентів і молодих вчених «Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки» (м. Дніпро, 2013 р., 2015–2017 рр.), IV Міжнародній науково-практичній конференції «Розвиток форм та методів сучасного менеджменту, економіки і права в умовах глобалізації» (м. Дніпро, 2016 р.), Першій Міжнародній науково-практичній конференції «Niedoskonałości współczesnego rynku pracy» (м. Жешув, Польща, 2016 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Стратегії та інновації: актуальні управлінські практики» (м. Кривий Ріг, 2016 р.), XXI Міжнародній науково-практичній конференції «Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика» (м. Луцьк, 2016 р.), I Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Стратегічно-інноваційний розвиток суб'єктів економічної системи в умовах глобалізації» (м. Кременчук, 2016 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Стратегічні імперативи розвитку туризму та економіки в умовах глобалізації» (м. Запоріжжя, 2017 р.), XVII Міжнародній науково-практичній конференції «Конкурентоспроможність національної економіки» (м. Київ, 2017 р.), II Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції молодих учених, аспірантів та студентів «Трансформаційні процеси в економіці України: глобальні та регіональні аспекти» (м. Львів, 2017 р.).

**Публікації.** За результатами наукових досліджень опубліковано 21 наукову працю, з них 5 статей – у наукових фахових виданнях України; 2 статті у виданнях, які входять до міжнародних наукометричних баз; 13 публікацій – апробаційного характеру; 1 – в інших виданнях. Загальний обсяг публікацій складає 5,8 друк. арк., з яких особисто автору належить 5,31 друк. арк.

**Структура і обсяг роботи.** Дисертаційна робота складається з анотації, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Загальний обсяг дисертації становить 209 сторінок. Основна частина роботи становить 7,03 авт. арк. Матеріали дослідження містять 33 таблиці, 15 рисунків та 5 додатків. Список використаних джерел включає 169 найменувань на 19 сторінках.



# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЗАОЩАДЖЕНЬ В ІНВЕСТИЦІЇ НА МАКРОЕКОНОМІЧНОМУ РІВНІ

### 1.1. Мотиви, види та форми заощаджень: генезис тлумачень

Доход є ключовою категорією економічної науки з моменту її виникнення. Античні дослідники головним чином говорили про доходи рабовласницького дому. Меркантилісти концентрували увагу на доходах держави, які вона отримує від зовнішньої торгівлі. Фізіократи досліджували джерела доходу та його розподіл між основними групами населення. Саме питання привласнення капіталістами доходу, створеного працею найманих працівників (додаткової вартості) є ключовим положенням марксистської економічної теорії. Первинний розподіл доходу між різними групами економічних суб'єктів та підстави його перерозподілу став предметом дослідження численних теорій соціальної справедливості.

Однак з часом основний аспект переноситься з проблеми привласнення доходу на питання формування пропорцій його використання економічним суб'єктом уже після завершення процедур поділу та перерозподілу. І хоча перші судження про особливе значення поділу доходу на споживання та заощадження зустрічається ще у економістів XVIII-XIX століття, у найбільш завершеному вигляді ці питання знаходять своє відображення у теорії загальної рівноваги Дж.М. Кейнса [54]. Разом з тим, у наступних дослідженнях прихильників як кейнсіанства, так і неокласичної концепції, основна увага приділялася саме впливу поділу доходу на споживання та заощадження на макроекономічну рівновагу. Розробка ж теорії прийняття рішення окремим економічним суб'єктом щодо поділу доходу, яким він розпоряджається, на споживання та заощадження очікує на своє завершення.

В економічних концепціях «споживання» та «заощадження» нерозривно пов'язані з поняттям «наявного доходу» (disposable income). У залежності від рівня, на якому проводяться дослідження, це може бути національний наявний дохід або особистий наявний дохід. У системі національних рахунків національний наявний дохід розраховується шляхом зменшення валового внутрішнього продукту на суму амортизаційних відрахувань, сплачених податків, страхових внесків та відрахувань до соціальних фондів. На рівні домогосподарств ми можемо говорити про наявний дохід як особистий дохід, очищений від обов'язкових платежів та інших цільових відрахувань. У відповідності до методики ведення розрахунків Організацією економічного співробітництва та розвитку (OECD) реальний наявний дохід домогосподарств визначається як сума кінцевих споживацьких витрат домогосподарств та заощаджень за мінусом змін чистої власності домогосподарств у пенсійних фондах. Цей показник також відповідає сумі заробітної плати, змішаного доходу, чистого майнового доходу, чистих поточних трансфертів та соціальних виплат, крім соціальних трансфертів у натуральній формі, за винятком податків на доходи та багатства та внесків на соціальне страхування, що сплачуються працівниками, самозайнятими і безробітними [154]. У цілому ж, якщо інше не буде оговорено, у нашому дослідженні термін «наявний дохід» буде означати ту частину доходу економічного суб'єкта, яку він може самостійно використовувати на споживання та заощадження.

На наш погляд, зв'язок між останніми зазначеними категоріями, з одного боку, є діалектичним, а з іншого – мотиваційно-алокаційним. Діалектичність полягає, перш за все у тому, що споживання та заощадження є складовими одного джерела – наявного доходу, а тому залежать від нього (розмір, структура, джерела формування, динаміка тощо). Як справедливо зазначає В.М. Фомішина, «фінансовим джерелом розв'язання всіх... інвестиційних проблем є національні заощадження, котрі в свою чергу формуються із національного доходу, пошук оптимальних пропорцій розподілу доходу на споживання і заощадження, з одного боку, і розподілу сукупних інвестицій на розвиток і усунення дисбалансу між

людськими, природними і капітальними ресурсами національного багатства, з іншого, є стратегічним напрямком інноваційного розвитку трансформаційних економік, у тому числі України» [125, с.31].

Більше того, найчастіше сьогоднішні заощадження з часом теж стають частиною споживання, що дає підстави деяким дослідникам вважати заощадження просто відтермінованим у часі споживанням. На думку Є. Носової, заощадження «призначені для задоволення відкладених потреб населення та сприяють зростанню його добробуту» [88, с.73]. Це робить споживання та заощадження єдиними.

Однак одночасно можна говорити про боротьбу між ними як суперечностями. Адже у кожний даний момент дохід обмежений, а тому будь-яка спожита його частина виключає можливість її використання для заощадження, як і навпаки. На діалектичний зв'язок споживання та заощадження звертає увагу, зокрема, Геов Рілей. «Вважається, - пише він, - що зміни реального наявного доходу мають міцні зв'язки у часі з рівнем споживчих витрат на товари та послуги. Кейнсіанська теорія споживання зосереджувалася на цьому зв'язку між поточним реальним наявним доходом та витратами та збереженням домогосподарств. Але майте на увазі, що очікування щодо майбутніх змін у додаткових податках та доходах від вигоди також мають значення для визначення рівня витрат» [143].

Не слід забувати й про інший закон діалектики: перехід кількості у якість. Адже зміна обсягів доходу не тільки еволюційно змінює співвідношення споживання та заощадження, але може також мати певні якісні зрушення (точки біфуркації), без урахування яких пояснити суттєві зміни пропорцій буде неможливо.

Під алокацією в економічній науці, як правило, розуміють розподіл обмежених ресурсів для досягнення певних цілей [107, с.24]. Тому мотиваційно-алокаційний зв'язок між доходом, споживанням та заощадженням можна тлумачити як розподіл обмеженого доходу на цілі споживання та заощадження, які обумовлені певними мотивами. Таке розуміння зв'язку передбачає

дослідження мотивів, якими керується економічний суб'єкт, обираючи те чи інше співвідношення поточного споживання та заощаджень.

Маючи на озброєнні зазначені методологічні засади звернемося до дослідження історії формування поглядів на споживання та заощадження, а також механізму поділу доходу на ці складові.

Формування розуміння категорій «споживання» та «заощадження» відбувалося паралельно з розвитком «моделей доходу». Точкою відліку визначення доходу і його розподілу можна вважати роботу Н.У. Сеніора "Основні начала політичної економії" (1836). Він є автором відомої суб'єктивно-психологічної теорії "утримання" ("стримування"). Без використання терміну "заощадження" у його теорії фактично йдеться про цей процес. На думку Н. Сеніора капіталіст відмовляється від насолоди споживання, перетворюючи частину своїх доходів на засоби виробництва. За словами Н. Сеніора, поточне споживання є більш цінним, ніж споживання у майбутньому. Тому відмова капіталіста від поточного споживання розглядається як жертва, що призводить до винагороди у вигляді прибутку в майбутньому. Ця інтерпретація заощаджень має ознаки інвестицій. І хоча названа позиція була піддана критиці з боку К. Маркса [71, с.235-240], на наш погляд, це була одна з перших спроб зрозуміти саму суть заощаджень. Крім того, розуміння відмінностей у значеннях поточних і майбутніх переваг стало основою для розвитку теорії дисконтованих грошових потоків у майбутньому.

Наступним кроком у розвитку теорії заощаджень стала модель міжчасового вибору І. Фішера, описана у його роботі «Теорія відсотка» (1930) [131]. Суть її полягає в тому, що при ухваленні рішення про споживання зараз і в майбутньому споживачі стикаються з міжчасовими бюджетними обмеженнями. У відповідності до загального підходу класичної школи, І. Фішер вважає, що споживач, який веде себе раціонально, буде намагатися максимізувати загальну корисність протягом свого життя. Тому заощадження розглядаються як відтерміноване в часі споживання, скореговане на певний показник дисконтування. Не вдаючись в

аналіз деталей цієї моделі, лише зазначимо, що вона є типовою класичною інтерпретацією раціональності поведінки споживача.

Згодом Дж.М. Кейнс розробив альтернативну модель абсолютного доходу («Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей», 1936 р.) [54], а його послідовники Дж. Дьюзенберрі (модель відносного доходу в роботі «Дохід, заощадження і теорія споживчої поведінки» (1949 р.) [140] і Ф. Модільяні (модель життєвого циклу, висунута у 1954 р. та детально викладена у Нобелівській лекції у 1986 р. «Життєвий цикл, особисті заощадження і багатство народів») [78, 153] розвинули теорію, основою якої стала ідея міжчасового вибору І. Фішера.

Основний постулат гіпотези життєвого циклу стверджує, що людина, намагаючись згладити особисте споживання протягом свого життя, співвідносить своє споживання з очікуваним доходом протягом життя. З метою утримання рівня споживання в старості, людина повинна робити накопичення (заощадження) у перебігу активної фази життя. Наступні дослідження показали, що подібний підхід може бути успішно використаний для аналізу агрегованих показників. Разом з тим, положення цієї теорії (особливо виявлені залежності між рівнем заощаджень та віковою категорією отримувачів доходу) не можуть бути використані для розробки індивідуальної фінансової стратегії, оскільки існують численні фактори модифікації, які не дають змогу виробити прийнятні для усіх індивідів універсальні рекомендації.

Однією з найсучасніших і найбільш практичних моделей заощадження виступає модель перманентного доходу М. Фрідмана, засновника монетаризму, лауреата Нобелівської премії 1976 р. М. Фрідман [141] спирається на ідеї Ф. Модільяні (прагнення протягом життя підтримувати стабільний рівень споживання) і знаходить спільні позиції з теорією міжчасового споживчого вибору І. Фішера.

Гіпотеза перманентного доходу М. Фрідмана ґрунтується на визнанні того факту, що формування споживчих витрат суб'єктів відбувається не за рахунок поточного (за Дж.М. Кейнсом), а за рахунок постійного (перманентного) доходу, з метою забезпечити протягом життя більш-менш стабільний рівень споживання.

Позиції класичного підходу до розуміння мотивів заощаджень та заощаджувальної поведінки економічних суб'єктів (теорія Моделіані та Фішера) сприймалися як загальноприйняті до 70-х років минулого століття. Однак криза 1973-1974 рр. (друга за глибиною фінансово-економічна криза після Великої депресії 1929-1932 рр.) показала, що деякі положення класичної теорії не узгоджуються з фактами реального життя [134]. Було висунуто ряд аргументів, отриманих на підставі емпіричних досліджень заощаджувальної поведінки американців.

По-перше, згідно досліджень Моделіані у молодшому та старшому віці спостерігаються найчастіше від'ємні показники заощаджень (у молодості джерелом перевищення споживання над доходом є кредит, а у старшому віці – заощадження попередніх років), а саме на середній вік припадають основні заощадження, які йдуть на погашення кредитів та накопичення «запасів» для підтримання рівня споживання у похилому віці. У 80-ті та 90-ті ж роки виявилася інша ситуація. У більшості домогосподарств спостерігається позитивне заощадження протягом усього життя. Домогосподарства просто коригують рівень споживання у залежності від наявного доходу, зберігаючи граничну норму заощаджень приблизно на незмінному рівні.

Деякі вчені провели дослідження для транзитивних економік. Так, у 90-х роках в Росії спостерігалась ситуація, коли у значної частини населення заощадження практично були відсутніми, а споживання повністю співпадало з доходом [144]. Таку ситуацію можна пояснити, з одного боку, тим, що рівень доходів ледь покривав потреби у задоволенні базових потреб, а з іншого боку – нерозвиненість кредитних відносин не дозволяла мати від'ємні заощадження, покриваючи нестачу коштів за рахунок банківських кредитів. У середині ж 2000-х рр. ситуація дещо змінилася. Розвиток банківської системи та відсутність «імунітету» у населення від надмірних запозичень призвели до того, що значна частина домогосподарств дозволила собі неадекватні розміри від'ємних заощаджень за рахунок споживацького кредитування. Це, зокрема, послужило однією з причин надзвичайної глибини економічної кризи 2009 р. в Україні.

По-друге, посилення диференціації доходів населення зробило практично неможливим використання середніх показників. Так, на думку директора Інституту демографії та соціальних досліджень імені М.В. Птухи НАН України Е. Лібанової 30-40% українців живуть за межею бідності [66]. У той час, як 60-70% домогосподарств не мають змоги у повному обсязі задовольняти базові потреби та практично увесь доход використовують на споживання, незначний відсоток отримувачів надвисоких доходів мають можливість здійснювати значні заощадження, що робить середні показники більш-менш прийнятними. Користуватися цими середніми показниками можна лише на рівні макроекономічних досліджень, але ніяк не можна їх застосувати навіть як орієнтири на рівні окремих домогосподарств.

По-третє, дослідники виявили цікаву залежність заощаджень від рівня освіти [132]: ця залежність позитивна. Більше того, цікавим є факт, що підвищення рівня освіти (і, як правило, рівня доходу) призводить до більш чіткого прояву тенденції до усереднення споживання за рахунок підвищеної норми заощаджень у середньому віці, коли доходи найвищі, та компенсації рівня споживання за рахунок заощаджень у періоді, коли доходи знижуються. На нашу думку, це явище можна пояснити тим фактом, що зростання рівня освіти означає формування здатності до прогнозування та усвідомленого підходу до управління власними бюджетними коштами.

По-четверте, було виявлено ще деякі залежності, які обмежують практичне використання розробок класичної теорії. Так, поява навіть незначної невизначеності динаміки зовнішнього середовища призводить до такої поведінки домогосподарств, яка ніяк не вписується у моделі, побудовані на базі класичної теорії. Домогосподарства у періоди несприятливих доходів намагаються коригувати поточне споживання, залишаючи заощадження на попередньому рівні. У споживачів похилого віку не спостерігається намагання підтримати споживання на попередньому рівні за рахунок заощаджень. Навпаки, вони практично не зменшують заощаджень, а знову ж таки коригують своє споживання [63, с.117-118].

Підводячи підсумки ретроспективному аналізу теорій заощадження, слід зазначити, що практично усі вони виходять з того, що у парі «споживання-заощадження» провідна роль належить споживанню. Саме максимізація сукупного споживання й визнається глибинною причиною заощаджень у короткотерміновому періоді.

Сьогодні у економічній науці досить поширеними є наступні мотиваційні чинники заощаджень: обережність; з метою заповіту; відкладений попит. Ці мотиви мають певні паралелі з основними економічними теоріями доходу: забезпечення старості (лежить у визначенні життєвого циклу Ф. Модільяні); невизначеність відносних доходів і дати смерті: невикористаний запас до смерті краще перевитрат за життя (модель відносного доходу Дж. Дьюзенберрі); спадок (модель перманентного доходу М. Фрідмана).

На наш погляд, основні теорії щодо суті та мотивів заощаджень можна об'єднати у три групи: кількісні, мотиваційні та інвестиційні (табл. 1.1)

Таблиця 1.1

## Класифікація теорій заощаджень\*

Назва групи теорій	Типові представники	Суть заощаджень
Кількісні	Дж.М. Кейнс, Н. Калдор [147], П. Сраффа [162]	Заощадження є залишком доходу після відшкодування витрат на споживання
Мотиваційні	У.Ф. Шарп [160], Дж. Лінтнер [151]	Заощадження - це відкладене споживання
Інвестиційні	Н.У. Сеніор	Заощадження – це неспожитий дохід, виробниче використання якого в майбутньому дасть більший результат, ніж негайне споживання

\* Авторська розробка



Тлумачення Дж.М. Кейнсом суті заощаджень як перевищення доходу над споживанням сьогодні стало хрестоматійним. Це визначення використовується в системі національних рахунків, прийнятій Організацією Об'єднаних Націй [145]. Такий підхід ми назвали кількісним (або статистичним), оскільки він дає можливість підрахувати обсяги заощаджень. Він протиставляє споживання та заощадження, підкреслюючи відмінність у здійсненні цих процесів.

Існує ще один підхід, який ми розцінюємо як мотиваційний. Він, зокрема, представлений У. Шарпом, котрий визначає заощадження як "відкладене споживання". При цьому підкреслюється єдність споживання та заощадження населення, тому що обидві частини доходу спрямовані на задоволення потреб, але тільки з розривом у часі.

Інвестиційний підхід Н.У. Сеніора нами розглядався вище.

Кожне з цих визначень має право на існування, тому що відображає одну зі сторін заощаджень. Тим не менше, вони не розкривають саму суть відмови від поточного споживання заради заощадження частини доходу. Тому спробуємо поглянути на процес з позицій мотиваційно-алюкаційного підходу.

Використовуючи метод єдності історичного і логічного, варто зауважити, що першість у парі «споживання-заощадження» належить саме споживанню. Спочатку (природно) споживання займає основну частину доходу (а іноді і повністю його поглинаючи). Це обумовлено певним мінімально необхідним рівнем споживання людиною для підтримки свого існування і відтворення її як біо-соціальної істоти. У науці такий рівень споживання інколи називають автономним, оскільки він не залежить від рівня поточного доходу. Отже, та частина доходу, яка може виступати у вигляді заощаджень, можлива лише тоді, коли з'являється надлишкова частина, яка не використана у споживанні (за К.Марксом - додатковий продукт). До появи розвинутого грошового обігу можна було говорити лише про натуральну форму споживання та заощадження.

Варто зауважити, що категорія «споживання» завжди виступає показником потоку, а сама його величина вимірюється кількістю благ, спожитих за певний відрізок часу. Категорія ж «заощадження» має двоїстий характер: з одного боку,

заощадження виступають величиною, накопиченою за певний відрізок часу (показник потоку), з іншого боку заощадження можна охарактеризувати як показник запасу (заощадження на початок чи кінець періоду).

З цього випливає, що співставляти споживання і заощадження необхідно з точки зору потоку. І саме цей критерій обумовлює відносну самостійність заощаджень по відношенню до споживання. Усе залежить від терміну, за який ми оцінюємо поділ наявного доходу на споживання та заощадження. Наприклад, аналізуючи поділ доходу за третій квартал жителів курортного містечка (розпал курортного сезону), можна спостерігати, що менше половини отриманого доходу йде на споживання, усе ж інше заощаджується. Однак, якщо збільшити період дослідження до року, то може виявитися, що заощадження взагалі близькі до нуля, оскільки вони були використані на споживання у період міжсезоння. Чим триваліший період, який аналізується, тим справедливішим є твердження, що заощадження – це відтерміноване споживання. У наведеному прикладі джерелом заощаджень фактично було річне автономне споживання. І такі випадки далеко не поодинокі (відкладені кошти для літнього відпочинку, накопичення коштів для майбутньої оплати навчання, тощо). Розширення терміну аналізу перетворює заощадження на споживання. Ця особливість буде враховуватися нами у подальшому аналізі.

Отримавши певний дохід та очистивши його від податків, трансфертів та інших обов'язкових платежів (наявний дохід) домогосподарства, перш за все, покривають потреби у автономному споживанні. За загальним визнанням автономне споживання – це певний розмір споживання, який не залежить від доходу та складає основу існування самого економічного суб'єкта. Оскільки втративши будь-яку частину автономного споживання суб'єкт втрачає шанс на існування, то можна стверджувати, що гранична корисність кожної одиниці доходу, використаного на автономне споживання, залишається незмінною в межах усього його розміру. Іншими словами, автономне споживання слід розглядати як єдину «порцію», що не може ділитися на частини. Якщо ж наявний дохід є більшим за автономне споживання, то кожна додаткова його одиниця, що

спрямовується на споживання, має меншу корисність для споживача ніж попередня. Це твердження витікає із загальновідомого закону спадаючої граничної корисності. Адже споживачі спочатку задовольняють найважливіші для них потреби, а за рахунок додаткових доходів задовольняють менш значимі потреби.

Для з'ясування механізму формування пропорції поділу наявного доходу на споживання та заощадження введемо кілька додаткових понять, пов'язаних з використанням граничного аналізу. У подальшому ми будемо виходити з того, що економічний суб'єкт керується принципом максимізації корисності та принципом альтернативності. При цьому «корисність» розуміється досить широко. Це не просто задоволення певних первинних потреб, а це може бути певним чином оцінена економічним суб'єктом безпека, статусність чи самореалізація. Така оцінка є суто індивідуальною та не може автоматично переноситися з одного суб'єкта на іншого. Індивідуальним є й тривалість періоду, за який намагається максимізувати свою корисність економічний суб'єкт: хтось буде мати на увазі усе життя, а хтось обмежиться кількома днями. Вибір буде залежати як від індивідуальності економічного суб'єкта, так і від пануючих у суспільстві цінностей, ступеню розвитку тих чи інших інститутів, тощо. Цей висновок є надзвичайно важливим для розробки пропозицій щодо державного регулювання заощаджувальних процесів, оскільки держава, формуючи ті чи інші суспільні інститути, зможе впливати на поділ наявного доходу на споживання та заощадження.

На наш погляд, під граничною корисністю споживання ( $MU_c$ ) слід розуміти приріст загальної корисності ( $\Delta U$ ), викликаний витратою додаткової одиниці наявного доходу на споживання ( $\Delta C$ ):

$$MU_c = \Delta U / \Delta C, \quad (1.1)$$

де  $U$  – загальна корисність;

$C$  – наявний дохід, що використовується на споживання.

Аналогічно гранична корисність заощаджень (MUs) може бути визначена як приріст загальної корисності, викликаний заощадженням додаткової одиниці наявного доходу ( $\Delta S$ ):

$$MU_s = \Delta U / \Delta S, \quad (1.2)$$

де  $S$  – наявний дохід, що використовується на заощадження.

Оскільки наявний дохід є обмеженим у кожний даний момент часу, то вірним буде твердження, що заощадження виникають тоді, коли гранична корисність заощаджень (MUs) виявляється більшою граничної корисності поточного споживання ( $MU_c$ ), а в стані рівноваги економічний суб'єкт буде у тому випадку, якщо гранична корисність поточного споживання зрівнюється з граничною корисністю заощаджень (рис. 1.1).

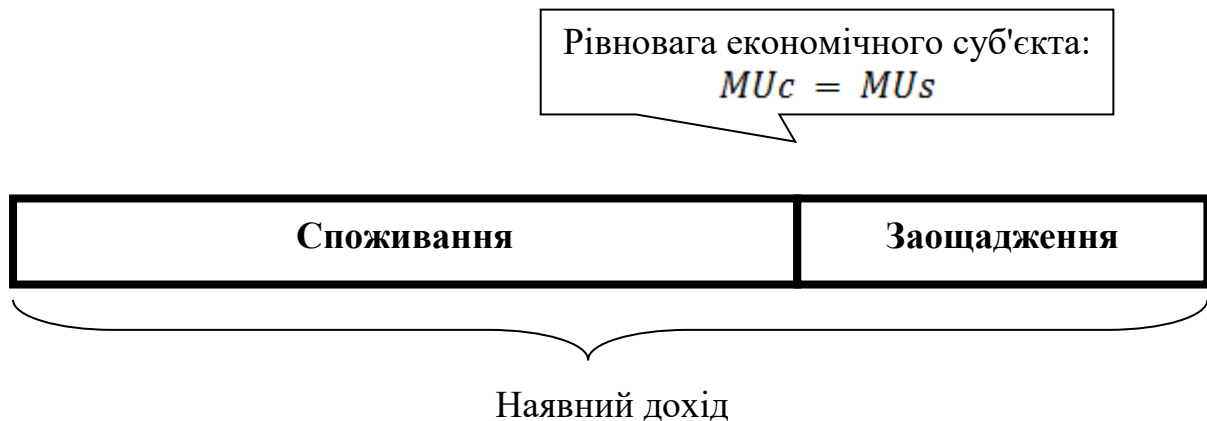


Рис. 1.1. Рівновага споживача у розподілі наявного доходу (авторська розробка)

Графічне зображення механізму досягнення рівноваги економічного суб'єкту щодо поділу наявного доходу на споживання та заощадження наведено на рис. 1.2. Як видно з нього, рівноважним є такий поділ доходу, який досягається у точці перетину кривих граничної корисності споживання та заощадження. Якщо у силу певних причин поділ виявиться нерівноважним, то суб'єкт, який веде себе раціонально, буде змінювати пропорцію на користь тієї форми використання доходу, що приносить йому більший приріст загальної корисності. У рівноважному стані суб'єкт максимізує загальну корисність у межах наявного доходу. Така рівновага є стійкою, оскільки на порушення рівноваги система реагує її відновленням.

Рис. 1.2 демонструє статичну модель досягнення рівноваги, за якої усі вихідні параметри (дохід, споживацькі стандарти, споживацькі переваги, загальне економічне середовище) залишаються незмінними. Проаналізуємо, як буде реагувати система на зміну окремих параметрів.

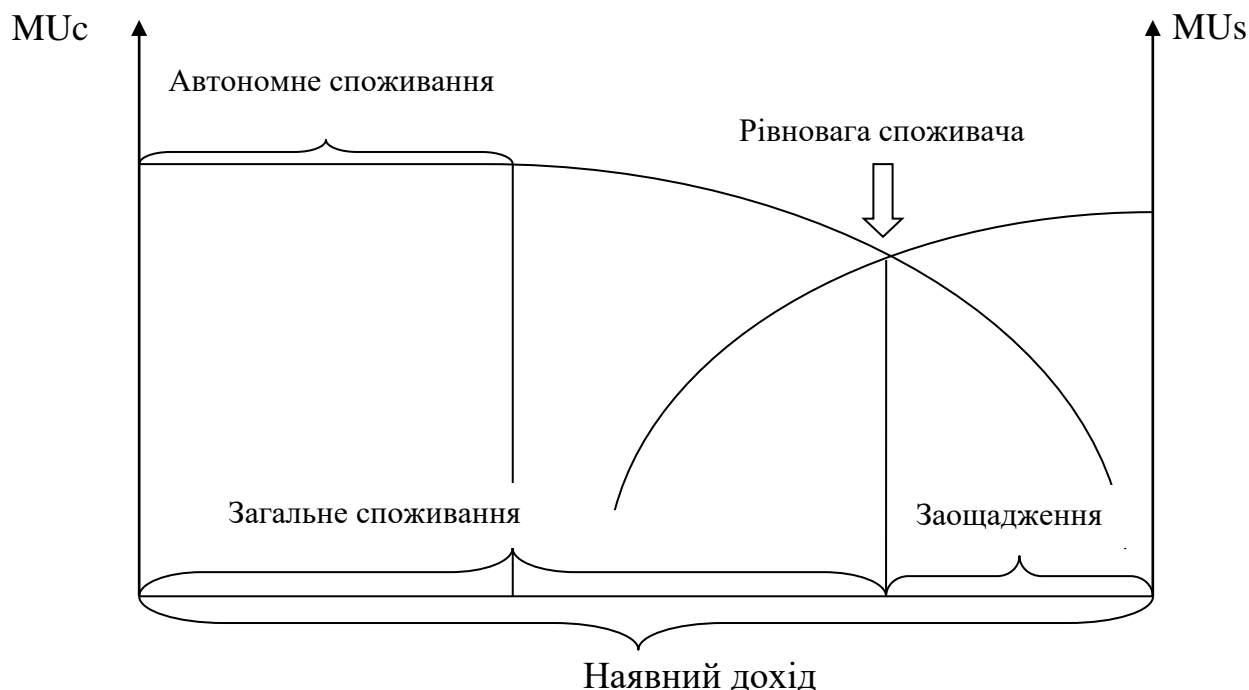


Рис.1.2. Досягнення рівноважного поділу наявного доходу (авторська розробка)

На нашу думку, усі фактори, що впливають на співвідношення поділу доходу на споживання та заощадження, можна розділити на доходні та недоходні чинники. На рис. 1.3 показано зміну рівноваги економічного суб'єкта під впливом збільшення доходу і тільки доходу. Саме цю ситуацію описує основний психологічний закон Дж.М. Кейнса. Дійсно, якщо зростає дохід, то зростає і споживання, але останнє зростає повільніше, ніж зростає дохід. Це пов'язане з тим, що споживання є менш еластичним по відношенню до наявного доходу, ніж заощадження. Однак, як ми вважаємо, це твердження неможна сприймати, як абсолютний закон. Закон Дж.М. Кейнса може спрацювати лише тоді, коли точка перетину знаходиться на відносно значній відстані від межі автономного споживання. Адже чим ближче до межі автономного споживання, тим більша

еластичність споживання по відношенню до доходу. І у цьому випадку немає жодних підстав вважати, що вона виявиться меншою, ніж еластичність заощаджень у залежності від доходу.

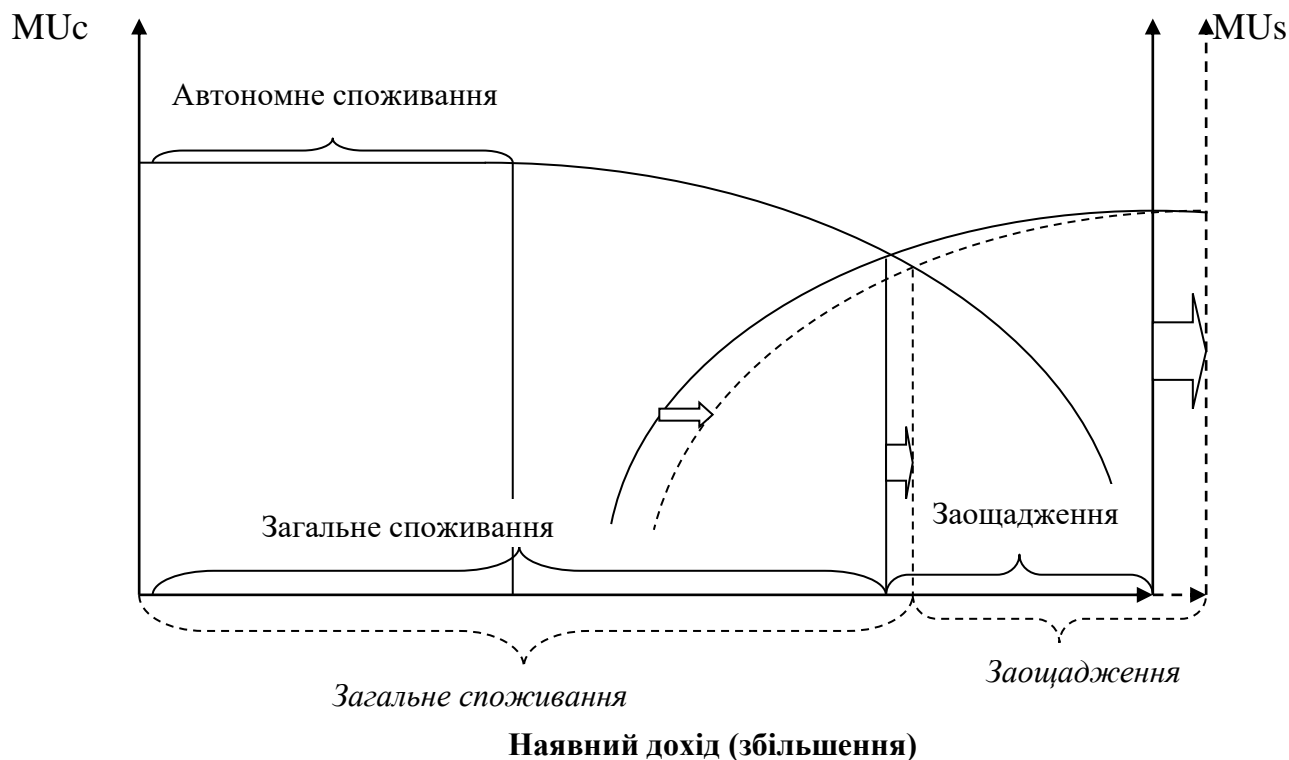


Рис.1.3. Вплив зростання доходу на рівновагу споживача (авторська розробка)

Численні спроби емпірично перевірити дію закону Дж.М. Кейнса продемонстрували, що на макроекономічному рівні статистично не підтверджується випереджаюче зростання заощаджень по відношенню до доходу. Це явище в економічній науці отримало назву «загадки Кузнеця». Слід зазначити, що фактична динаміка споживання та заощадження відчуває на собі не тільки вплив фактору доходу, але й численних недоходних факторів. До них, зокрема, можна віднести зміну життєвих стандартів (зростання доходу може привести до переходу суб'єкта до іншої соціальної групи, де діють більш високі споживацькі стандарти), зміну потреб споживача під впливом, наприклад, реклами та науково-технічних досягнень, зміни зовнішнього середовища, що підвищує чи знижує цінність заощаджень, тощо.

Якщо при зміні доходу нахил кривих граничної корисності споживання та заощадження залишається незмінним, а вони лише переміщуються на графіку вправо чи вліво, то дія недоходних факторів, навпаки, змінює нахил кривих, може переміщувати їх вгору чи вниз, збільшувати чи зменшувати автономне споживання, тощо. Розуміння механізму впливу недоходних факторів може створювати необхідну теоретичну базу для управління процесами формування співвідношення споживання та заощадження, що є важливим компонентом державного регулювання процесів досягнення макроекономічної стабільності.

Серед недоходних факторів, які можуть змінити нахили кривих граничної корисності споживання та заощаджень і, відповідно змінити місце знаходження точки їх перетину, можна виділити зміну стандартів споживання, зміни у навколишньому середовищі, зміни у системі соціальних гарантій тощо. Дія цих факторів теж є неоднозначною і за різних умов може бути різноспрямованою. Але більшість з них можуть піддаватися державному впливу, а тому можуть бути інструментами державного регулювання обсягів заощаджень.

Аналізуючи заощадження на мікрорівні, можна помітити, що у сучасних умовах здійснюють заощадження усі групи економічних суб'єктів: домогосподарства, підприємства та держава. Рішення суб'єктів господарювання про заощадження частини наявного доходу є результатом складної взаємодії внутрішньої мотивації та зовнішніх стимулів. У табл. 1.2 представлені основні пари мотивів та стимулів, які впливають на домашні господарства і визначають їх відмову від поточного споживання заради заощадження частини наявного доходу. Якщо мотиви визначаються внутрішніми збудниками дії економічного суб'єкта, то стимули, навпаки, є відображенням впливу зовнішнього середовища на вибір поведінки суб'єкта. Кожному мотиву відповідає певний стимул, впливаючи на який можна привести в дію той чи інший мотив. Тому саме такий парний підхід найбільш важливий для визначення напрямків державного регулювання цих процесів.

Легко помітити, що в основі усіх перелічених мотивів для заощадження лежить природне бажання домашніх господарств забезпечити принаймні

стабільне (а у кращому випадку - зростаюче) споживання. Ці мотиви існують завжди та відображають цільову настанову цієї групи економічних суб'єктів – максимізацію корисності, підвищення ступеню задоволення потреб. Як відзначалося вище, останні слід розуміти досить широко: щонайменше враховуючи усі рівні піраміди потреб А. Маслоу.

Таблиця 1.2

## Мотиви і стимули заощаджень домогосподарств\*

Мотиви	Стимули
Прагнення до стабільності, створення страхового фонду	Нестійкість і непередбачуваність зовнішнього середовища, ризику зниження поточних доходів
Поліпшення споживання в майбутньому	Співвідношення поточного доходу і цін на товари тривалого користування
Усереднення споживання за період	Періодичність надходження доходів
Прагнення отримати додатковий дохід	Співвідношення прибутковості банківських депозитів або інших форм інвестування і рівня інфляції

\* Авторська розробка

Дещо інший характер мають мотиви та стимули заощаджень для підприємства (табл.1.3). Ці заощадження мають форму нерозподіленого прибутку. Інколи їх мінімальний рівень регламентується законодавством. Наприклад, в Україні тривалий час підприємства були зобов'язані спрямовувати частину прибутку у страховий фонд, доки накопичені кошти не складуть 25% від статутного капіталу. Але у більшості випадків підприємства самостійно розподіляють отриманий прибуток.

В основі системи мотивів та стимулів для заощадження підприємством лежить його цільова функція: максимізація прибутку. І хоча деякі сучасні теорії намагаються всіляко обґрунтувати важливість інших мотивів поведінки підприємства (головне не прибуток, а, наприклад, доля ринку, імідж підприємства, стабільність ринкового становища, тощо), при більш уважному



розгляді та подовженні часового періоду стає зрозумілим, що усі вони, у кінцевому рахунку, виступають засобом для досягнення стратегічної мети. Звичайно, бувають виключення, однак вони лише підтверджують це правило.

Таблиця 1.3.

## Мотиви та стимули заощаджень для підприємств\*

<b>Мотиви</b>	<b>Стимули</b>
Створення резервного (страхового) фонду для забезпечення ринкової стійкості підприємства	Нестійкість та непередбачуваність зовнішнього середовища
Збереження або посилення конкурентних позицій підприємства	Рівень конкурентної боротьби
Отримання додаткового прибутку шляхом оновлення, модернізації або розширення виробництва	Рівень доходності інвестицій

\* Авторська розробка

Держава має інші стратегічні цілі, що породжує особливості мотивації та стимулювання заощаджень доходу, яким вона розпоряджається. Ці заощадження набувають форму профіциту державного бюджету. І хоча це явище досить рідкісне у сучасній економіці (абсолютна більшість країн живе з хронічним дефіцитом головного фінансового плану країни), не враховувати його взагалі було б неправильно. Профіцит державного бюджету може використовуватися для погашення накопиченого державного боргу, для формування певного стабілізаційного фонду, тощо (табл. 1.4).

Разом з тим, слід пам'ятати, що у реальній дійсності відсутній цілісний, єдиний економічний суб'єкт «держава». Його завжди представляють певні люди та певні політичні сили. Це досить часто призводить до виникнення «суперечностей інтересів»: інтереси суспільства, які повинна представляти держава, та інтереси людей, призваних приймати державні рішення, не співпадають. А тому пояснити реальний механізм формування заощаджень на рівні держави без урахування цієї суперечності інтересів неможливо.

Таблиця 1.4

## Мотиви і стимули заощаджень для держави\*

Мотиви	Стимули
Намагання забезпечити макроекономічну стабільність	Випереджаюче зростання інвестицій
Скорочення державної заборгованості	Досягнення заборгованістю масштабів, які загрожують стабільності економіки
Формування стабілізаційного резерву	Нестійкість та непередбачуваність зовнішнього середовища

\* Авторська розробка

На відміну від інших економічних суб'єктів функції держави не зводяться тільки до вирішення проблеми оптимізації поділу наявного доходу на поточне споживання та заощадження. Головне завдання – це сприяти досягненню такого оптимуму іншими економічними суб'єктами: домогосподарствами та підприємствами. У цілому державне регулювання трансформації заощаджень у інвестиції розглядається нами як система заходів впливу держави на економічних суб'єктів у питаннях формування заощаджень, визначення напрямів їх використання та перетворення на реальні інвестиції з метою забезпечення макроекономічної рівноваги та таргетованих темпів економічного зростання. Тому особливе значення має розуміння механізмів, за допомогою яких держава може впливати на середню та граничну схильність до заощаджень. Не вдаючись у деталі (глибше це буде проаналізовано у наступних розділах), виділимо лише кілька, на наш погляд, дуже важливих підходів до їх тлумачення.

Слід підкреслити, що у залежності від стану зовнішнього середовища (стимулів) деякі з перелічених мотивів можуть не проявлятися, а деякі стануть вирішальними при прийнятті рішення про заощадження. Тому стимули можна розглядати як *фактори пробудження* того чи іншого мотиву. Наприклад, економічна нестабільність, загроза втрати (часткової чи повної) доходу висуває на перший план намагання до стабільності у якості мотивів заощадження. Зростання

сплачуваних банківських відсотків може зробити вирішальним мотивом заощаджень намагання отримати додатковий дохід.

Разом з тим, вплив стимулів заощадження на реальні вчинки економічних суб'єктів неможна сприймати як лінійний. Наприклад, зростання доходності депозитів (як і ступінь нестабільності економіки) починає впливати на поведінку економічних суб'єктів тільки після досягнення певного рівня (свого часу Дж.М. Кейнсом такий зв'язок відмічався по відношенню до спекулятивних грошей). З іншого боку, існує загроза перетворення стимулу в антистимул. Адже досить зрозуміло, що високі банківські проценти, як правило, пов'язані з високими темпами інфляції. Наприклад, за підсумками 2015 р. рівень споживчих цін в Україні зріс більше ніж на 40%, тоді як середньорічні відсотки за депозитами коливалися в межах 22-25%. І це без урахування втрат в результаті сплати податків на пасивні доходи. За таких умов відмовлятися від поточного споживання заради майбутнього для економічного суб'єкта стає надто ризикованим (дуже висока ставка дисконтування). Тому може відбутися ще один перелом у характері взаємозв'язку сили дії стимулу та обсягів заощаджень (рис. 1.4).

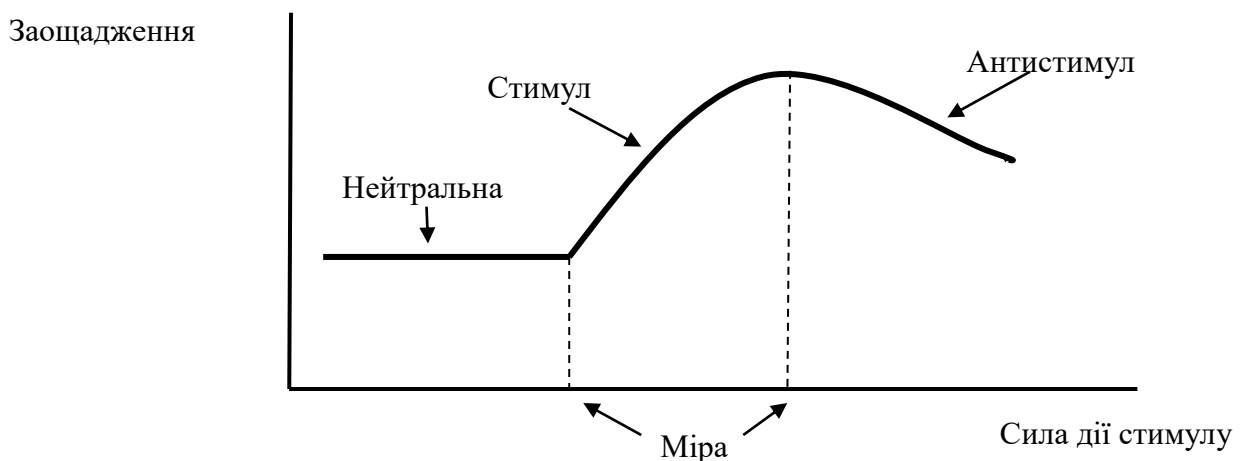


Рис. 1.4. Взаємозв'язок сили дії стимулу та розміру заощаджень (авторська розробка)

Сила дії стимулу (або його рівень) може вимірюватися різними показниками у залежності від суті самого стимулу. Наприклад, очікуваний рівень

доходності інвестицій та інфляції може вимірюватися у відсотках, а нестійкість економічного середовища – у ймовірності настання кризових явищ, тощо.

Сила дії стимулу, за якого відбувається перелом характеру його впливу на розміри заощаджень, ми називаємо **мірою**. Пізнання суті міри та уміння її визначити може стати важливим етапом у розробці механізму державного регулювання процесів заощаджень. Так, напередодні економічної кризи, як правило, відмічається підвищення норми заощаджень, що підтверджується численними дослідженнями (мова про це буде йти у наступному підрозділі). Наприклад, у Росії за даними Федеральної державної служби статистики середня схильність до заощаджень у 2004 р. складала 31,3% валового наявного доходу, у 2005 р. – 31,4, у 2006 р. – 31,8, у 2007 р. – 32,1, у 2008 р. – 31,2. У кризовому 2009 р. цей показник знизився до 21,9%. У перші покризові роки спостерігалася певна тенденція до підвищення схильності до заощаджень (2010 р. – 27,3, 2011 – 30,5). Однак в останні роки питома вага заощаджень у наявному доході знову знижується (2012 р. – 24,3%, 2014 р. – 23,7%, 2015 р. – 22,4%, 2016 р. – 23,4 [121]. Це свідчить про те, що економіка так і не змогла повністю подолати наслідки кризи та перейти до фази пожвавлення. Саме через регулювання державою масштабів та схильності до заощаджень можуть бути послаблені негативні наслідки впливу економічних циклів на динаміку національної економіки.

Таким чином, заощадження – це процес прийняття рішення економічним суб'єктом про відмову від поточного споживання частини наявного доходу на основі взаємодії внутрішніх мотивів та зовнішніх стимулів заради досягнення поставленої мети. Рівновага споживача досягається у випадку рівності граничної корисності споживання та граничної корисності заощаджень. Фактична динаміка поділу наявного доходу визначається взаємодією доходних та недоходних факторів. Розуміння цієї взаємодії може бути підґрунтям для державного регулювання процесів споживання та заощадження з метою досягнення макроекономічної рівноваги.

## 1.2. Співвідношення заощаджень та інвестицій у національній економіці

У результаті обраного шляху розвитку економіки України, а саме інтеграції в європейський економічний простір на основі загальноприйнятих світових принципів, перед країною гостро постає питання структурної перебудови економічних відносин, в яких виключно важливу роль відіграє активізація і збалансованість трансформації заощаджень в інвестиції. Незважаючи на деяке поживлення в темпах зростання та позитивні зрушення у динаміці обсягів інвестицій до 2013 р., останнім часом у зв'язку з політичною кризою і економічним спадом, позитивні тенденції в інвестиційній сфері не стали стабільними.

Основною проблемою є недостатня інвестиційна привабливість, деструктивні методи і непрозорість інвестиційних проектів, відсутність державного контролю і гарантій. Зрозуміло, масштабний український інвестиційний простір привертає увагу багатьох учених і дослідників. Найбільш відомі дослідження в Україні були викладені в роботах Т. Беня [4], В. Геєця [48], М. Герасимчука [117], Я. Жаліло [115], Б. Кваснюка [53], І. Лукінова [68], О. Манжури [70], О. Моліної [79], А. Пересади [92] та інших. Також ця проблема привернула увагу зарубіжних вчених Р. Барроу [133], Дж. Бейлі [159], М. Джонка [10], Дж.М. Кейнса [54], Х. Лебенстайна [150], Е. Хансена [128], У. Шарпа [159] та інших.

Однак інвестиції не виникають з нічого. Для того, щоб можна було інвестувати частину наявного доходу, перш за все, необхідно відмовитися від його поточного споживання у повному обсязі, тобто здійснити заощадження. Загальновизнаною позицією як класичних (неокласичних), так і кейнсіанських концепцій є необхідність досягнення рівності заощаджень та інвестицій як умови формування загальноекономічної рівноваги. Як пише Дж.М. Кейнс, «акт індивідуального заощадження обов'язково веде до паралельного акту інвестування. Адже дійсно не підлягає ніякому сумніву, що сума чистих приростів багатства індивідуумів повинна бути точно рівна загальному чистому

приросту багатства суспільства» [54, с.150]. Разом з тим, майже відсутні спроби перевірити справедливість цих тверджень шляхом проведення досліджень фактичних даних по розвитку економік значної кількості країн за тривалий період часу. Крім того, є усі підстави вважати, що справедливість наведеного твердження може поширюватися лише на замкнуті економічні системи, коли зовнішньоекономічна діяльність не чинить суттєвого впливу на внутрішні макроекономічні пропорції.

Концептуальні положення трансформації заощаджень в інвестиції, зокрема в країнах з розвинутою економікою, еволюціонували і змінювалися відповідно до розвитку економічної теорії на основі класичної, неокласичної, кейнсіанської та інших моделей. Виділення якісних основ ринкової економіки - вартість, ціна, дохід, інвестиції та ін., які містяться у фундаментальних роботах основоположників класичної школи політичної економії Адама Сміта (1723-1790) та Давида Рікардо (1772-1823), стали відправною позицією у більш глибоких дослідженнях «економістів нової хвилі», а саме Ф. Бастіа, Д. Лодердейла, Т. Мальтуса, Дж. Мілля, Н. Сеніора, Ж.-Б. Сея.

Внесок Д. Лодердейла (1759-1839) у розвиток економічної теорії визначається виділенням ролі реальних доходів в процесі інвестування і можливості впливу фіскальної політики держави на привернення уваги до проблеми технічного прогресу як складової збільшення обсягу інвестицій [67].

Т. Мальтус (1766-1839), як і усі представники класичної школи економічної теорії, відстоював позиції вільного підприємництва і саморегулювання економіки. Однак, що стосується інвестиційних процесів, він дотримувався думки, схильної до контролю іноземних інвестицій, особливо до тих, які впливають на баланс попиту капіталу. Але у той же час він вважав, що іноземні інвестиції є стабілізатором коливань попиту, при цьому віддаючи перевагу інвестиціям внутрішньодержавного походження, вважаючи що таким чином здійснюється позитивний вплив на прибутковність національних галузей [69].

Дж. Мілля (1773-1836) будує свої дослідження на постулаті, що «гроші не є капіталом і не виконують його функції». Тим самим він стверджує, що

нейтральність грошей всього лише бере участь у перерозподілі доходів і не впливає на інвестиції. Самі по собі гроші не можуть виступати як інвестиція. Однак, неконвертовану валюту можна емітувати з надлишком, що призведе, у свою чергу, до стимулювання інвестицій шляхом зниження ціни кредитних грошей, а саме ставки відсотка. Але це можливо у випадку, якщо інфляція не буде зростати за рахунок державних витрат, у яких джерелом виступає випуск неконвертованих паперових грошей. У точці рівноваги ринкова норма прибутку і відсотка на капітал зрівнюються. Тобто неконвертована валюта може використовуватися державою з метою забезпечення стабілізації інвестиційних процесів [76].

У другій половині XIX ст. і на початку XX ст. відбулася трансформація класичної інвестиційної концепції в неокласичну. Так, у 20-х роках у США вчений І. Фішер (1867-1946) у своїх роботах визначає основи стабілізації економіки за допомогою регулювання інвестиційних процесів, використовуючи кредитно-грошову політику за участю державних фінансових інститутів, що впливають на грошову масу. Держава, зменшуючи доступність грошей, здатна впливати на процентні ставки. І. Фішер стверджує, що грошова маса впливає на розмір заощаджень: пропозиція «коротких» грошей веде до зниження процентної ставки, але в більш тривалому періоді призводить до збільшення інфляції, що в свою чергу стимулює зростання процентних ставок. У той же час інфляція змушує розкручуватися явищу «негайного споживання» або «сказу грошей». А це, у свою чергу, не дає шансів для майбутніх інвестицій [122].

Дж. Гобсон (1858-1940) стверджував, що суспільство не може регулювати збут, однак може впливати на раціональність використання доходів і, в першу чергу, багатих верств населення. На його думку держава повинна максимізувати зусилля по створенню додаткових робочих місць та інвестувати у створені галузі. Також він підтримував підвищення соціальних стандартів з метою розширення споживання товарів і накопичення заощаджень, що, у свою чергу, повинно було привести до збільшення інвестиційного потенціалу [14].

А. Пігу (1877-1959) не уявляв можливим застосовувати вплив держави на мікроекономічному рівні і основну увагу приділяв суперечностям приватних і громадських інтересів як основних причин руйнування ринкових механізмів. Основною тезою його досліджень є розуміння можливості впливу держави на інвестиційний процес за допомогою перерозподілу доходів, субсидування перспективних галузей, адміністративного впливу через ціноутворення, встановлення квот і тарифів, обмеження монополій [95].

Найбільш прийнятний підхід до сьогоднішніх реалій регулювання інвестиційного простору, на наш погляд, вніс Дж.М. Кейнс (1883-1946). Його роботи спрямовані на дослідження інвестиційних процесів в умовах кризового розвитку економіки. Зокрема, він стверджував про необхідність створення умов, в першу чергу макроекономічних, формування механізмів залучення інвестицій з метою підвищення економічного зростання. У своїх роботах він приділяє значне місце функціям грошової маси в обігу, позитивно оцінює роль зростання цін як одного з факторів стимулювання розвитку торговельних відносин і виробництва. Основними проблемами вважає безробіття і скорочення виробництва як наслідок малої кількості грошей в обороті.

Кейнс залишає за собою право стверджувати про необхідність стимулювання інвестицій через пряме втручання держави в інвестиційні процеси і вплив на них через грошово-кредитну та бюджетну політики [54].

Значний внесок у популяризацію та розвиток теорії Кейнса вніс Дж. Хікс [128]. Саме він дав математичну інтерпретацію кейнсіанської теорії, якою сьогодні користуються як послідовники, так і противники цього напрямку економічної теорії.

Навпаки, напрям економічної теорії, який виник у 70-ті роки минулого століття та отримав назву неокласики, виходив з протилежних позицій, оскільки представники цього напрямку (Р. Ворроу та Т. Сарджен – розробник теорії раціональних очікувань) намагалися використовувати у макроекономічних дослідженнях основні прийоми мікроекономічного аналізу та традиції класичної школи, яка заперечувала необхідність державного втручання в економіку.



Головна ідея неокласики полягала у наступному. Державне втручання у процеси заощадження та інвестування не може дати не тільки позитивного ефекту у короткотерміновому періоді, але й буде надзвичайно шкідливим у довготривалому періоді. Якщо держава буде виступати активним інвестором та буде підвищувати податки заради формування відповідних інвестиційних фондів, то домогосподарства будуть змушені відмовитися від частини поточних витрат та збільшать заощадження для покриття майбутніх витрат з оподаткування. Як наслідок – сукупний попит зменшиться, а здійснені державою інвестиції збільшать витрати на виробництво та викличуть інфляцію. Тому найкращою поведінкою у цьому випадку буде відмова від державного втручання в економіку.

Подібну (за загальними висновками) позицію відстоює й монетаризм (М. Фрідмен, У. Баумоль, Дж. Тобін, Л. Лендлер, М. Паркін). На думку його представників спроби держави у короткотерміновому періоді вплинути на заощадження домогосподарств, стимулюючи витрати та регулюючи граничну схильність до заощаджень, як і надмірні витрати коштів із державного бюджету, вкрай негативно вплинуть на макроекономічну рівновагу, стимулюючи інфляційні процеси. Необхідна довготривала грошова політика, яка б обмежувалася лише підтриманням пропорційності між грошовою та товарною масою шляхом стабільного збільшення першої пропорційно зростанню останньої.

Разом з тим, в економічній науці були спроби поєднання ключових позицій кейнсіанської та неокласичної теорії (неокласичний синтез). Серед них найбільш вдалою вважається спроба П. Самуельсона [142], який висунув кілька положень, що поєднували підходи обох напрямів економічної теорії. По-перше, він доводив справедливість використання мікроекономічних підходів при аналізі макроекономіки, по-друге, вважав, що досягнення рівноваги між сукупними доходами (споживання та заощадження) та сукупними витратами (споживацькі витрати та інвестиції) не означає автоматичного досягнення рівноваги на інших ринках (особливо на ринку праці); по-третє, доводив, що успішне вирішення проблем макроекономічної рівноваги можливе лише на шляху вдалого поєднання ринкового саморегулювання з цілеспрямованим державним регулюванням

економіки, по-четверте, визнавав доцільність використання для регулювання економіки як фіскальних (кейнсіанський підхід), так і грошово-кредитних (неокласичний підхід) інструментів.

Сучасні вітчизняні дослідники теж приділяють увагу питанням балансування заощаджень та інвестицій, а також їх впливу на економічну динаміку. Найчастіше проблему прискорення економічного розвитку пов'язують зі збільшенням інвестицій. Досить поширеною є точка зору, що країни, у яких питома вага інвестицій у ВВП (середня схильність до інвестування) не перевищує 15%, відносяться до деградуючих економік (режим проїдання) (зокрема, сюди віднесено й Україну). Якщо ж цей показник знаходиться на рівні 15-25%, економіку таких країн можна віднести до стабільних систем (режим стабілізації). А от необхідну модернізацію можна забезпечити лише тоді, коли країна більше 25% свого ВВП буде використовувати на інвестиції (режим модернізації) [9]. Звідси й заклики до прискореного інвестування.

У той же час усі теорії зводяться до необхідності досягнення рівноваги в інвестиційному просторі, а саме рівності заощаджень та інвестицій в ідеалі. Безперечно, що така рівновага не є самоціллю і навряд чи досяжна на практиці, однак прагнення до мінімізації різниці між цими величинами і є завданням держави в процесі регулювання трансформації заощаджень в інвестиції. Як уже відзначалося, існують різні думки з цього приводу: класична теорія зосереджується на саморегулюванні ринку, кейнсіанська має за основу механізм дій з більш протекціоністським ухилом, тобто допускає і навіть наполягає на активній участі держави як регулятора в інвестиційній діяльності. Не варто так само забувати про величезний ресурс іноземних інвестицій як стабілізатора вищевказаної рівноваги [99].

Вважаємо за необхідне зробити ще кілька зауважень стосовно досягнення рівноваги заощаджень та інвестицій з точки зору макроекономіки. Вище нами уже з'ясовано, що заощадження досить часто є просто відкладеним споживанням, а тому їх питома вага у наявному доході буде дуже відрізнятися в часі: періоди активного нагромадження можуть змінюватися періодами активного споживання.

Й такі коливання характерні не тільки для сезонних періодів року, але й для більш тривалих відрізків часу (наприклад, залежність споживання від фази економічного циклу). Тому завдання не може ставитися у вигляді щорічного балансування заощаджень та інвестицій. І, відповідно, говорити про порушення рівноваги лише за фактом, що у якийсь рік споживання значно перевищує інвестиції чи навпаки, буде не вірним. Це обумовило вибір методики емпіричної перевірки теоретичного твердження про тенденцію економіки до встановлення відповідності заощаджень та інвестицій.

Для перевірки факту досягнення стабільної рівноваги інвестицій та заощаджень в окремих країнах протягом тривалого часу скористаємося даними Світового банку щодо питомої ваги цих показників у ВВП 30 країн світу (Додатки А, Б, В). При виборі країн ми намагалися відібрати представників із усіх груп: розвинених, з середнім рівнем розвитку та країн, що розвиваються. Порівнюються середні показники за останні 16 років, що включає як періоди економічної активності, так і циклічних криз (табл. 1.5).

Як видно з табл.1.5, близько третини країн (11 з 30) мають відхилення між питомою вагою у ВВП заощаджень та інвестицій у межах статистичної похибки: від -2,5% до +2,5% (ця похибка могла виникнути через використання Світовим банком округлених до одного відсотка чисел). Разом з тим, всередині періоду навіть у цих країнах спостерігалися досить суттєві розбіжності між досліджуваними показниками. Так, в Україні у 2002 р. питома вага заощаджень була на 8 відсоткових пунктів більша, ніж питома вага інвестицій (28% проти 20%), тоді як у 2012 р. ситуація практично змінилася на протилежну – 13% проти 22%, відповідно. І Україна не є виключенням. У країнах цієї групи максимальне відхилення між досліджуваними показниками становило: Канада – 4 відсоткових пункти; Франція – 2; Південна Корея – 5; Аргентина – 8; Парагвай – 10; Єгипет, Індонезія та Індія – 4. Усі інші країни мали суттєві відхилення між показниками або за рахунок більшої питомої ваги заощаджень, або за рахунок більшої питомої ваги інвестицій.

Таблиця 1.5

## Співвідношення заощаджень та інвестицій\*

п/п	Країна	ВВП на душу населення (2016, тис. дол.)	Питома вага у ВВП (середнє значення за 2000 -2015 рр.)%		
			заощаджень	інвестицій	відхилення (4-5)
1	2	3	4	5	6
1	Норвегія	69,3	36,9	24,4	12,5
2	Швейцарія	59,4	33,8	24,2	9,6
3	США	57,3	17,5	20,9	-3,4
4	Нідерланди	50,8	28,2	20,8	7,4
5	Австралія	48,8	23,4	27,3	-3,9
6	Німеччина	48,2	24,5	20,1	4,4
7	Канада	46,2	22,6	22,8	-0,2
8	Велика Британія	42,5	14,4	17,3	-2,9
9	Франція	42,4	21,2	22,4	-1,2
10	Японія	38,911	26,1	24,0	2,1
11	Південна Корея	37,9	33,8	31,4	2,4
12	Нова Зеландія	37,1	19,8	22,6	-2,8
13	Іспанія	36,5	21,6	25,4	-3,8
14	Чехія	33,2	27,1	28,7	-1,6
15	Польща	27,7	17,7	21,2	-3,5
16	Аргентина	20,2	18,4	17,0	1,4
17	Туреччина	21,1	22,7	26,4	-3,7
18	Алжир	15,0	50,0	36,5	13,6
19	Бразилія	14,8	16,7	19,4	-2,7
20	Китай	14,6	47,5	43,0	4,5
21	Єгипет	12,1	18,4	17,7	0,7
22	Індонезія	11,7	30,2	28,4	1,8
23	Грузія	10,1	17,0	27,9	-10,9
24	Парагвай	9,5	18,6	16,1	2,5

Продовження табл. 1.5

п/п	Країна	ВВП на душу населення (2016, тис. дол.)	Питома вага у ВВП (середнє значення за 2000 -2015 рр.)%		
			заощаджень	інвестицій	відхилення (4-5)
25	Вірменія	8,9	18,9	27,4	-8,5
26	Україна	8,2	19,8	21,0	-1,2
27	Індія	6,7	34,9	35,5	-0,6
28	Нігерія	5,9	21,6	11,1	10,5
29	Нікарагуа	5,3	15,9	27,6	-11,7
30	Камерун	3,3	14,3	18,9	-4,6

\* Розраховано за: [167,168]

Спроба пояснити причину переважання інвестицій чи заощаджень рівнем економічного розвитку країни виявилася безуспішною. Так, серед перших десяти найбільш розвинених країн 4 країни мають суттєве перевищення заощаджень над інвестиціями (Норвегія, Швейцарія, Нідерланди та Німеччина), 3 країни демонструють приблизну рівність цих показників (Канада, Франція та Японія) та 3 країни мають надлишкові інвестиції.

Для пошуку відповіді на питання, яким чином країна може розвиватися тривалий час (і навіть розвиватися успішно), не маючи збалансованості між заощадженнями і інвестиціями, нами була висунута *гіпотеза щодо компенсуючої функції чистого експорту*. Дійсно, коли заощадження більші за інвестиції, то це означає, що частина виробленої в країні продукції не знаходить свого збуту. У цьому випадку реальним виходом із ситуації може бути продаж надлишків за кордон. Навпаки, матеріальним джерелом покриття надлишкових інвестиційних витрат може бути імпорт, який перевищує експорт (від'ємне значення показника чистого експорту). Формалізовано умову макроекономічної збалансованості відкритої економічної системи можна виразити наступним чином:

$$S = I + E_n, \quad (1.3)$$

де  $E_n$  - чистий експорт.

З метою перевірки цієї гіпотези у табл. 1.6 було проведено корегування відхилення показників питомої ваги заощаджень та інвестицій за допомогою показника питомої ваги чистого експорту у ВВП (середній показник за 2000-2015 рр.) (Додаток Г).

Таблиця 1.6

Скореговане відхилення питомої ваги інвестицій у ВВП від питомої ваги заощаджень у ВВП\*

	Країни	Відхилення питомої ваги заощаджень від питомої ваги інвестицій	Питома вага чистого експорту у ВВП	Скореговане відхилення
1	2	3	4	5
1	Норвегія	12,5	13,1	-0,6
2	Швейцарія	9,6	9,0	0,6
3	США	-3,4	-4,0	0,6
4	Нідерланди	7,4	8,5	-1,1
5	Австралія	-3,9	-2,4	-1,5
6	Німеччина	4,4	5,0	-0,6
7	Канада	-0,2	1,4	-1,6
8	Велика Британія	-2,9	-2,4	-0,5
9	Франція	-1,2	-0,7	-0,5
10	Японія	2,1	0,5	1,6
11	Південна Корея	2,4	2,8	-0,4
12	Нова Зеландія	-2,8	1,2	-4,0
13	Іспанія	-3,8	-1,8	-2,0
14	Чехія	-1,6	2,4	-4,0
15	Польща	-3,5	-1,8	-1,7
16	Аргентина	1,4	4,0	-2,6
17	Туреччина	-3,7	-3,1	-0,6
18	Алжир	13,6	11,2	2,4

Продовження табл. 1.6

	Країни	Відхилення питомої ваги заощаджень від питомої ваги інвестицій	Питома вага чистого експорту у ВВП	Скореговане відхилення
19	Бразилія	-2,7	0	-2,7
20	Китай	4,5	4,2	0,3
21	Єгипет	0,7	-5,1	4,4
22	Індонезія	1,8	3,6	-1,8
23	Грузія	-10,9	-18,6	7,7
24	Парагвай	2,5	7,6	-5,1
25	Вірменія	-8,5	-20,1	11,6
26	Україна	-1,2	-2,6	1,4
27	Індія	-0,6	-3,3	2,7
28	Нігерія	10,5	10,3	0,2
29	Нікарагуа	-11,7	-21,4	9,7
30	Камерун	-4,6	-3,6	-1,0

\* Розраховано за: [167,168]

Розраховавши відхилення за формулою *[заощадження – (інвестиції + чистий експорт)]*, ми отримали досить суттєве зближення показників. Якщо за нескорегованим відхиленням тільки три розвинені країни можна було віднести до збалансованих економік з десяти, включених до групи (Канада, Франція та Японія), то після корегування усі 10 країн можуть бути оцінені як збалансовані. Це є незаперечним доказом більшої збалансованості розвинених економік, що, з одного боку, є наслідком саме рівня розвитку, а з іншого – умовою подальшого стабільного просування по шляху прогресу.

Цікаво зазначити, що зближення відбувається в усіх групах країн, виділених за рівнем ВВП на душу населення, хоча питома вага країн зі збалансованим співвідношенням заощаджень та інвестицій зменшується при переході до груп з нижчим рівнем економічного розвитку. Також спостерігається зростання рівня

незбалансованості. Якщо максимальне перевищення одного з показників для середньо розвинених країн становить 4 відсоткових пункти, то для країн, що розвивається таке відхилення перевищує 11 відсоткових пунктів.

Серед 10 країн з середнім рівнем доходу збалансованих економік стало 6 замість 2. У 4 інших країнах сума інвестицій та чистого експорту є більшою за заощадження. Це свідчить про те, що протягом останніх 16 років ці країни інвестували більше, ніж мали на те внутрішніх джерел. Однак така незбалансованість по-різному вплинула на економічну динаміку зазначених країн. Для з'ясування причин цього проведемо співставлення окремих макроекономічних показників за останні роки (табл. 1.7).

Аргентина та Бразилія мають менший дефіцит заощаджень порівняно з іншими країнами цієї групи: 2,6-2,7% проти 4%. Здавалося б, що їх економіки є більш збалансованими. Однак легко помітити, що стан та динаміка основних макроекономічних показників у них значно гірша. Так, в останні роки спостерігається спад виробництва ВВП та високі темпи інфляції. І пояснення цьому слід шукати не тільки у недостатньому рівні інвестування. Додатково проведені розрахунки показали, що якщо для Аргентини питома вага інвестицій у ВВП є суттєвим фактором економічного зростання (коефіцієнт кореляції між цими показниками за 2000-2015 рр. склав 0,73), то для Бразилії цей зв'язок не є настільки очевидним (коефіцієнт кореляції становить 0,35). Звичайно, можна стверджувати, що аргентинська економіка має недостатній притік іноземних інвестицій: маючи у 4 рази більшу кількість населення Аргентина залучила лише 74% іноземних інвестицій, які надійшли до Чехії. Однак Бразилія має відносні показники залучення іноземних інвестицій на рівні Чехії, але за динамікою економіки є близькою не до цієї країни, а до Аргентини.

На наш погляд, глибинна причина проблем економічної динаміки для цих країн знаходиться не у дисбалансі між заощадженнями та інвестиціями (навіть скорегованими на чистий експорт), а у самій економічній моделі, яка склалась у цих країнах. Її інколи називають споживацько-орієнтованою. Однією з найбільш



характерних ознак цієї моделі є заощадження на рівні 15-16% від ВВП. За цих умов не формується достатні внутрішні джерела для інвестування.

Таблиця 1.7

Макроекономічні показники вибраних країн з середнім рівнем розвитку\*

Показники	Аргентина	Бразилія	Нова Зеландія	Чехія
Динаміка реального ВВП (%)				
2014	-1,5	0,1	3,0	2,7
2015	2,5	-3,8	3,0	4,5
2016	-1,8	-3,5	2,8	2,5
Темпи інфляції (%)				
2015	26,5	10,7	0,3	0,3
2016	42,8	6,7	0,6	0,5
Іноземні інвестиції (млрд.дол., 2016)				
- в країну	103	753	71	139
- з країни	38	295	59	45
- чисті	65	458	12	93
Чисті іноземні інвестиції у відсотках до ВВП	12,0	25,9	6,7	48,2
Поточний платіжний баланс (млрд.дол., 2016)	-14,2	-23,51	-5,0	2,2
Державний борг у відсотках до ВВП (2016)	53,8	73,5	34,0	40,8
Валові заощадження у відсотках до ВВП				
2014	15,8	16,2	19,4	26,1
2015	14,3	16,4	19,8	28,3
2016	14,2	17,2	20,3	27,6
Коефіцієнт кореляції між темпами економічного зростання та питомою вагою інвестицій у ВВП	0,73	0,35	0,54	0,58

\* Розраховано за: [167, 168]

І покрити дефіцит за рахунок зовнішніх джерел не вдається, оскільки відома залежність: зовнішні інвестори йдуть у ту країну, де активною інвестиційною діяльністю займаються резиденти.

Слід також звернути увагу на досить значну зовнішню заборгованість Аргентини та Бразилії, яка викликана тривалим негативним поточним платіжним балансом.

Як видно з таблиці 1.6, у групі країн, що розвиваються, після корегування кількість збалансованих економік навіть зменшилась. Більше того, коригування для деяких країн (Парагвай, Єгипет, Індія, Грузія, Вірменія) навіть погіршило ступінь збалансованості. Однак такий стан показників у цій групі може бути пояснений як реальною незбалансованістю економік, так і їх значною залежністю від стану зовнішніх ринків. Для з'ясування індивідуальних особливостей балансування економік країн, що розвиваються, необхідно ще додавати дослідження динаміки зовнішньої заборгованості та міжнародних інвестиційних потоків (табл. 1.8).

Аналіз матеріалів табл. 1.8 дозволяє зробити кілька важливих висновків.

1. Усі країни, що розвиваються, які мають значну незбалансованість між заощадженнями та сумою інвестицій й чистого експорту, досить динамічно зростають. Не дивлячись на загальносвітову тенденцію до гальмування економічної динаміки, у зазначених країнах темпи приросту ВВП за останні 3 роки коливалися в межах від 2,2% до 4,9% на рік. Більше того, не виявляється залежність між формою дисбалансу та економічним зростанням: незалежно, чи заощадження є «надлишковими» (Грузія, Вірменія, Нікарагуа, Єгипет), чи, навпаки, вони суттєво менші інвестицій та чистого експорту (Парагвай) ВВП зростає приблизно однаковими темпами.

2. Усі країни утримують рівень інфляції в межах повзучої (до 4% зростання загального рівня цін на рік), хоча спостерігається невідповідність між сукупним попитом та сукупною пропозицією. Виключення становить Єгипет, де в останні роки спостерігається галопуюча інфляція.

Таблиця 1.8

## Макроекономічні показники вибраних країн, що розвиваються\*

Показники	Грузія	Вірменія	Нікарагуа	Парагвай	Єгипет
Динаміка реального ВВП (%)					
2014	4,6	3,6	4,6	4,7	2,2
2015	2,8	3,0	4,9	3,1	4,2
2016	3,1	2,2	4,7	3,5	3,8
Темпи інфляції (%)					
2015	4,0	3,7	3,1	3,1	10,4
2016	2,0	-0,5	3,1	3,8	12,1
Іноземні інвестиції (млрд.дол., 2016)					
- в країну	13,7	4,2	-	7,1	94,5
- з країни	1,9	0,3	-	0,3	8,0
- чисті	11,8	3,9	-	6,8	86,5
Чисті іноземні інвестиції у відсотках до ВВП	81	36	-	21	25
Поточний платіжний баланс (млрд.дол., 2016)	-1,76	-0,30	-1,24	0,16	-18,66
Державний борг у відсотках до ВВП (2016)	42,4	53,4	45,0	25,5	92,6
Валові заощадження у відсотках до ВВП					
2014	19,2	13,2	19,7	15,8	13,0
2015	20,4	28,3	23,6	14,9	10,7
2016	21,3	18,1	22,8	15,0	8,7
Коефіцієнт кореляції між темпами економічного зростання та питомою вагою інвестицій у ВВП	0,72	-0,06	0,58	0,36	0,73

\* Розраховано за: [167, 168]

3. Досягнення відносної макроекономічної стабільності в умовах дисбалансу досягається за рахунок зовнішнього фактору. Усі країни (крім

Парагваю) мають значне від'ємне сальдо торгового балансу. Саме за рахунок імпорту покриваються потреби у інвестиційних товарах. Фінансовим же джерелом інвестування для усіх країн виступають зовнішні кошти. Вони надходять за двома каналами: прямі іноземні інвестиції (усі країни є країнами-реципієнтами: питома вага чистих іноземних інвестицій у ВВП коливається від 21% (Парагвай) до 81% (Грузія)) та державні запозичення. Частина цих запозичень йде на покриття дефіциту поточного рахунку платіжного балансу (в усіх країнах (крім Парагваю) він має від'ємне значення).

4. Для трьох країн з п'яти (Грузія, Нікарагуа, Єгипет) виявлено тісний зв'язок між питомою вагою інвестицій у ВВП та темпами економічного зростання: коефіцієнт кореляції становить 0,58-0,73. Для Вірменії такий зв'язок взагалі відсутній, а для Парагваю він не є суттєвим (коефіцієнт 0,36).

5. Низький рівень середнього доходу обумовлює низьку питому вагу заощаджень у ВВП: середні показники за 2000-2015 рр. в усіх країнах не перевищують 20% (хоча в окремі роки й спостерігається значне відхилення від середнього значення). Тому практично єдиною можливістю для подолання економічного відставання є залучення зовнішніх джерел для інвестування. Країни, що аналізуються, дають дві моделі вирішення цієї проблеми.

Перша модель представлена Грузією, Вірменією, Нікарагуа та Єгиптом. Ці країни практично повністю покладаються на зовнішні джерела. За характером економічного розвитку вони є імпортоорієнтованими: середнє від'ємне сальдо торгового балансу за 2000-2015 рр. у Грузії, Вірменії та Нікарагуа перевищує 20% ВВП! Однак і всередині цієї групи є два варіанти: залучення інвестицій або державні запозичення. Яскравими представниками цих варіантів є Грузія та Єгипет. Грузія має чисті іноземні інвестиції більше 80% від ВВП, тоді як державний борг знаходиться на відносно безпечному рівні (42% від ВВП). У Єгипту ж навпаки: чисті інвестиції складають лише 25% від ВВП, а от державний борг уже скоро зрівняється з ВВП (у 2016 р. він складав майже 93%, що є реальною загрозою уже найближчим часом). Однак у будь-якому випадку ця модель не може успішно реалізовуватися протягом тривалого часу, оскільки має

ознаки фінансової піраміди. Нею можна скористатися тимчасово для вирішення проблем макроекономічної збалансованості. Якщо ж цього не зробити, країні загрожують серйозні потрясіння.

Друга модель, яка вибудовується у Парагваї, є більш стабільною, хоча й потребує значних зусиль по мобілізації внутрішніх резервів. Ця країна має позитивне зовнішньоторгове сальдо, позитивне значення балансу поточного рахунку та досить низький показник питомої ваги державного боргу у ВВП (лише 25,5% у 2016 р.). Хоча ця модель теж має потенційні загрози (перш за все, так звана імпортована інфляція в результаті тривалого позитивного сальдо торгового балансу та недоспоживання через реалізацію значної частини ВВП за межами країни), вона є більш перспективною для подолання країною економічної відсталості та досягнення макроекономічної стабільності.

Проаналізуємо, як виглядає економіка України у розрізі досліджуваної ситуації. Основні показники наведені у табл. 1.9.

Українську економіку можна віднести до збалансованих (як до корегування, так і після): відхилення складає менше 2 % ВВП. Однак збалансована ще не означає оптимальна. Адже завдання не полягає в тому, щоб досягти збалансованості на будь-якому рівні та будь-якою ціною. Як можна було спостерігати вище, інколи незбалансованість дає більший поштовх до економічного прогресу, ніж збалансованість. Українську ж збалансованість можна вважати регресивною. Середні темпи економічного зростання за останні 15 років склали всього 2,5%. Уже протягом майже 10 років економіка України не може вийти на докризовий рівень 2008 р. Падіння обсягів виробництва у 2014 та 2015 рр., галопуюча інфляція, яка загрожує перерости на гіперінфляцію, руйнують заощаджувальні та інвестиційні процеси. Без їх відновлення економічне зростання не уявляється можливим. Тим більше, що розрахунки показують досить тісний зв'язок між інвестиціями та темпами економічного зростання (коефіцієнт кореляції становить 0,64).

Чи є можливим для України варіант досягнення макроекономічної рівноваги на більш високому рівні заощаджень та інвестицій, спираючись на зовнішні

чинники, як це має місце у країнах, що розвиваються, які досліджувалися вище? Навряд чи. По-перше, інколи вихід з кризового стану тісно пов'язують зі значним припливом іноземних інвестицій. Певною мірою це виправдано. Однак слід розуміти, що уже сьогодні чисті іноземні інвестиції в Україну досягли 66% від ВВП й подальше їх зростання обмежене нерозвиненістю внутрішнього ринку. По-друге, питома вага державного боргу у ВВП перетнула межу безпеки й становить 78,2%. Тому розглядати запозичення як джерело інвестиційних ресурсів буде помилковим та й небезпечним. Отже, не відмовляючись від зовнішніх чинників, перспективи економічного зростання в Україні слід пов'язувати з мобілізацією внутрішніх резервів, доводячи рівновагу заощаджень та інвестицій у межах 24-25% від ВВП (у 2015 р. така рівновага встановлювалася на рівні 15-16%).

Таблиця 1.9

## Макроекономічні показники України\*

Показники	Значення
Динаміка реального ВВП (%)	
2014	-6,6
2015	-14,3
2016	2,3
Темпи інфляції (%)	
2015	48,7
2016	13,5
Іноземні інвестиції (млрд.дол., 2016)	
- в країну	66,0
- з країни	8,0
- чисті	58,0
Чисті іноземні інвестиції у відсотках до ВВП	66,0
Поточний платіжний баланс (млрд.дол., 2016)	-3,4
Державний борг у відсотках до ВВП (2016)	78,2
Валові заощадження у відсотках до ВВП	
2014	9,5
2015	15,0
2016	14,3
Коефіцієнт кореляції між темпами економічного зростання та питомою вагою інвестицій у ВВП	0,64

\* Розраховано за [167, 168]

Проведений аналіз показує, що кожна країна має свої індивідуальні особливості у формуванні балансу між заощадженнями та інвестиціями, які залежать як від внутрішніх процесів, так і від інтеграції країни у світові грошові потоки.

Таким чином, дослідження демонструють, що формування рівноваги заощаджень та інвестицій в умовах відкритості економічних систем не може бути забезпечене лише внутрішніми чинниками. Аналіз відхилень питомої ваги інвестицій у ВВП від питомої ваги заощаджень показав їх тісний зв'язок з показником чистого експорту: країни, у яких інвестиції більші за заощадження, як правило, мають від'ємне сальдо зовнішньоторгового балансу і навпаки, надлишкові заощадження кореспондують з додатнім значенням чистого експорту. Такий зв'язок спостерігається у 24 випадках із 30. Більше того, якщо скорегувати відхилення інвестицій від заощаджень на величину чистого експорту, то кількість країн, економіку яких можна вважати збалансованою, зросте з 11 до 20 серед досліджуваних 30. Отже буде обґрунтованим вважати, що умовою збалансованості відкритої економіки є досягнення рівноваги заощаджень, з одного боку, та суми інвестицій і чистого експорту, з іншого. Цей висновок складає одну із підвалин методологічного підходу до аналізу державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції. Дослідженню варіантів такої трансформації й присвячений наступний підрозділ.

### **1.3. Доходний цикл як об'єкт державного регулювання**

Питанням формування заощаджень та їх трансформації в інвестиції присвячено досить багато досліджень як у минулому, так і в сучасній літературі. Зокрема, серед інших можна виділити роботи ряду українських дослідників, таких як Л. Буркальцева [5], О. Ватаманюк [6], С. Захарін [46], Л. Примостка [103], А. Рамський [108], В. Фомішина [123-127] та ін. Разом з тим, слід погодитися з думкою Г.Я. Глухої, що «незважаючи на вагомі напрацювання щодо взаємозв'язку заощаджень і інвестицій та їх ролі у прискоренні темпів

економічного зростання, залишаються актуальними питання, пов'язані з визначенням механізму трансформації заощаджень в інвестиції, а також ролі заощаджень як потенціалу економічного зростання» [11, с.82].

На наш погляд, досить ефективним методологічним прийомом дослідження процесу трансформації заощаджень в інвестиції є стадійний підхід. Він, зокрема, використаний Г.Я. Глухою для демонстрації трансмісійного механізму впливу заощаджень на економічне зростання [12]. Нею виділено 7 етапів, серед яких:

- I етап: отримання доходів суб'єктами національної економіки;
- II етап: розподіл доходів на споживання та заощадження;
- III етап: прийняття рішення про форму заощадження та вибір структури портфеля заощаджень;
- IV етап: реалізація розподілу заощаджень;
- V етап: перетворення заощаджень в інвестиції;
- VI етап: розширене відтворення основного капіталу підприємств;
- VII етап: підвищення продуктивності факторів виробництва.

П'ять з перелічених етапів описують саме процес трансформації заощаджень на інвестиції. Така етапізація відповідає меті дослідження автора, однак не зовсім узгоджується з цілями нашого аналізу. Оскільки споживання та заощадження формуються та використовуються у ході відтворювального циклу руху доходу, запропонуємо свій варіант етапів трансформації саме з позиції доходного циклу.

Як було з'ясовано нами раніше, заощадження є складовою процесу поділу наявного доходу. З моменту появи розвинутої грошової системи заощадження (як і дохід) мають головним чином монетарну форму.

Формування заощаджень є стадією (етапом) *доходного циклу економічного суб'єкта*. На нашу думку, доходний цикл економічного суб'єкта – це система відносин, у які він вступає з приводу отримання, перерозподілу, поділу та використання доходу. Введення цього поняття, його опис та розуміння процесу переходу від однієї стадії до іншої не тільки розширює та поглиблює наше уявлення про економічні процеси, а й дає теоретичне обґрунтування для



таргетування поведінки економічного суб'єкта у залежності від актуальних на даний момент цілей суспільства.

На рис. 1.5 наведено стадії доходного циклу економічного суб'єкта та результати кожної з них.

Стадія отримання доходу формує первинний дохід економічного суб'єкта. Цей етап не є безпосередньо предметом нашого дослідження, тому зазначимо лише кілька важливих моментів, які впливають на подальшу поведінку економічного суб'єкта з точки зору розпорядження своїм доходом:



Рис.1.5. Стадії доходного циклу та їх результати (авторська розробка)

1. Первинний дохід є базовим показником, що в основному визначає обсяг майбутнього наявного доходу.

2. Середній рівень первинних доходів у порівнянні з аналогічними показниками інших країн дозволяє судити про рівень економічного розвитку суспільства. Люди з однаковим абсолютним рівнем первинного доходу в різних країнах будуть поводити себе по-різному. Тому дуже важливим є порівняння первинного доходу даного суб'єкта по відношенню до інших економічних суб'єктів цього суспільства.

3. Розмір первинного доходу дає можливість ідентифікувати свою позицію у суспільстві, що буде визначати як споживацькі, так і заощаджувальні стандарти.

4. Разом з тим, необхідно зазначити, що у залежності від встановленого в країні порядку утримання податків (декларативна чи безготівкова) вплив первинного доходу на поведінку економічного суб'єкта буде різним. Враховуючи українські реалії можна стверджувати, що в нашій країні вплив цього чинника досить обмежений, оскільки абсолютна більшість отримувачів первинних доходів не зможе відповісти більш-менш точно відносно суми цих доходів.

Цікавим є макроекономічний аналіз структури ВВП за первинними доходами та тенденцій її змін. У табл.1.10 наведені дані про структуру ВВП за первинними доходами в Україні за останні 7 років.

Таблиця 1.10

Питома вага окремих категорій отримувачів первинних доходів у структурі ВВП України (у відсотках)\*

Отримувачі доходів	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Первинні доходи домогосподарств (оплата праці найманих працівників)	48,0	47,0	50,2	49,9	46,3	39,1	36,8
Первинні доходи бізнесу (валовий прибуток, змішаний дохід)	40,2	39,1	36,9	37,6	40,8	45,0	46,5
Первинні доходи держави (податки та субсидії на виробництво та імпорт)	11,8	13,9	12,9	12,5	12,9	15,9	16,7

\* Розраховано за: [17]

Як видно з табл. 1.10, питома вага у ВВП первинних доходів домогосподарств та бізнесу є в окремі роки співставною, а питома вага держави наближається до однієї шостої ВВП. Разом з тим, можна говорити про певні тенденції у зміні структури:

1. Має місце досить чітко виражена тенденція до скорочення питомої ваги первинних доходів домогосподарств у ВВП. Вона спостерігається як при поквартальних співставленнях, так і по рокам.

2. Скорочення питомої ваги домогосподарств відбувається головним чином за рахунок зростання частки первинних доходів бізнесу.

3. 2015-2016 рр. відзначилися певною специфікою: значно зросла питома вага доходів держави та знизилась питома вага домогосподарств.

Для оцінки структури ВВП за первинними доходами в Україні порівнюємо її з аналогічним показником в інших країнах. У табл. 1.11 наведені дані по деяких постсоціалістичних країнах: Білорусії, Російській Федерації, Чеській Республіці, Латвії та Молдові.

Таблиця 1.11

Питома вага окремих категорій отримувачів первинних доходів у структурі ВВП постсоціалістичних країн (у відсотках за 2016 р.)\*

	Білорусія	Російська Федерація	Чеська Республіка	Латвія	Молдова
Первинні доходи домогосподарств (оплата праці найманих працівників)	51,1	46,4	39,8	45,4	41,3
Первинні доходи бізнесу (валовий прибуток, змішаний дохід)	34,8	41,8	50,6	44,8	41,7
Первинні доходи держави (податки та субсидії на виробництво та імпорт)	14,1	11,4	9,5	10,0	17,1

\* Розраховано за: [86, 121, 135, 137, 164]

Аналізуючи таблицю, легко помітити щонайменше дві обставини:

а) співвідношення первинних доходів домогосподарств та бізнесу може суттєво відрізнятись. Наприклад, у Білорусії первинні доходи домогосподарств у півтора рази перевищують доходи бізнесу. Практично протилежна ситуація у Чеській Республіці. На нашу думку, це багато в чому пояснюється тією економічною моделлю, яку обрала для себе та чи інша країна. Чеська Республіка є типовим представником так званої інвестиційно-орієнтованої моделі з високою питомою вагою заощаджень та інвестицій у ВВП (див. табл. 1.5), тоді як економіка Білорусії – типова споживацько-орієнтована модель;

б) в усіх вибраних країнах питома вага первинних доходів держави значно нижча, ніж в Україні. Найближче до українського показника знаходиться показник у Молдові, тоді як у Чеській Республіці та у Латвії цей показник майже вдвічі менший вітчизняного. Слід звернути увагу, що саме ці країни мають найвищі показники ВВП на душу населення серед наведених країн. Таке співставлення свідчить, що не дивлячись на численні заяви про зниження податкового тиску в Україні та лібералізацію економіки, фактично непрямі податки у нашій країні є відносно найвищими, що аж ніяк не сприяє ні заощадженням, ні інвестиціям.

На стадії перерозподілу доходу формується наявний дохід, тобто той дохід, яким реально буде розпоряджатися економічний суб'єкт. У системі національних рахунків розрізняють валовий та чистий наявний дохід. У відповідності до Методичних рекомендацій щодо складання рахунків перерозподілу доходу в натурі та використання доходу за інституційними секторами економіки, затверджених Державною службою статистики України, валовий наявний дохід – «це максимальна сума, яку інституційна одиниця може використати на споживчі товари та послуги без зменшення активів, які існували раніше, або збільшення зобов'язань» [74]. Однак одна частина валового наявного доходу має чітко визначене призначення: відшкодування спожитого основного капіталу (амортизаційні відрахування). Тому валовий наявний дохід, зменшений на величину амортизаційних відрахувань, отримав назву чистого наявного доходу. Разом з тим, як показує дослідження практики господарювання, досить часто

амортизаційні відрахування використовуються не за призначенням, а для фінансування споживання. Тому на даному етапі дослідження ми будемо говорити про наявний дохід взагалі без його поділу на валовий та чистий.

Наявний дохід домогосподарств та бізнесу кількісно зменшується порівняно з отриманим доходом на розмір податків та інших обов'язкових платежів та збільшується на розмір отриманих трансфертних платежів. Саме ця стадія може стати об'єктом прямого державного регулювання. Якщо на інших стадіях доходного циклу держава головним чином опосередковано визначає поведінку економічного суб'єкта, то на фазі формування наявного доходу використовуються методи прямого адміністративного впливу.

Слід зазначити ще одну особливість формування наявного доходу. У відповідності до системи національних рахунків, як правило, валовий внутрішній продукт кількісно не співпадає з валовим наявним доходом, оскільки при розрахунку останнього використовується ще сальдо різного роду міжнародних трансфертних платежів. Наприклад, наявний дохід зростає за рахунок доходів від власності, одержаних від інших країн, та зменшується на величину сплачених іншим країнам доходів від власності.

Аналіз показує, що в останні роки в Україні чисті зовнішні первинні доходи мають позитивне значення головним чином за рахунок приватних трансфертів, отриманих із-за кордону. У табл. 1.12 наведено співвідношення між валовим наявним доходом та валовим внутрішнім продуктом за останні 7 років. Саме позитивне сальдо зовнішніх первинних доходів збільшує валовий наявний дохід проти ВВП у середньому на 2-3%. Тому ці грошові потоки теж можуть стати об'єктом спеціального державного регулювання.

Результатом третьої стадії є поділ наявного доходу на фонд споживання та заощадження. Механізм прийняття рішення щодо відмови від поточного споживання частини доходу та її заощадження уже досліджений нами у підрозділі 1.1. Додамо лише, що на пропорцію поділу наявного доходу на споживання та заощадження впливає ціла система мотиваторів та факторів. Так, В.Я. Карковська пропонує об'єднати мотиватори у наступні групи:

- економічні (мотив міжчасового заміщення, мотив підприємництва, мотив вимушених заощаджень);
- соціальні (застережний мотив, мотив спадку, мотив придбання товарів тривалого використання);
- психологічні (мотив жадібності, мотив незалежності, мотив покращення);
- демографічні (мотив життєвого циклу).

Таблиця 1.12

Співвідношення валового наявного доходу та валового внутрішнього продукту\*

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Валовий внутрішній продукт (млрд. грн.)	1 079	1 300	1 405	1 465	1 587	1 989	2 383
Валовий наявний дохід (млрд. грн.)	1 112	1 321	1 486	1 550	1 614	2 044	2 454
Відношення валового наявного доходу до валового внутрішнього продукту (відсотків)	103,1	101,6	105,8	105,8	101,7	102,8	103,0

\* Розраховано за: [17]

З іншого ж боку, вона пропонує виділити такі групи факторів: «соціальні (розмір, джерело і періодичність отримання доходів; купівельна спроможність населення; ступінь диференціації населення за доходами; рівень соціального захисту малозабезпечених верств населення); суб'єктивно-психологічні характеристики населення (схильність до ризику, ощадливість, ступінь інвестиційної обізнаності); економічні (чинна система оподаткування доходів; розвиток інфраструктури фінансового ринку; наявність привабливих об'єктів інвестування); політичні (політична ситуація в країні; стабільність вибраного

політичного та економічного курсу); законодавчі (ступінь раціональності й ефективності законодавчої бази)» [52, с.7].

Звичайно, й така класифікація має право на існування, однак з окремими твердженнями автора важко погодитися. По-перше, на наш погляд, допускається певна плутанина між мотивами та мотиваторами шляхом фактичного ототожнення цих понять. Якщо мотиви – це внутрішні рушійні сили поведінки суб'єкта, то джерелом мотиваторів є зовнішні обставини, середовище функціонування суб'єкта. Для уникнення плутанини ми будемо називати ці мотиватори стимулами. По-друге, не зовсім зрозумілі критерії, за якими виділяються соціальні та економічні фактори. Наприклад, чому розмір отриманого доходу є соціальним фактором, а чинна система оподаткування – економічним? По-третє, за межами дослідження залишається частина факторів, які ми називаємо інституційними. Деякі з них потрапили до інших груп, але така класифікація цілісного уявлення про інституційні фактори не дає.

На наш погляд, критерії будь-якої класифікації факторів, що впливають на певне явище, повинні відповідати цілям аналізу та їх наступному використанню. Якщо мова йде про з'ясування тих факторів, що можуть бути використані для державного регулювання поділу наявного доходу на споживання та заощадження, то при їх класифікації слід керуватися наступним.

1. Фактори, що визначають поведінку різних груп економічних суб'єктів (домогосподарств, підприємств та держави), суттєво відрізняються, а тому видається неможливим здійснити універсальну класифікацію факторів, яка була б придатна для пояснення прийнятих рішень будь-яким економічним суб'єктом. Повинно бути щонайменше три системи факторів, які відповідають трьом основним групам економічних суб'єктів. Більше того, реакція кожного економічного суб'єкта на дію того чи іншого фактора може бути індивідуальною. Тому виявляючи певні закономірності у поведінці економічних суб'єктів слід розуміти, що вони завжди діють як тенденції і не можуть бути використані безпосередньо для прогнозування поведінки конкретного суб'єкта.

2. Найбільш практичною буде побудова матриці факторів, що дозволить поєднати кілька класифікаційних ознак в одну систему. Це дозволить розширити уявлення як про можливості чинення впливу на сам фактор, так і про характер його впливу на результат.

3. У відповідності до мети нашого дослідження (розробка рекомендацій щодо державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції) доцільно скористатися двома класифікаційними ознаками: методи державного впливу на фактор та середовище, через яке фактор впливає на поведінку економічного суб'єкта. При цьому важливо розуміти, що в кінцевому рахунку фактори якимось чином впливають на граничну корисність споживання та заощаджень. Саме від співвідношення цих граничних корисностей і залежить поділ наявного доходу на фонд споживання та заощадження.

У табл. 1.13 наведено приклад класифікації факторів, що визначають поділ наявного доходу на споживання та заощадження, для домашніх господарств. У залежності від характеру впливу держави вони поділяються на фактори, що піддаються прямому впливу, та фактори, на які держава може впливати опосередковано. З точки зору середовища, через яке фактор впливає на домогосподарства, виділені фактори мотиваційно-інституційні та фактори зовнішнього середовища.

Як видно з табл. 1.13, до мотиваційно-інституційних факторів належать чинники, які формують поведінку економічних суб'єктів. Перш за все, на наш погляд, це система цінностей. На відміну від звичок, цінності є внутрішніми регламентами діяльності суб'єкта. Вони усвідомлені ним, є над ним, він не намагається від них відійти, а, навпаки, готовий чимось жертвувати заради реалізації цінностей. Наприклад, значна кількість людей похилого віку переконана, що необхідно накопити певну суму грошей, щоб не створювати проблем для дітей у разі фатального результату. Для них це є цінністю. Тому вони можуть приносити в жертву поточне споживання, відмовлятися від найнеобхіднішого, але намагаються реалізувати цю цінність. З іншого боку, цінністю може бути певне статусне споживання, яке суб'єкт буде намагатися



забезпечити, не залежно від рівня доходу. Звичайно, немає жодної можливості враховувати індивідуальні цінності у прийнятті якихось макроекономічних рішень. Тому важливо пізнавати найбільш поширені цінності, дотримання яких дійсно може змінити загальну ситуацію.

З цінностями безпосередньо пов'язане формування споживацьких стандартів. Словосполучення «стандарти споживання» може використовуватися у різних значеннях. Досить часто воно набуває юридичного значення та є складовою правових актів.

Таблиця 1.13

## Класифікація факторів поділу наявного доходу для домогосподарств\*

		Фактори, на дію яких держава може впливати	
		прямо	опосередковано
Фактори середовища впливу	мотиваційно-інституційні (внутрішні)	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- система цінностей;</li> <li>- стандарти споживання;</li> <li>- довіра;</li> <li>- очікування.</li> </ul>
	Зовнішнього середовища (зовнішні)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- рівень мінімальної заробітної плати;</li> <li>- рівень загального оподаткування;</li> <li>- введення нормативів щодо обов'язкових відрахувань.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- система соціальних гарантій;</li> <li>- рівень інфляції;</li> <li>- доступність кредитів;</li> <li>- податкові пільги.</li> </ul>

\*Авторська розробка

Наприклад, Постановою Кабінету Міністрів України були затверджені єдині державні соціальні стандарти у сфері житлово-комунального обслуговування для громадян, які потребують державної підтримки [104]. Разом з тим, у західній літературі набув поширення термін «international consumption

patterns», що у буквальному перекладі означає «міжнародні стандарти споживання» [136, 157, 158]. На думку українських дослідників цей термін «в сучасних дослідженнях споживацької поведінки за емпіричними даними глобального рівня тлумачиться, здебільшого, в контексті характеристики зрушень в структурі споживання (динаміка частки витрат на різні товарні групи) у відповідь на зміни в реальних доходах і відносних цінах та залежно від соціально-демографічних характеристик домогосподарств» [100]. В цілому погоджуючись з наведеним положенням, зазначимо, що крім міжнародних стандартів існують і національні стандарти як загальноприйняте для даної місцевості чи певної групи споживачів ставлення до формування споживацького набору. І це не пов'язане з якимось нормативним закріпленням структури та обсягів споживання. В основі диференціації стандартів споживання лежать саме інституційні фактори: історія, національні традиції, статус споживача тощо.

Не менш важливим компонентом мотиваційно-інституційних факторів поділу наявного доходу є довіра. Як елемент соціального капіталу [55, 56, 59] довіра може визначати прийняття рішення щодо формування, наприклад, страхового фонду, формування грошового чи натурального резерву, тощо. Саме відсутність довіри (до держави, до приватних пенсійних фондів, тощо) є однією з вирішальних причин, зокрема, гальмування пенсійної реформи в Україні.

Особливої уваги серед факторів, що визначають поділ наявного доходу на фонд споживання та заощадження заслуговують очікування. Економічний суб'єкт приймає рішення як на підставі наявного досвіду, так і прогнозних уявлень щодо майбутньої граничної корисності споживання та заощаджень. Він не може мати абсолютно достовірної інформації про майбутнє, а тому орієнтується на свої уявлення про майбутні зміни. Очікування щодо майбутніх доходів, цін, подій, ризиків, тощо є базою для прийняття сьогоднішніх рішень. І хоча у більшості моделей розподілу доходів виходять з того, що суб'єкт більш-менш точно знає свій майбутній дохід та свій вік, насправді усе виглядає дещо інакше. Тому маніпулюючи очікуваннями економічного суб'єкта можна змінювати структуру поділу його доходу.

Досліджуючи мотиваційно-інституційні фактори заощаджувальної поведінки економічного суб'єкта легко помітити, що держава не має можливості безпосередньо (прямо) впливати на їх дію. Тут можлива лише опосередкована дія. Більше того, слід розуміти, що зміни у цінностях відбуваються дуже поступово, а тому не можливо очікувати швидких результатів від тих чи інших дій. І ще одне зауваження: у системі мотиваційно-інституційних факторів руйнівні процеси мають значно вищу швидкість поширення, ніж створюючі. Наприклад, зруйнувати довіру до банківської системи можна за кілька місяців двома-трьома подіями. На відновлення ж довіри можуть піти роки. Те ж саме стосується і очікувань економічних суб'єктів. У силу специфіки суспільної психології негативні події сприймаються як більш ймовірні ніж позитивні. Усе це необхідно враховувати у розробці заходів державного впливу на мотиваційно-інституційні фактори заощаджувального процесу.

Стосовно ж факторів зовнішнього середовища, то вони можуть бути об'єктом як прямого, так і опосередкованого впливу держави. Так, як відзначалося у підрозділі 1.1, поділ на фонд споживання та заощадження багато в чому залежить від самого розміру наявного доходу. Зміна системи оподаткування може як сприяти зростанню наявного доходу, так і вести до його зменшення. Крім того, держава на законодавчому рівні може встановлювати певні обов'язкові норми розподілу наявного доходу. Скажімо, перехід до другого етапу реалізації пенсійної реформи в Україні передбачає формування накопичувальних пенсійних рахунків, що за своєю суттю є заощадженнями [45]. Усе це є прикладами прямого державного впливу на заощаджувальну поведінку економічного суб'єкта.

Навпаки, вводячи певну систему соціальних гарантій, регламентуючи ціни та рівень інфляції держава опосередковано впливає на зовнішнє середовище функціонування економічного суб'єкта, що може виступати стимулом для прояву відповідного мотиву заощаджень, про що мова йшла раніше.

Розподіл валового наявного доходу в Україні в цілому за останні 7 років наведено у табл. 1.14. Її аналіз дозволяє зробити кілька висновків:

1. Спостерігається значне коливання норми валових заощаджень по рокам. Взагалі у досліджуваному періоді мають місце дві тенденції у динаміці норми заощадження: до 2013 р. вона знижувалася та досягла свого найнижчого (критичного) значення (9,8%), а у наступні роки зростала й у 2016 р. перевищила рівень 2010 р.

2. В цілому ж у досліджуваному періоді норма заощаджень в Україні була досить низькою. Це можна пояснити кризовим станом української економіки та низьким рівнем доходів, що в умовах галопуючої інфляції практично виключає здійснення заощаджень для значної кількості економічних суб'єктів.

Таблиця 1.14

## Розподіл валового наявного доходу в Україні\*

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Валовий наявний дохід (млрд. грн.)	1 112	1 321	1 486	1 550	1 614	2 044	2 454
Кінцеві споживчі витрати:							
- млрд. грн.	914	1 113	1 287	1 398	1 430	1 709	1 967
- у відсотках від наявного доходу	82,2	84,3	86,6	90,2	88,6	83,6	80,2
Валове заощадження							
- млрд. грн.	198	208	199	153	184	334	439
- у відсотках від наявного доходу	17,8	15,7	13,4	9,8	11,4	16,4	19,8
Споживання основного капіталу	-115	-126	-186	-201	-196	-246	-289
Чисте заощадження							
- млрд. грн.	83	82	13	-48	-12	88	150
- у відсотках від наявного доходу	7,5	6,2	0,9	-3,1	-0,7	4,3	6,1

\* Розраховано за: [17]

3. Як надзвичайно негативне явище можна оцінити дуже низький рівень (а інколи навіть від'ємне значення) показника чистих заощаджень. Це означає, що валові заощадження виявляються меншими за амортизаційні відрахування, що

відображають споживання основного капіталу. Така ситуація спостерігалася у 2013 та 2014 рр. Іншими словами, у ці періоди частина амортизаційних відрахувань використовувалася не на відновлення основного капіталу, а на споживацькі цілі, що не може не позначитися на технічному стані обладнання, приміщень тощо. Навіть у 2016 р. норма чистих заощаджень виявилася нижчою, ніж у 2010 р.

Збереження такого стану речей на майбутнє прирікає країну на постійне технічне відставання та подальше погіршення її економічних та соціальних показників. Це ще раз підтверджує важливість розробки державою спеціальних заходів, спрямованих на формування заощаджень як потенційних джерел інвестиційної діяльності. Разом з тим, ми погоджуємося з думкою В.М. Фомішиної, що «політика стимулювання заощаджень домогосподарств повинна бути обережною і виваженою, оскільки активізація заощаджувальних процесів може викликати погіршення інших важливих макроекономічних показників, наприклад, споживання. Оскільки процеси споживання і заощадження відбуваються з одного джерела - готівкових доходів, то логічно, що зростання заощаджень рівнозначне скороченню споживання із усіма визнаними наслідками для сукупного попиту та обсягів національного випуску» [123, с. 18]

Поділ наявного доходу на фонд споживання та заощадження означає лише наміри економічного суб'єкта, які реалізуються на четвертій стадії доходного циклу – стадії використання. Найчастіше фонд споживання саме й використовується на придбання товарів, які йдуть на задоволення поточних потреб. Сам процес трансформації фонду споживання у реальне споживання не є об'єктом дослідження економічної науки. В усіх економічних моделях використовується припущення (і ми з ним погоджуємося), що фонд споживання дорівнює фактично використаному на споживання доходу. Такими ж припущеннями користуються й при формуванні статистичної інформації. А тому особливої потреби у науковому дослідженні цієї проблеми немає.

Трансформації ж заощаджень у різні форми їх використання досить часто досліджується як у закордонних, так і у вітчизняній публікаціях. Достатньо

значити, що в останні роки українськими науковцями було виконано кілька дисертаційних досліджень, де об'єктом дослідження виступають процеси трансформації заощаджень в інвестиції [52, 93, 109]. Подібні роботи були виконані й на прикладі економік інших пострадянських країн [2]. Спільною рисою названих та подібних досліджень є спроба з'ясувати, яким чином в інвестиції перетворюються саме заощадження домогосподарств (населення). Автори шукають шляхи, яким чином досягти максимальної мобілізації заощаджень та їх перетворення в інвестиції [75]. Відмінною рисою нашого дослідження є дещо інша ціль та завдання. У своєму аналізі процесу трансформації заощаджень в інвестиції ми виходимо з наступних методологічних позицій:

1. Суб'єктами заощаджень є не тільки домогосподарства, але й підприємства та держава. Більшість же моделей макроекономічної рівноваги абстрагується від двох останніх суб'єктів, що особливо некоректно для трансформаційних економік. Так, за даними деяких дослідників питома вага заощаджень населення у інвестиційних ресурсах розвинених країн сягає 80%, тоді як в Росії на початку 2000-х років вона становила лише 16% [89]. На нашу думку, ситуація у інших пострадянських країнах відрізняється не суттєво.

2. Для досягнення макроекономічної рівноваги та стабільних темпів зростання дійсно необхідно, щоб загальна сума заощаджень дорівнювала загальним реальним інвестиціям. При цьому немає жодної потреби, щоб усі заощадження без остатку перетворювалися на інвестиційні ресурси. Посередники, які стоять на шляху руху заощаджень до інвестицій (перш за все банки) мають змогу через механізм грошового мультиплікатора перетворювати мобілізовані заощадження у значно більші за масштабами інвестиційні ресурси. Тому не слід перебільшувати негативні наслідки для макроекономічної ситуації існування так званих неорганізованих заощаджень. Грамотна державна економічна політика здатна нівелювати ці наслідки, що підтверджується досвідом багатьох країн світу.

3. Рівновага заощаджень та інвестицій, в принципі, може досягатися під дією ринкових сил. Однак, оскільки ринкові відносини завжди доповнюються

неринковими, дія яких може порушувати (і, як правило, порушує) механізми ринкового саморегулювання, державне регулювання механізмів трансформації заощаджень в інвестиції повинне, з одного боку, усувати розриви у ланцюгах трансформації, а з іншого – таргетувати ці процеси у залежності від стратегічних та поточних цілей суспільства.

Рис. 1.6 дає загальне уявлення про процес трансформації заощаджень у інвестиції. Запропонована схема є універсальною та може бути використана як для аналізу поведінки домогосподарств, так і підприємств. Вона включає найбільш поширені напрями використання заощаджень. Звичайно, для окремих категорій економічних суб'єктів у ті чи інші періоди їх функціонування співвідношення шляхів та форм використання заощаджень буде відрізнятися, але це не змінює принципові можливості трансформації заощаджень в інвестиції.

Наведена схема дещо відрізняється від досить поширеного в економічній літературі поділу форм використання заощаджень. Традиційно, коли мова йде про заощадження домогосподарств, то виділяють активні і пасивні заощадження [13, 91, 103, 114, 123]. Перші (інколи їх називають організованими) передбачають розміщення коштів у фінансово-кредитних установах, придбання цінних паперів, нерухомості, тощо. Пасивні ж (неорганізовані) заощадження зберігаються населенням у готівковій формі, дорогоцінних металах чи виробках поза межами кредитно-фінансових установ. На нашу думку, такий поділ не є прийнятним, коли мова йде про аналіз використання заощаджень.

По-перше, в одну групу об'єднані такі два принципово різних напрями використання як, наприклад, розміщення коштів у банку та фінансування будівництва будинку. Звичайно, з позиції домогосподарства обидва напрями використання коштів є інвестиціями (вони можуть приносити дохід або певний соціальний ефект). Однак з позиції реальної економіки перший напрям використання є суто фінансовою операцією, яка не розцінюється як інвестиція. Другий же напрямок використання є реальними інвестиціями та приводить до зростання загального національного багатства. Тому ми пропонуємо цю частину заощаджень розділити на дві групи: приріст фінансових активів (зростання

вкладів у банках, зростання накопичень у пенсійних фондах, додаткові вкладення до інститутів спільного інвестування, тощо) та приріст нефінансових активів (наприклад, кошти, витрачені на будівництво житла).

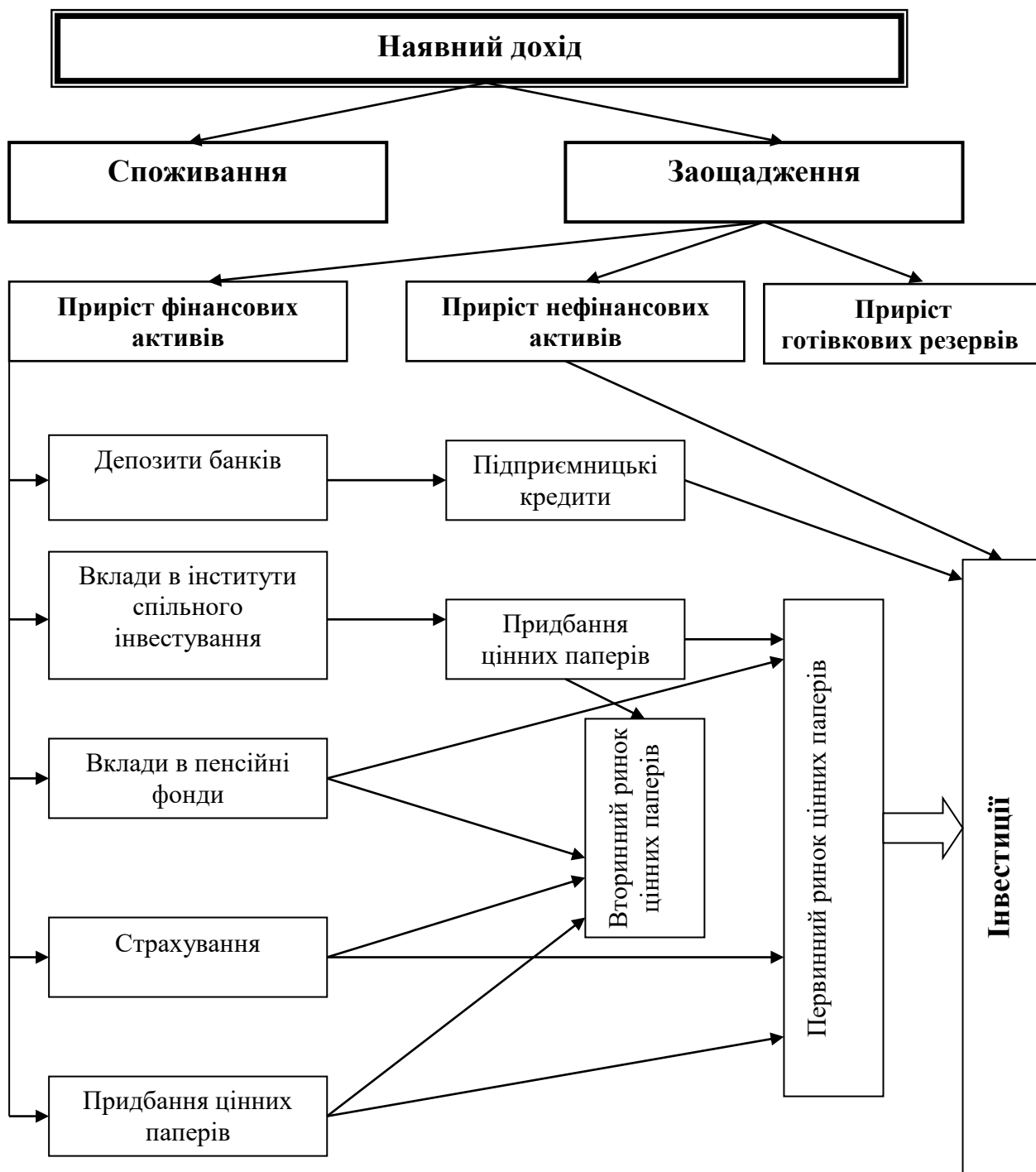


Рис. 1.6. Процес трансформації заощаджень в інвестиції (розробка автора)

По-друге, має місце певна термінологічна суперечність. Доходи, які отримують власники банківських депозитів, прийнято називати пасивними (на



відміну від заробітної плати чи прибутку, які є активною формою доходів). Якщо ж визнати розміщення коштів в банку активною формою заощаджень, то не логічно вважати, що вона приносить пасивну форму доходу. Тому, на нашу думку, краще відмовитися від такого поділу та уникнути термінологічної плутанини.

По-третє, на наш погляд, кошти, які не залучені до кредитно-фінансових установ з метою отримання додаткового доходу, краще називати резервами. Тоді під цю категорію підпадуть не тільки грошові кошти, які населення зберігає у себе вдома, але й кошти підприємств, які вони тримають на поточному рахунку.

По-четверте, ми не можемо погодитися з думкою, що «пасивна форма заощаджень – явище вкрай негативне через цілу низку причин: вони не приносять доходу власникам, частка їх втрачається внаслідок впливу інфляційних процесів, вони вилучаються з економічного кругообігу» [123, с.19]. Такий підхід формує враження, що слід намагатися ліквідувати цю форму заощаджень взагалі. Однак вона реально виконує роль резерву та свого роду «буферу» у критичних ситуаціях, повністю уникнути яких у ринкових умовах не можливо. Звичайно, надмірні резерви свідчать про певну «хворобу» економічної системи. Разом з тим, повна ліквідація резервів може завдати економіці ще більш втрат.

За тих чи інших умов резерви можуть переходити у форму фінансових чи нефінансових активів. Якщо приріст нефінансових активів за своєю природою є реальним інвестуванням, то приріст фінансових активів економічних суб'єктів часом повинен пройти досить довгий шлях, щоб перетворитися на реальні інвестиції. Існує розгалужена система фінансових посередників (від традиційних банків до інститутів спільного інвестування), через які здійснюється фінансове інвестування. Більше того, у ланцюгу подій на шляху трансформації заощаджень у реальні інвестиції досить часто можуть виникати «розриви», що або ускладнює цей шлях, або робить взагалі неможливою таку трансформацію. Прикладом може служити криза банківської системи в Україні у 2015-2016 рр., яка супроводжувалася численними банкрутствами банківських установ.

Особливо слід сказати про вторинний ринок цінних паперів. Кошти, інвестовані через цю форму фінансових інструментів, взагалі не доходять до реального інвестування, оскільки здійснені операції означають лише перехід прав власності на цінні папери (та, відповідно, кошти) від одного суб'єкта до іншого. Звичайно, ситуація на вторинному ринку цінних паперів може суттєво впливати на реальні інвестиційні процеси в суспільстві. Але у цьому випадку інвестуватися будуть інші кошти, а не ті, які виходили на цей ринок.

Таким чином, процес трансформації заощаджень у інвестиції є досить складним, багатогранним та, як правило, тривалим. Саме дослідженню конкретних варіантів такої трансформації, можливих розривів ланцюгів подій на цьому шляху, а також можливостей таргетованого впливу держави на процеси трансформації і буде присвячено наступний розділ нашої роботи.

#### **1.4. Висновки до розділу 1**

У поглядах на доходи економічна наука пройшла кілька етапів. Спочатку основним предметом дослідження була обґрунтованість привласнення доходу, що стало предметом дослідження практично усіх шкіл економічної теорії до початку ХХ століття. Однак з часом більш актуальним для досліджень стає використання доходу, його поділ на споживання та заощадження і особливо трансформація останнього у інвестиції. Ці питання залишаються важливою складовою усіх сучасних теорій макроекономічної рівноваги та економічної динаміки.

На підставі проведеного у дисертації дослідження нами виділені три групи теорій заощадження: кількісні (заощадження є залишком доходу після відшкодування витрат на споживання); мотиваційні (заощадження - це відкладене споживання) та інвестиційні (заощадження – це неспожитий дохід, виробниче використання якого в майбутньому дасть більший результат, ніж негайне споживання). Займаючи важливе місце у пізнанні економічних процесів та їх моделюванні, ці теорії, разом з тим, не розкривають сам механізм прийняття

економічним суб'єктом рішення щодо відмови від споживання частини наявного доходу заради заощаджень.

Для дослідження механізму прийняття рішення щодо заощаджень у дисертації було введено ряд понять, що базуються на принципах граничного аналізу. Гранична корисність споживання тлумачиться як приріст загальної корисності власника доходу в результаті використання його додаткової одиниці на цілі споживання. Гранична ж корисність заощадження визначена як приріст загальної корисності, викликаний заощадженням додаткової одиниці наявного доходу.

Доведено, що оскільки наявний дохід є обмеженим у кожний даний момент часу, то вірним буде твердження, що заощадження виникають тоді, коли гранична корисність заощаджень (MU<sub>s</sub>) виявляється більшою граничної корисності поточного споживання (MU<sub>c</sub>), а в стані рівноваги економічний суб'єкт буде у тому випадку, якщо гранична корисність поточного споживання зрівнюється з граничною корисністю заощаджень. Таке розуміння рівноважного стану власника наявного доходу відкриває додаткові можливості впливу на пропорцію поділу доходу на споживання та заощадження через зміну граничних корисностей.

Усі фактори, що впливають на прийняття рішення щодо заощаджень можна поділити на доходні та недоходні. Доходні фактори не змінюють нахили кривих граничної корисності споживання та заощадження, а лише пересувають точку їх перетину.

Серед недоходних факторів особливу роль відіграє система мотивів та стимулів. Проведений аналіз мотивів та стимулів заощаджень для різних груп суб'єктів (домогосподарств, підприємств та держави) дозволив обґрунтувати висновок, що мотиви як внутрішні збудники певних дій у залежності від стану зовнішнього середовища можуть не проявлятися взагалі. Саме стимули виступають у вигляді факторів пробудження і можуть бути інструментами державного впливу на заощаджувальні процеси.

Потреба такого впливу витікає з цілого ряду макроекономічних теорій рівноваги, які базуються на визнанні важливості рівності заощаджень інвестиціям

для досягнення загальної рівноваги. Представники як кейнсіанських, так і неокласичних теорій не виключають можливості державного регулювання економічних процесів. Відмінності полягають у ступені такого впливу та основних інструментах, що використовуються.

З метою емпіричної перевірки стабільності досягнення рівноваги заощаджень та інвестицій було проведено аналіз цих показників по 30 країнах за останні 16 років. Результати дослідження показали, що для відкритих економік рівновага заощаджень та інвестицій більш ймовірна, коли останні коригуються на сальдо зовнішньоторгового балансу.

Розробка системи інструментів державного регулювання процесів трансформації заощаджень у інвестиції для досягнення динамічної макроекономічної рівноваги потребує більш глибокого аналізу шляхів переходу заощаджень одних суб'єктів у інвестиції інших. З цією метою у дисертації введено поняття доходного циклу. У якому виділено чотири стадії: стадія отримання доходу, стадія перерозподілу доходу, стадія поділу доходу та стадія використання доходу. Відповідно до цих стадій відбувається формування первинних доходів, їх перерозподіл та формування наявних доходів, які на наступній стадії діляться на фонд споживання та заощадження. На останній стадії власне і відбувається трансформація заощаджень в інвестиції.

У дисертації запропоновано схему трансформації заощаджень в інвестиції. Обґрунтовано поділ заощаджень на приріст фінансових активів, приріст нефінансових активів та приріст резервів. Приріст нефінансових активів передбачає безпосереднє перетворення заощаджень у реальні інвестиції без посередницьких структур. Приріст фінансових активів є інвестиціями для економічного суб'єкта, однак не є такими з макроекономічної точки зору. Вони повинні пройти значну кількість трансформацій перш ніж перетворяться на реальні інвестиції. Більше того, певна частина фінансових активів (перш за все інвестиції, здійснені на вторинному ринку цінних паперів) так і залишається функціонувати у сфері фінансового ринку, ніколи не перетворюючись на реальні

інвестиції. Резерви, хоча і відіграють важливу роль «буфера» в періоди економічних потрясінь, теж вибувають з процесу трансформації в інвестиції.

Таким чином, можна з впевненістю стверджувати, що частина заощаджень взагалі ніколи не трансформується у інвестиції. Якщо заощадження є джерелом інвестицій, то чи можна на підставі цього стверджувати, що рівність заощаджень інвестиціям в принципі недосяжна? Для відповіді на це питання потрібно детально проаналізувати кожний можливий напрямок трансформації заощаджень в інвестиції та довести, що залучені до трансформаційного процесу заощадження можуть породжувати більші інвестиції. Саме такий аналіз і формує зміст другого розділу дисертації.

Основні положення розділу I викладені автором у таких публікаціях [22, 25, 26, 31, 34, 35].

## РОЗДІЛ 2.

### ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ЗАОЩАДЖУВАЛЬНИХ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

#### **2.1. Сучасний стан та тенденції прямого використання заощаджень власниками, його переваги та недоліки**

Питання прискорення економічного розвитку є досить актуальним для багатьох країн світу. Особливого звучання ця проблема набула після кризи 2008-2009 рр., оскільки ось уже протягом восьми років так і не відновилася докризова динаміка світової економіки. Це знову загострило наукову дискусію між прихильниками неокейнсіанського та неокласичного підходів щодо ключових факторів економічної динаміки. Якщо на думку перших досягти бажаних результатів можна через маніпулюванням споживанням (сукупним попитом), то другі вважають, що саме інвестиції визначають економічну динаміку, джерелом яких є інша частина наявного доходу, а саме заощадження. Разом з тим, обидва підходи сходяться на тому, що збалансованість макроекономіки досягається за умови рівності заощаджень та інвестицій. Тому особливої актуальності набуває дослідження механізму трансформації неспожитої частини доходу у капітальні інвестиції.

Лауреат Нобелівської премії з економіки Дж. Стігліц не втомлюється повторювати, що для прискорення економічного розвитку необхідно всіляко стимулювати споживання, перерозподіляючи доходи на користь менш забезпечених. Саме надмірна диференціація доходів й стримує економічний розвиток [19, 165, 166].

Питання споживання стали об'єктом досліджень і ряду українських економістів. Зокрема А.В. Кудінова аналізує вплив особистого споживання на примноження суспільного добробуту у своїй докторській дисертації [60], монографії [62] та статтях [61]. Л.В. Погоріла також з'ясовує залежність

соціально-економічного розвитку від типів споживання та обґрунтовує концепцію соціально-відповідального споживання [96, 97].

Разом з тим, не менш численно представлена й інша позиція: економічна динаміка визначається розмірами заощаджень, які здатні трансформуватися у інвестиції, що і є запорукою економічного розвитку. Цей напрямок представляють послідовники іншого Нобелівського лауреата Р. Солоу [163].

Однак питання саме механізму трансформації заощаджень в інвестиції залишається дослідженим не достатньо. Роботи, які виконані за цією тематикою, в основному присвячені перетворенню заощаджень на фінансові інвестиції за допомогою фінансових посередників [13, 103]. Відчувається також дефіцит досліджень трансформації заощаджень в інвестиції саме з позиції досягнення макроекономічної рівноваги та ролі держави у цьому процесі. Досліджень же, присвячених з'ясуванню способів прямого використання заощаджень для капітальних інвестицій їх власниками, практично немає.

Зупинимося детальніше на аналізі сучасного стану, переваг, обмежень та потенційних загроз прямого використання заощаджень на цілі реального інвестування їх власниками.

Як уже зазначалося, умовою макроекономічної рівноваги є відповідність сукупних заощаджень реальним інвестиціям. Головна проблема досягнення такої відповідності полягає в тому, що досить часто суб'єкти, які заощаджують наявний дохід, та інвестори, які перетворюють ці заощадження в реальні інвестиції, не співпадають. Досить поширеною формою трансформації заощаджень в інвестиції є опосередкована (непряма), через приріст фінансових активів (вклади в банки, придбання цінних паперів, розміщення коштів у пенсійних фондах тощо). У цьому випадку відбуваються численні ітерації, перш ніж заощадження перетворяться на реальні інвестиції. З одного боку, це дає можливість створити додаткові інвестиційні ресурси (більші ніж мобілізовані заощадження) та компенсувати ту частину заощаджень, яка набула форми резервів (за іншою термінологією «пасивні заощадження»). З іншого ж боку, діяльність фінансових посередників може призводити до того, що частина заощаджень взагалі не

доходить до реального інвестування (наприклад кошти, які «зависають» на вторинному ринку цінних паперів) або ж за допомогою грошового мультиплікатора буде створено надлишкові інвестиційні ресурси, що може провокувати фінансово-економічні кризи (світова криза 2008-2009 рр. є класичним тому підтвердженням).

Разом з тим, значна частина заощаджень використовується у якості інвестиційних ресурсів безпосередньо суб'єктами заощаджень (домогосподарствами, підприємствами та державою). Формами такого інвестування може бути: придбання обладнання для виробничих цілей, будівництво, збільшення запасів товарно-матеріальних цінностей.

На нашу думку, серед переваг такого інвестування доцільно виділити наступне:

1. Пряме інвестування реально збільшує інвестиційний потенціал заощаджень. При опосередкованому інвестуванні частина заощаджень фактично використовується на покриття витрат посередників та отримання ними доходів. Крім того, якщо у процесі трансформації заощаджень в інвестиції задіяні банки, то частина коштів осідає у вигляді обов'язкових резервів. При прямому інвестуванні самими власниками заощаджень усі ці додаткові втрати відсутні, а тому за інших рівних умов більша частка заощаджень трансформується у інвестиції.

2. Зменшується мінімальний рівень очікуваної доходності капітальних інвестицій, який достатній для прийняття рішення про інвестування. Оскільки інвестори не несуть додаткових витрат на залучення інвестиційних коштів та не діляться прибутком з посередниками, то прийнятним буде нижчий рівень доходності інвестиційних проектів, а тому шанси реалізації таких проектів зростають.

3. Можливість досягти заданих цілей інвесторів при менших інвестиціях знижує мотивацію до заощаджень та відносно підвищує граничну схильність до споживання, що в кінцевому рахунку позитивно позначається на загальних темпах економічної динаміки суспільного виробництва.



Разом з тим, не слід забувати й про певні недоліки прямого інвестування власниками заощаджень. Перш за все, велика кількість інвестиційних проектів не реалізується тому, що власних коштів у економічного суб'єкта недостатньо, а їх залучення через систему кредитування є недоступним. У цьому випадку реалізація інвестиційних проектів, що потребує значних фінансових коштів, не може здійснюватися. По-друге, низька питома вага банківських кредитів у джерелах фінансування капітальних вкладень (у 2016 р. в Україні вона складала лише 7,1%) значно обмежує можливості створення додаткових фінансових ресурсів для компенсації частини заощаджень, що набули форми резервів, та створює загрозу порушення загальної макроекономічної рівноваги. По-третє, зниження вимогливості до рівня ефективності інвестиційних проектів та непрофесіоналізм безпосередніх інвесторів може призводити до прийняття необґрунтованих інвестиційних рішень та уповільнення темпів економічного розвитку країни.

У 2016 р. загальна сума капітальних інвестицій в Україні склала 326,2 млрд. грн. У порівняльних цінах це на 18% більше, ніж за попередній рік. Пряме інвестування коштів власниками заощаджень становило: підприємства та організації – 226,4, 3 млрд грн. (67,4%), населення на будівництво житла – 29,1 млрд. грн. (8,9%), кошти державного та місцевого бюджетів – 30,7 млрд. грн. (9,4%) [51]. Таким чином, на долю прямого використання заощаджень на інвестиції припадає 86,8% загального капітального інвестування.

Аналізуючи структуру капітальних інвестицій за джерелами фінансування в динаміці (табл. 2.1) можна виявити ряд тенденцій, властивих українській економіці за останні 10 років. По-перше, постійно збільшується питома вага власних коштів підприємств як джерела інвестування. За інших умов це можна було б розцінити як факт зростання прибутковості підприємств та їх орієнтації на розвиток. Однак більш детальний аналіз показує, що збільшення питомої ваги цього джерела відбувається на фоні зменшення абсолютних показників інвестиційної діяльності та ускладнення залучення позичкових коштів для фінансування інвестицій.

По-друге, постійно зменшується питома вага коштів державного бюджету для цілей інвестування. В принципі, це відображає загальносвітову тенденцію щодо зміни ролі держави, яка усе більше переключається на регулюючу функцію. Одночасно слід відмітити, що починаючи з 2015 р. зростає питома вага коштів місцевих бюджетів. Це можна пояснити процесами децентралізації та зростанням фінансових можливостей місцевих органів влади. Тільки за січень-травень 2017 р. доходи місцевих бюджетів зросли на 34,3% порівняно з відповідним періодом попереднього року й досягли 72,3 млрд. грн. [102].

Таблиця 2.1

Структура капітальних інвестицій в Україні за джерелами фінансування (у відсотках)\*

	2006	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Усього</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
у т.ч. за рахунок								
коштів державного бюджету	5,5	5,7	7,2	6,0	2,5	1,2	2,5	2,6
коштів місцевих бюджетів	4,3	3,2	3,2	3,1	2,7	2,7	5,2	7,5
власних коштів підприємств та організацій	57,8	61,7	61,2	62,6	66,3	70,5	67,5	69,3
кредитів банків та інших позик	15,5	12,7	15,2	14,5	13,9	9,9	7,6	7,5
коштів іноземних інвесторів	3,7	2,1	2,1	1,8	1,7	2,6	3,0	2,7
коштів населення на будівництво житла	9,7	10,5	7,3	8,3	9,6	10,1	11,7	8,3
інших джерел фінансування	3,5	4,3	3,9	3,7	3,2	3,0	2,4	2,1

\* Розраховано за: [17, 51]

По-третє, у 2016 р. питома вага кредитів банків на інвестиційні цілі досягла критично низького значення. Це абсолютно не кореспондує з показниками у інших країнах та навіть з українськими початку 2000 років. Навіть якщо порівняти питому вагу цього показника в Україні та сусідній Білорусії (табл. 2.2), то стає очевидним, що отримання кредитів для цілей інвестування перетворюється сьогодні для нашої країни більше на виняток, ніж є закономірністю. Втрата ж банківського кредитування як джерела інвестиційних ресурсів створює реальну загрозу прояву негативних наслідків прямого інвестування власниками заощаджень, про що мова йшла вище.

Таблиця 2.2

Структура капітальних інвестицій у Білорусії за джерелами фінансування (у відсотках)\*

Стаття	2006	2010	2013	2015	2016
Кошти державного бюджету	15,7	9,3	10,0	5,1	17,6
Кошти місцевих бюджетів	10,3	9,4	10,7	8,0	6,9
Власні кошти підприємств та організацій	41,2	32,9	37,8	39,8	38,5
Кредити банків та інші позики	18,9	35,8	24,2	26,2	13,2
Кошти іноземних інвесторів	1,6	3,0	3,2	3,8	5,0
Кошти населення на будівництво житла	7,2	5,9	8,3	12,0	13,7

\* Розраховано за: [86]

По-четверте, в останні роки з'явилася й нова цікава тенденція, а саме: зростання питомої ваги в капітальних інвестиціях фінансування населенням будівництва житла. У 2015 р. цей показник досяг 12% та вийшов на друге місце серед джерел фінансування капітальних інвестицій. Правда, у 2016 р. він дещо зменшився, але продовжує відігравати суттєву роль.

Для виявлення можливих резервів збільшення прямого інвестування власниками заощаджень та інструментів державного впливу на цей процес зупинимося детальніше на інвестиційній діяльності основних груп економічних суб'єктів.

У Додатку Д наведена інформація про структуру доходів та витрат населення (домогосподарств) України за період з 2005 по 2016 р. Аналіз даних таблиці показує, що структура доходів домогосподарств не є фіксованою. Вона змінюється у залежності від ряду факторів. Найбільш впливовим серед них є рівень реального наявного доходу. Легко помітити (рис. 2.1), що в періоди економічних криз (2009-2010 рр. та 2014-2015 рр.) питома вага заробітної плати у структурі доходів зменшувалася, а питома вага соціальної допомоги зростала. Взагалі питома вага заробітної плати після 2007 р. мала більш-менш виражену тенденцію до скорочення (виключення становить 2016 р., коли знову стало помітним збільшення питомої ваги заробітної плати та зменшення питомої ваги соціальної допомоги). Такі структурні зміни є несприятливими для процесу заощаджень. Навряд чи домогосподарства будуть використовувати соціальні допомоги для заощаджень, адже вони й призначаються саме для тих домогосподарств, у яких інші джерела доходів не покривають найнагальніших потреб. Тому можна з певністю сказати, що для збільшення заощаджень домогосподарств необхідно забезпечувати зростання питомої ваги заробітної плати в доходах та зменшення питомої ваги соціальних допомог при загальному зростанні реальних наявних доходів.

Важливими джерелами заощаджень можуть бути такі структурні елементи доходів населення, як прибуток і змішаний дохід, а також доходи від власності. Потенційно ці джерела є найбільш заощаджувально здатними, оскільки їх, як правило, отримують домогосподарства з середніми статками, які уже мають або накопичені заощадження (вклади в банках, що приносять відсотки), або якусь нерухомість, здача в оренду якої теж приносить дохід. І хоча починаючи з 2010 р. питома вага цих джерел доходів має протилежну спрямованість (питома вага прибутків зростає, а доходів від власності зменшується), сумарно вони займають

значно більший відсоток порівняно з початком періоду: 18,21% у 2005 р. та 22,27% у 2016 р.

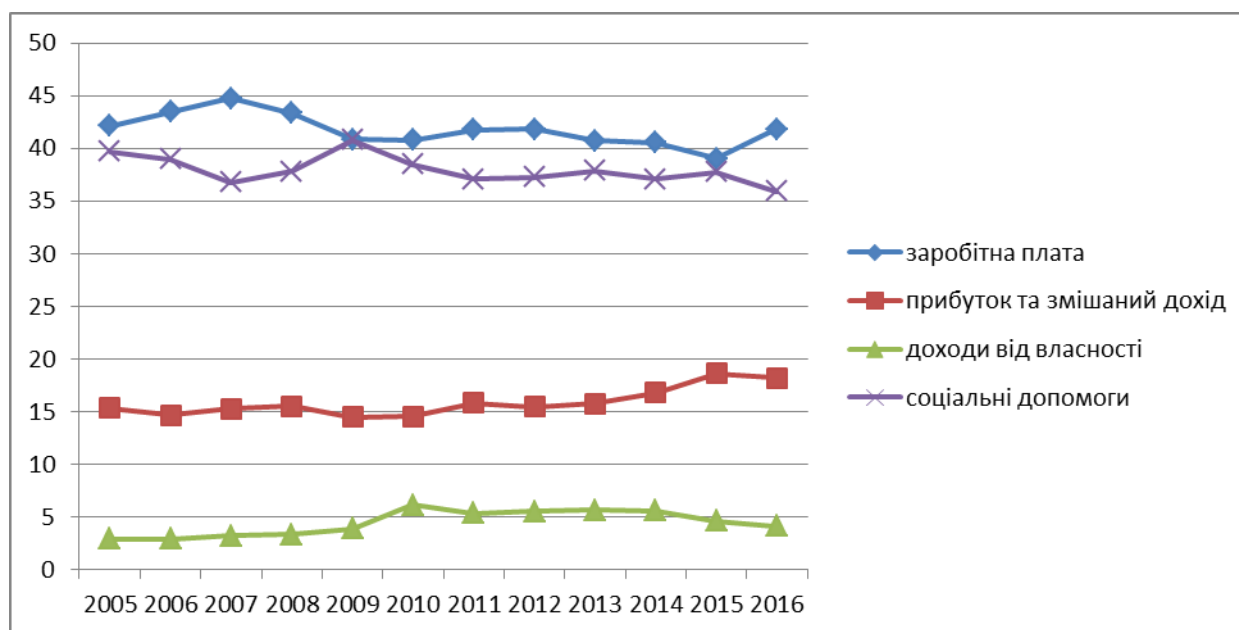


Рис. 2.1. Зміни питомої ваги окремих статей у структурі вторинних доходів населення (друга стадія доходного циклу) (у відсотках) [17]

Результатом другої стадії доходного циклу є формування наявного доходу, яким може розпоряджатися економічний суб'єкт. Як видно з рис. 2.2 питома вага наявного доходу населення у загальній сумі його доходів за останні 12 років коливалася в межах 74-79%.

Легко помітити, що досліджуваний показник досить різко знижувався напередодні кризи 2009 р. та почав зростати після неї, досягнувши свого максимуму у 2012 р. Потім знову спостерігається зменшення показника, що можна пояснити спадом виробництва у 2014-2015 рр. Така динаміка питомої ваги наявного доходу ще раз підтверджує висловлену раніше думку, що основний тягар економічних криз лягає саме на плечі населення.

Цей висновок підтверджується й аналізом використання доходу та його поділом на споживання та заощадження (третя стадія доходного циклу). Не вдаючись в деталі використання доходів на споживацькі витрати (це не є об'єктом нашого дослідження), зупинимося більше на доходах, які використовуються на приріст фінансових та нефінансових активів (рис.2.3).

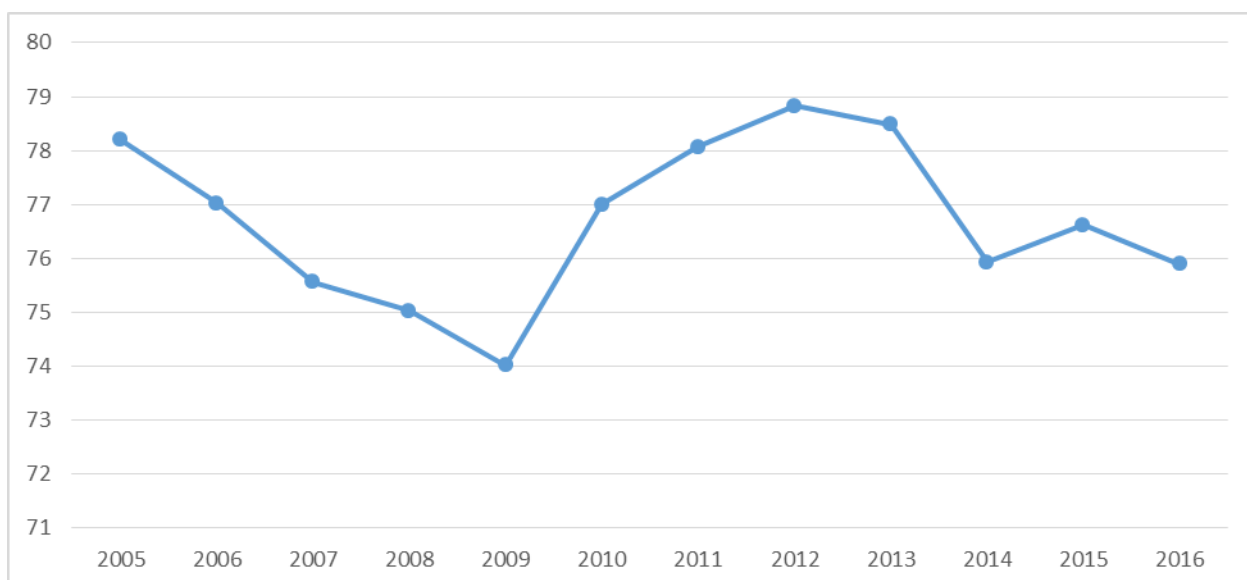


Рис. 2.2. Питома вага наявного доходу у загальній сумі доходів населення України (у відсотках) [17]



Рис. 2.3. Питома вага нагромадження нефінансових активів та приросту фінансових активів у доходах населення (у відсотках) [17]

Раніше ми зазначали, що заощадження мають двояку суть: вони можуть розглядатися і як потік, і як запас. На жаль, офіційна статистика не дає прямої інформації про розмір накопичених заощаджень населення. Ми можемо судити лише про те, як вони змінюються у відповідні періоди часу. Більше того, проста сума нагромадження нефінансових активів та приросту фінансових активів не може бути розцінена як сумарні заощадження, оскільки у даному випадку

відсутня інформація про зміну резервів населення (коштів, які не пішли ні на нагромадження нефінансових активів, ні на приріст фінансових активів, а просто осіли у населення у готівковій формі). У наступному параграфі ми спробуємо зробити власну оцінку резервів населення. Тим не менше, наведений рисунок демонструє досить цікаву динаміку.

Для більшості років аналізованого періоду характерна наявність протилежних тенденцій у динаміці питомої ваги нагромадження нефінансових та приросту фінансових активів. До 2008 р. населення постійно зменшувало частку свого доходу, яку використовувало на приріст фінансових активів та збільшувало накопичення нефінансових активів. Ці показники фактично зрівнялися на рівні 2,5-3,5%. Після цього тенденції змінилися на протилежні. У 2010 р. частка приросту фінансових активів у доходах досягла свого максимуму й становила 12,92%, тоді як на накопичення нефінансових активів використовувалося лише 1,78% доходу. Після цього приріст фінансових активів почав різко скорочуватися, а накопичення нефінансових активів практично зупинилося. У 2016 р. накопичення нефінансових активів та приріст фінансових активів знову зрівнялися, досягнувши точки -0,46. Це пояснюється тим, що галопуюча інфляція, яка загрожує перерости на гіперінфляцію, зниження реальних доходів населення у 2014 та 2015 рр. (див. Додаток Г), втрата довіри до банківського сектору (про що мова піде у наступному параграфі) призвели, з одного боку, до зростання граничної корисності поточного споживання (у 2016 р. питома вага витрат на придбання товарів та послуг досягла рекордного рівня – 91,13% від доходів), а з іншого – до зниження граничної корисності заощаджень через їх незахищеність від втрат.

Разом з тим, не дивлячись на від'ємне значення показника накопичення нефінансових активів, дані Додатку Г свідчать про те, що населення інвестує кошти на будівництво житла. Пояснити таке явище можна тим, що джерелом інвестування виступають не тільки доходи поточного року, але й накопичені раніше заощадження. Це можуть бути грошові вклади та заощадження у цінних паперах (у 2014 р. вони скоротилися на 118 млрд. грн., а у 2015 р. – ще на 106

млрд. грн.) або ж резерви, які зберігаються населенням у грошовій формі. Частково це покривається й за рахунок зменшення вкладів у іноземній валюті, що теж фіксує статистика [17].

Таку ситуацію не можна оцінити однозначно. З одного боку, це позитивне явище, оскільки заощадження виконали одну з основних функцій – накопичення коштів для придбання дорогих товарів (житла) та страхового фонду. Однак, з іншого боку, це реальна втрата можливості суспільства для динамічного розвитку.

Звернемо увагу ще на один аспект. Інвестування населення у будівництво житла у розмірі 30 млрд. грн. (8,3% від усіх інвестицій та 1,5% від загальних доходів) у 2016 р. не привело до приросту накопичених нефінансових активів, а навіть супроводжувалося їх зменшенням. Іншими словами, інвестиції лише частково відновили ту частину нефінансових активів населення, яка вибула у результаті зносу. Легко підрахувати, що для повного відшкодування вибуття потрібно було інвестувати щонайменше 39 млрд. грн. (або близько 2% доходу). Якщо ж розраховувати на приріст нефінансових активів, то інвестиції населення у будівництво житла повинні бути ще більшими.

Досить часто міжнародні рейтингові агентства використовують динаміку витрат на будівництво як один з показників ділової активності. За даними Головного управління статистики України обсяг будівельно-монтажних робіт на будівництві житла за 2011-2016 рр. зріс більш як у 2,6 рази: з 6,9 до 18,0 млрд. грн. [17]. Однак, оскільки у динаміці цього показника відображаються інфляційні процеси, то скористаємося натуральними показниками, а саме обсягами прийнятого в експлуатацію житла. Як свідчать дані табл. 2.3, обсяг введеного в експлуатацію житла стабільно зростав до 2015 р. За цей період зростання склало 28%. У 2015 р. не тільки вдалося подолати тенденцію до скорочення будівництва, яка намітилася у 2014 р., але й наростити темпи зростання. Нагадаємо (табл. 2.1.), що саме у 2015 р. частка фінансування населенням будівництва житла у загальній сумі інвестицій була найбільшою. Скорочення ж цієї частки у 2016 р. зразу позначилося на обсягах вводу житла, які зменшилися порівняно з 2015 р. на 15%. Слід звернути увагу, що введення в експлуатацію будівель з двома та більше



квартирами зростало практично протягом усього періоду. Одноквартирні будівлі відновили своє зростання лише з 2015 р., а от у 2016 р. скоротилися до найнижчого за увесь період рівня. Це не дає підстав стверджувати, що українська економіка поступово виходить із стану рецесії та формує передумови для економічного зростання. Нестійкість позитивних зрушень потребує додаткових зусиль як з боку держави, так і з боку господарюючих суб'єктів.

Таблиця 2.3

Прийняття в експлуатацію житла за видами житлових будівель  
(тис.м<sup>2</sup> загальної площі)\*

Роки	Усього	У тому числі у житлових будівлях		
		одноквартирних	з двома та більше квартирами	гуртожитках
2010	8603,9	5713,0	2868,8	22,1
2011	8685,3	4714,1	3938,0	33,2
2012	9769,6	6465,1	3260,9	43,6
2013	9949,4	5864,1	4023,7	61,6
2014	9741,3	4553,4	5161,1	26,8
2015	11044,4	5580,0	5435,2	29,2
2016	9366,8	4089,2	5249,6	28,0

\* Розраховано за: [17]

Таким чином, аналіз прямої інвестиційної діяльності домогосподарств дозволяє сформулювати наступні висновки:

1. Населення є суттєвим інвестором. Його питома вага у загальному обсязі інвестицій складає близько 10%.
2. В останні роки поточні заощадження населення не перетворюються на приріст фінансових та нефінансових активів. Джерелом інвестиційної діяльності домогосподарств є заощадження, накопичені у попередні роки.
3. Обсяги інвестиційної діяльності населення навіть не покривають зносу житлового фонду, а тому не призводять до зростання нефінансових активів. Таке

зростання буде відбуватися у випадку, коли на будівництво житла населення буде витрачати більше 2% сукупного доходу. Це можливо за умови зростання питомої ваги заробітної плати, доходів від власності та прибутків у доходах населення та, відповідно, зменшення частки соціальної допомоги при загальному зростанні рівня доходів.

4. Будівництво має значний мультиплікативний вплив на економіку, а тому стимулювання інвестування населення у будівництво житла може бути чинником прискорення економічного розвитку.

Найбільшим прямим інвестором є бізнес. Як уже відзначалося на його кошти припадає 70% загальних обсягів інвестиційних ресурсів. Однак така інвестиційна активність підприємств та організацій потребує додаткового аналізу, який показує наявність значних проблем.

По-перше, більше четверті українських підприємств є збитковими. Серед великих та середніх підприємств України у 2015 р. збиткових було 29,4%. У 2016 р. цей показник знизився до 26,5%. Загальний фінансовий результат до оподаткування (загальна сума отриманих прибутків за мінусом збитків) у 2016 р. становила 76,6 млрд. грн. (у попередньому році цей показник мав від'ємне значення: - 236,6). Основна частка позитивного результату у 2016 р. припадає на сільське, лісове та рибне господарство (52,0 млрд. грн.), торгівлю (5,8 млрд. грн.), транспорт, складське господарство, поштову та кур'єрську діяльність (12,9 млрд. грн.), професійну, наукову та технічну діяльність (36,2 млрд. грн.). Підприємства промисловості ж, які створюють індустріальну та постіндустріальну основу для розвитку, залишаються збитковими (хоча й поліпшили результати своєї роботи порівняно з 2015 р.). А тому вони не мають реальної можливості заощаджувати частину прибутку. Сьогодні використання прибутку для інвестиційного процесу стало досить рідкісним явищем. Певного обережного оптимізму додають результати за перший квартал 2017 р. Загальний фінансовий результат лише за три місяці становить 102,6 млрд. грн., прибутки у промисловості вперше за останні роки перевищили її збитки. Ці позитивні результати досягнуті головним чином за

рахунок великих підприємств, оскільки питома вага збиткових підприємств в цілому зросла до 36% [17].

По-друге, майже єдиним джерелом заощаджень для підприємств виступають амортизаційні відрахування. Хоча за своїм характером вони й не є у строгому розумінні цього слова заощадженнями (адже вони мають цільове призначення), однак з певною мірою умовності їх можна прирівняти до невикористаної на споживання частини доходу.

По-третє, фактичний рівень інвестиційної діяльності підприємств та організацій протягом останніх семи років є навіть меншим за амортизаційні відрахування (за виключенням 2011 р.) (табл.2.4). В останні роки капітальні інвестиції за рахунок власних коштів підприємств та організацій становлять від 75 до 90% амортизаційних відрахувань. Тому інвестиції не забезпечують не тільки розширеного, а й простого відтворення виробничого потенціалу, що призводить до збільшення рівня зносу основних фондів в економіці України.

Таблиця 2.4

Співвідношення обсягів інвестування за кошти підприємств та обсягів амортизаційних відрахувань\*

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Капітальні інвестиції за рахунок власних коштів підприємств (млрд. грн.)	111,4	147,6	171,2	165,8	154,6	184,3	248,8
Амортизаційні відрахування (млрд. грн.)	115,3	125,8	186,3	200,9	196,1	246,9	289,0
Співвідношення капітальних інвестицій та амортизаційних відрахувань (%)	96,6	117,3	91,9	82,5	78,8	74,6	86,1

\* Розраховано за: [17]

Як видно з табл. 2.5 загальний рівень зносу основних фондів та нематеріальних активів по народному господарству України становить 63,3%.

Серед провідних сфер діяльності найнижчим він є у сільському, лісовому та рибному господарстві (42,4%), а найвищим – у промисловості (76,9%). Така ситуація повинна стати об'єктом державного регулювання, оскільки збереження нецільового використання амортизаційних відрахувань буде й надалі погіршувати стан основних фондів, що унеможливить вихід країни з кризової ситуації.

Таблиця 2.5

Ступінь зносу основних засобів та нематеріальних активів (за станом на 31.12.2015)\*

Сфера діяльності	Залишкова вартість (млрд. грн.)	Знос (млрд. грн.)	Ступінь зносу (% від первинної вартості)
Усього	2661,5	4598,4	63,3
у тому числі			
сільське, лісове та рибне господарство	106,3	78,3	42,4
промисловість	916,7	3053,7	76,9
будівництво	29,9	31,4	51,2
транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	855,9	720,7	45,7
діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	182,1	407,2	69,1

\* Розраховано за: [17]

Уже зазначалося, що сьогодні держава в Україні є чи не одним з найменших інвесторів. З одного боку, це відображає загальну тенденцію до послаблення ролі держави у безпосередньому втручанні в економічну діяльність. З іншого ж - це є свідченням економічної слабкості державного сектору економіки. При наявності

значної кількості проблем, які потрібно вирішувати українському суспільству та в умовах пануючого державного патерналізму дуже швидка відмова від державного інвестування може призвести (та й призводить) до накопичення кризових явищ та подальшого економічного й соціального відставання.

В останні роки державний бюджет України є постійно дефіцитним. Така ситуація є досить поширеною у світі, і у цьому плані Україна не є унікальною. Разом з тим, навіть за умови обмеженості ресурсів певна частина державних коштів іде на розвиток, а не на споживання. Певною мірою цю частину державного бюджету можна розглядати як заощадження, оскільки вона не використовується на безпосереднє споживання цього року.

Табл. 2.6 демонструє структуру видатків державного бюджету України згідно відповідних законів на 2015-2017 рр. У цілому питома вага видатків на споживання у державному бюджеті коливається у межах 91-92%, тоді як видатки розвитку є на рівні 7,5-8,5%. Якщо подивитися на ці показники з точки зору динаміки, то питома вага видатків розвитку зростає: у бюджеті 2010 р. вона становила 3,2% [41]. Та й у порівнянні з іншими країнами це не самий найнижчий показник: у державному бюджеті Польщі на 2016 р. капітальні витрати на розвиток були на рівні 5% [152].

Звертають на себе увагу суттєві відмінності у питомій вазі видатків на розвиток у загальному та спеціальному фондах. Видатки загального фонду – це витрати власних коштів, отриманих у якості доходів держави. Фактично ці витрати йдуть на покриття потреб розвитку виконання державою покладених на неї функцій. Від них залежить якість надання державою адміністративних та інших послуг. За даними розрахунків легко помітити, що питома вага цих витрат у загальному фонді має стійку тенденцію до скорочення: 6,6% у бюджеті 2015 р. та 5,3% у бюджеті 2017 р.

Основними статтями капітальних інвестицій за видами економічної діяльності, які покриваються за рахунок цих видатків, є наступні: «Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування» та «Державне управління й оборона; обов'язкове соціальне страхування». У 2016 р. капітальні

інвестиції за цими напрямками склали, відповідно, 2,8 та 5,9% від загальної суми інвестицій, що становить майже 70% усіх видатків розвитку за рахунок загального бюджету.

Таблиця 2.6

## Розподіл видатків Державного бюджету України\*

Показники	2015		2016		2017	
	млрд. грн.	відсотки	млрд. грн.	відсотки	млрд. грн.	відсотки
Усього видатків Державного бюджету	581,8	100	681,5	100	800,4	100
Видатки споживання	535,5	92,0	626,2	91,1	731,0	91,3
Видатки розвитку	44,5	7,6	54,0	7,9	67,9	8,5
Усього видатків загального фонду	554,6	100	647,2	100	740,0	100
Видатки споживання	516,4	93,1	606,6	93,7	699,0	94,5
Видатки розвитку	36,4	6,6	39,4	6,1	39,5	5,3
Усього видатків спеціального фонду	27,2	100	34,4	100	60,4	100
Видатки споживання	19,1	70,2	19,6	57,0	32,0	53,0
Видатки розвитку	8,1	29,8	14,6	42,4	28,4	47,0

\* Розраховано за: [42, 43, 44]

Інша тенденція спостерігається з використанням спеціального фонду. Останній формується головним чином за рахунок запозичень, у тому числі зовнішніх. У бюджеті на 2017 р. закладено отримання запозичень на загальну суму 16,1 млрд. грн., зокрема, від Міжнародного банку реконструкції та розвитку – 4,8 млрд. грн., Європейського банку реконструкції та розвитку – 9,6 млрд. грн., Кредитної установи для відбудови – 1,5 млрд. грн. [44].

За Законом України «Про Державний бюджет України на 2017 рік» майже половина спеціального фонду (47% порівняно з 28,9% у 2015 р.) буде використана на видатки розвитку. Це позитивна тенденція. Однак аналіз об'єктів, у які мають наміри інвестувати кошти спеціального фонду, показує, що це, головним чином, інфраструктура та енергетика. При усій важливості інфраструктури для економічного розвитку вона не зможе бути основою економічного прориву, без якого Україна залишиться у стані економічної відсталості. Більше того, значну частину коштів є наміри інвестувати у такі об'єкти, які уже сьогодні є застарілими.

Наприклад, одним з найбільших об'єктів інвестування має стати будівництво Канівської гідроаккумуляційної електростанції (за бюджетом 2017 р. інвестиції мають скласти 400 млн. грн., а всього під це будівництво планується взяти кредит (позику) в сумі 500 млн. дол. США [44]. Однак базовий проект будівництва станції було затверджено ще у 1987 р., тобто 30 років тому! [50]. Певне корегування проекту, яке відбулося на початку 2000-х років, не могло змінити суті технічних рішень, тому цей інвестиційний проект навряд чи можна назвати революційним.

Таким чином, за підсумками проведеного аналізу можна стверджувати, що основна частина заощаджень в Україні перетворюється у інвестиції саме їх власниками. Питома вага таких інвестицій у загальній сумі капітальних вкладень перевищує 80%, що значно більше, ніж у розвинених країнах. Кризовий стан кредитно-фінансової системи зводить нанівець банківські кредити та інші позики як джерело інвестиційних ресурсів. Така ситуація дозволяє реалізувати, головним чином, дрібні інвестиційні проекти, що не може забезпечити економічного прориву національної економіки. Враховуючи як переваги, так і недоліки прямого інвестиційного використання заощаджень держава повинна створювати умови для досягнення оптимального поділу останніх на приріст фінансових активів, нефінансових активів та резервів. Критеріями цієї оптимальності може бути досягнення заданих темпів економічного зростання при збереженні макроекономічної рівноваги. Саме про це піде мова у третьому розділі.

## **2.2. Трансформація заощаджень в інвестиції через фінансових посередників**

Починаючи з 30-х років минулого століття, коли з'явилося обґрунтування Дж.М. Кейнсом положення щодо рівності заощаджень та інвестицій як умови макроекономічної рівноваги, яке отримало деталізацію в роботах його послідовників, й до сьогодні питання трансформації заощаджень в інвестиції залишається однією з ключових проблем як статичної, так і динамічної рівноваги. Останнім часом українськими науковцями проведено ряд серйозних досліджень ролі фінансових посередників у мобілізації заощаджень домогосподарств та їх перетворенні на інвестиції [91, 103]. Разом з тим, проблема не втрачає своєї актуальності, оскільки, з одного боку, відомі дослідження залишають без відповіді частину теоретичних питань (наприклад, чи тотожні поняття «рівність» та «рівновага»), а з іншого боку, динамічність сьогоднішнього життя надає нові можливості та формує нові виклики, які потребують свого теоретичного осмислення.

Завданням цього підрозділу є уточнення складових процесу трансформації заощаджень в інвестиції та оцінка ролі фінансових посередників в ході його реалізації в сучасних українських реаліях.

Найчастіше в економічних моделях загальної рівноваги обмежуються твердженням, що рівність заощаджень інвестиціям є умовою досягнення загальної рівноваги. Разом з тим, як справедливо зазначають деякі сучасні дослідники, рівність заощаджень та інвестицій не завжди означає їх рівновагу [161]. На наш погляд, спостерігається певний «розрив» у тлумаченні поняття рівновага на мікро- та макрорівнях. На мікрорівні теоретичні основи рівноваги становлять положення про рівновагу Л. Вальраса та В. Парето, доповнені Дж. Хиксом, К. Ерроу, Ж. Дебре, Р. Роднером та іншими. Вони тією чи іншою мірою пов'язані з реалізацією цільової установки економічних суб'єктів (максимізація корисності, максимізація прибутку, мінімізація витрат тощо). На рівні міжсуб'єктних відносин рівновага досягається, коли поліпшення ступеня реалізації інтересу



одного суб'єкта (групи суб'єктів) неможливе без погіршення становища інших (принцип Парето-оптимальності). При переході ж на макрорівень рівноважний стан більше розглядається як просте кількісне співпадіння певних показників: сукупний попит дорівнює сукупній пропозиції, заощадження дорівнюють інвестиціям тощо. Така «бухгалтерська рівність» (accounting equality, за термінологією Дж.М. Кейнса) закладена в самій системі національних рахунків, яка передбачає визначення обсягу заощаджень за залишковим принципом, балансує тим самим сукупні доходи та сукупні витрати.

Разом з тим, не важко уявити собі ситуацію, коли в економіці досягнута кількісна відповідність усіх параметрів, але наявні ресурси використовуються неоптимально, рівень задоволення потреб не досягає свого максимуму та може бути поліпшеним без погіршення інших параметрів. Тоді з'являються стимули до змін ситуації, яка склалася. А за класичним визначенням це означає, що економіка не знаходиться у стані рівноваги. Тому, на нашу думку, досягнення збалансованості в основних макроекономічних пропорціях є необхідною, але не достатньою умовою досягнення макроекономічної рівноваги. Не вдаючись в деталі (це виходить за рамки нашого дослідження) зазначимо, що макроекономічні моделі рівноваги варто доповнювати показниками результативності та оцінювати ступінь їх наближення до оптимальності.

Але у будь-якому разі досягнення макроекономічної рівноваги потребує приведення у відповідність заощаджень та інвестицій. Тому зупинимося детальніше на ролі фінансових посередників у цьому процесі.

Як зазначалося раніше, у сучасному суспільстві заощадження (S) можуть використовуватися для прямого інвестування власником,  $\Delta A_{nf}$  (капітальне інвестування домогосподарств, підприємств та держави, що приводить до приросту нефінансових активів), для передачі коштів різного роду фінансовим посередникам,  $\Delta A_f$  (приріст фінансових активів) або ж для поповнення резервів,  $\Delta R$ . Останні не надходять до фінансової системи взагалі, що однозначно створює загрозу досягненню рівноважного стану національної економіки. Слід зазначити, що для України – це дійсно реальна загроза.

Функціональний підхід до рівності заощаджень та інвестицій (functional equality) дозволяє прослідкувати різний шлях трансформації неспожитої частини наявного доходу у реальні інвестиції (рис. 2.4). Частина заощаджень, яка йде на приріст нефінансових активів втілюється у ту частину капітальних інвестицій, що фінансується за кошти державного та місцевих бюджетів, власних коштів підприємств та організацій, а також коштів населення на будівництво житла. На наш погляд, інвестиції, які здійснюються власниками заощаджень, можна назвати прямими капітальними інвестиціями ( $I_d$ ).

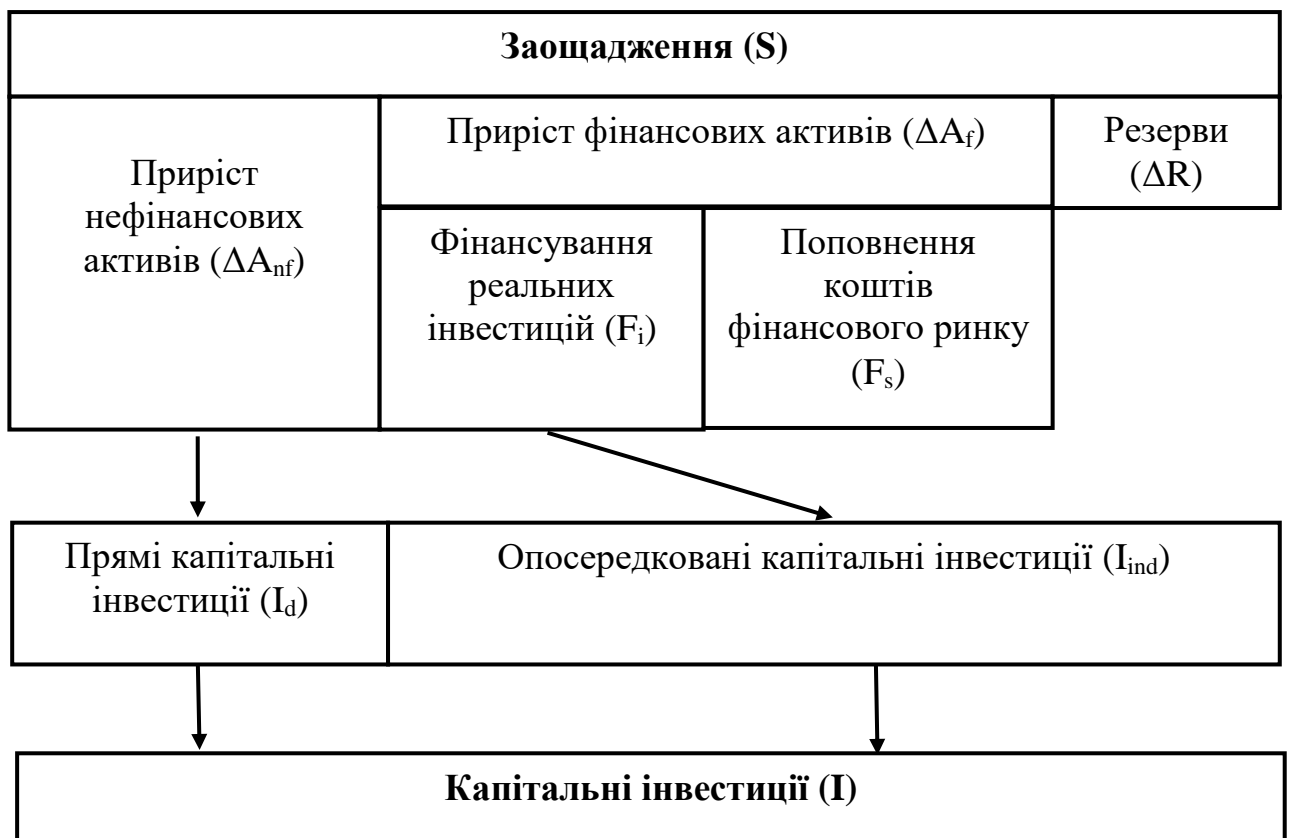


Рис. 2.4. Поелементна рівновага заощаджень та інвестицій

Проблеми незбалансованості між елементом заощаджень «приріст нефінансових активів» та елементом капітальних інвестицій «прямі капітальні інвестиції» не виникає, оскільки вони за визначенням дорівнюють один одному:

$$\Delta A_{nf} = (I_d). \quad (2.1)$$

Другий компонент заощаджень перетворюється на приріст фінансових активів. Вони можуть набувати форми депозитів банків, вкладів у інститути

спільного інвестування, вкладів до пенсійних фондів, страхових внесків чи придбання цінних паперів. Далеко не всі кошти, передані власниками заощаджень фінансовим посередникам, трансформуються в інвестиції. Частина з них дійсно може бути передана реальним інвесторам ( $F_1$ ), що можна назвати опосередкованими капітальними інвестиціями ( $I_{ind}$ ), а частина піде на поповнення коштів, що обертаються на фінансовому ринку (спекулятивні операції на фондовому ринку, різноманітні операції на валютному ринку тощо) ( $F_s$ ). Це також створює загрозу для макроекономічної рівноваги.

Світовий досвід показує, що функцію мобілізації заощаджень та їх трансформацію у фінансові інвестиції можуть ефективно реалізувати пенсійні фонди, страхові компанії, інститути спільного інвестування та банки. Як відзначалося раніше, саме нерозвиненість фінансових інструментів слугує однією з причин, що стимулює приріст готівкових заощаджень.

На відміну від світової практики, де пенсійні фонди є значними гравцями фінансового ринку, в Україні пенсійний фонд є дотаційним та поглинає значну частину коштів зведеного державного бюджету. У 2017 р. дефіцит пенсійного фонду очікується на рівні 156 млрд. грн. [18]. Тому саме час розглянути можливість створення більш ефективного управлінця та регулятора, який допоможе перейти з системи солідарного пенсійного забезпечення до накопичувальної системи.

В Україні пенсійна реформа розпочалась більше сімнадцяти років тому і повинна була пройти три етапи. Однак фактично ж вона загальмувалася на першому етапі. Урядом анонсовано, що накопичувальна пенсійна система, як другий компонент пенсійної реформи, запрацює у 2018 р. і стане обов'язковою для українців віком до 35 років. Саме держава буде гарантувати контроль і безпеку збереження коштів накопичувальної системи [119].

Однак доцільно зазначити, що державне пенсійне накопичувальне страхування не відповідає реальним економічним викликам. Насамперед необхідно створити незалежні інституції, які б мали можливість накопичувати кошти громадян, спрямовувати їх в інвестиційні проекти та давати можливість не

тільки страхування від інфляційних ризиків, але й отримання додаткового доходу. Досягти цього можливо через поєднання реформування пенсійної та страхової системи.

На шляху розвитку пенсійної реформи та страхового бізнесу в Україні в цілому та розвитку фінансово-кредитної системи, зокрема у підвищенні ролі цих інститутів у рамках трансформації заощаджень в інвестиції, є ряд перепон:

- відсутність традиції піклуватися самому про своє майбутнє та бути відповідальним за нього, оскільки ідеологія патерналістської держави була пануючою протягом десятиліть;

- надзвичайно обережне ставлення населення до добровільного пенсійного страхування, зумовлене негативними спогадами 90-х років ХХ сторіччя;

- рівень доходів та орієнтація на поточне споживання не дозволяє більшості населення виділяти кошти на страхування (пенсійне, медичне, ризикове);

- рівень корупції та використання адміністративного ресурсу зупиняє можливе здійснення виходу на ринок України серйозних іноземних страхових і пенсійних фондів та компаній.

Третім рівнем пенсійної системи є створення недержавних пенсійних фондів, які повинні дати можливість громадянам самим формувати свої пенсійні накопичення. На сьогодні в Україні уже створено 59 недержавних пенсійних фондів, більшість з яких є відкритими і лише кілька – професійними [118]. У відповідності до українського законодавства ці фонди повинні створюватися як неприбуткові (некомерційні) організації. Власниками накопичених коштів фактично є учасники, які здійснювали свої пенсійні внески. Сплачувати ці внески можуть як особисто учасники, так і їх родичі, роботодавці чи професійні об'єднання. Однак сьогодні на практиці основна частину внесків до недержавних пенсійних фондів здійснюють саме роботодавці, розглядаючи їх як своєрідну форму заохочення працівників. Фізичні ж особи, не маючи довіри до подібного роду організацій, не ризикують ставати безпосередніми платниками пенсійних внесків.

Світова практика дає багато різноманітних прикладів побудови системи пенсійного забезпечення. В останні роки високими темпами зростає роль приватних пенсійних фондів. Це пов'язано з рядом обставин, серед яких можна виділити загальну тенденцію «постаріння» населення. Усе ще відчутні негативні наслідки економічної кризи, що підштовхує населення до створення страхового фонду на майбутнє, загальні низькі темпи економічного зростання та невпевненість у можливому зростанні доходів, тощо. Відповідно до звіту про пенсійне забезпечення в країнах ОЕСР, у 2015 р. активи приватних пенсійних фондів Данії становили більше 200% від ВВП. Ще у трьох країнах (Нідерланди, Ісландія та Канада) цей показник був більшим за 150%. Рубіж у 100% перейшли також США, Швейцарія та Австралія. Межу у 50% також перетнули Великобританія, Швеція, Чилі, Фінляндія, Ірландія та Ізраїль. Навіть такі країни, які фактично розпочали цю роботу лише у 2010 р. (Латвія, Литва, Естонія), сьогодні мають це співвідношення на рівні 15-20%.

З іншого боку, такі країни, як Німеччина, Австрія, Бельгія, Італія, Франція будують пенсійне забезпечення на інших принципах та не мають розвиненої системи приватного пенсійного страхування: активи приватних інвестиційних фондів протягом останніх років залишаються незмінними (на рівні 8-10% від ВВП) [155].

Разом з тим, слід правильно розуміти роль пенсійних фондів у перетворенні заощаджень на інвестиції. Фактично пенсійні фонди ніколи не виступають прямими реальними інвесторами (інколи така діяльність прямо заборонена відповідним законодавством). Головним чином вони можуть отримувати пасивні доходи, тобто розміщуючи кошти у фінансові інструменти (акції, облігації (головним чином державні), банківські депозити, тощо). Тому основне завдання пенсійних фондів полягає лише в акумуляції заощаджуваних коштів населення (інколи й інших суб'єктів господарювання) та поповнення ними тих каналів, які або обслуговують вторинний ринок цінних паперів, або доводять кошти до реальних інвесторів.

Оскільки зазначені перепони на шляху реформування пенсійного забезпечення в Україні існують не просто на організаційному рівні, а на рівні цінностей, то подолати їх прийняттям якогось законодавчого чи іншого нормативного акту не можливо. Необхідне втручання зовнішнього чинника, здатного прискорити формування відповідного соціального середовища.

Український бізнес у сфері пенсійного страхування є нерозвиненим. Його становлення природним шляхом може зайняти надзвичайно багато часу. Тому слід відкрити ринок для надійних міжнародних приватних пенсійних фондів та страхових компаній. Однак складність полягає в тому, що ціна їх послуг, як правило, вища ніж у українських компаній. Та й ефективно вони зможуть працювати лише при наявності певних мінімальних розмірів ринку. Більше того «специфіка» українського ринку та законодавства часом не дозволяє міжнародним компаніям скористатися накопиченим досвідом.

Проблема використання можливостей пенсійного страхування для трансформації заощаджень в інвестиції є комплексною, яка включає в себе як заходи сутнісного рівня (ментальність населення, цінності тощо), так і рівень організаційного та законодавчого рівня.

Важливим інструментом мобілізації заощаджень на інвестиційні цілі може стати також діяльність інститутів спільного інвестування (ICI). За даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку на кінець 2016 р. в Україні діяло майже 300 компаній з управління активами, 463 корпоративних та 1751 пайовий інвестиційний фонд [82].

Слід зазначити, що цей сектор української економіки розвивається досить динамічно (табл. 2.7). Свого максимуму кількість компаній з управління активами досягла у 2008 р. (409 проти 159 у 2005 р.). Однак наступна економічна криза призвела до значного скорочення кількості, хоча через два роки тенденція до зростання нібито відновилася. Однак нова хвиля скорочень розпочалася з 2013 р., яка можливо припиниться у 2017 р.

Що стосується обсягів активів, які є в управлінні, то вони неухильно зростали й на сьогодні досягли 253,2 млрд. грн., що майже у 40 разів перевищує

показник 2005 р. Звичайно, у такому зростанні досить значна інфляційна складова. Однак якщо підрахувати питому вагу активів, які управляються цими компаніями, у ВВП країни за відповідні роки, то зростання ролі компаній з управління активами теж стає очевидним: у 2005 р. цей показник становив 1,6%, а у 2016 р. він зріс до 9,8%.

Таблиця 2.7

Кількість компаній з управління активами та активи у їх управлінні\*

Роки	Кількість компаній з управління активами	Активи в управління (млрд. грн.)
2005	159	6,9
2006	228	17,1
2007	334	40,8
2008	409	63,3
2009	380	82,5
2010	339	105,9
2011	341	126,8
2012	353	157,2
2013	347	177,5
2014	336	214,9
2015	316	238,6
2016	295	232,7
2017 (на 7.07)	298	253,2

\* Розраховано за: [118]

Компанії з управління активами виконують свої функції, перш за все, по відношенню до інститутів спільного інвестування. Найбільш поширеним типом ІСІ в Україні є відкриті інвестиційні фонди. Їх учасниками, як правило, є підприємства, певним чином афілійовані з засновниками. Проте домогосподарства практично не приймають участь у діяльності ІСІ, оскільки цей інститут фінансового ринку взагалі не користується довірою населення. На нашу

думку, активізувати участь домогосподарств у розміщенні заощаджень в ІСІ можна, створивши фонд страхування внесків фізичних осіб (подібно до банківської системи). Однак ця точка зору потребує додаткового обґрунтування та деталізації, хоча загальні принципи підходу до забезпечення державних гарантій на інвестиційні продукти уже висловлювалися [110].

На рис. 2.5 наведена структура активів відкритих ІСІ. Як видно, більше 40% у активах займають акції підприємств. Вони придбані на вторинному ринку й не є реальними інвестиціями, а пов'язані лише з перерозподілом коштів. 26,3% активів розміщені у державних цінних паперах. Це загальносвітова практика діяльності ІСІ, оскільки вважається, що ці папери є найменш ризиковими та формують певний стабілізаційний фонд. Однак, оскільки кошти, вилучені від продажу державних облігацій у кінцевому рахунку йдуть на покриття дефіциту державного бюджету, то вони теж не можуть розглядатися, як джерело реальних інвестицій.

Майже така ж сума розміщена і в банківських депозитах. Певна частина саме цих коштів може перетворитися на реальні інвестиції, якщо банки скористаються ними для надання кредитів підприємствам.

Єдиний компонент активів відкритих ІСІ, який безпосередньо може вплинути на реальні інвестиції, - це кошти, які використані на придбання облігацій підприємств, оскільки, як правило, емісія цих облігацій здійснюється під певні інвестиційні проекти. Однак, на жаль, питома вага таких активів становить лише 0,7%. Це на пряму пов'язано з нерозвиненістю такого фінансового інструменту в Україні як корпоративні облігації. Тому щоб перетворити кошти, акумульовані ІСІ (як, зокрема, й пенсійними фондами), на реальні інвестиції необхідно всіляко сприяти формуванню нормального ринку корпоративних цінних паперів взагалі та облігацій, зокрема.

Іншим компонентом фінансових активів є внески економічних суб'єктів у страхові компанії. Станом на 31.12.16 в Україні працювало 310 страхових компаній (для порівняння у 2014 р. їх було 382), з них 39 займалися страхуванням життя та 271 іншими видами страхування [83].



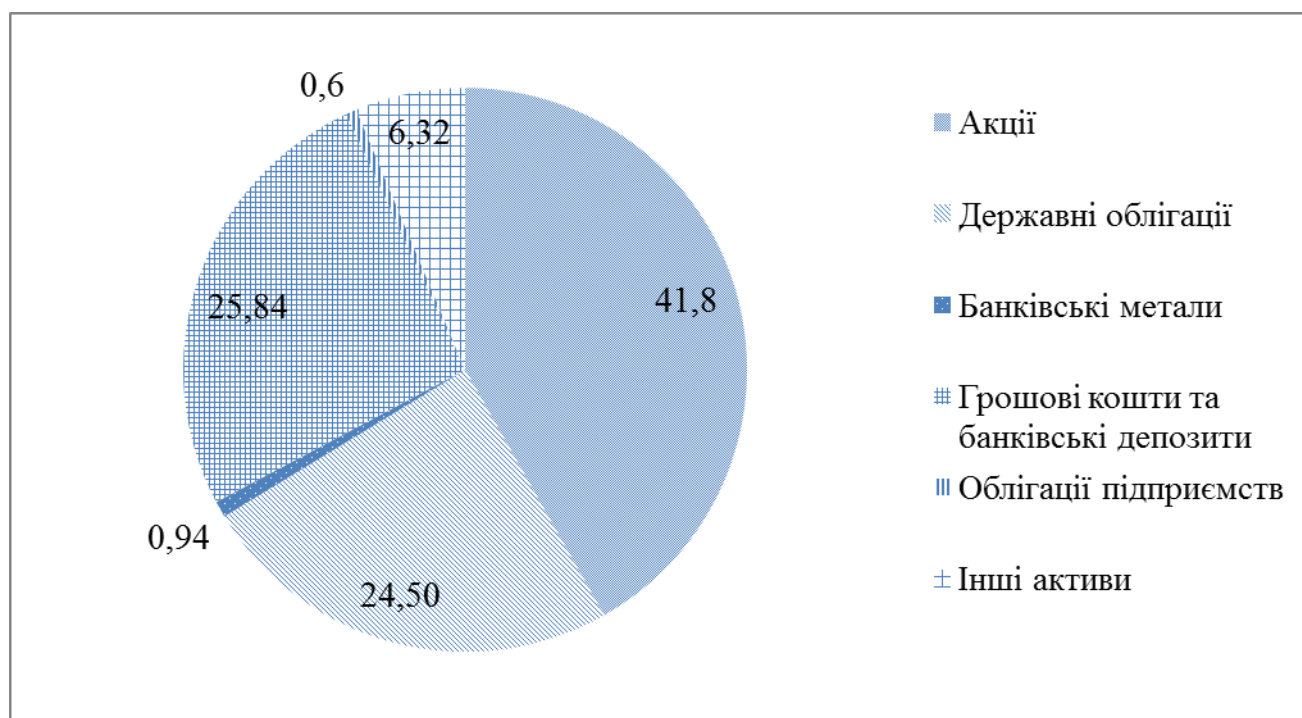


Рис. 2.5. Структура активів відкритих інститутів спільного інвестування України за станом на 31.09.17 [118]

Про масштаби внесків можна судити на підставі перевищення страхових премій над виплатами. Як видно з табл. 2.8 ці внески мають більш-менш стабільну тенденцію до зростання. За 2016 р. вони складають більше 26 млрд. грн., що становить 1,1% від ВВП. Звичайно, ця сума не така уже й велика, однак вона накопичується з року в рік та може бути серйозним джерелом для інвестицій.

На жаль українська статистики не дає повних даних щодо внесків фізичних осіб. Тому проведемо їх розрахунок самостійно, допустивши, що співвідношення між преміями та виплатами для фізичних осіб є такими ж, як і для страхової системи в цілому.

В останні роки щорічні премії, сплачені фізичними особами страховим компаніям, перевищували отримані ними страхові виплати в межах 4,5-8,5 млрд. грн. У попередні роки найвищого значення цей показник досяг у 2013 р. – 8,6 млрд. грн. Однак за підсумками 2016 р. цей показник був перевищеним та досяг 10,4 млрд. грн.

Таблиця 2.8

## Страхові премії в Україні (млн. грн.)\*

Роки	Валові страхові премії		Валові страхові виплати		Перевищення премій над виплатами	
	всього	від фізичних осіб	всього	фізичним особам	всього	для фізичних осіб
2010	23 082	6 171	6 105	1 632	16 977	4 538
2011	22 694	7 479	4 864	1 603	17 830	5 876
2012	21 508	8 900	5 151	2 131	16 357	6 769
2013	28 662	10 268	4 652	1 667	24 010	8 601
2014	26 767	9 520	5 065	1 801	21 702	7 719
2015	29 736	10 240	8 101	2 790	19 496	7 450
2016	35 170	13 220	8 840	2 358	26 330	10 430

\* Розраховано за: [83]

На кінець 2016 р. загальні активи страхових компаній становили 56,1 млрд. грн. Найбільша їх частка була розміщена в банківські депозити (32,9%), акції (22,7%) та цінні папери, що імітуються державою (15,8%). Вагому питому вагу займають також права вимоги до перестраховиків (9,9%), грошові кошти на поточних рахунках (8,3%), нерухоме майно (7,4%) та облігації (2,4%).

Ще у 2002 р. Кабінет Міністрів України визначив напрямки інвестування галузей економіки за рахунок страхових коштів. Це реально важливі (проривні) сфери діяльності, інвестиції в які повинні були прискорити економічний розвиток країни. Зокрема, Постановою передбачено інвестування у:

- розроблення та впровадження високотехнологічного устаткування, іншої інноваційної продукції, ресурсо- та енергозберігаючих технологій;

- розвиток інфраструктури туризму;

- добування корисних копалин;

- перероблення відходів гірничо-металургійного виробництва;
- будівництво житла;
- розвиток транспортної інфраструктури, у тому числі будівництво та реконструкція автомобільних доріг;
- розвиток сектору зв'язку та телекомунікацій;
- розвиток ринку іпотечного кредитування шляхом придбання цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою [101].

Однак фактично інвестиції страхових компаній в економіку на кінець 2016 р. становили лише 31,9 млн. грн. або менше від 0,1% загальної суми активів [83]. Тому й страхові компанії реально виконують роль лише акумулятора коштів, їх постачальника банкам та іншим фінансовим структурам, але аж ніяк не реального інвестора.

Особлива роль у мобілізації заощаджень належить банківській системі. У табл. 2.9 наведено розрахунок приросту зобов'язань банків в цілому та перед фізичними особами, зокрема, за останні роки. Протягом досліджуваного періоду загальна сума зобов'язань банків зростала (правда, з різним ступенем інтенсивності) за виключенням двох останніх років – 2015 та 2016. Максимальний приріст зобов'язань (читай – залучених коштів) був досягнутий у 2013 р., а максимальне зменшення – у 2016 р. Слід зазначити, що коливання динаміки приросту зобов'язань банків мало пов'язане з коливаннями економічної динаміки взагалі. Тут спрацьовують інші фактори, головним чином організаційні. Так, наприклад, у 2016 р. зросли зобов'язання банків як перед суб'єктами господарювання, так і перед фізичними особами. На загальну ж динаміку вплинуло зменшення строкових вкладів та кредитів банків один одному майже на 50 млрд. грн., що є своєрідною формою повторного рахунку у банківській сфері. Взаємне кредитування банків затримує у фінансовій сфері значну частину суспільних заощаджень та не перетворює їх на реальні інвестиції.

Як бачимо з табл. 2.9, кошти фізичних осіб формують близько третини банківських пасивів і їх питома вага має загальну тенденцію до зростання. У 2014-2015 р. приріст цих коштів мав від'ємне значення, що є свідченням кількох

процесів. По-перше, це стало формою прояву кризи банківської системи, яка супроводжувалася масовою ліквідацією банків та зростанням недовіри населення до такого фінансового інструменту заощаджень як банківські депозити. По-друге, співвідношення між рівнем інфляції та доходністю банківських депозитів було не на користь останньої. Позначилося також загальне зниження реальних доходів населення, яке було характерним для цього періоду. Ситуація дещо змінилася у 2016 р., коли знову відновився притік коштів населення до банківської системи. Це може бути свідченням певного поліпшення економічної ситуації в країні та створює надію на відновлення економічного зростання.

Таблиця 2.9

## Зобов'язання банків перед фізичними особами\*

Рік	Зобов'язання банків за станом на 1 січня			Приріст зобов'язань порівняно з попереднім роком, млрд. грн.	
	всього, млрд. грн.	перед фізичними особами		всього	перед фізичними особами
		млрд. грн.	у відсотках від загальної суми пасивів		
2010	878,7	210,0	23,9	71,9	-3,2
2011	943,2	270,7	28,7	64,5	60,7
2012	1 053,8	303,2	28,8	110,6	29,5
2013	1 126,9	364,0	32,3	73,1	60,8
2014	1 279,4	433,7	33,9	152,5	59,7
2015	1 317,4	416,3	31,6	38,0	-17,4
2016	1 254,8	389,0	31,0	-62,6	-27,3
2017	1 132,5	437,1	38,6	-122,3	48,1

\* Розраховано за: [84]

Таким чином, структурно-функціональний аналіз заощаджень домогосподарств показав, що на відміну від розвинених країн в Україні вони не стали важливим джерелом інвестицій. Більше того, в останні роки виникає загроза

взагалі втратити їх як джерело формування інвестиційного потенціалу. Якщо у 2013 р. заощадження домогосподарств становили 13,9% ВВП, то у 2015 р. цей показник знизився до 2,2% [17]. Причини цього слід шукати, перш за все, у відносному зниженні доходів населення та зростанні цін, що збільшило споживацькі витрати домогосподарств. Усе це свідчить про загрозову макроекономічну диспропорційність та недостатність реальних внутрішніх джерел фінансування інвестицій. Для поліпшення ситуації потрібна чітка державна програма, спрямована, з одного боку, на зростання доходів, а з іншого – на оптимізацію структури заощаджень домогосподарств, що і може бути проблемою для подальших досліджень.

### **2.3. Державне регулювання розривів у ланцюгах трансформації «заощадження-інвестиції»**

Як показав попередній аналіз, шлях від заощаджень до реальних інвестицій досить складний. Перш ніж стати інвестиціями заощадження терплять значні трансформації. Частина з них може зразу перетворюватися на інвестиції (приріст нефінансових активів). Однак дослідження показали, що на сьогодні прямі інвестиції домогосподарств, підприємств та держави фактично лише відшкодовують знос основного капіталу і не дають можливості його зростання. Це ще раз підтверджує висловлену вище думку, що рівність заощаджень та інвестицій не завжди означає стан рівноваги. Економіка може деградувати навіть тоді, коли дотримуються основні макроекономічні пропорції.

Розриви у ланцюгах «заощадження-інвестиції» з'являються у трансформації тієї частини заощаджень, яку прийнято називати приростом фінансових активів. Частина цих активів може прямо або опосередковано поповнювати кошти, які постійно знаходяться в обігу й практично ніколи не перетворюються на інвестиції. Найбільш ймовірним є перетворення на інвестиції тієї частини заощаджень, яка витрачається на придбання корпоративних цінних паперів при їх первинному розміщенні. Акумуляовані таким чином кошти формують статутний

капітал емітента (придбання акцій) або його інвестиційний фонд (придбання облігацій).

Разом з тим, додатковий аналіз показує, що і в цьому ланцюжку можуть бути розриви. Табл. 2.10 демонструє динаміку обсягів випуску первинних цінних паперів, зареєстрованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України. На перший погляд спостерігається значне збільшення обсягів випуску акцій, що могло б свідчити про зростання заощаджень, які поповнюють статутні фонди та використовуються на реальні інвестиції. Однак насправді основна частка цих випусків акцій – це акції комерційних банків, які лише виконують вимоги законодавства та доводять розміри своїх статутних фондів до встановленого мінімуму. Так, у 2016 р. основними емітентами акцій стали ПАТ Комерційний банк «ПриватБанк», ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України», ПАТ «УКРСОЦБАНК», ПАТ «ВТБ БАНК», ПАТ «Державний ощадний банк України», ПАТ «Альфа Банк», ПАТ «СБЕРБАНК», ПАТ «Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк» та ПАТ «БМ Банк». У 2017 р. нові випуски акцій зареєстрували ПАТ «Державний ощадний банк України» та ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України» [82]. Акумуляовані таким чином кошти не перетворюються на реальні інвестиції, а лише значною мірою поповнюють обігові кошти фінансового сектору економіки.

Деяко інша тенденція спостерігається у динаміці випуску облігацій підприємств. Як видно з таблиці, вони неухильно зменшуються (у 2016 р. обсяг випуску облігацій становив приблизно 1/6 частину цього показника за 2014 р.). Якщо ж врахувати, що мова у даному випадку йде лише про обсяги випуску, а не про фактично розміщені облігації та виручені від їх продажу кошти, то можна вважати, що цей канал трансформації заощаджень в інвестиції не є суттєвим для української економіки.

Покупцями первинних цінних паперів можуть виступати як безпосередні власники заощаджень, так і фінансові посередники, які акумулювали заощадження безпосередніх власників. При цьому кошти можуть проходити кілька етапів трансформації (наприклад, «внески населення до пенсійного фонду –

розміщення коштів пенсійного фонду на депозитних рахунках комерційного банку – придбання банком державних облігацій»), але у кінцевому рахунку так і залишаються у сфері фінансового обігу.

Таблиця 2.10

Обсяги первинної емісії акцій та облігацій, зареєстрованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України\*

Роки	Акції		Облігації	
	Кількість випусків	Обсяги випуску (млрд. грн.)	Кількість випусків	Обсяги випуску (млрд. грн.)
2014	156	145,2	263	38,3
2015	158	155,8	155	12,4
2016	128	209,4	118	6,76
2017 (січень-травень)	46	29,3	19	0,8

\* Розраховано за: [82]

Ще більш очевидною є «тупиковість» використання заощаджень для придбання цінних паперів на вторинному ринку. Ні в якому разі не заперечуючи важливість вторинного ринку цінних паперів для економіки, підкреслимо, що він не формує інвестиційних ресурсів за рахунок заощаджень. Він може лише перерозподіляти кошти між економічними суб'єктами, інформувати про перспективні напрями інвестицій, демонструвати стан економічного здоров'я суспільства, однак прямого відношення до трансформації заощаджень в інвестиції (з макроекономічної точки зору!) не має.

Згідно даних української статистики основними покупцями цінних паперів на українському ринку є фінансові посередники. Найбільшими серед них є комерційні банки, які вкладають в акції та облігації не тільки залучені кошти від населення, але й від юридичних осіб.

Про масштаби коштів, які «зависають» на вторинному ринку цінних паперів, можна судити з обсягів біржових контрактів, що укладаються в Україні (табл.2.11). Звичайно, частина угод укладається й на так званому «вуличному

ринку», але відслідкувати його масштаби не є можливим. Тим більше, що нас більше цікавлять тенденції, а не абсолютні значення.

Таблиця 2.11

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі\*

Роки	Обсяг біржових контрактів		
	всього (млрд. грн.)	у тому числі з державними облігаціями	
		млрд. грн.	у відсотках від загальної суми
2014	629,4	553,3	87,9
2015	290,8	253,3	87,1
2016	336,9	211,3	89,2
2017 (січень-травень)	87,5	84,3	96,4

\* Розраховано за: [82]

Як свідчать дані, наведені у таблиці, найбільших розмахів біржова торгівля досягла у 2014 р. Наступного року обсяги укладених контрактів скоротилися більше ніж у двічі. Ймовірніше за все незначне піднесення у 2016 р. зміниться новим спадом у 2017 р. Легко помітити, що такі коливання пов'язані з операціями з державними облігаціями, оскільки контракти з ними займають близько 90% цього ринку. Крім того, статистика свідчить, що біржовий обіг практично на 100% складається з операцій вторинного обігу цінних паперів.

На жаль, за матеріалами української статистики не уявляється можливим підрахувати абсолютно точно, яка грошова маса відволікається на обслуговування вторинного ринку цінних паперів. Однак це дійсно важливо, оскільки зміна цього показника буде характеризувати масштаби відволікання заощаджень від їх трансформації у інвестиції або ж вивільнення заощаджень минулих років, які «осіли» на вторинному ринку, на цілі інвестування.

Абсолютно зрозуміло, що про масштаби відволікання коштів не можна судити лише на основі обсягів укладених контрактів. Одні й ті ж гроші роблять



кілька обертів за рік, а тому суму контрактів необхідно корегувати на швидкість обігу грошей.

Серед економістів немає єдності щодо розрахунку швидкості обігу грошової маси. Дослідники сходяться лише в одному: у чисельнику формули повинен бути номінальний ВВП. А от знаменник має різні варіанти: від грошового агрегату М1 до грошового агрегату М3 [15]. На нашу думку, кожна з цих позицій має право на існування й можливо використовувати різні варіанти розрахунку швидкості обігу грошей у залежності від майбутніх цілей використання отриманих результатів. Для нашого випадку не доцільно використовувати агрегати М2 та М3, оскільки вони включають досить неліквідну частину грошей у вигляді різних банківських депозитів та цінних паперів (крім акцій). Ці кошти є пов'язаними, тим більше, що Національний банк України (та й комерційні банки) створили досить серйозні перепони на шляху використання цих коштів для розрахунків. Тому для цілей нашого аналізу розрахуємо швидкість обігу грошей як відношення номінального валового внутрішнього продукту до грошового агрегату М1.

На рис. 2.6 наведена структура грошової маси України за станом на 31 грудня 2016 р. (у млрд. грн.) [85]. Як витікає з неї, грошові агрегати М2 та М3 практично не відрізняються, оскільки питома вага цінних паперів (крім акцій) у грошовій базі України на сьогодні мізерна та складає лише 0,03%.

Співставлення номінального ВВП за 2016 р. та грошового агрегату М1 дає можливість визначити, що грошові кошти здійснюють за рік 4,5 оберти ( $2383/529 = 4,5$ ). Скоригувавши обсяги укладених контрактів, отримаємо орієнтовну кількість грошей, яка обслуговує вторинний ринок цінних паперів (табл. 2.12).

За нашими розрахунками у 2014 р. грошова маса, яка була задіяна на вторинному ринку цінних паперів, зросла на 26,9 млрд. грн. Оскільки кінцевим джерелом цих коштів є заощадження, а основними суб'єктами цього ринку виступають різного роду фінансові посередники, то можна стверджувати, що на таку суму збільшилися акумульовані заощадження безпосередніх власників, які так і не перетворилися на інвестиції. У ланцюгах трансформації заощадження в

інвестиції відбувся реальний «розрив», а тому вилучені із процесу трансформації кошти повинні бути компенсовані за рахунок інших джерел.

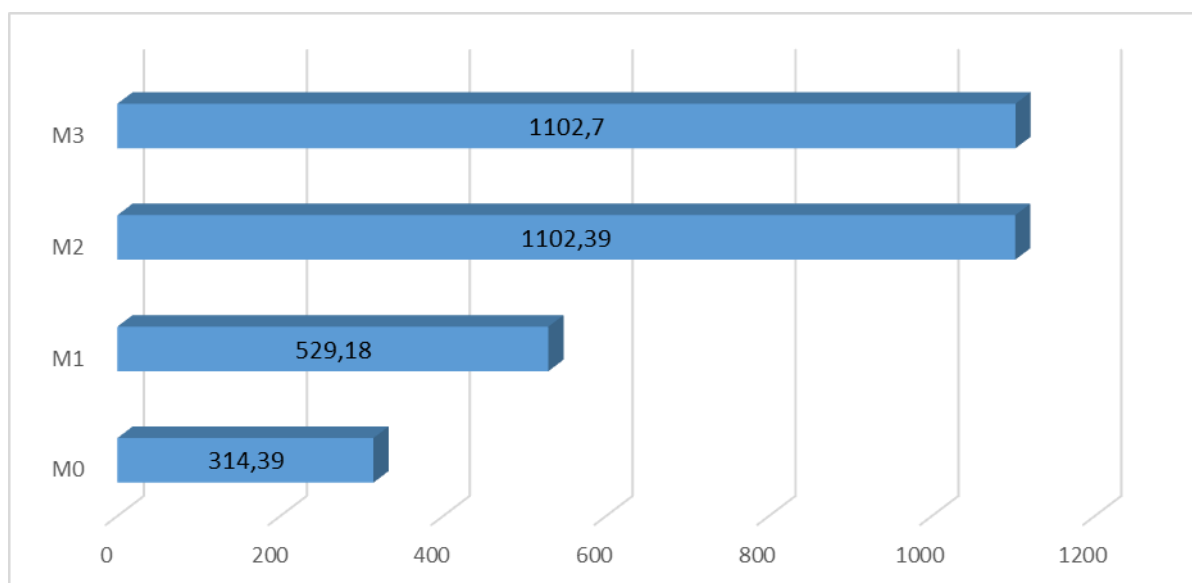


Рис. 2.6. Структура грошової маси України за станом на 31 грудня 2016 р. (у млрд. грн.) [85]

У 2015 р. спостерігалась зворотна ситуація, коли значно зменшився обсяг контрактів на фондовому ринку і, відповідно вивільнилися кошти. За нашими розрахунками більше 75 млрд. грн., які раніше обслуговували головним чином купівлю-продаж облігацій державної позики, були вивільнені та послужили одним з джерел інвестицій та покриття поточних витрат.

Таблиця 2.12

Орієнтовна кількість грошей, яка обслуговує операції з цінними паперами на організованому ринку (авторська оцінка)

Роки	Орієнтовна кількість грошей (млрд. грн.)	
	всього	зміна у порівнянні з попереднім роком
2014	139,9	26,9
2015	64,4	- 75,5
2016	74,9	10,5

Причини подібного роду коливань пов'язані не стільки зі змінами інвестиційних вподобань економічних суб'єктів, скільки з емісійною активністю держави. Як справедливо відзначають у Аналітичному огляді ринку облігацій України, «враховуючи перевиконання планових показників держбюджету, обсяги емісії ОВДП, які наразі є переважно інструментом покриття його дефіциту, за вказаний період суттєво скоротились та мали переважно технічний характер» [3]. Разом з тим, суми коливань є досить суттєвими (інколи вони досягають 13-14% грошового агрегату M1), а тому повинні враховуватися у державному регулюванні процесу трансформації заощаджень у інвестиції.

Оцінюючи роль пенсійних фондів, страхових компаній, інститутів спільного інвестування та частково банків з точки зору трансформації заощаджень в інвестиції слід розуміти, що, як уже відзначалося, в силу специфіки діяльності цих інституцій більша частина мобілізованих коштів спрямовується на вторинний ринок цінних паперів ( $F_s$ ) та ніколи не перетворюється на реальні інвестиції.

Проблема дисбалансу заощаджень та інвестицій витікає також з інших елементів заощаджень. Мова повинна йти, перш за все, про резерви, які зберігаються у готівковій формі поза межами фінансової системи, і жодним чином не перетворюються на інвестиції. Про масштаби цієї проблеми в Україні можна судити хоча б за підсумками електронного декларування майна та доходів державними службовцями за 2015 та 2016 рр. Тільки народними депутатами задекларовано 7,4 млрд. грн. грошових активів готівкою, тоді як у банках вони тримають лише 2,4 млрд. грн., тобто у три рази менше [80].

Основним (майже єдиним) джерелом поповнення резервів ( $\Delta R$ ) є наявний дохід домогосподарств. Ні підприємства, ні держава не мають законних підстав для формування таких резервів (хоча фактично вони існують як певний компонент тіньової економіки). У кейнсіанських макроекономічних моделях такі готівкові резерви прийнято називати ліквідними або спекулятивними грошима. Їх розмір вважається функцією від банківського процента, оскільки власник грошей при визначенні форми їх зберігання співставляє можливий виграш від наявності

готівкових грошей з можливими втратами від їх альтернативного використання у якості банківського депозиту.

Говорячи про нинішній стан речей в Україні обмежитися лише цими загальними положеннями буде недостатнім. Головними факторами, що визначають зростаючу питому вагу резервів у заощадженнях домогосподарств, є наступні:

- нестабільність економічної ситуації, що викликає необхідність мати та постійно поповнювати готівкові кошти для покриття можливих непередбачуваних витрат;

- нестабільність фінансової системи, що породжує недовіру до неї. Це, зокрема, знайшло прояв у масовій ліквідації банків у зв'язку з банкрутством. Якщо за станом на 1.01.14 в Україні діяло 180 банків, то на 1.01.17 їх залишилося 98 [84]. За 5 місяців 2017 р. було ліквідовано ще 8 банків [77];

- співвідношення між темпами інфляції та відсотковими ставками по депозитах, які недостатні для покриття втрат від зниження купівельної спроможності. Так, офіційний рівень інфляції у 2015 р. становив 48,7%, тоді як відсотки по депозитам у середньому за рік коливалися навколо 25% [17];

- державна політика у сфері оподаткування. Введення податку на пасивні доходи (оподаткування банківських відсотків по депозитам) зробило менш привабливим розміщення коштів у банках;

- нерозвиненість фінансових інструментів, здатних надавати різноманітні фінансові послуги, привабливі для фізичних осіб (про що говорилося вище).

Разом з тим, існує ряд факторів, які протидіють зростанню готівкових резервів навіть попри посилену дію факторів першої групи. Це, перш за все динаміка реальних доходів. Якщо реальні доходи знижуються, то домогосподарства просто не мають можливості робити суттєві заощадження, у тому числі у готівковій формі. Так, у 2015 р. реальні доходи населення скоротилися на 22%, а у 2016 р. за офіційними даними вони зросли лише на 0,3% [17], що не могло не позначитися на динаміці готівкових резервів.

Ще одним фактором, який стримує зростання заощаджень у вигляді готівкових резервів, є девальвація національної валюти стосовно іноземної. Падіння курсу гривні привело до значних втрат у тих, хто зберігав кошти у вигляді готівки та підштовхнув до збільшення накопичень у іноземній валюті. У цьому ж напрямку діють високі темпи інфляції.

За офіційними статистичними даними банківські вклади у іноземній валюті у 2016 р. зменшилися на 63 млрд. грн. [17]. Тому якщо й відбувається «доларизація» заощаджень, то знову ж таки у вигляді резервів, а не приросту фінансових активів. Цьому посприяло й прийняття особливого режиму зняття готівкової валюти в банках, який діяв у 2015-2016 рр. та підштовхував населення до виведення валютних заощаджень з банківської системи через недовіру до неї.

Реальна динаміка готівкових заощаджень складається як рівнодіюча цих суперечливих факторів. На жаль, офіційна статистика не дає інформації про динаміку готівкових заощаджень. Існують лише розрізнені оцінки окремих авторів щодо їх розмірів. А тому скористаємося власними розрахунками, які можна зробити на підставі даних Державної служби статистики України. Якщо від загальних доходів у середньому на місяць у розрахунку на одне домогосподарство вирахувати аналогічний показник сукупних витрат, отриману різницю можна оцінити як приріст готівкових резервів. Розрахунок загального приросту готівкових резервів за 2010-2015 рр. наведено у табл. 2.13.

Аналіз показує, що свого максимуму приріст готівкових заощаджень досяг у 2013 р. У наступні роки вплив факторів протидії значно посилювався, що призвело до більше ніж трикратного скорочення середньої норми резервування та у 3,2 рази скоротило сам обсяг приросту готівкових накопичень у 2015 р. порівняно з максимумом. Разом з тим, навіть у таких масштабах це становить загрозу для макроекономічної збалансованості.

Проведені дослідження дають змогу визначити загальний розмір та функціональну структуру заощаджень домогосподарств. Як видно з табл. 2.14 найбільш стабільним компонентом заощаджень є приріст нефінансових активів. Їх коливання демонструють тісний зв'язок з темпами інфляції. Це можна

пояснити, з одного боку, тим, що інфляція приводить до здороження будівництва, а з іншого боку – вона стимулює до намагання захистити свої заощадження через пряме інвестування.

Таблиця 2.13

## Розрахунок приросту готівкових резервів домогосподарств\*

	2010	2011	2012	2013	2014**	2015**
Загальні доходи в середньому за місяць у розрахунку на одне домогосподарство, грн.	3369,8	3708,2	4031,9	4331,0	4470,9	5122,0
Сукупні витрати в середньому за місяць у розрахунку на одне домогосподарство, грн.	3073,3	3458,0	3592,1	3820,3	4048,9	4952,0
Приріст резервів в середньому за місяць у розрахунку на одне домогосподарство, грн.	296,5	250,5	439,8	510,7	422,0	170,0
Середня норма резервування, відсотків від доходу	8,8	6,8	10,9	11,8	9,4	3,3
Кількість домогосподарств (млн. одиниць)	17,71	17,65	17,60	17,57	16,54	16,48
Загальний приріст готівкових резервів домогосподарств за рік, млрд. грн.	63,01	53,06	92,89	107,68	83,76	33,62

\* Розраховано за: [17]

\*\* Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини зони проведення антитерористичної операції.

Значно більші коливання спостерігаються у динаміці приросту фінансових активів та готівкових заощаджень. Як перші, так і другі максимізують своє значення у 2013 р. з наступним скороченням протягом 2014 та 2015 рр. У ці роки приріст фінансових активів навіть набув від'ємних значень. Можна вважати, що поповнення готівкових резервів відбувалося не стільки за рахунок поточних доходів, скільки за рахунок відтоку фінансових активів. Це призвело до того, що у 2014 р. приріст готівкових резервів становив 87,8% загальної суми заощаджень, що свідчить про майже повне виведення їх з господарського обігу.

Таблиця 2.14.

## Складові щорічних заощаджень домогосподарств в Україні\*

Рік	Загальна сума заощаджень, млрд грн	У тому числі за формами, млрд грн			У відсотках до загальної суми		
		Приріст фінансових активів ( $\Delta A_f$ )	Приріст нефінансових активів ( $\Delta A_{nf}$ )	Приріст готівкових резервів ( $\Delta R$ )	( $\Delta A_f$ )	( $\Delta A_{nf}$ )	( $\Delta R$ )
2010	148,9	65,2	20,7	63,0	43,8	13,9	42,3
2011	108,0	35,3	19,6	53,1	32,7	18,1	49,2
2012	186,2	67,2	26,1	92,9	36,1	14,0	49,9
2013	203,7	68,3	27,7	107,7	33,5	13,6	52,9
2014	95,5	-9,7	21,4	83,8	-10,2	22,4	87,8
2015	44,1	-19,8	30,3	33,6	-44,9	68,7	76,2

\* Розраховано за: [17]

Таким чином, вилучення частини заощаджень з процесу їх трансформації у інвестиції викликає необхідність компенсації втрат інвестиційних ресурсів за рахунок інших джерел. Розв'язанню цієї проблеми може сприяти кредитна діяльність банків. Саме завдяки дії грошового мультиплікатора банківська система здатна надати більше кредитних ресурсів, ніж первинні вклади в банках. Цей приріст повинен компенсувати ту частину заощаджень, яка так і не трансформувалася у інвестиції через існування у формі резервів або через «зависання» на фінансовому ринку.

З метою обґрунтування ефективних засобів державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції, внесено уточнення у модель макроекономічної рівноваги. Використовуючи основне положення, відповідно до якого  $S = I$ , та враховуючи різні можливості окремих елементів заощаджень

трансформуватися в реальні інвестиції, запропоновано мультиплікатор трансформації:

$$\alpha = \frac{(\Delta A_f + \Delta R)}{(\Delta A_f - F_s)} \quad (2.2)$$

Відповідно до визначення  $\Delta A_{nf} = I_d$  та  $\Delta A_f + \Delta R = I_{ind}$  сформульовано таку систему рівнянь:

$$\begin{cases} S = \Delta A_{nf} + \Delta A_f + \Delta R & (2.3) \\ I = I_d + I_{ind} & (2.4) \end{cases}$$

де  $S$  – заощадження;  $I$  – інвестиції;  $\alpha$  – мультиплікатор трансформації;  $\Delta A_{nf}$  – приріст нефінансових активів;  $\Delta A_f$  – приріст фінансових активів;  $\Delta R$  – приріст готівкових резервів;  $I_d$  – прямі інвестиції власниками заощаджень;  $I_{ind}$  – непрямі інвестиції за кошти фінансових посередників;  $F_s$  – частина заощаджень, що поповнює кошти, які обслуговують фінансові ринки.

Оскільки частина заощаджень, що поповнює кошти, які обслуговують фінансові ринки ( $F_s$ ), та приріст готівкових резервів ( $\Delta R$ ) не перетворюються на інвестиції і не стають учасниками процесу трансформації, то рівновагу між заощадженнями та інвестиціями буде забезпечено за умови:

$$\alpha \times F_i = I_{ind} \quad (2.5)$$

де  $F_i$  – частина заощаджень, що буде використана на фінансування реальних інвестицій.

Аналіз формули (2.2) показує, що у разі позитивного значення усіх складових мультиплікатор трансформації  $\alpha$  буде більше 1. Це означає, що менші за розмірами заощадження повинні перетворюватися на більші інвестиції. Досягнення такого співвідношення можливо внаслідок дії грошового мультиплікатора, пов'язаного з видачею банками кредитів. Однак, як відомо, кредитні ресурси як джерело інвестицій, збільшуються лише у тому випадку, коли обсяги кредитування за певний проміжок часу перевищують погашення кредитів. Отже, збалансованою економіка буде лише у тому випадку, коли обсяги



кредитування будуть більшими сум, які підлягають поверненню. Іншими словами, вибудовується фінансова піраміда, яка буде гарантувати стабільність економічної системи лише за умови розширення кредитування. Фінансово-економічні кризи останніх років якраз і виникають через обмежені можливості постійного розширення бази цієї фінансової піраміди. Під час кризи коефіцієнт  $\alpha$  набуває значень менше 1 (або навіть від'ємних) та приводить у відповідність заощадження і інвестиції.

Розрахунки, проведені на основі запропонованого уточнення, показують, що в останні роки фактичний грошовий мультиплікатор української банківської системи менший за мультиплікатор трансформації, який би забезпечив високі темпи економічного зростання та макроекономічну рівновагу. Це дає підстави для обґрунтування пропозиції щодо розширення кредитування як джерела реальної інвестиційної діяльності.

Таким чином, поелементне дослідження умов досягнення рівності заощаджень та інвестицій дозволяє не тільки поглибити розуміння цього процесу, а й дає теоретичні підстави для удосконалення політики стабілізації, про що мова піде у наступному розділі.

## **Висновки до розділу 2**

Результати дослідження показали, що заощадження можуть набувати різних форм у залежності від їх використання. Це може бути пряме використання заощаджень їх власниками на цілі реального інвестування (приріст нефінансових активів), передача заощаджень у вигляді внесків, депозитів чи іншій формі фінансовим посередникам (приріст фінансових активів) чи резервування заощаджень у готівковій формі поза межами фінансових структур.

Пряме інвестування заощаджень їх власниками має ряд переваг порівняно з іншими формами використання неспожитого наявного доходу. У цьому випадку зменшуються трансакційні витрати, пов'язані з оплатою послуг посередників, та, відповідно, збільшується частка заощаджень, які «доходять» до реального

інвестування. Як наслідок, інвестори погоджуються на нижчий мінімальний рівень доходності інвестицій, що дає шанс реалізувати й менш доходні інвестиційні проекти. Однак слід розуміти, що безпосереднє реальне інвестування власниками заощаджень є обмеженим (через відносно обмеженість наявного доходу) та не дозволяє реалізувати інвестиційні проекти, що потребують значних фінансових коштів, які власне й визначають сучасний рівень економічного розвитку країни.

У дисертаційній роботі проведено аналіз прямої інвестиційної діяльності усіх груп власників заощаджень: домогосподарств, підприємств та держави.

Домогосподарства сьогодні є досить суттєвими інвесторами: на їх долю припадає близько 10% загальної суми інвестицій. Однак в останні роки джерелом інвестиційної діяльності домогосподарств є не поточні заощадження, а заощадження, які були накопичені у попередні роки. Не дивлячись на активізацію інвестування населення у будівництво власного житла приросту нефінансових активів не відбувається, оскільки інвестицій достатньо лише для покриття зносу житлових приміщень. За нашими розрахунками приріст нефінансових активів населення буде відбуватися лише тоді, коли на інвестування воно буде витратити не менше 2% сукупного доходу, що за нинішнього його рівня є досить проблематичним.

Основним джерелом інвестицій в останні роки в Україні є власні кошти підприємств. Детальний аналіз показав, що, з одного боку, обсяг цих інвестицій обмежений через збитковість значної частини підприємств, а з іншого – він не достатній для забезпечення розширеного відтворення, оскільки останнім часом інвестиції підприємств не перекривають навіть амортизаційних відрахувань, що призводить до підвищення рівня зносу основних фондів. Більше того, частина амортизаційних відрахувань використовується не для відшкодування зносу, а на покриття поточних витрат (через збитковість підприємств). Така ситуація повинна стати об'єктом державного регулювання.

Держава, як прямий інвестор, сьогодні не відіграє вирішальної ролі. На долю витрат розвитку у державному бюджеті України припадає 7,5-8,5%. І хоча цей

показник має тенденцію до зростання, витрати йдуть головним чином на покриття потреб розвитку виконання державою покладених на неї функцій.

Разом з тим, проблеми незбалансованості між елементом заощаджень «приріст нефінансових активів» та елементом капітальних інвестицій «прямі капітальні інвестиції» не виникає, оскільки вони за визначенням дорівнюють один одному. Дисбаланс виникає у результаті використання частини заощаджень на приріст фінансових активів та приріст готівкових резервів.

Дослідження показали, що у ланцюгах трансформації заощаджень в інвестиції виникають «розриви». Та частина заощаджень, яка набуває форми депозитів банків, вкладів в інститути спільного інвестування, внесків до пенсійних фондів, страхових внесків чи придбання цінних паперів, «зависає» на вторинному ринку цінних паперів й не перетворюється на реальні інвестиції. У дисертації проведена кількісна оцінка цих коштів та динаміка їх змін, що дозволило дійти висновку про суттєвий вплив цього компонента на досягнення рівноваги заощаджень та інвестицій.

Найбільш віддаленою від інвестиційного процесу є та частина заощаджень, яка перетворюється на приріст готівкових коштів. Ця форма заощаджень властива для домогосподарств. Ні підприємства, ні держава не мають законних підстав для формування таких резервів.

Нами виявлені суперечливі фактори, які як сприяють зростанню грошових резервів, так і протидіють такому зростанню. Фактична динаміка складається як рівнодіюча цих сил. Власні розрахунки показали, що у структурі заощаджень домогосподарств починаючи з 2014 р. спостерігається значне зростання саме приросту готівкових коштів: зараз вони становлять від 75 до 90% щорічних заощаджень. І це стає реальною проблемою для досягнення макроекономічної рівноваги.

Таким чином, вилучену частину заощаджень, яка вибуває з процесу трансформації в інвестиції, потрібно компенсувати за рахунок інших джерел. І це можуть бути банківські кредити, які через дію грошового мультиплікатора здатні надавати більші кредити, ніж первинні вклади у банківську систему. У

дисертаційній роботі доведено, що підтримка рівноваги між заощадженнями та інвестиціями можлива за умови постійного перевищення сум кредитування над сумами, які підлягають поверненню за раніше отриманими кредитами. Однак така «фінансова піраміда» призводить до періодичних фінансово-економічних криз, які «насилно» приводять у відповідність заощадження та інвестиції.

У роботі запропоновано уточнення моделі макроекономічної рівноваги через введення до наукового обігу показника «мультиплікатора трансформацій», який розраховується як відношення суми приросту фінансових активів та готівкових резервів до різниці між приростом фінансових активів та приростом коштів, які обслуговують вторинний ринок цінних паперів. Це уточнення може послужити теоретичною основою для розробки державної політики регулювання процесів трансформації заощаджень в інвестиції.

Основні положення розділу 2 викладені у наступних публікаціях автора [27, 28, 29, 30, 32, 33, 36, 39, 169].

### РОЗДІЛ 3.

## УДОСКОНАЛЕННЯ ВАЖЕЛІВ ВПЛИВУ ДЕРЖАВИ НА ПРОЦЕСИ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЗАОЩАДЖЕНЬ В ІНВЕСТИЦІЇ

### 3.1. Розвиток державної політики регулювання трансформації заощаджень в інвестиції

Як показав проведений у попередніх розділах аналіз, Україна належить до країн, де між заощадженнями та інвестиціями (скорегованими на сальдо торговельного балансу) особливої різниці немає: відхилення середніх значень за період з 2000 по 2015 р. становить 1,4 процентних пункти (див. підрозділ 1.2, табл.1.6). Разом з тим, досягнення рівності заощаджень та інвестицій ще не означає рівноважного стану економіки (рівновага за Парето). Адже українська економіка навіть за умови відносного дотримання основним макроекономічних пропорцій не досягає бажаної динаміки та не реалізує довготривалі цілі: економіка або падає, або зростає досить повільними темпами. Тому, на нашу думку, досягнення збалансованості заощаджень та інвестицій не може розглядатися як мета державного регулювання економіки. Це лише необхідна, але не достатня умова макроекономічної рівноваги. Рівноважним можна вважати такий стан економіки, коли баланс супроводжується заданими темпами економічного зростання без погіршення інших показників соціально-економічного розвитку.

Ключовою умовою досягнення збалансованості національної економіки є рівновага заощаджень та інвестицій. Така рівновага може бути результатом ринкового саморегулювання економічної системи. Однак історичний досвід показує, що існують численні фактори, які можуть порушувати дію механізму саморегулювання. Серед них можна назвати як суто економічні чинники (наприклад, монополізація економіки, низький рівень доходів, що взагалі зводить нанівець процеси заощадження, тощо), так і позаекономічні чинники (скажімо, довіра до тих чи інших інституцій, очікування економічних суб'єктів, певні

цінності чи традиції). З урахуванням цих обставин сучасні моделі макроекономічної рівноваги передбачають певний вплив держави на процеси трансформації заощаджень в інвестиції.

Базуючись на зазначених вище підходах спробуємо сформулювати цілі та завдання державного регулювання процесу трансформації заощаджень в інвестиції на сучасному етапі розвитку української економіки.

Перш за все, необхідно визначити бажані темпи економічного зростання. Як правило, ключовим показником, за яким оцінюють рівень розвитку країни, є ВВП на душу населення (навіть у новітніх розробках, де формуються інтегральні показники, від нього не відмовляються). У міжнародних співставленнях цей показник найчастіше розраховується у доларах США за паритетом купівельної спроможності (purchasing power parity, PPP).

Паритет купівельної спроможності відображає співвідношення рівня цін у певній країні відносно аналогічного показника у США. На нього, зокрема, безпосередньо не впливає ринковий (або ж офіційний) курс національної валюти, однак динаміка PPP на пряму залежить від співвідношення темпів інфляції.

У 2016 р. ВВП України, розрахований за PPP становив 352,6 млрд. дол. Для його розрахунку використовувався курс 6,77 грн./дол. Тоді як офіційний курс за рік становив 27,4 грн./дол. [168]. Це означає, що офіційний курс у 4,04 рази перевищує паритет купівельної спроможності! Таке співвідношення в економічній літературі інколи називають валютним коефіцієнтом [148]. Для української гривні цей показник на сьогодні є одним з найвищих у світі. Іншими словами, порівняно з реальною купівельною спроможністю долара у своїй країні, в Україні американська валюта переоцінена більше ніж у 4 рази.

Слід рахуватися з тим, що у світовій економіці діє закон вирівнювання цін, який передбачає зближення рівня цін у різних країнах через інтенсивні міжнародні товарні потоки. Оскільки валютний індекс може зменшуватися або за рахунок зниження курсу іноземної валюти (що мало ймовірно), або за рахунок випереджаючого зростання цін в Україні, то найбільш вірогідним сценарієм на найближчі роки будуть все-таки досить високі темпи інфляції. Цей висновок

підтверджується й аналізом показників, які характеризують фінансові умови інвестиційної діяльності (табл. 3.1). Так, останні три роки інфляція вимірювалася двозначними числами, а у 2015 р. навіть існувала реальна загроза переходу економіки до гіперінфляції. І хоча за прогнозами до 2020 р. зростання цін повинне уповільнитися, однак нормальні умови для банківського кредитування (інфляція в межах 3-5%, облікова ставка НБУ до 3%) навряд чи будуть створені.

Таблиця 3.1

Показники, які характеризують фінансові умови інвестиційної діяльності\*

Показники	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Облікова ставка НБУ (на кінець року), відсотків	7,75	7,5	6,5	14,0	22,0	14,0
Грошова маса М2 (на кінець року), млрд. грн.	661,0	771,1	854,2	995,3	993,8	1102,4
Питома вага грошової маси М2 у ВВП (коефіцієнт монетизації), відсотків	50,2	54,7	58,7	63,5	50,2	46,3
Питома вага агрегату М0 у загальному обсязі грошової маси М2 (на кінець року), відсотків	29,3	26,4	26,4	28,4	28,4	28,5
Міжнародні резерви НБУ (на кінець року), млрд. дол. США	31,8	24,5	20,4	7,5	13,3	15,5
Індекс споживчих цін на товари та послуги, відсотків	108,0	100,6	99,7	112,1	148,7	113,9
Індекс цін виробників промислової продукції, відсотків	119,0	103,78	101,7**	131,8**	136,0	120,5
Індекс цін на будівельно-монтажні роботи, відсотків	119,4	112,6	105,6	109,5	127,1	109,2
Офіційний курс долару США до гривні (на кінець року) грн./дол. США	7,99	7,99	7,99	15,77	24,00	27,19

\* Розраховано за: [17, 47, 84]

\*\* Грудень до грудня відповідного року.

Разом з тим, якщо ставити за мету подолання економічної відсталості України та хоча б наближення до країн з середнім рівнем доходу на душу населення, нашій економіці необхідне досить значне щорічне зростання реального ВВП, розрахованого за РРР. Бюджетною резолюцією, схваленою Кабінетом Міністрів України, передбачається досягнення таких темпів зростання реального ВВП (за так званим сценарієм 1): 2017 р. – 1,8%, 2018 р. – 3%, 2019 р. – 3,6%, 2020 р. – 4% [106]. Однак за умов успішної реалізації намічених планів у 2020 р. країна буде мати показник ВВП у розрахунку на душу населення (за паритетом купівельної спроможності) на рівні 9 250 дол., що навіть сьогодні відповідає приблизно 143 місцю серед країн світу (фактично у 2016 р. Україна за цим показником посідала 147 місце) та не означає суттєвого поліпшення ситуації. Адже світ теж не стоїть на місці.

За класифікацією Всесвітнього банку Україна належить до країн з середнім рівнем ВВП на душу населення. Однак вона єдина (!) серед країн цієї групи, яка у 2016 р. мала загальний обсяг ВВП на рівні 1990 р.: 350,9 млрд. дол. у 1990 р. та 352,6 млрд. дол. у 2016 р. При тому, що загальний обсяг ВВП цієї групи зріс у 6,2 рази. Усі пострадянські країни демонстрували позитивну динаміку. Зростання ВВП, розрахованого за РРР, в окремих країнах становило: Азербайджан – 4,3 р., Білорусія – 3,1 рази, Вірменія – 3 рази, Казахстан – 3,3 рази, Росія – 2,9 рази, Таджикистан – 2,1 рази, Туркменістан – 4,8 рази. Лідери ж групи показали, що не дивлячись на масштабні економіки з численним населенням можна демонструвати досить значне зростання. Так, ВВП Індії збільшився за цей період у 8,8 рази [167]. Якщо ж Україна й надалі буде йти подібним шляхом, то є реальна загроза перейти до групи країн з рівнем доходу нижче середнього.

Міжнародний валютний фонд, як один з чинників, що визначає вибір напрямків економічної політики української держави (оскільки є основним міжнародним кредитором), постійно розробляє макроекономічні прогнози як для груп, так і окремих країн. Згідно загальному прогнозу для країн Центральної та Східної Європи економічна ситуація в Україні у найближчі 6 років буде змінюватися наступним чином (табл. 3.2).



Таблиця 3.2

## Базовий макроекономічний прогноз МВФ щодо України\*

Рік	Темп інфляції (у відсотка)	Курс долару США (грн./дол.)	Приріст ВВП за PPP (відсотків)	Приріст реального ВВП (відсотків)
2017	10,0	28,7	2,9	2,0
2018	7,0	31,2	6,6	3,2
2019	6,0	33,4	9,7	3,5
2020	5,0	35,3	9,3	4,0
2021	5,0	37,5	9,6	4,0
2022	5,0	39,9	10,2	4,0

\* Розраховано за: [146]

З одного боку, розроблений прогноз є досить оптимістичним, особливо в частині зменшення темпів інфляції та зростання ВВП, розрахованого за паритетом купівельної спроможності. До 2022 р. ВВП зросте в 1,6 рази та дозволить значно поліпшити цей показник у розрахунку на душу населення. Разом з тим, дещо не узгоджується динаміка цього показника з темпами приросту реального ВВП за умови падіння курсу національної валюти. Це можливо лише тоді, коли ступінь переоцінки американської валюти в Україні буде й надалі зростати. Однак, як на нашу думку, така переоцінка не може бути тривалий час, оскільки створює надзвичайно сприятливі умови для іноземного інвестора. А з його приходом пропозиція іноземної валюти буде зростати, що призупинить зростання її курсу. Тому, як нам здається, у України є шанс зламати тенденцію та змінити ситуацію на краще. Це підтверджується й фактичною динамікою курсу гривні у липні-серпні 2017 р., коли вона постійно поліпшувала свої позиції стосовно основних світових валют.

На нашу думку, потрібна система спеціальних заходів, яка б забезпечила щорічне реальне зростання національної економіки щонайменше на 5 – 6% (це трохи вище оптимістичних показників Кабміну). За цих умов через п'ять років

показник ВВП на душу населення досягне 11 000 дол., що дозволить Україні закріпитися у групі середньо розвинених країн. Подібна думка висловлювалася економістами ще зразу після кризи 2008-2009 рр. [125]. Однак, на жаль вона не була почута.

Значним резервом для підвищення темпів економічного зростання може бути легалізація тіньової економіки, яка за загальним визнанням обіймає значну частину реального виробництва. Разом з тим, є загроза, що боротьба з тіньовою економікою може привести не до її легалізації та зростання офіційних показників ВВП, а до ліквідації цього сегменту, що фактично означає скорочення загального виробництва. Так, за даними департаменту економічної стратегії та макроекономічного прогнозування Мінекономрозвитку у 2016 р. рівень тінізації економіки України знизився на 6 відсоткових пунктів та становив 34% [120]. Але якби ця частина економіки була легалізована, то зростання офіційного ВВП було б щонайменше 6%. Оскільки ж за даними офіційної статистики ВВП країни збільшився тільки на 2,3%, то є усі підстави стверджувати, що загальні обсяги виробництва («офіційна» + «тіньова» економіки) продовжували скорочуватися. Однак дослідження тіньової економіки не є предметом нашого аналізу, а тому в подальшому ми обмежимося офіційною статистикою, розуміючи певну неточність такого підходу.

В економічній літературі утвердилась думка щодо вагомості впливу інвестицій в основний капітал на темпи економічного зростання. Як справедливо зазначає В.М. Фомішина, «існує залежність між нормою заощаджень, інвестиціями в основний капітал і темпами економічного зростання» [127, с.38].

Спостерігаються численні спроби кількісного вимірювання тісноти зв'язку між темпами економічного зростання та інвестиціями [1, 112]. Є подібні розрахунки й для сучасної української економіки. Так, Г.Я. Глуха досліджує коефіцієнти кореляції між темпами приросту реального ВВП та темпами приросту валового нагромадження як для цілого ряду країн світу в цілому, так і для України, зокрема. За її розрахунками для нашої країни за період 2000-2012 рр. цей показник становить 0,88 [11, с.95]. Такі розрахунки, без сумніву, є важливими й

розширюють наші уявлення про фактори економічного зростання. Однак, на наш погляд, більш прагматично орієнтованим є дослідження іншого аспекту взаємозв'язку, а саме між зростанням реального ВВП та питомою часткою інвестицій у ньому. У цьому випадку є можливість не лише констатувати факт наявності залежності, а й розробити модель, за допомогою якої можна визначитися з політикою держави щодо впливу на економічну динаміку через інвестиційний процес.

У попередніх розділах (див. 1.2) нами уже досліджувався зв'язок між темпами економічного зростання та інвестиціями. Для окремих країн тіснота зв'язку між цими показниками досить слабка. Перш за все, мова йде про найбільш розвинені країни, де економічне зростання забезпечується не стільки інвестиціями, скільки інноваційними технологіями. Для країн з середнім та нижче середнього рівнем доходу тіснота зв'язку, як правило, зростає. Для України коефіцієнт кореляції між темпами зростання реального ВВП та питомою вагою інвестицій у ВВП за період з 2000 по 2016 р. становить 0,64. Результати розрахунків дають підстави стверджувати, що вплив питомої ваги інвестицій на темпи економічного зростання хоча й не є вирішальним, однак він досить суттєвий.

Обмежений рівень впливу інвестицій на динаміку ВВП можна пояснити, враховуючи добре відому з макроекономіки класифікацію факторів економічного зростання. Як правило, вони поділяються на фактори пропозиції, фактори попиту та фактори розподілу. Реальна динаміка економіки формується як рівнодіюча цієї системи факторів.

Інвестиції можна віднести, перш за все, до факторів пропозиції. Вони призначені відтворювати спожитий та створювати новий виробничий потенціал, пересуваючи кризу виробничих можливостей у північно-східному напрямку. Разом з тим, через обмеженість попиту або як наслідок нераціональності розподілу цей потенціал може бути й нереалізованим. Однак без інвестицій економічне зростання завжди має межі, які визначаються положенням кривої виробничих можливостей.

Оскільки основним джерелом інвестицій виступають заощадження, розмір яких залежить від структури розподілу наявного доходу, то певною мірою інвестиції пов'язані і з дією факторів розподілу, що теж повинно враховуватися у розробці напрямків державного регулювання трансформації заощаджень у інвестиції.

Розрахунок коефіцієнта кореляції лише визначає ступінь тісноти зв'язку, не вказуючи на його напрямок. Певною мірою справедливими будуть обидва твердження: динаміка ВВП на 64% визначається питомою вагою інвестицій у ВВП і питома вага інвестицій у ВВП на 64% визначається темпами його зростання. Для визначення напрямку впливу та його кількісного виразу побудуємо рівняння регресії для даної пари показників (рис.3.1). У розрахунку ми скористалися даними за останні 16 років.

На попередньому етапі дослідження були проведені розрахунки різних варіантів криволінійних рівнянь регресії. Однак аналіз показав, що найбільш прийнятною формою вираження впливу питомої ваги інвестицій на темпи динаміки ВВП є лінійне рівняння регресії. При всіх його недоліках, таке рівняння має ряд переваг. По-перше, досить велике значення вільного члена  $a_0$  має досить просте економічне тлумачення – інвестиції (і досить значні) потрібні для того, щоб хоча б підтримувати попередній рівень виробництва, оскільки вони повинні відновити ту частину фондів, яка вибуває через зношення. По-друге, коефіцієнт  $a_1$  дає можливість легко визначити питому вагу інвестицій для досягнення таргетованих темпів економічного зростання.

За результатами розрахунків було отримане наступне лінійне рівняння регресії:

$$y = a_1x + a_0$$

$$y = 1,2361x - 23,33 \quad (3.1)$$

Його аналіз дозволяє зробити кілька важливих висновків:

1) економіка зможе забезпечити просте відтворення (нульові темпи зростання) за умови, що питома вага інвестицій у ВВП становить 18,9%:

$$y = 0, \text{ якщо } x = \frac{23,33}{1,2361} = 18,9. \quad (3.2)$$

У цьому випадку інвестиції хоча й будуть більшими за амортизаційні відрахування (у останні роки питома вага амортизаційних відрахувань у ВВП коливається в межах 12,5-13,5%), однак, як наслідок інфляційних процесів, вони лише відновляють основний капітал;

2) коефіцієнт  $a_1$  показує, що кожен відсоток питомої ваги інвестицій у ВВП понад 18,9% збільшує виробничий потенціал країни по виробництву ВВП на 1,24%. Іншими словами, досягнення 5-6% приросту ВВП потребує інвестицій на рівні 23-25% від ВВП. Справедливість цього висновку підтверджується динамікою української економіки у 2000-х роках (до 2009 р.), коли питома вага валових нагромаджень у ВВП була 22-28%, що забезпечувало найвищу динаміку національного виробництва за усі роки незалежності України.

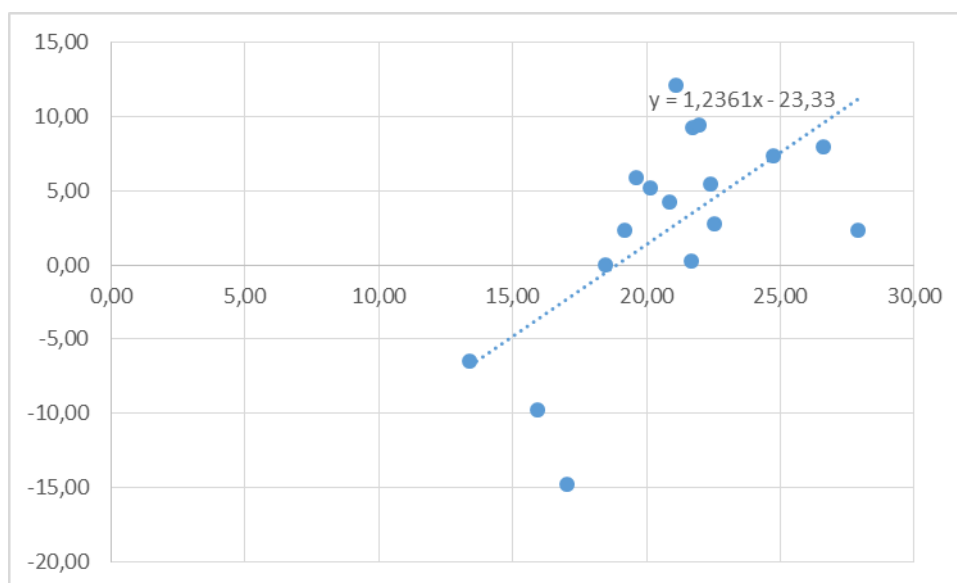


Рис. 3.1. Рівняння регресії впливу питомої ваги інвестицій у ВВП на його динаміку

Таким чином, проведений аналіз дозволяє сформулювати основні цілі, обмеження та умови реалізації державної політики регулювання процесу трансформації заощаджень у інвестиції (рис. 3.2).

Безпосередньою метою діяльності держави у цій сфері повинно стати досягнення середньорічного зростання ВВП на 5-6% (починаючи з 2018 р.). Це

узгоджується як з планами Кабінету Міністрів України, які зафіксовані у його бюджетній резолюції, так і з прогнозами МВФ, хоча й дещо перевищує показники, зазначені у цих документах. Необхідність постановки більш напружених завдань пов'язана з тим, що у разі повільнішого зростання є загроза консервації відставання нашої країни.



Рис. 3.2. Цільові установки та умови реалізації державної політики регулювання трансформації заощаджень у інвестиції

Умовою зазначеного зростання повинне стати збільшення питомої ваги валового нагромадження у ВВП до 25%. Однак досягнення заданих темпів економічного зростання повинно забезпечувати й дотримання ряду вимог. Перш за все, необхідно забезпечити макроекономічну рівновагу. Це означає, що при зростанні інвестицій повинне зростати й їх джерело – заощадження. Зростання ж останніх може відбуватися у межах наявного доходу.

Відповідно збільшення питомої ваги заощаджень буде призводити до зменшення питомої ваги споживання. Дійсно, в Україні питома вага споживання значно більша, ніж у тих країнах, які демонструють високі темпи економічного зростання (країни з виробничо орієнтованою моделлю економіки). Але перерозподіл наявного доходу на користь заощаджень за рахунок споживання не повинен привести до зменшення останнього. В умовах досить низького загального рівня життя населення це не допустимо. Тому у якості одного з обмежень висунута вимога абсолютного зростання розмірів реального споживання на 2-3% при зменшенні його питомої ваги у наявному доході.

Звичайно, при розробці державної політики у сфері трансформації заощаджень у інвестиції необхідно враховувати досвід інших країн світу та рекомендації, які розробляють міжнародні економічні організації. Разом з тим, обов'язковим є врахування специфіки середовища, в якому буде реалізовуватися ця політика. При наявності численних ознак для групування цих особливостей, об'єднаємо їх у дві групи: економічні та інституційні.

Перш за все, слід пам'ятати, що економічні процеси будуть проходити в умовах досить високих темпів інфляції, особливо у перші роки. Галопуюча інфляція (зростання більше 5% на рік) позначається як на заощаджувальних процесах, так і на інвестиційних. Вона пред'являє особливі вимоги до очікуваного рівня доходності інвестиційних проектів та робить недоцільним реалізацію деяких з них. Надзвичайно переоцінений долар, з одного боку, стимулює експорт та притік іноземних інвестицій, з іншого ж боку, - збільшує витрати на споживання, оскільки значна частина споживчого кошика усе ще формується за рахунок імпорту, який дорожчає та потребує додаткових витрат. Не дивлячись на

економічну привабливість України для іноземних інвесторів, потік інвестицій є обмеженим через інституційні проблеми ведення бізнесу. Одна з них – дороговизна та складність отримання банківських кредитів, без яких ефективно ведення бізнесу вважається неможливим.

Нерозвиненість кредитно-фінансової інфраструктури, потрясіння, які вона пережила в останні роки, сформували у населення стійку недовіру до неї, що призводить до зростання заощаджень поза організований структур. Необхідно також враховувати особливості пануючого набору цінностей, який визначає поведінку економічних суб'єктів як при заощадженні, так і при інвестуванні.

Таким чином, виявлені кількісні залежності, сформульовані мета, обмеження та характеристики середовища визначають основні засади державного регулювання трансформації заощаджень у інвестиції.

### **3.2. Удосконалення фіскальних та монетарних методів державного регулювання заощаджень та інвестицій**

Сформульовані у попередньому підрозділі цільові установки та умови реалізації державної політики у сфері трансформації заощаджень у інвестиції дають достатньо підстав для розробки як збалансованого (заощадження, скореговані на чистий експорт та інші надходження з-за кордону, дорівнюють інвестиціям), так і рівноважного (досягаються задані параметри економічного зростання та рівня споживання) прогнозу розвитку української економіки. Цей прогноз може послужити підґрунтям для розробки заходів державного впливу на економічні процеси по його перетворенню на реальність.

Для проведення розрахунків скористаємося окремими положеннями Основних напрямів бюджетної політики на 2018—2020 роки, затверджених Кабінетом Міністрів України [106], в частині зовнішньоекономічної діяльності, оскільки ця сфера не входить до об'єкту нашого аналізу та потребувала б спеціального дослідження. За базовий рік обрано 2016 р., оскільки це останній рік, за який є необхідні статистичні дані. Показники 2017 та наступних років



розраховані, виходячи з цільових установок та виявлених нами у ході дослідження кількісних залежностей.

Як видно з табл. 3.3, результати економічного розвитку у 2016 р. є збалансованими: інвестиції (валові накопичення, I) дорівнюють скорегованим заощадженням. Заощадження (S) коригуються на величину чистого експорту ( $E_n$ ) та різницю між валовим наявним доходом (GDI) і валовим внутрішнім продуктом (GDP), яка, головним чином, виникає як чистий грошовий потік від поточних трансфертів за кордон та із-за кордону:

$$I = S - [E_n + (GDI - GDP)] \quad (3.3)$$

$$491,7 = 439,1 - [-134,6 + (2454,6 - 2372,8)]. \quad (3.4)$$

Однак, як уже відзначалось нами раніше, така збалансованість є суто статистичною, оскільки самі заощадження розраховуються за залишковим принципом. Її не можна вважати рівноважною, оскільки досягнуті темпи економічного зростання (2,3%) не можуть вирішувати тих завдань, які сьогодні стоять перед Україною.

Узагальнюючи результати проведеного дослідження можна запропонувати наступні етапи прогнозування:

1. Визначання обсягу валового внутрішнього продукту шляхом множення досягнутого рівня на задані темпи зростання:

$$GDP_n = GDP_{(n-1)} \times [(100 + y_n) \div 100]. \quad (3.5)$$

2. Розрахунок необхідного обсягу інвестицій (валових нагромаджень), який може забезпечити таргетовані темпи зростання:

$$I_n = GDP_n \times [(y_n - a_0) \div (a_1 \times 100)]. \quad (3.6)$$

3. Розрахунок валового наявного доходу. Для цього можна використати метод екстраполяції. Досліджуючи темпи зміни валового наявного доходу в останні роки можна помітити тенденцію до щорічного зростання цього показника. Це багато в чому пояснюється збільшенням кількості українських громадян, які працюють за кордоном та здійснюють приватні валютні трансферти в Україну. З отриманням безвізового режиму потік трудових мігрантів буде тільки

збільшуватися. Тому є усі підстави допустити, що валовий наявний дохід буде зростати на 3-4% щорічно ( $t_{\Delta GDI}$ ) з тенденцією прискорення:

$$GDI_n = GDI_{(n-1)} \times [(100 + t_{\Delta GDI})/100]. \quad (3.7)$$

Таблиця 3.3

Прогнозування основних макроекономічних показників до 2020 р.\*

Показник	2016 (факт)	Прогноз			
		2017	2018	2019	2020
ВВП у порівняльних цінах (млрд. грн.)	2372,8	2491,4	2640,9	2799,4	2967,3
Приріст ВВП порівняно з попереднім роком (%)	2,3	5,0	6,0	6,0	6,0
Кінцеві споживчі витрати (млрд. грн.)	2015,6	2099,1	2223,9	2368,5	2464,2
Приріст кінцевого споживання, порівняно з попереднім роком (%)	1,4	4,1	5,9	6,5	4,0
Валові нагромадження (млрд. грн.)	491,7	573,0	633,8	671,9	741,8
Приріст валових нагромаджень порівняно з попереднім роком (%)	-	16,5	10,6	6,0	10,4
Питома вага валових нагромаджень у ВВП (%)	20,7	23,0	24,0	24,0	25,0
Експорт товарів та послуг (млрд. грн.)	1174,4	1409,5	1593,9	1759,9	1934,4
Імпорт товарів та послуг (млрд. грн.)	1309,0	1590,2	1810,7	2000,8	2173,1
Чистий експорт (млрд. грн.)	-134,6	-180,7	-216,8	-241,0	-238,7
Питома вага чистого експорту у ВВП (%)	-5,7	-7,3	-8,2	-8,6	-8,0
Валове заощадження (млрд. грн.)	439,1	484,5	527,9	556,9	636,7
Приріст валових заощаджень порівняно з попереднім роком (%)	-	10,3	9,0	5,5	14,3
Питома вага заощаджень у ВВП (%)	18,5	19,4	20,0	19,9	21,5
Валовий наявний дохід (млрд. грн.)	2454,6	2583,6	2751,8	2925,4	3100,9
Питома вага чистих поточних трансфертів у ВВП (%)	3,4	3,7	4,2	4,5	4,5

\* Розраховано за: [17, 106]

4. Розрахунок збалансованого обсягу заощаджень:

$$S_n = I_n + [En_n + (GDI_n - GDI_n)]. \quad (3.8)$$

Показник чистого експорту, як і темпи зростання валового наявного доходу є зовнішнім для нашої моделі. У своїх розрахунках ми скористалися інформацією щодо експорту, імпорту та валютного курсу, які закладені в Основні напрями бюджетної політики на 2018-2020 рр.

5. Визначення обсягів кінцевих споживчих витрат (C):

$$C_n = GDI_n - I_n. \quad (3.9)$$

6. Розрахунок темпів приросту кінцевих споживчих витрат ( $t_{\Delta C}$ ):

$$t_{\Delta Cn} = C_n \times \frac{100}{C_{(n-1)}} - 100. \quad (3.10)$$

7. Перевірка відповідності темпів приросту кінцевих споживчих витрат заданим обмеженням ( $t_{\Delta Ce}$ ): якщо  $t_{\Delta Cn} \geq t_{\Delta Ce}$  – варіант розвитку може бути прийнятим; якщо ж  $t_{\Delta Cn} < t_{\Delta Ce}$ , то необхідно повернутися на початок та задати інші параметри для економічного зростання.

Результати розрахунків за розробленою нами методикою прогнозного моделювання наведено у таблиці 3.3. У модель закладалися темпи економічного зростання на рівні 5-6 % річних. Їх досягнення потребувало відповідного збільшення питомої ваги інвестицій у ВВП до 23-25% (проти близько 21% у 2016 р.).

Розрахунки показують, що за умов, які закладені у модель, валові нагромадження та валові заощадження зростають швидше, ніж зростатиме ВВП. При цьому темпи зростання кінцевого споживання є досить високими. В окремі роки вони можуть навіть перевищувати темпи зростання ВВП. Така ситуація стає можливою за таких умов:

1. В Основних напрямках бюджетної політики на 2018-2020 рр. закладається зростання від'ємного сальдо торгового балансу порівняно з 2016 р.: воно зросте з 5,7% у 2016 р. до 8,6% у 2019 р. з незначним зниженням до 8,0% у 2020 р. Оскільки ці параметри використані нами у моделі без змін, то вони багато в чому й визначили масштаби й динаміку кінцевого споживання. Фактично це означає, що можливе скорочення кінцевого споживання, як наслідок зростання заощаджень та, відповідно, інвестицій, компенсується за рахунок зовнішнього

чинника – від'ємного значення чистого експорту. З цим можна погодитися на перших етапах, коли відбувається перехід до балансування заощаджень та інвестицій на новому рівні (близько  $\frac{1}{4}$  ВВП). Однак тривале перевищення імпорту над експортом може мати вкрай негативні наслідки для економіки країни, які добре вивчені та описані у науковій літературі. Від'ємне сальдо торгового балансу є свідченням низької конкурентоспроможності національної продукції на зовнішніх ринках та досить часто може приводити до девальвації національної валюти.

2. Певним «компенсатором» втрат споживання від збільшення питомої ваги заощаджень реально виступають чисті поточні трансферти із-за кордону. Це явище теж не можна оцінювати однозначно. З одного боку, відтік із країни кваліфікованою робочою силою створює певні проблеми на ринку праці. З іншого ж боку, він приносить значні валютні надходження в Україну, що зменшує можливі негативні наслідки від'ємного торгового балансу.

Не дивлячись на дію двох зазначених компенсаторів, обсяги заощаджень теж повинні зростати. Оскільки весь розрахунок йде у співставних цінах, то це зростання буде досить суттєвим. Воно повинне прийти на заміну існуючій тенденції до скорочення обсягів реального заощадження, яка має місце в Україні в останні роки. Тому така біфуркація потребує активної позиції держави, спрямованої як на посилення накопичувальних настроїв у економічних суб'єктів, так і на створення відповідних механізмів стимулювання перетворення цих накопичень у інвестиції.

Для з'ясування яким чином держава може впливати на формування заощаджень та їх перетворення на інвестиції, перш за все, доцільно визначитися з об'єктами такого впливу на різних етапах трансформації.

**Етап 1. Формування наявного доходу.** На цьому етапі основна роль відводиться фіскальним методам. Саме вони (рівень оподаткування, трансфертні платежі, пільги, тощо) безпосередньо впливають на наявний дохід економічних суб'єктів. Разом з тим, слід враховувати суперечливий вплив цих факторів. Якщо зменшення податкового навантаження на домогосподарства та бізнес збільшує їх

наявний дохід, то рівно на стільки ж воно зменшує доходи держави. Зазвичай за допомогою податків вилучається та частина доходу, яка домогосподарством та бізнесом спрямовується на заощадження. При нинішній же структурі використання державного бюджету приріст його надходжень буде використаний переважно на збільшення споживання. Тому використання фіскальних інструментів впливу на наявний дохід буде визначатися метою, досягнення якої є найбільш актуальним сьогодні: збільшити заощадження чи збільшити споживання.

Оскільки на найближчу перспективу українська економіка потребує збільшення саме заощаджень, то зменшення податкового тиску, яке декларується сьогодні, може розглядатися як позитивне явище. Однак, як відзначалося нами раніше (див. табл.1.10), не дивлячись на проголошене зменшення податкового навантаження, реальна питома вага непрямих податків у структурі формування доходів в останні роки зростає й зараз становить майже 17% проти 12% у 2010 р. [17].

Важливим джерелом первинних доходів підприємств, які формують його заощадження та в перспективі можуть використовуватися на інвестиції, є амортизаційні відрахування. В умовах прискорення інфляції актуалізується проблема індексації вартості необоротних активів, яка безпосередньо впливає на суму амортизаційних відрахувань. Несвоєчасна індексація призводить до того, що накопичені суми амортизаційних відрахувань не забезпечують просте відтворення. Досить часто, коли сума інвестицій перевищує амортизаційні відрахування, складається помилкове враження про розширене відтворення, хоча фактично може не забезпечуватися навіть просте.

До 2015 р. діяла норма, згідно якої підприємства були зобов'язані проводити індексацію вартості основних фондів у випадку, якщо інфляція перевищила 10%. Наказом Міністерства фінансів України від 25.11.2014 №1163 [105] відповідна постанова втратила чинність, а тому індексація основних фондів не є обов'язковою. Існуюча нормативна база рекомендує підприємствам проводити відповідну індексацію у випадку, якщо справедлива вартість основних

фондів на 10% перевищує балансову. Однак це поширюється лише на державні підприємства [73]. Приватні ж можуть взагалі не індексувати вартість необоротних активів. З одного боку, розрахунок був на те, що економічних стимулів буде достатньо для створення умов зацікавленості підприємств в індексації, адже після проведення індексації буде зростати амортизація та, відповідно, можуть зменшуватися податкові зобов'язання підприємства. Однак після ряду роз'яснень [64] з'ясувалося, що дооцінка не зменшить податкові зобов'язання для підприємства, а тільки вимагатиме додаткових витрат, оскільки провести дооцінку можна лише залучивши зовнішнього фахівця. Як результат, на практиці це призвело до того, що через певну неясність ситуації підприємства в основній своїй масі взагалі відмовилися від індексації. Це не дає змоги формувати джерело коштів для відшкодування зносу та збільшує рівень зносу основних фондів практично в усіх галузях (про це мова йшла у розділі 1).

На нашу думку, існує реальна потреба державного втручання у цей процес. З урахуванням потреб економіки у зростаючих інвестиціях слід **встановити як обов'язкову дооцінку вартості основних фондів та враховувати оновлену суму амортизації у розрахунку податкових зобов'язань підприємств.**

Амортизаційні відрахування складають близько двох третин загальної суми валових заощаджень (див. табл. 3.4). Одна третина заощаджень припадає на нерозподілений прибуток підприємств (його частка не значна, оскільки висока питома вага збиткових підприємств) та заощадження домогосподарств (держава фактично не має заощаджень, оскільки державний бюджет щорічно закривається зі значним дефіцитом, а джерелом державних інвестицій стають зовнішні запозичення).

Якщо регулювання амортизаційних відрахувань найбільш доцільно регламентувати за допомогою адміністративних (прямих) методів впливу, то заощадження прибутку та доходів домогосподарств краще стимулювати через непрямі, головним чином монетарні методи.

Вплив монетарних чинників на наявний дохід є непрямим, опосередкованим. Він може здійснюватися через загальну економічну динаміку.

Створення додаткових робочих місць через кредитування бізнесу, підвищення продуктивності праці, залучення іноземних інвестицій може бути важливим чинником зростання наявного доходу усіх економічних суб'єктів. Ці інструменти за певних умов можуть бути більш привабливими, оскільки при використанні фіскальних методів лише перерозподіляється той дохід, який уже є, а при використанні монетарних методів можна впливати на загальний розмір доходів суспільства.

Таблиця 3.4

Розрахунок чистих накопичень та чистих заощаджень (авторські оцінки)

Показник	2016 (факт)	Прогноз			
		2017	2018	2019	2020
Валові нагромадження (млрд. грн.)	491,7	573,0	633,8	671,9	741,8
Валове заощадження (млрд. грн.)	439,1	484,5	527,9	556,9	636,7
Споживання основного капіталу (млрд. грн.)	-289,0	-317,9	-349,7	-384,7	-423,1
Питома вага амортизаційних відрахувань у валових заощадженнях (відсотків)	65,8	65,6	66,2	69,1	66,5
Чисті накопичення (млрд. грн.)	202,7	255,1	284,1	287,2	318,7
Чисте заощадження (млрд. грн.)	150,1	166,6	178,2	172,2	213,5
Чисті поточні трансферти із-за кордону (млрд. грн.)	88,1	92,2	110,9	126,0	133,5

Важливим джерелом валового наявного доходу є міжнародні трансферти: у 2016 р. розмір чистих міжнародних трансфертів становив більше 80 млрд. грн. В основному це заробітна плата українських громадян, яку вони отримують за кордоном та переводять в Україну. При усіх негативних оцінках такої трудової міграції для української економіки більшість дослідників сходяться на тому, що грошові перекази із-за кордону дозволяють вирішувати ряд внутрішніх проблем. Зокрема, такі перекази збільшують доходи певної частини населення та

розширюють внутрішній сукупний попит, можуть слугувати джерелом заощаджень та трансформуватися в інвестиції, збільшують валютні надходження в країну та укріплюють національну валюту [81, 149].

Однак сьогодні українські трудові мігранти є абсолютно соціально незахищеними у своїй країні. У відповідності до чинного законодавства вони не можуть претендувати на пенсійне забезпечення по досягненню певного віку. Є лише лічені країни світу, міждержавними угодами України з якими передбачено, що робота за кордоном за офіційним працевлаштуванням зараховується до трудового стажу при розрахунку пенсії (наприклад, Португалія). У інших же випадках такої можливості у трудових мігрантів немає. На наш погляд, було б доцільним **надати можливість людям, які офіційно працюють за межами України, зараховувати цю роботу до трудового стажу у разі сплати певних пенсійних внесків, передбачених пенсійним законодавством.** Це зменшило б частину працюючих «у тіні» за кордоном, збільшило б надходження до пенсійного фонду та поліпшило б соціальний захист українських працівників як за кордоном, так і в Україні.

**Етап 2. Розподілу наявного доходу.** Пропорція поділу доходу на споживання та заощадження визначається точкою рівноваги економічного суб'єкта: гранична корисність поточного споживання зрівнюється з граничною корисністю заощаджень (див. підрозділ 1.1). Оскільки гранична корисність як споживання, так і заощадження є лише суб'єктивною оцінкою можливого приросту корисності, викликаного збільшенням того чи іншого компонента поділу доходу, то усі фактори, які впливають на цю оцінку будуть теж факторами розподілу. Головним чином, це мотиваційно-інституційні фактори (система цінностей, стандарти споживання, довіра тощо), на які держава може впливати лише опосередковано (про них мова піде у наступному підрозділі).

Разом з тим, існує можливість й прямого впливу держави на пропорцію поділу наявного доходу через різні фіскальні інструменти. Виходячи з цільових установок та завдань, сформульованих у попередньому розділі держава повинна заохочувати економічних суб'єктів до збільшення питомої ваги заощаджень у



використанні наявного доходу. Наприклад, реалізація другого етапу пенсійної реформи передбачає обов'язкові відрахування до пенсійних фондів, що за своєю природою є заощадженнями. Регулювання розмірів відрахувань буде чинити прямий вплив на пропорцію поділу наявного доходу. У відповідності до Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення пенсій», прийнятого 3 жовтня 2017 р., перерахування страхових внесків до накопичувальної системи пенсійного страхування розпочнеться з 1 січня 2019 р. Обов'язковими платниками цих внесків стануть ті громадяни, яким до досягнення пенсійного віку буде більше 10 років. Законом також передбачено створення інституційних компонентів функціонування накопичувальної системи пенсійного забезпечення. Разом з тим, питання формування системи активно працюючих приватних пенсійних фондів є відкритим.

Не менш важливим чинником, що визначає граничну корисність заощаджень, є система соціальних гарантій, яка фінансується за рахунок бюджету. Слід усвідомлювати, що чим вищий рівень захищеності населення, тим менша його мотивація до здійснення заощаджень з метою створення страхового фонду. При цьому посилюється дія інших мотивів для заощаджень: поліпшення споживання в майбутньому чи отримання додаткового доходу.

На цій фазі доходного циклу досить впливовими є також монетарні чинники. Оскільки заощадження мають в основному грошову форму, то їх гранична корисність на пряму залежить від інфляційних процесів та стабільності курсу національної грошової одиниці. Високі інфляційні ризики можуть дуже суттєво вплинути як на обсяги заощаджень, так і їх форму.

**Етап 3. Вибір форми заощаджень.** Як відзначалося раніше, заощадження можуть безпосередньо використовуватися на приріст нефінансових активів (пряме інвестування), приріст фінансових активів та готівкові резерви. На цьому етапі доходного циклу вирішальна роль належить монетарним чинникам. Серед найбільш впливових із них можна виділити наступні:

- депозитна ставка банківських відсотків (мотивує або демотивує приріст фінансових активів через реалізацію такої функції заощаджень, як «джерело отримання додаткових доходів»);

- доступність банківських кредитів (може стимулювати накопичення заощаджень, як єдиного джерела коштів для придбання дорогих товарів (житло, автомобілі, обладнання для реконструкції підприємства), або ж породжує альтернативі джерела для інвестування, що знижує потребу у використанні заощаджень для прямого інвестування;

- темпи інфляції. Цей фактор є найбільш впливовим на формування грошових резервів. Наприклад, високий рівень інфляції в Україні в останні роки стимулював до зменшення приросту грошових резервів та збільшенню інвестицій у придбання житла.

Визнаючи провідну роль монетарних методів регулювання цього етапу не слід забувати й про фіскальні. Так, введення податку на доходи від банківських депозитів однозначно негативно позначилося на прирості фінансових активів. Дещо стримує інвестування у будівництво житла введення податку на нерухомість.

Особливо слід сказати про використання підприємствами амортизаційних відрахувань. Дослідження показують, що в останні роки розмір капітальних інвестицій, що фінансуються за кошти підприємств та організацій, є меншим за суму амортизаційних відрахувань (табл.3.5). В окремі роки вони становлять лише  $\frac{3}{4}$  від споживання основного капіталу.

Ситуація, яка склалася з використанням амортизаційних відрахувань, має щонайменше два негативних наслідки. По-перше, в економіці накопичується застаріле обладнання, збільшується ступінь його зносу, що вкрай негативно позначається на темпах економічної динаміки. По-друге, держава недоотримує податкових надходжень. Адже оподатковуваний дохід було зменшено на величину амортизаційних відрахувань. Однак ці кошти були використані не на інвестування, а на інші цілі (можливо споживання чи приріст фінансових активів). На наш погляд, доцільно змінити норми податкового законодавства та

*зменшувати дохід, який підлягає оподаткуванню лише на ту частину амортизаційних відрахувань, яка реально використана на цілі інвестування.*

Звичайно, термін нарахування амортизації та потреба у її використанні можуть не співпадати. Тому можна запропонувати коригування на якийсь часовий лаг. Але однозначно з амортизаційних відрахувань, які використовуються не за призначенням, потрібно сплачувати прибутковий податок.

Таблиця 3.5

Співвідношення капітальних інвестицій за власні кошти підприємств і організацій та споживання основного капіталу\*

	2012	2013	2014	2015	2016
Капітальні інвестиції за власні кошти підприємств і організацій (млрд. грн.)	171,2	165,8	154,6	184,3	248,8
Споживання основного капіталу (млрд. грн.)	186,3	200,9	196,0	245,9	289,0
Відношення інвестицій за власні кошти підприємств і організацій до споживання основного капіталу	0,92	0,83	0,79	0,75	0,86

\* Розраховано за: [17]

**Етап 4. Інвестування.** Якщо приріст нефінансових активів означає безпосереднє перетворення заощаджень та інвестиції, а приріст грошових резервів також однозначно свідчить про вихід частини заощаджень з процесу їх трансформації у інвестиції, то приріст фінансових активів грає двояку роль. З одного боку, частина цих коштів так ніколи й не перетвориться на реальні інвестиції. Вони лише поповнюють ті кошти, які головним чином обслуговують ринок цінних паперів. Так, вклади в пенсійні фонди, засоби, накопичені страховими компаніями, тощо можуть бути використані фінансовими посередниками лише на придбання цінних паперів на вторинному ринку. З іншого

ж боку, банківські кредити суб'єктам господарювання можуть стати джерелом реальних інвестицій. І державне регулювання цього етапу є найбільш важливим для досягнення рівноваги. Разом з тим, воно є й найбільш складним.

Основна проблема полягає в тому, що для забезпечення збалансованості заощаджень та інвестицій необхідно, щоб кредитів було видано на стільки більше від первинних надходжень до банків, скільки коштів осіло у вигляді приросту готівкових резервів та поповнило засоби, що обслуговують вторинний ринок цінних паперів. Основними інструментами державного регулювання на цьому етапі є монетарні. Регулюючи норму обов'язкових резервів, облікову ставку та грошову масу можна вийти на таке значення грошового мультиплікатора, яке й зможе забезпечити необхідну збалансованість.

Одним з напрямків державного регулювання економіки повинен стати вплив на структуру заощаджень та значення мультиплікатора трансформації  $\alpha$  (див. формула 2.7). Вірогідними шляхами цього можуть бути:

- зменшення обсягів готівкового резервування через підвищення довіри до банківської системи та інших фінансових інституцій. У окремі періоди можна досягати від'ємного значення  $\Delta R$ , що може забезпечувати від'ємне значення коефіцієнта та безкризовий демонтаж фінансової піраміди;

- створення умов, за яких реальне інвестування стає більш привабливим, ніж спекулятивні операції на фінансових ринках. Це може призвести до відтоку коштів, які задіяні у спекулятивних операціях на фінансовому ринку (від'ємне значення  $F_s$ ), та перерозподілу їх на користь зростання опосередкованих капітальних інвестицій;

- залучення іноземних інвестицій, які здатні компенсувати недостатні заощадження як джерело капітальних інвестицій;

- керована грошова емісія, яка за певних умов може теж виступати джерелом інвестиційних ресурсів.

Однак успішна реалізація цих шляхів можлива лише за умови зваженої економічної політики держави.

Таким чином, роль фіскальних та монетарних методів державного регулювання на різних етапах процесу трансформації заощаджень в інвестиції змінюється від переважно фіскальних до переважно монетарних. Бажаних результатів можна досягти лише при збалансованому поєднанні методів прямого та опосередкованого впливу на прийняття економічними суб'єктами рішень щодо формування та використання заощаджень на цілі інвестування.

### **3.3. Обґрунтування державного впливу на формування інституційного середовища забезпечення процесів трансформації заощаджень в інвестиції**

Фіскальні та монетарні методи державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції повинні бути доповнені інституційно-мотиваційними, які мають безпосередній вплив як на формування заощаджень, так і їх перетворення на інвестиції. Їх врахування допоможе розібратися, чому у різних країнах або у різний час одні й ті ж економічні інструменти дають різний результат.

Слід зазначити, що на відміну від, наприклад, фіскальних методів, інституційні чинники діють виключно опосередковано. Тому, з одного боку, не є можливим абсолютно точно передбачити результати впливу на них, а з іншого – інституційні чинники є факторами тривалої дії.

Інституційне макроекономічне середовище визначає поведінку економічних суб'єктів як стосовно формування заощаджень, так і їх використання. У економічній науці продовжуються дискусії щодо суті інституційного середовища. Так, Д. Норт звертає увагу на визначення інституційним середовищем рамок укладання інституційних договорів (договорів між окремими індивідами, які спрямовані на зниження трансакційних витрат). Саме зменшення останніх і є одним з основних критеріїв досконалості інституційного середовища [138, с.6]. Інституційну структуру, відповідно, формують інститути – формальні правила, неформальні норми, а також особливості їх застосування [87, с. 77-78].

Саме на правилах, як основі інституційного середовища, робить наголос О. Вільямсом, визначаючи його як сукупність основоположних політичних,

соціальних та юридичних правил, що формує базис для виробництва, обміну та розподілу [7]. Практично таке ж визначення інституційного середовища дає Дж. Окслі, лише замінивши «правила» на «угоди» [156, с. 283].

Цілям нашого аналізу у найбільшій мірі відповідає визначення інституційного середовища, яке міститься у роботах українських дослідників Г.М. Пилипенко [94, с.61] та Н.І. Литвиненко [65, с.38-39]. На їх думку, суть інституційного середовища розкривається через правила, звички, звичаї та норми. Базовим структурним елементом у цій системі виступає норма, а інституційне середовище складають усі ті форми, на які перетворюється норма в ході діяльності людини – правила, звички та звичаї [65, с.39].

За загально визнаним значенням правило є певною вимогою по дотриманню якихось умов, що поширюється на усіх учасників якої-небудь дії. Зазвичай дотримання цих вимог певним чином заохочується, а за недотриманням слідує якась покарання.

У сучасному суспільстві більшість правил набуває юридичної форми та закріплюється у відповідних правових документах. Тому найбільш важлива роль держави саме у формуванні правил. Заради справедливості слід сказати, що найбільший вплив та найскоріші результати державне регулювання інститутів може мати у сфері права. Але й найбільш руйнівними для процесу трансформації заощаджень в інвестиції можуть мати прорахунки саме у цій царині.

«Інституційна місія держави проявляється у двох напрямках діяльності, - справедливо зазначають автори фундаментального дослідження «Інституційна архітектоніка та динаміка економічних перетворень». – *По-перше*, держава надає людям особливий економічний і правовий *статус свободи*, захищаючи їх у внутрішньому та зовнішньому просторі специфічними державними методами (наприклад, за допомогою армії, суду)... *По-друге*, держава залучає усіх членів суспільства у сферу *суспільної відповідальності* шляхом здійснення спостереження, регулювання та контролю за їх поведінкою, утримуючи від неадекватних вчинків» [49, с.172-173].

Будучи впорядкованою системою правових відносин інститут права регулює взаємовідносини між суб'єктами у певній сфері. При цьому не слід ототожнювати наявність певних правових норм з інститутом права. Останній включає в себе як обов'язковий компонент реальне забезпечення дотримання правових норм. На жаль, відсутність працюючої системи захисту прав приватної власності, поширення рейдерства, нестабільність «правил гри», які можуть змінюватися в ході самої гри, корупція у правоохоронних органах – усе це не тільки стримує вітчизняного інвестора, але й відлякує іноземного.

У попередніх розділах уже говорилося про необхідність змінювати певні законодавчі акти України, що сприятиме формуванню необхідних передумов для інституційного забезпечення трансформації заощаджень у інвестиції. В узагальненому вигляді обґрунтовані пропозиції можна звести до наступного (див. рис. 3.3).

Удосконалення правових норм повинне охоплювати усі стадії доходного циклу: від процедури формування доходів до їх використання у якості інвестицій. Послідовне тривале дотримання цих правил повинне поступово трансформуватися на звичку. За загальноприйнятим визначенням, звичка – це потреба людини вчиняти певні дії. Вона може виникати як під впливом внутрішньої мотивації, так і за рахунок зовнішнього стимулювання.

Умовою виникнення звички є багаторазовий повтор одних і тих же дій. Це стосується будь-якої сфери діяльності людини. З позицій предмету нашого дослідження саме численне повторення найбільш прийнятних для суспільства процедур заощаджень та їх трансформації у інвестиції під впливом правил, встановлених державою, є умовою формування відповідних звичок. На нашу думку, до таких звичок доцільно віднести наступні:

- соціально відповідальне споживання. Це передбачає перехід від кланово-орієнтованої моделі споживання, яка сьогодні склалася в Україні, до соціально орієнтованої, властивої для скандинавських країн, Канади та Німеччини [60, с. 16-18]. Це дозволить не тільки більш раціонально використовувати наявні ресурси та отримувати аналогічне задоволення потреб при менших витратах доходів,

вивільнить ресурси для заощаджень, але й знизить граничну корисність споживання та змінить структуру використання наявного доходу на користь заощаджень;



Рис. 3.3. Правове забезпечення удосконалення процесу трансформації заощаджень у інвестиції (авторська розробка)



- відмова від патерналістського сприйняття держави та особиста відповідальність громадян за своє теперішнє та майбутнє. Це буде сприяти збільшенню різноманітних добровільних страхових внесків: від страхування життя та майна до пенсійного страхування;

- відмова від надмірних готівкових заощаджень та зберігання заощаджень у фінансових інститутах. Це не тільки збільшить потенціальні інвестиційні ресурси, але й дозволить оперувати більш достовірними даними при розробці державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції за допомогою фіскальних та монетарних методів;

- самостійне забезпечення себе житлом. Така звичка буде мотивувати домогосподарства вкладати заощадження безпосередньо у будівництво житла, тобто збільшувати пряме інвестування;

- відповідальне ставлення до залучення кредитів. У економічних суб'єктів (як домогосподарств, так і підприємств) повинна сформуватися звичка приймати рішення про залучення кредитів лише після ретельного вивчення можливостей його повернення. Це буде дещо стримувати споживче кредитування, яке багато в чому стало причиною формування «мільного» попиту. За даними Національного банку України за дев'ять місяців 2017 р. громадяни отримали кредитів на 14 мільярдів гривень, тоді як за аналогічний період докризового 2008 р. банки видали позик на 52 мільярда гривень [90].

Як справедливо зазначає А.В. Кудінова, «формування соціально-орієнтованої моделі споживання в Україні неможливо поза підвищенням доходів населення» [60, с.18]. Однак досягнення бажаного результату, як у споживанні, так і заощадженнях та їх використанні, неможливо і без становлення ще одного інституту – цінностей.

Під цінностями, як правило розуміють все те, що є важливим для людини та визначає критерії її поведінки. Цінності можуть бути пов'язаними з цілями або засобами їх досягнення. На етапі формування заощаджень вплив цінностей проявляється, перш за все, через певні стандарти споживання. Помічено, що досить часто люди, які не мають великих доходів, намагаються справити

враження саме рівнем свого споживання. У даному випадку споживання стає не тільки способом задоволення потреб, але й виконує певну статусну функцію. Наприклад, досить часто рівень використовуваних людьми мобільних пристроїв знаходиться у протилежній залежності від їх доходу. Існують також певні особливості стандартів споживання в окремих спільнотах.

Система цінностей впливає не тільки на розміри споживання, але й на розміри заощаджень. Якщо в системі цінностей людей ключовим є досягнення власної фінансової та економічної незалежності, то певну частину доходу вони будуть відкладати для свого майбутнього забезпечення. Якщо ж в країні панує уявлення, що саме держава повинна потурбуватися про старість кожного її громадянина, то успішний розвиток приватних пенсійних фондів у такій країні стає під великим сумнівом. Прикладом першої ситуації можуть бути Скандинавські країни, а другого – Німеччина.

Не менш серйозно цінності впливають на прийняття рішення домогосподарствами про безпосереднє інвестування. Формою такого інвестування, як правило, є будівництво житла. Якщо в країні домінує цінність осілості, «мій дім – моя фортеця», то створення умов для будівництва власного житла дасть значний ефект з точки зору формування прямих інвестицій. Навпаки, коли населення досить мобільне і віддає перевагу свободі переміщення, такі дії особливого ефекту мати не будуть. Українському менталітету ближче саме перший варіант цінностей. І його потрібно використовувати у розробці державного регулювання прямого інвестування власниками заощаджень, стимулюючи приватне інвестування житлового будівництва. Було б доцільно дещо переглянути норми неоподаткованого розміру житла у податку на нерухомість. Користь суспільства від активного будівництва буде більшою, ніж втрата від недоотриманого податку.

Однак звичка не може виникнути без довіри. Це поняття прийшло до економічної науки з робіт по філософії (Р.У. Емерсон «Довіра до себе» (1841)). Однак в інституційній теорії воно відіграє надзвичайно важливу роль.

Ми поділяємо точку зору Н.І. Литвиненко, що у сучасному суспільстві норма «довіра/недовіра» виконує наступні функції:

- відтворення соціально-економічної системи;
- забезпечення самоорганізації суспільства, заснованого на здатності довіри підтримувати існуючі зв'язки та встановлювати нові;
- регулювання міжособистісних зв'язків;
- стабілізація;
- підтримання соціальних норм та моральних основ суспільства;
- соціальне пізнання;
- забезпечення самовизначення особистості як життєвої, так і соціальної [65, с.89].

Не вдаючись до детального аналізу ролі довіри у соціально-економічному розвитку, лише зазначимо, що більшість інституціоналістів сходяться на важливості довіри у зменшенні трансакційних витрат (Р. Коуз, О. Вільямсон та ін.) [57, 116]. Особлива заслуга у розробці важливості відносин довіри у транзитивних економіках належить Я. Корнаї [56]. Саме він виділив як самостійну проблему довіру контрагентів один до одного та їх довіру до держави.

Виходячи з мети нашого дослідження особливе значення для формування необхідних звичок має довіра до держави та до фінансових інститутів. Остання стала об'єктом дослідження українських науковців. На думку Г. Коцюрубенко, фінансова довіра має чотири основні складові: економічну, яка забезпечує гарантування захищеності інвестицій; інформаційну, що ґрунтується на достовірному та повному інформуванні інвесторів про стан речей; ефекті участі через залучення інвесторів до роботи у різноманітних асоціація споживачів фінансових послуг, та незалежний контроль, який здійснює як держава, так і самоорганізовані структури [58].

Наявність або відсутність довіри особливо впливова у тих випадках, коли результат поведінки буде відчуватися через певний час. Саме такими ситуаціями є заощадження та інвестування. З одного боку, відсутність віри в те, що спрацює заявлена система соціального захисту, провокує збільшення заощаджень за

мотивами створення резервного фонду. Довіра чи її відсутність є вирішальним фактором обрання форми заощаджень: це можуть бути фінансові інвестиції або приріст готівкових резервів. Оскільки реальні інвестиції є тривалим розміщенням грошей, то при відсутності довіри економічні суб'єкти вимушені закладати більші показники на ризик, що підвищує вимогливість до рівня очікуваної доходності інвестицій та обмежує кількість інвестиційних проектів, прийнятних для інвестора.

На жаль, ситуація з довірою до влади та фінансових інститутів в Україні склалася катастрофічна. За даними Європейського соціологічного дослідження, у 2011 р. за показниками довіри до влади Україна посідала останнє місце в Європі [111]. За останні роки ситуація ні скільки не поліпшилася. У квітні 2017 р. Президенту України довіряли лише 22% опитаних, не довіряють – 71,9%, Уряду – відповідно 12,8% і 81,9%, Національному банку – відповідно 11,7% і 81,5%, Верховній Раді – відповідно 9% і 86,6%, прокуратурі – відповідно 9,5% і 83,3%, судам – відповідно 7% і 86,6%. Національному антикорупційному бюро України довіряють 21,3% опитаних, не довіряють – 64,8%. Довіру до державного апарату (чиновників) висловили 7,9% опитаних, не довіряють – 87%. Баланс «довіра-недовіра» по відношенню до комерційних банків склав -73,5% (довіряють – 10,4%, не довіряють – 83,9%) [113].

За такого стану інституту «довіра/недовіра» досить важко розраховувати на швидкі прогресивні зміни у інституційному середовищі. На нашу думку, слід прийняти до втілення стратегію довіри, запропоновану відомим вченим Я. Корнаї, який виділив дві її складові: законодавчі, судові та інституційні завдання і зміни у менталітеті людей [56]. Послідовні дії держави по реалізації цієї стратегії могли б принести перші результати уже через 2-3 роки. Підставою для такого оптимізму є сформована за останні роки довіра населення до армії, яка ще три роки тому була взагалі відсутня: баланс «довіра-недовіра» сьогодні складає +18,4%. Вищий показник тільки у церкви (36,4%) та волонтерських організацій (42,2%) [113].

Довіра є тією ланкою, яка може перетворити звичку на звичай. Звичка є характеристикою окремого суб'єкта. Вона не може набувати правового статусу та не поширюється на інших. Якщо ж певні звички стають масовими та перетворюються на загальновизнані норми поведінки, вони набувають статусу звичаю. Стаття 7 Цивільного кодексу України визначає звичай наступним чином: «Звичаєм є правило поведінки, яке не встановлене актами цивільного законодавства, але є усталеним у певній сфері цивільних відносин» [130].

Інститут звичаю часом діє більш ефективно від норми, встановленої законом. Контроль за дотриманням останньої здійснюють певні правоохоронні органи. Дотримання ж звичаю контролюється усім суспільством, осуд якого для порушника найчастіше є більш вагомим, ніж покарання за порушення правової норми. Тому держава має докласти максимум зусиль для формування відповідних звичаїв у суспільстві, які б забезпечували становлення інституційного середовища, сприятливого для трансформації заощаджень у інвестиції.

Рис. 3.3 містить запити різних груп економічних суб'єктів щодо інституційного середовища трансформації заощаджень у інвестиції. Вони можуть послужити підґрунтям для розробки заходів стратегічного характеру, спрямованих на становлення відповідних інститутів.

Перш за все суспільство в цілому зацікавлене у формуванні науково-обґрунтованої регуляторної політики. На жаль, досить часто певні заходи регуляторного характеру приймаються не на користь суспільства в цілому, а в інтересах окремих груп, які мають вплив на владу. Це стає проявом корупції та жодним чином не сприяє формуванню довіри до органів влади. На думку Постійного представника Міжнародного валютного фонду в Україні Йоста Люнгмана втрати України від корупції оцінюються у 2% ВВП [72].

Ключовими запитами домогосподарств до інституційного середовища, на нашу думку, є його сприяння формуванню раціональних споживацьких стандартів та відповідних цінностей. Держава має всіляко сприяти утвердженню соціально відповідального споживання, забезпеченню його як фінансово (наприклад, через встановлення обґрунтованих розмірів мінімальних доходів), так і змістовно

(наприклад, через підтримку відповідних виробництв та поліпшення доступу до їх продукції).



Рис. 3.3. Запити груп економічних суб'єктів до інституційного середовища трансформації заощаджень в інвестиції (розроблено автором)

Важливим інструментом впливу на інституційне середовище є система соціальних гарантій. Вона багато в чому визначає граничну корисність заощаджень.

Оскільки прискорення економічного розвитку України потребує зростання питомої ваги заощаджень у наявному доходу, як джерела інвестицій, то у стратегічному плані держава повинна обмежувати масові соціальні гарантії (залишаючи їх високий рівень для незахищеної частини населення), перекладаючи турботу про своє забезпечення на самих громадян через різноманітні форми добровільного соціального страхування (страхування на випадок тимчасової втрати працездатності, пенсійного страхування, тощо). Це буде підвищувати граничну корисність заощаджень та змінювати пропорцію поділу доходу на користь останніх. Однак, як відзначалося нами у підрозділі 3.1 це можливо лише за умови зростання наявного доходу та абсолютного зростання споживання. Тому такі дії повинні бути виваженими та реалізуватися протягом тривалого часу. Принагідно зазначимо, що відносне зменшення питомої ваги споживчих витрат у наявному доході зменшує сукупний попит порівняно з потенційно можливим. Однак таке зменшення повинне компенсуватися зростання інвестиційного споживання. А тому заохочення заощаджень буде мати позитивний макроекономічний результат тільки у поєднанні з формуванням відповідного інвестиційного клімату. Без нього збільшення заощаджень завдає шкоди економічному зростанню.

Ще однією складною та суперечливою проблемою є політика держави стосовно інфляції. З одного боку, здешевлення грошей та створення сприятливих умов для кредитування будуть стимулювати інвестиції. З іншого ж боку, це буде провокувати інфляцію. Інколи висловлюється думка, що для суспільства прийнятна ситуація, коли зростання поточних доходів випереджає інфляцію (тоді зростають реальні доходи). Однак не слід забувати, що швидка інфляція знецінює заощадження та є антистимулом до їх здійснення. Відсутність довіри з боку домогосподарств до фінансових інститутів (маються на увазі не тільки комерційні банки чи небанківські фінансові установи, але й центральний банк, функцією

якого є контроль за інфляцією), які не здатні захистити їх заощадження від інфляції, призводить до зменшення схильності до заощаджень або ж до обрання такої форми їх зберігання, яка важко трансформується на інвестиції (іноземна валюта поза банківською системою, золото та інші коштовності, нерухомість тощо). Тому завдання держави полягає у пошуку оптимального співвідношення «інфляція – економічне зростання». Для визначення критерію оптимальності в кожний даний момент може бути використане запропоноване нами рівняння (2.7) та розрахунок мультиплікатора трансформації  $\alpha$ , що дозволить підтримувати збалансованість заощаджень та інвестицій і досягати заданих темпів економічного зростання.

Бізнес має свої запити до інституційного середовища. Перш за все для нього важлива стабільність господарського законодавства. Держава взяла на себе зобов'язання дотримуватися такої стабільності. Зокрема, у Податковому кодексі України стабільність визначена як один з ключових принципів податкового законодавства. Ст. 4 (п. 4.1.8) наголошує, що «зміни до будь-яких елементів податків та зборів не можуть вноситися пізніше як за шість місяців до початку нового бюджетного періоду, в якому будуть діяти нові правила та ставки. Податки та збори, їх ставки, а також податкові пільги не можуть змінюватися протягом бюджетного року» [98]. Разом з тим, важко згадати такий рік, коли б у грудні при прийнятті закону України про державний бюджет на відповідний рік не вносилися зміни до податкового законодавства. Це підриває довіру бізнесу до «правил гри» та провокує пошук варіантів ухиляння від їх дотримання. Ніщо не завдає більшої шкоди дотриманню законодавчих правил економічними суб'єктами, як постійне порушення цих правил самим законодавчим органом.

Стримуючим фактором інвестиційної діяльності бізнесу є також його незахищеність від рейдерських захоплень власності. Тільки за першу половину 2017 р. в Україні зафіксовано більше 570 спроб рейдерського захоплення підприємств [8]. З одного боку, це стримує інвестиційний процес, а з іншого – стимулює виведення коштів з України, де вони є більш захищеними. Тому до запитів підприємств ми і включили реальний захист права приватної власності.



Важливим компонентом інституційного середовища є свобода. За результатами соціологічного опитування, проведеного у 2016 р. Фондом «Демократичні ініціативи» імені Ілька Кучеріва та фірмою «Юкрейніан соціолоджі сервіс» на замовлення Програми розвитку ООН в Україні та у співпраці із ГО «Центр інформації про права людини» і Офісом Уповноваженого Верховної Ради України з прав людини, виявлено, що свобода є надзвичайно важливою для опитаних: близько половини громадян включили до десятки найбільш важливих для них право на справедливий суд (56%), право на свободу та недоторканість (53%), право на свободу думки, совісті та релігії (46%), право самому розпоряджатися своєю долею (45%) [16].

Однак важливою є не тільки індивідуальна свобода, але й свобода бізнесу, як право економічного суб'єкта на свідому діяльність (бездіяльність), яка спрямована на реалізацію інтересів цього суб'єкта. При цьому реалізація свободи може відбуватися лише в рамках, встановлених правом (зовнішні обмеження), та цінностей економічного суб'єкта (внутрішні обмеження).

Певні запити до інституційного середовища має й держава. Перш за все, регулюючі дії держави досить часто нівелюються масовим недотриманням економічними суб'єктами норм законодавства. Розв'язати цю проблему не можливо лише через введення більш жорстких покарань стосовно порушників. Вона знову ж таки знаходиться у межах самого інституційного середовища: дотримання норм закону повинне стати цінністю, яка набуває форми звички, а ще краще звичаю.

Формування довіри до держави з боку інших економічних суб'єктів можливе лише на основі досягнення громадянського консенсусу в питаннях цілей та інструментів економічної політики. Якщо, скажімо, реформи, які ініціює держава, не знаходять розуміння та підтримки з боку суспільства, важко розраховувати на їх успіх. Потрібна копітка багаторічна та багатоітераційна робота, спрямована на досягнення консенсусу та довіри.

Особливе значення саме для трансформації заощаджень в інвестиції має формування сприятливого інвестиційного клімату. Його дослідження виходить за

рамки завдань цієї дисертації. Однак зазначимо, що в останні роки хоча й поступово, але ситуація в Україні змінюється на краще. Про це свідчить поступове поліпшення місця України у міжнародному рейтингу Doing Business [139]. Так, у 2017 р. Україна поліпшила свої позиції та посідає тепер 76 місце зі 190 країн, включених до рейтингу. Найкращими для нашої країни є показники «отримання кредитів» (29 позиція), «отримання дозволів на будівництво» (35 позиція) та «оподаткування» (43 позиція). Разом з тим, за показником «міжнародна торгівля» Україна знаходиться на 119 місці, а за критерієм «підключення до системи електропостачання» посідає лише 128 місце. Прикро, що більшість пострадянських країн значно поліпшили свої показники (Грузія – 9, Казахстан – 36, Білорусь – 38, Молдова – 44), тоді як просування України у цьому рейтингу відбувається досить повільно.

Таким чином, успішне здійснення державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції можливе лише за умови формування відповідного інституційного середовища. Його формують, перш за все, правила, які встановлюються через прийняття державою правових норм. Ці норми повинні охоплювати усі стадії доходного циклу: від процедури формування доходів до їх використання у якості інвестицій. Формування ж сприятливого інституційного середовища потребує трансформації правил у звички, а звичок – у звичаї.

Різні групи економічних суб'єктів мають різні запити до інституційного середовища. Разом з тим, ключовими проблема реалізації цих запитів є формування відповідних цінностей та відносин довіри, без яких усі дії держави по регулюванню трансформації заощаджень в інвестиції можуть виявитися не ефективними.

### **Висновки до розділу 3**

Проведений аналіз показав, що фактичні та прогнозовані темпи зростання ВВП України на найближчі роки не можуть забезпечити не тільки подолання її відставання від економічно розвинених країн світу, а й загрожують зростанням

розриву та переходу до категорії країн з рівнем доходу нижче середнього (за класифікацією Міжнародного валютного фонду). Для досягнення реального поліпшення ситуації щорічні темпи зростання повинні бути щонайменше 5-6% з поступовим їх збільшенням.

Умовою забезпечення більш високих темпів економічного зростання є збільшення інвестицій. Розрахунок залежності темпів зростання ВВП від питомої ваги в ньому інвестицій показав, що просте відтворення досягається при 19% цього показника, а збільшення питомої ваги інвестицій може додати 1,3% приросту ВВП.

За підсумками дослідження були сформульовані мета державної політики регулювання трансформації заощаджень в інвестиції (досягнення щорічних темпів зростання ВВП на рівні 5-6%), обмеження (підтримка макроекономічної рівноваги заощаджень та інвестицій; досягнення питомої ваги валових нагромаджень у ВВП до 25%; зростання обсягів споживання (у співставних вимірах) не менше ніж на 2-3% щорічно) та особливості економічного (досить високі темпи інфляції; надзвичайно переоцінений долар; дорогі банківські кредити; обмежений притік іноземних інвестицій; стабільне значне від'ємне сальдо зовнішньоторгового балансу; значні суми накопичених позабанківських резервів домогосподарств; нерозвинена кредитно-фінансова інфраструктура) і інституційного (домінування серед цінностей орієнтації на зовнішні чинник забезпечення добробуту та лише зародження власної відповідальності за його рівень; пануюча недовіра до державних структур та фінансових інституцій; надзвичайно недосконалий інститут права, нестабільність «правил гри», корупція у правоохоронних органах) середовища.

Визначені цілі, обмеження та умови державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції дали змогу розробити прогноз розвитку економіки України до 2020 р., який забезпечує не тільки збалансоване, але й рівноважне зростання. Основою розробки прогнозу став запропонований нами порядок розрахунку базових макроекономічних показників.

Умовою досягнення параметрів, закладених у прогнозі, є цілеспрямована діяльність держави по регулюванню процесів формування доходів, визначення розмірів та форми заощадження, а також інвестування. При цьому визначені можливості та межі використання фіскальних та монетарних методів державного впливу на трансформацію заощаджень в інвестиції. Зокрема обґрунтовано, що на етапах формування та розподілу наявного доходу і визначення форми заощаджень більш ефективними є фіскальні методи, а на етапі інвестування – монетарні.

Особлива роль у досягненні рівноваги заощаджень та інвестицій належить державному регулюванню мультиплікатора трансформації  $\alpha$ , який запропоновано у дисертації. За своєю суттю він показує, на якому рівні слід підтримувати фактичний грошовий мультиплікатор для забезпечення збалансованості національної економіки. В умовах перегрітої кон'юнктури держава може досягати від'ємного значення коефіцієнта та безкризового демонтажу фінансової піраміди, яка вибудовується через дію грошового мультиплікатора.

Не менш важливим для успішного державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції є формування відповідного інституційного середовища. Його основу формують правила, які найчастіше набувають юридичного закріплення. В роботі обґрунтована необхідність внесення змін до ряду законодавчих актів, які можуть вплинути на формування доходів домогосподарств (зарахування часу роботи за кордоном на основі офіційного працевлаштування до трудового стажу за умови внесення певних платежів до пенсійного фонду) та інвестиційних коштів підприємств (обов'язкова дооцінка вартості основних фондів через інфляцію, що збільшить амортизаційні відрахування), збільшать надходження заощаджень до фінансових інституцій (гарантування вкладів фізичних осіб до інститутів спільного інвестування та реальний запуск другого й третього етапів пенсійної реформи), а також стимулюватимуть інвестиційну діяльність бізнесу (вивільнення від оподаткування лише тієї частини амортизаційних відрахувань, яка реально використовується на інвестиції, а не на споживання).

Детальний аналіз запитів до інституційного середовища з боку окремих груп економічних суб'єктів (суспільства в цілому, домогосподарств, підприємств та держави) дозволив не тільки сформулювати бажані напрямки його зміни, але й визначити конкретні дії держави, які можуть забезпечити ці зміни. Особлива увага приділена формуванню відповідних цінностей, які здатні забезпечити перехід до соціально-орієнтованого споживання та запровадити раціональні споживацькі стандарти. Це не тільки дозволить забезпечити зростання рівня споживання, але й вивільнить частину наявного доходу для заощаджень. Однак ключовим в інституційному середовищі трансформації заощаджень в інвестиції є інститут довіри, становленню якого й повинні бути підпорядковані дії держави.

Основні положення розділу 3 викладені автором у таких публікаціях [21, 23, 24, 37, 38, 40].

## ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі вирішено актуальне науково-прикладне завдання з обґрунтування теоретичних та методичних положень й розробки практичних рекомендацій щодо державного регулювання процесів формування заощаджень та їх трансформації в інвестиції, на підставі чого сформульовано такі висновки:

1. Узагальнення напрацювань у сфері заощаджень та їх трансформації в інвестиції дозволило встановити, що наявний доход є обмеженим у кожний окремий момент часу, а отже, заощадження виникають у разі перевищення граничної корисності заощаджень над граничною корисністю поточного споживання. У стані макроекономічної рівноваги система буде перебувати за умови рівності цих показників. Таким чином, заощадження слід розглядати з позиції впливу на прийняття рішення щодо їх трансформації в інвестиції. Фактори, що зумовлюють таке рішення, поділяють на доходні і недоходні (мотиви і стимули). Вони розглядаються як фактори пробудження й інструменти державного впливу на заощаджувальні процеси.

2. На підставі узагальнення теоретико-методичних засад варіантів трансформації заощаджень у реальні інвестиції до доходного циклу додано стадію, на якій цей процес реалізується. Заощадження мають різні форми залежно від їх використання: приріст нефінансових активів; приріст фінансових активів, резервування заощаджень у готівковій формі поза межами фінансових структур. Встановлено, що значна їх частина може не трансформуватися в реальні інвестиції, оскільки залишається у сфері обслуговування фінансового інвестування або вибуває з обігу (готівкові резерви). Тому виділено важливий напрям: заохочення перетворення менших первинних заощаджень на більші реальні інвестиції для досягнення макроекономічної рівноваги, що потребує обґрунтування спеціального інструментарію.

3. Досліджено роль фінансових посередників (банків, пенсійних фондів, страхових компаній, інститутів спільного інвестування) у забезпеченні рівноваги заощаджень та інвестицій. Виявлено переваги прямого інвестування заощаджень

їх власниками порівняно з іншими формами використання неспожитого наявного доходу. Однак через відносно низький рівень наявного доходу обмежується реальне інвестування власниками заощаджень, що стримує реалізацію інвестиційних проектів, які потребують значних фінансових коштів, й негативно впливає на розвиток національного господарства. Найчастіше приріст фінансових активів власників заощаджень забезпечується через передавання коштів фінансовим посередникам. У процесі дослідження їх ролі у досягненні рівноваги заощаджень та інвестицій удосконалено методичний інструментарій оцінювання рівноваги, до критеріїв якого включено не тільки здатність банків, пенсійних фондів, страхових компаній та інститутів спільного інвестування мобілізувати заощадження, перетворюючи їх на фінансові інвестиції, але й можливості подальшої трансформації цих інвестицій у реальні. Виявлено, що лише незначна частина заощаджень передається реальним інвесторам (опосередковані капітальні інвестиції). Це створює загрозу для макроекономічної рівноваги. Доведено, що усунути цю загрозу можна через надання банками кредитів, які через дію грошового мультиплікатора мають бути суттєво більшими, ніж первинні вклади у банківську систему.

4. Встановлено, що «розриви» у ланцюгах трансформації заощаджень в інвестиції становлять загрозу для макроекономічної рівноваги. Методичною платформою для їх виявлення та оцінки стало визначення різних трансформаційних можливостей окремих форм заощаджень. Зазначені розриви мають бути об'єктом державного регулювання з використанням маніпулювання мультиплікатором трансформації, що показує, який рівень повинен мати фактичний грошовий мультиплікатор для збалансованості національної економіки. Використання державою мультиплікатора трансформації та його регулювання може забезпечувати фактичну рівність реальних інвестицій та заощаджень і з мінімальними втратами відновлювати економічну рівновагу під час економічної кризи.

5. Реалізація запропонованого науково-теоретичного підходу дозволила виявити кількісну залежність між питомою вагою інвестицій у валовому

внутрішньому продукті України і темпами його зростання. На підставі цього сформульовано мету державної політики регулювання трансформації заощаджень в інвестиції (досягнення щорічних темпів зростання валового внутрішнього продукту на рівні 5-6%), обґрунтовано обмеження (забезпечення рівноваги заощаджень та інвестицій; збільшення частки валових накопичень у ВВП до 25%; зростання обсягів споживання на 2-3% щорічно) та виділено умови їх реалізації через особливості економічного й інституційного середовища.

6. Удосконалено методичний апарат прогнозування базових макроекономічних показників. Запропоновано послідовність їх розрахунку. Розроблено прогноз розвитку національної економіки України до 2020 р., в якому закладено збалансоване й рівноважне зростання. Умовою досягнення параметрів, закладених у прогноз, є цілеспрямована діяльність держави щодо регулювання процесів формування доходів, визначення розмірів і форм заощаджень та інвестування у розвиток реального сектора економіки. Встановлено, що на етапах формування та розподілу наявного доходу і визначення форми заощаджень більш ефективними є фіскальні методи, а на етапі інвестування – монетарні.

7. Визначено напрями державного впливу на формування інституційного середовища. Запропоновано внесення змін до ряду законодавчих актів, якими регламентується формування доходів домогосподарств та інвестиційних коштів підприємств. У результаті їх запровадження буде забезпечено збільшення надходжень заощаджень до фінансових інституцій та заохочення інвестиційної діяльності бізнесових структур. Дослідження запитів окремих груп економічних суб'єктів (суспільства в цілому, домогосподарств, підприємств та держави) до інституційного середовища дозволило виявити бажані напрями його зміни й визначити дії держави щодо їх реалізації. Виділено формування відповідних цінностей, здатних забезпечити перехід до соціально орієнтованого споживання та соціально відповідальних споживацьких стандартів.



## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамов А.Е. Экономический рост, инвестиции и фондовый рынок / А.Е. Абрамов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.google.com.ua](http://www.google.com.ua) - вільний. – Мова рос.

2. Алиева И.А. Сбережения населения как источник формирования инвестиционного потенциала в условиях экономической трансформации: на материалах Кыргызской Республики: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.01 / Алиева Иноббат Акрамовна; [Место защиты: Кыргызско-рос. славян. ун-т]. - Бишкек, 2008. - 163 с.

3. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2015 р. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_4\\_kv\\_2015.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2015.pdf) - вільний. – Мова укр.

4. Бень Т.Г. Интегральная оценка финансового stanu підприємства /Т.Г. Бень, С.Б. Довбня // Фінанси України. – 2007. – №6. – С. 53-60.

5. Буркальцева Д.Д. Інвестиційні джерела як фактор модернізації економіки України в ринкових умовах (державно-регулятивні засади) [Текст]: дис. канд. екон. наук: 08.00.03 / Буркальцева Діана Дмитрівна ; Інститут законодавства Верховної Ради України. - К., 2008. - 197 с.

6. Ватаманюк О.З. Макроекономічний аналіз заощаджень в економіці України [Текст]: дис. д-ра екон. наук: 08.00.01 / Ватаманюк Остап Зіновійович ; Львівський національний ун-т ім. Івана Франка. - Л., 2007. – 459 с.

7. Вільямсон, О. Економічні інституції капіталізму: фірми, маркетинг, укладання контрактів [Текст] / О. Вільямсон. – К.: Артек, 2001. – 472 с.

8. В Україні за півроку зафіксували 570 нападів і рейдерських захоплень господарств [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://espreso.tv/news/2017/08/21/v\\_ukrayini\\_za\\_pivroku\\_zafiksuvaly\\_570\\_napadiv\\_i\\_reyderskykh\\_zakhoplen\\_gospodarstv](https://espreso.tv/news/2017/08/21/v_ukrayini_za_pivroku_zafiksuvaly_570_napadiv_i_reyderskykh_zakhoplen_gospodarstv) - вільний. – Мова укр.

---

9. Галасюк Віктор, Україна: від проїдання до модернізації [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://obozrevatel.com/blogs/81329-ukraina-vid-proidannya-do-modernizatsii/part2.htm> - вільний. - Мова укр.
10. Гитман Л.Дж. Основы инвестирования / Л.Дж Гитман, М.Д. Джонк. – М.: Дело, 1997. – 1008 с.
11. Глуха Г.Я. Національна економіка: фактори зростання: монографія / Г.Я. Глуха. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2014. – 312 с.
12. Глуха Г.Я. Сучасні імперативи дослідження ролі заощаджень в економічному зростанні / Г.Я. Глуха // Вісник ВІЕМ. – 2014. – №8. – С.94-106.
13. Глухов В.В. Сбережения и инвестиции домашних хозяйств / В.В. Глухов // Финансы и кредит. – 2008. - №19. – С.59-63.
14. Гобсон Дж. Имерализм / Дж. Гобсон // М.: Либроком, 2010. – 288 с.
15. Гриценко А.А. Грошові агрегати / Енциклопедія сучасної України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://esu.com.ua/search\\_articles.php?id=32043](http://esu.com.ua/search_articles.php?id=32043) - вільний. – Мова укр.
16. Громадська думка про права людини в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dif.org.ua/article/gromadska-dumka-pro-prava-lyudini-v-ukraini> - вільний. – Мова укр.
- 
17. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/> - вільний. - Мова укр.
18. Дефицит Пенсионного фонда в 2017 ожидается на уровне 156 млрд. гривен, - Гройсман [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.rbc.ua/rus/news/defitsit-pensionnogo-fonda-2017-ozhidaetsya-1478287869.html](http://www.rbc.ua/rus/news/defitsit-pensionnogo-fonda-2017-ozhidaetsya-1478287869.html). – вільний. – Мова рос.
19. Джозеф Стиглиц об економике [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://economistua.com/djozef-shtiglic-ob-ekonomike/> - вільний. Мова рос.
20. Економічний розвиток: взаємозв'язок мікро-, макро- та мегарівнів: монографія / А.О. Задоя, С.В. Кузьмінов, Г.Я. Глуха, Е.М. Лимонова, А.С. Магдич,

Ю.Ю. Хватов. - Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2014. – 204 с.

21. Задоя А.О. Засади державного регулювання балансування заощаджень та інвестицій / А.О. Задоя, О.А. Задоя // Конкурентоспроможність національної економіки: матеріали XVII Міжнародної науково-практичної конференції, 5-6 жовтня 2017 р. – Київ: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2017. – С. 269-273.

22. Задоя О.А. Мотиви та стимули заощаджень: мікроекономічний підхід / А.О. Задоя, О.А. Задоя // Науковий вісник Дипломатичної академії України. Зовнішня політика і дипломатія: традиції, тренди, досвід. Серія «Економічні науки». – 2016. – Вип. 23. Ч. III. – С. 177-182.

23. Задоя О.А. Вплив держави на інституційні чинники трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXII Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 22 березня 2017 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. – С. 35-37.

24. Задоя О.А. Вплив держави на формування наявного доходу / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXIII Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 13 грудня 2017 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. – С. 70-72.

25. Задоя О.А. Державне регулювання трансформації заощаджень в інвестиції: методологічні засади / О.А. Задоя // Розвиток форм та методів сучасного менеджменту, економіки і права в умовах глобалізації: тези доповідей 4-ї Міжнародної науково-практичної конференції, 5-7 квітня 2016 р. – Дніпропетровськ: Видавництво «Свідлер А.Л.», 2016. – Т. 1.– С. 118-121.

26. Задоя О.А. Доходний цикл та варіанти трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Економічний Нобелівський вісник. – 2016. - №1 (9). – С. 114-124.

27. Задоя О.А. Інститути спільного інвестування в Україні як інструмент трансформації заощаджень у інвестиції / О.А. Задоя // Стратегії та інновації: актуальні управлінські практики: матеріали I науково-практичної конференції, 21 квітня 2016 р. – Кривий Ріг: Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського, 2016. – С. 278-280.

28. Задоя О.А. Проблеми та перспективи розвитку страхового бізнесу в Україні / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XV Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених і студентів, 12 грудня 2013 р. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2013. – С. 37-39.

29. Задоя О.А. Прямі інвестиційне використання заощаджень їх власниками: переваги та недоліки / О.А. Задоя // Науковий вісник Миколаївського національного університету імені В.О. Сухомлинського. – 2016. – №2 (7). – С. 89-93.

30. Задоя О.А. Прямі інвестиційне використання заощаджень їх власниками: переваги та недоліки / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 14 грудня 2016 р. – Дніпро: – Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2016. – С. 78-80.

31. Задоя О.А. Рівновага заощаджень та інвестицій у відкритій економіці / О.А. Задоя // Європейський вектор економічного розвитку. – 2015. – №2 (19). – С. 76-84.

32. Задоя О.А. Роль пенсійного страхування у трансформації заощаджень домогосподарств у інвестиції / О.А. Задоя // Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика: матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції, 25-26 травня 2016 р. – Луцьк: Вежа-Друк, 2016. – С. 111-113.

33. Задоя О.А. Роль фінансових посередників у трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Стратегічно-інноваційний розвиток суб'єктів економічної системи в умовах глобалізації: матеріали I Міжнародної науково-

практичної Інтернет-конференції, 16-18 листопада 2016 р. – Кременчук: Кременчуцький національний університет імені Михайла Остроградського, 2016. – С.123-125.

34. Задоя О.А. Співвідношення заощаджень та інвестицій і економічна циклічність / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 23 березня 2016 р. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2016. – С. 30-32.

35. Задоя О.А. Споживання та заощадження домогосподарств: доходні та недоходні фактори / О.А. Задоя // Академічний огляд. – 2016. – №1 (44). – С. 13-21.

36. Задоя О.А. Трансформація заощаджень в інвестиції: розриви та шляхи їх подолання / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XIX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 16 грудня 2015 р. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2015. – С. 62-63.

37. Задоя О.А. Фіскальні та монетарні інструменти державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Стратегічні імперативи розвитку туризму та економіки в умовах глобалізації: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 30-31 березня 2017 р. – Запоріжжя: Запорізький національний технічний університет, 2017. – Т. 2. – С. 195-197.

38. Задоя О. Формування інституційного середовища трансформації заощаджень в інвестиції / О. Задоя, Г. Глуха // Трансформаційні процеси в економіці України: глобальні та регіональні аспекти: матеріали II Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених, аспірантів та студентів, 24 листопада 2017 р. – Львів: ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долишнього НАН України», Інститут економіки і менеджменту НУ «Львівська політехніка», Науково-навчальний комплекс «Економосвіта», 2017. – С. 52-55.

39. Задоя О.А. Функціональна структура заощаджень домогосподарств / О.А. Задоя // Вісник Львівського торговельно-економічного університету: зб. наук. праць. Економічні науки. – 2017. – Вип. 52. – С.149-155.

40. Задоя О.А. Цільові установки реалізації державної політики регулювання трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Академічний огляд. – 2017. – №1 (46). – С.5-13.

41. Закон України «Про державний бюджет України на 2010 рік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/T102154.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T102154.html) – вільний. – Мова укр.

42. Закон України «Про державний бюджет України на 2015 рік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/80-19> – вільний. – Мова укр.

43. Закон України «Про державний бюджет України на 2016 рік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/928-191> – вільний. – Мова укр.

44. Закон України «Про державний бюджет України на 2017 рік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/ru/1801-19> – вільний. – Мова укр.

45. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» від 09.07.2003 № 1058-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1058-15> - вільний. – Мова укр.

46. Захарін С.В. Інвестиційне забезпечення інноваційно-технологічного розвитку економіки [Текст]: [монографія] / С. В. Захарін ; Київ. нац. ун-т технологій та дизайну. - К. : КНУТД, 2011. - 344 с.

47. Значення облікової ставки НБУ з 1993 по 2017 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://bank-ua.com/%D0%9E%D0%B1%D0%BB%D1%96%D0%BA%D0%BE%D0%B2%D0%B0\\_%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2%D0%BA%D0%B0\\_%D0%9D%D0%91%D0%A3](http://bank-ua.com/%D0%9E%D0%B1%D0%BB%D1%96%D0%BA%D0%BE%D0%B2%D0%B0_%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2%D0%BA%D0%B0_%D0%9D%D0%91%D0%A3) - вільний. – Мова укр.

48. Інноваційна Україна 2020: національна доповідь / за заг. ред. В.М. Гейця та ін.; НАН України. – К., 2015. – 336 с.

49. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / Под ред. д-ра экон. наук А.А. Гриценка. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.

---

50. Канівська ГАЕС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://uge.gov.ua/stations/kanev\\_psp/](http://uge.gov.ua/stations/kanev_psp/) – вільний. – Мова укр.

51. Капітальні інвестиції у січні-грудні 2016 року / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ukrstat.gov.ua/express/expres\\_u.html#101](http://www.ukrstat.gov.ua/express/expres_u.html#101) – вільний. – Мова укр.

52. Карковська В.Я. Трансформація заощаджень в інвестиції національної економіки [Текст] /В.Я. Карковська: Автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.03 / Карковська Вероніка Ярославівна ; Нац. ун-т "Львів. політехніка". - Л., 2011. – 13 с.

53. Кваснюк Б.Е. Воспроизводственные процессы в Украине и направления сотрудничества с Россией / Б.Е. Кваснюк // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2008. – С.14-22.

54. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т./ Сопред. редкол. Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов, Т. IV. Век глобальных трансформаций / Отв. ред. Ю.Я. Ольсевич. – М.: Мысль, 2004. – С.139-168.

55. Клейнер Г. Б. Эволюция институциональных систем / Г. Б. Клейнер. – М.: Наука. 2004. – 240 с.

56. Корнаи Я. Честность и доверие в переходной экономике [Текст] / Янош Корнаи // Вопросы экономики. – 2003. - №9. – С.4-17.

57. Коуз, Рональд Х. Институциональная структура производства / Нобелевская лекция 9 декабря 1991 г. В кн.: Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т./ Сопред. редкол. Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов. Т.V. В 2 кн. Всемирное признание: Лекции нобелелвских лауреатов / Отв. ред. Г.Г. Фетисов. Кн.1. – М.: Мысль, 2004. – С.676 – 687.

---

58. Коцюрубенко Г. Залучення заощаджень домогосподарств України до фінансового ринку: сучасні реалії / Г. Коцюрубенко // Науковий вісник [Одеського національного економічного університету]. - 2014. - № 7. - С. 48-58.

---

59. Кривошеева-Медянцева Д. Д. Доверие как фактор экономического развития: исследование с позиции институциональной экономической теории / Д.Д. Кривошеева-Медянцева // Terra Economicus. - № 2-2. - Том 1. - 2013.

60. Кудінова А.В. Відносини споживання в парадигмі глобальної політичної економії / Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.01 – Економічна теорія та історія економічної думки. – ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», 2016. – 31 с.

61. Кудінова А.В. Зміни в структурі споживання як чинник економічної циклічності та розвитку / А.В. Кудінова // Вчені записки: зб. наук. пр. – 2013. - №14. – С.14-21.

62. Кудінова А.В. Трансформація відносин споживання в глобальній економіці / А.В. Кудінова . – Київ: КНЕУ, 2015. – 284 с.

63. Кузина О. Сберегательные стратегии среднего класса // В кн.: Российский средний класс: анализ структуры и финансового поведения. – М.: Экон-Информ, 2009. – С.101-146.

64. Лист ДФС України від 28.01.2016 №2784/7/99-99-19-02-02-17 "Про вартість необоротних активів для цілей нарахування амортизації відповідно до п.138.3 ст.138 Податкового кодексу України" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sfs.gov.ua/zakonodavstvo/podatkove-zakonodavstvo/listi-dps/66227.html> - вільний. – Мова укр.

65. Литвиненко Н.І. Інституціональні складові соціально-економічного розвитку країни: монографія / Н.І. Литвиненко. – Д.: НГУ, 2015. – 310 с.

---

66. Либанова Э. «За чертой бедности живет около 40% украинцев» [Электронный ресурс]. – Режим доступу:



[http://ru.golos.ua/ekonomika/e\\_libanova\\_zh\\_chertoy\\_bednosti\\_jivet\\_okolo\\_40\\_ukraints\\_ev\\_54](http://ru.golos.ua/ekonomika/e_libanova_zh_chertoy_bednosti_jivet_okolo_40_ukraints_ev_54) – вільний. – Мова рос.

67. Лодердейл Д. Исследование природы и начала общественного богатства, с присовокуплением средств и причин увеличения оногo / Дж. Лодердейл // М.: Знание, 2004. – 247 с.

68. Лукинов И.И. Эволюция экономических систем / И.И. Лукинов. - М.: Изд-во «Экономика», 2002. - 567 с.

69. Мальтус Т. Опыт о законе народонаселения// Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т./ Сопред. редкол. Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов, Т. I. От зари цивилизации до капитализма / Отв. ред. Г.Г. Фетисов. – М.: Мысль, 2004. – 718 с.

70. Манжура О. В. Зарубіжний досвід структурно-інвестиційного розвитку економіки: перспективи для України / О. В. Манжура // Інвестиції: практика та досвід. - 2017. - № 5. - С. 5-9.

71. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т1. / К. Маркс. – М.: Политиздат, 1969. – 907 с.

72. МВФ оценил потери Украины от коррупции в 2% ВВП [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://lb.ua/economics/2017/11/03/381007\\_mvf\\_otseuil\\_poteri\\_ukraini.html](https://lb.ua/economics/2017/11/03/381007_mvf_otseuil_poteri_ukraini.html) - вільний. – Мова рос.

73. Методичні рекомендації з бухгалтерського обліку основних засобів суб'єктів державного сектору [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <https://buhgalter.com.ua/zakonodavstvo/metod-recomendacii-buhobliku-subjektiv-derjavnogo-sektoru/metodichni-rekomendatsiyi-z-bo-osnovnih-zasobiv/> - вільний. – Мова укр.

74. Методичні рекомендації щодо складання рахунків перерозподілу доходу в натурі та використання доходу за інституційними секторами економіки [Електронний ресурс]. – Режим доступа: [http://www.ukrstat.gov.ua/metod\\_polog/metod\\_doc/nr/nr\\_14.pdf](http://www.ukrstat.gov.ua/metod_polog/metod_doc/nr/nr_14.pdf) - вільний. - Мова укр.

75. Мітал О. Г. Вплив державної антикризової політики на інвестиційну поведінку населення в кризових умовах / О. Г. Мітал // Інвестиції: практика та досвід. - 2016. - № 6. - С. 92-95.

76. Милль Д. Основы политической экономии// Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т./ Сопред. редкол. Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов, Т. І. От зари цивилизации до капитализма / Отв. ред. Г.Г. Фетисов. – М.: Мысль, 2004. – 718 с.

77. Минфин [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://index.minfin.com.ua/bank/stat/count.php> – вільний. – Мова рос.

78. Модильяни Ф. Жизненный цикл, личные сбережения и богатство нации // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т./ Сопред. редкол. Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов, Т. V. Всемирное признание. Лекции нобелевских лауреатов/ Отв. ред. Г.Г.Фетисов. – М.: Мысль, 2004. – С.529-560.

79. Моліна О.В. Інтелектуальний потенціал регіону як джерело та міра його інноваційності / О.В. Моліна // Проблеми науки. — 2012. — № 5. — С. 9-15.

80. НАБУ почало перевірку 20 чиновників, які задекларували великі суми готівки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [nabu.gov.ua/ukr/ukraine/politics/nabu-pochalo-perevirku-20-chinovnikiv-jaki-zadeklaruvali-veliki-sumi-gotivki-261668.html](http://nabu.gov.ua/ukr/ukraine/politics/nabu-pochalo-perevirku-20-chinovnikiv-jaki-zadeklaruvali-veliki-sumi-gotivki-261668.html) – вільний. – Мова укр.

81. Надточій А.О. Причини зовнішньої трудової міграції та оцінка її наслідків для економіки України / А.О. Надточій //Державне регулювання процесів економічного і соціального розвитку. – 2015. – №1. – С.1-8.

---

82. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ssmc.gov.ua/fund/analytics](http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics) - вільний. – Мова укр.

83. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://nfp.gov.ua/content/informaciya-pro-stan-i-rozvitok.html> - вільний. – Мова укр.

84. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=5802143](http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=5802143) – вільний. – Мова укр.

85. Національний банк України: грошова та кредитна статистика. Грудень 2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=44431925> - вільний. – Мова укр.

86. Национальный статистический комитет Республики Беларусь [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.belstat.gov.by/> - вільний. – Мова рос.

87. Норт, Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки [Текст] / Д. Норт; пер. з англ. І Дзюб. – К.: Основи, 2000. – 198 с.

88. Носова Є. Заощадження домогосподарств як джерело інвестиційних ресурсів в Україні / Є. Носова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2015. - № 2 (167). – С. 73-80.

89. Нуриева Е.А. Сбережения населения. Страхование [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://nurievaelena.ru/index.php?option=com\\_content&view=article&catid=1%3A-1-&id=11%3A2012-11-22-15-31-16&Itemid=3](http://nurievaelena.ru/index.php?option=com_content&view=article&catid=1%3A-1-&id=11%3A2012-11-22-15-31-16&Itemid=3) – вільний. – Мова рос.

90. Парадокси банківської системи: чому не дешевшають кредити? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dw.com/uk/> - вільний. – Мова укр.

91. Пасажко Т. С. Роль фінансово-кредитного ринку в трансформації заощаджень населення в інвестиційні ресурси економіки / Т. С. Пасажко // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: збірник наукових праць / ред. кол. : І. Д. Пасічник, О. І. Дем'янчук. – Острого: Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2015. – Випуск 28. – С. 134–139.

92. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом / А.А. Пересада - К.: Лібра, 2002.- 472 с.

93. Петренко Я.В. Трансформація приватних заощаджень в інвестиції в транзитивній економіці [Текст] : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.01 / Петренко

Ярослав Володимирович; Донбас. держ. машинобуд. акад. - Краматорськ, 2009. - 179 арк. - Бібліогр.: арк. 150-173.

94. Пилипенко Г.М. Інституційні чинники співвідношення державної та ринкової координації економічної діяльності [Текст]: монографія / Г.М. Пилипенко. – Д. НГУ, 2012. – 293 с.

---

95. Пигу А. Экономическая теория благосостояния / А. Пигу // М.: Прогресс, 2009. – 617 с.

96. Погоріла Л.М. Зміна типів споживання як фактор соціально-економічного розвитку / Л.М. Погоріла // Економіка: проблеми теорії та практики: зб. наук. пр. – Дніпропетровськ, ДНУ, 2007. – вип. 227: у 3 т. – Т. III. – С.884-895.

97. Погоріла Л.М. Ключові фактори і принципи соціально-відповідального споживання / Л.М. Погоріла // Бізнес інформ. – 2015. - №2. – С. 30-34.

98. Податковий кодекс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2755-17> - вільний. – Мова укр.

---

99. Покотило Т.В. Форми, методи та інструментарій державного регулювання інвестиційної діяльності на регіональному рівні / Т.В. Покотило // Актуальні проблеми державного управління: зб. наук. пр. – Х. : Вид-во ХарPI НАДУ “Магістр”, 2009. – № 2 (36). - С.186-192.

100. Поручник А.М. Моделювання структури індивідуального споживання: міжнародні стандарти та вітчизняні реалії / А. М. Поручник, Д. В. Верба, А. В. Кудінова // Науковий вісник Дипломатичної академії України. - 2015. - Вип. 22(3). - С. 24-39.

101. Постанова Кабінету Міністрів України від 17.08.2001 №1211 «Про затвердження напрямів інвестування галузей економіки за рахунок коштів страхових резервів» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1211-2002-%D0%BF> - вільний. – Мова укр.

102. Поступления в местные бюджеты увеличились на треть - до 72 миллиардов [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<https://economics.unian.net/finance/1966384-postupleniya-v-mestnyie-byudjetyi-uvlichilis-na-tret-do-72-milliardov.html> - вільний. – Мова рос.

103. Примостка Л.О. Заощадження населення України: формування та залучення в банки: монографія [Електронний ресурс] / Л. О. Примостка, В. Г. Шевалдіна. — К.: КНЕУ, 2014. — 234 с.

104. Про встановлення державних соціальних стандартів у сфері житлово-комунального обслуговування / Постанова Кабінету міністрів України від 6 серпня 2014 р. № 409 [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/409-2014-%D0%BF> - вільний. – Мова укр.

105. Про затвердження Змін до деяких нормативно-правових актів Міністерства фінансів України з бухгалтерського обліку: Наказ Міністерства фінансів України від 25.11.2014 №1163 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1603-14> - вільний. – Мова укр.

106. Проект Основних напрямів бюджетної політики на 2018—2020 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=62047](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62047) - вільний. – Мова укр.

107. Райзберг Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. Под. общ. ред. Б. А. Райзберга. – М.: Инфра-М, 2008. – 512 с.

108. Рамський А.Ю. Заощадження населення як інвестиційний ресурс економіки [Текст] : [монографія] / А. Ю. Рамський; Київ. нац. ун-т технологій та дизайну. - К. : КНУТД, 2011. - 190 с.

109. Рамський А.Ю. Формування інвестиційних ресурсів економіки на основі заощаджень населення [Текст] : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 - Економіка та управління національним господарством : захищена 01.06.2010 / А. Ю. Рамський ; КНУТД. - К. : КНУТД, 2010. - 218 арк.

110. Рамський А.Ю. Формування системи забезпечення державних гарантій на інвестиційний продукт / А.Ю. Рамський // Інвестицій: практика та досвід. – 2015. - №24. С.23-27.

111. Рівень довіри українців до влади – один з найнижчих в Європі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://tyzhden.ua/News/72023> - вільний. – Мова укр.

---

112. Сосновський В.Г. Вплив інвестицій та надання кредитів на економічне зростання України / В.Г. Сосновський, А.С. Жилун // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць. – 2011. – Вив 1 (10). - С. 256-261.

113. Ставлення громадян України до суспільних інститутів, електоральні орієнтації / Результати соціологічного дослідження [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://razumkov.org.ua/uploads/socio/Press0417.pdf>- вільний. – Мова укр.

---

114. Тарасюк М.В. Роль та особливості функціонування фінансів домогосподарств у ринковій економіці / М.В. Тарасюк // Інноваційна економіка. – 2013. - №9 (47). – С.11-16.

115. Тіньова економіка в Україні: масштаби та напрями подолання : аналітична доповідь / Тетяна Анатоліївна Тишук, Юрій Михайлович Харазішвілі, Олег Валерійович Іванов, Ю.І. Прилипко, інш. ; За ред. Ярослав Анатолійович Жаліло . – Київ : Видавництво Національного інституту стратегічних досліджень, 2011 . – 90 с.

116. Уильямсон, О.И. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, «отношенческая» контракция. – СПб.: Лениздат, 1996. – С. 702 с.

---

117. Україна: Утвердження незалежної держави (1991-2001) / Н.П. Барановська, В.Ф. Верстюк, Степан Васильович Віднянський, М.С. Герасимчук; Відп. ред. В.М. Литвин . – Київ : Альтернативи, 2001 . – 704 с.

118. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/analituaib.html>- вільний. – Мова укр.

119. УкрМедіа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [ukr.media/politics/235819/](http://ukr.media/politics/235819/) - вільний. – Мова укр.

120. Уровень теневой экономики в 2016 году уменьшился на 6% [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://kontrakty.ua/article/103890> - вільний. – Мова рос.

121. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/accounts/](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/) - вільний. – Мова рос.

122. Фишер И. Покупательная сила денег / И. Фишер // М.: Дело, 2001. – 198 с.

123. Фомішина В.М. Заощаджувально-інвестиційний потенціал приватного сектора економіки України / В.М. Фомішина // Вісник Дніпропетровського університету. – 2009. - №1 (3). – С.16-22.

124. Фомішина В.М. Споживання і заощадження в економічному розвитку України [Текст]: монографія / Фомішина В. М. - Херсон: Олді-плюс, 2012. - 442 с.

125. Фомішина В.М. Споживання і заощадження в інноваційній парадигмі соціально-економічного розвитку / В.М. Фомішина // Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки. – 2010. – Вип.1. – С.25-31.

126. Фомішина В. М. Управління заощадження у відтворенні основного капіталу національної економіки / В. М. Фомішина // Економічні інновації. - 2013. - Вип. 54. - С. 336-343.

127. Фомішина В. М. Управління потенціалом споживання і заощадження в розвитку економічних систем [Текст] : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.03 / Фомішина Віра Миколаївна ; Центр. спілка спожив. т-в України, Львів. комерц. акад. - Л., 2012. - 40 с.

128. Хансен, Э. Экономические циклы и национальный доход [Текст]: сочинения / Э. Хансен. – М.: Мирра, 1959. – 350 с.

129. Хикс, Джон. Теория экономической истории. Пер. с англ. 2-е стереотип, изд. / Общ. ред. и вступ. ст. Р.М. Нуреева - М.: НП «Журнал Вопросы экономики», 2006. — 224 с.

130. Цивільний кодекс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/435-15> - вільний. – Мова укр.

---

131. Шумпетер Й. История экономического анализа / Й. Шумпетер . Т.2. - СПб: Экономическая школа, 2001. – 840 с.

132. Attanasio O. A. (1993), Cohort analysis of saving behavior by U.S. households. NBER Working paper 4454, Sept.

133. Barro, Robert J.; Redlick, Charles J. (2011), "Macroeconomic effects from government purchases and taxes". Quarterly Journal of Economics (Oxford Journals) 126 (1): 51–102.

134. Browning M., Lusardi A. Household saving: micro theories and macro facts, Journal of Economic Literature, Vol. XXXIV (December 1996), pp.1797-1855.

135. Centrala statistikas parvalde [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [ata.csb.gov.lv/pxweb/en/ekfin/ekfin\\_\\_isterm\\_\\_ikp/IK10\\_0090c.px/table/tableViewLayout1/?rxid=a79839fe-11ba-4ecd-8cc3-4035692c5fc8](http://ata.csb.gov.lv/pxweb/en/ekfin/ekfin__isterm__ikp/IK10_0090c.px/table/tableViewLayout1/?rxid=a79839fe-11ba-4ecd-8cc3-4035692c5fc8) – вільний. Мова англ.

136. Clements, K. W., Wu, Y., & Zhang, J. (2006), Comparing international consumption patterns, Empirical Economics, 31(1), 1-30.

137. Czech Statistical Office. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.czso.cz/csu/czso/home> - вільний. - Мова англ.

138. Davis, L. (1971) Institutional Change and American Economic Growth [Text] / L. Davis, D. North. – Cambridge.

139. Doing Business [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://russian.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/ukraine> - вільний. – Мова рос.

---

140. Duesenberry, James S. (1949), Income, Saving, and the Theory of Consumer Behavior, Harvard University, Press: Cambridge, Massachusetts. 128 p.

141. Friedman, M. (2002), Capitalism and Freedom, Kindle Edition, University of Chicago Press, Chicago, 208 p.

142. Fushfeld, Daniel R. (2002), The Neoclassical Synthesis, The Age of the Economist (9th ed.), Boston: Addison-Wesley, pp. 198–201.



143. Geoff Riley, AS Macro Key Term: Real Disposable Income [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.tutor2u.net/economics/blog/as-macro-key-term-real-disposable-income> - вільний. Мова англ.

144. Gregory P., Manouchehr M. & Wolfram S. (1999), "Do Russians Really Save That Much: Alternate Estimates from the Russian Longitudinal Monitoring Survey," *The Review of Economics and Statistics*, November, 81 (4): 694-703.

145. Gross Saving [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.un.org/esa/sustdev/natlinfo/indicators/methodology\\_sheets/econ\\_development/gross\\_saving.pdf](http://www.un.org/esa/sustdev/natlinfo/indicators/methodology_sheets/econ_development/gross_saving.pdf) - вільний. Мова англ.

146. International Monetary Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/country/UKR/index.htm> - вільний. – Мова англ.

147. Kaldor, Nicholas (1961), Capital Accumulation and Economic Growth, in F. A. Lutz and D. C. Hague, editors, *The Theory of Capital*, New York: St. Martin's Press, pp. 177-222.

148. Kholod B. Exchange rate and its impact on foreign economic activity / B. Kholod, A. Zadoia // *Review of General Management*. – 2009.- Volume 10.- Issue 2. – P. 18-36.

149. Kravchuk K. Influence of Labour Migration on the Economy of Ukraine [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://4liberty.eu> - вільний. – Мова англ.

150. Leibenstein H (1950), Bandwagon, Snob, and Veblen Effects in the Theory of Consumers' Demand // *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 64, No. 2 (May). Pp. 183-207.

151. Lintner, J. (1981), Allowance of rates of return on public utility equities: The theory of optimal rate of return regulation of utilities and the double leverage controversy, Harvard University.

152. Ministry of Finance: Republic of Poland [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mf.gov.pl/ko/ministry-of-finance/state-budget/revenue-expenditure-deficit-execution/1138> – вільний. – Мова англ.

153. Modigliani, F., Brumberg, R. (1954), *Utility Analysis and the Consumption Function*, In Kenneth Kurihara, ed., *Post-Keynesian Economics*. New Brunswick: Rutgers University Press.

154. OECD: Data [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://data.oecd.org/hha/household-disposable-income.htm> – вільний. – Мова англ.

155. OECD Pensions Outlook 2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Highlights-2016-Pensions-Outlook.pdf> - вільний. – Мова англ.

156. Oxley, J.E. *Institutional environment and the mechanism of governance: alliances* [Text] / J.E. Oxley // *Journal of Economic Behavior & Organization*. – 1999. – N 38. – P. 283 – 309.

157. Seale, J. L., & Regmi, A. (2006). *Modelling international consumption patterns*, *Review of Income and Wealth*, 52(4), 603-624.

158. Selvanathan, S. (2012), *A system-wide analysis of international consumption patterns* (Vol. 29). Springer Science & Business Media.

159. Sharpe F. William, Gordon J. Alexander, Bailey Jeffrey (1999), *Investments*, Prentice-Hall, 962 p.

160. Sharpe, William, F. (2006), *Investors and Markets*, Princeton University Press.

161. Smriti Chand. *Equilibrium Relations between Income, Saving and Investment* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.yourarticlelibrary.com/economics/money/equilibrium-relations-between-income-saving-and-investment/25615/> - вільний. - Мова англ.

162. Sraffa, Piero (1960), *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge University Press.

163. Solow R.M. *Technical Change and the Aggregate Production Function* // *The Review of Economics and Statistics*. — 1957. — August Vol.39, No.3. — P. 312-320.

164. Statistica Moldovei [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://statbank.statistica.md/pxweb/pxweb/en/40%20Statistica%20economica/40%20St>

atistica%20economica\_\_13%20CNT\_\_CNT020/CNT020300.px/table/tableViewLayout1/?rxid=b2ff27d7-0b96-43c9-934b-42e1a2a9a774 – вільний. - Мова англ.

165. Stiglitz, Joseph E. (2015). The great divide: unequal societies and what we can do about them. New York: W.W. Norton & Company.

166. Stiglitz, Joseph E. (January 2013). "The post-crisis crises". CFO Insight Magazine. Euro Treasurer.

167. The World Bank. [Електронний ресурс]. Режим доступу - <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.МКТР.KD.ZG?page=6> - вільний. – Мова англ.

168. The World Factbook [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/up.html> - вільний. – Мова англ.

169. Zadoia O.A. Transformation of savings into investments: role of financial intermediaries / O.A. Zadoia// Науковий вісник НГУ. – 2017. – №2 (158). – С. 165-170.

---

## ДОДАТКИ

## Додаток А

Темпи приросту ВВП (у відсотках до попереднього року)\*

Країни	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Алжир	3,82	3,01	5,61	7,20	4,30	5,91	1,68	3,37	2,36
Аргентина	-0,79	-4,41	-10,89	8,84	9,03	8,85	8,05	9,01	4,06
Вірменія	5,90	9,56	13,19	14,04	10,47	13,87	13,20	13,75	6,90
Австралія	3,87	1,93	3,85	3,07	4,15	3,20	2,98	3,75	3,70
Бразилія	4,11	1,39	3,05	1,14	5,76	3,20	3,96	6,07	5,09
Камерун	4,17	4,51	4,01	4,03	3,70	2,30	3,22	3,26	2,88
Канада	5,18	1,77	3,01	1,80	3,09	3,20	2,62	2,06	1,00
Китай	8,49	8,34	9,13	10,04	10,11	11,40	12,72	14,23	9,65
Чехія	4,29	3,05	1,65	3,60	4,95	6,44	6,88	5,53	2,71
Єгипет	5,37	3,54	2,37	3,19	4,09	4,48	6,85	7,09	7,16
Франція	3,88	1,95	1,12	0,82	2,79	1,61	2,37	2,36	0,20
Грузія	1,84	4,81	5,47	11,06	5,86	9,60	9,38	12,34	2,31
Німеччина	2,96	1,70	0,00	-0,71	1,17	0,71	3,70	3,26	1,08
Індія	3,84	4,82	3,80	7,86	7,92	9,28	9,26	9,80	3,89
Індонезія	4,92	3,64	4,50	4,78	5,03	5,69	5,50	6,35	6,01
Японія	2,78	0,41	0,12	1,53	2,20	1,66	1,42	1,65	-1,09
Корея	8,92	4,53	7,43	2,93	4,90	3,92	5,18	5,46	2,83
Нідерланди	4,24	2,12	0,10	0,28	2,03	2,16	3,52	3,70	1,70
Нова Зеландія	2,90	3,45	4,67	4,56	3,95	3,30	2,80	2,89	-1,12
Нікарагуа	4,10	2,96	0,75	2,52	5,31	4,28	3,80	5,08	3,44
Нігерія	5,32	4,41	3,78	10,35	33,74	3,44	8,21	6,83	6,27
Норвегія	3,21	2,09	1,44	0,92	3,96	2,62	2,40	2,93	0,38
Парагвай	-2,31	-0,83	-0,02	4,32	4,06	2,13	4,81	5,42	6,36
Польща	4,56	1,25	2,04	3,56	5,14	3,49	6,18	7,03	4,25
Іспанія	5,29	4,00	2,88	3,19	3,17	3,72	4,17	3,77	1,12
Швейцарія	3,95	1,45	0,14	0,05	2,84	3,04	4,01	4,14	2,28
Туреччина	6,64	-5,96	6,43	5,61	9,64	9,01	7,11	5,03	0,85
Україна	5,90	9,20	5,20	9,40	12,10	2,70	7,30	7,90	2,30
Велика Британія	3,74	2,73	2,40	3,47	2,53	2,97	2,50	2,56	-0,63
США	4,09	0,98	1,79	2,81	3,79	3,35	2,67	1,78	-0,29

\* Розраховано за: [167, 168]

## Продовження Додатку А

Країни	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Середнє значення
Алжир	1,63	3,63	2,89	3,37	2,77	3,79	3,76	3,69
Аргентина	-5,92	10,13	6,00	-1,03	2,41	-2,51	2,65	2,72
Вірменія	-14,15	2,20	4,70	7,20	3,30	3,60	3,00	6,92
Австралія	1,81	2,01	2,37	3,63	2,57	2,61	2,42	3,00
Бразилія	-0,13	7,53	3,97	1,92	3,00	0,50	-3,77	2,93
Камерун	1,93	3,27	4,14	4,59	5,56	5,93	5,77	3,96
Канада	-2,95	3,08	3,14	1,75	2,48	2,57	0,94	2,17
Китай	9,40	10,64	9,54	7,86	7,76	7,30	6,90	9,59
Чехія	-4,84	2,30	2,00	-0,80	-0,48	2,72	4,54	2,78
Єгипет	4,67	5,15	1,78	2,22	2,19	2,92	4,37	4,21
Франція	-2,94	1,97	2,08	0,18	0,58	0,95	1,07	1,31
Грузія	-3,65	6,25	7,22	6,35	3,39	4,62	2,88	5,61
Німеччина	-5,62	4,08	3,66	0,49	0,49	1,60	1,72	1,27
Індія	8,48	10,26	6,64	5,46	6,39	7,51	8,01	7,08
Індонезія	4,63	6,22	6,17	6,03	5,56	5,01	4,88	5,31
Японія	-5,42	4,19	-0,12	1,50	2,00	0,34	1,22	0,90
Корея	0,71	6,50	3,68	2,29	2,90	3,34	2,79	4,27
Нідерланди	-3,77	1,40	1,66	-1,06	-0,19	1,42	1,95	1,33
Нова Зеландія	-0,30	1,53	2,27	2,25	2,45	3,40	2,43	2,59
Нікарагуа	-3,29	4,41	6,32	6,50	4,93	4,79	4,85	3,80
Нігерія	6,93	7,84	4,89	4,28	5,39	6,31	2,65	7,54
Норвегія	-1,62	0,60	0,97	2,75	1,00	1,92	1,61	1,70
Парагвай	-3,97	13,09	4,34	-1,24	14,04	4,72	2,96	3,62
Польща	2,82	3,61	5,02	1,61	1,39	3,28	3,84	3,69
Іспанія	-3,57	0,01	-1,00	-2,93	-1,71	1,38	3,20	1,67
Швейцарія	-2,13	2,95	1,80	1,05	1,78	2,00	0,84	1,89
Туреччина	-4,70	8,49	11,11	4,79	8,49	5,17	6,06	5,23
Україна	-14,80	4,20	5,47	0,24	-0,03	-6,55	-9,77	2,55
Велика Британія	-4,33	1,92	1,51	1,31	1,91	3,07	2,19	1,87
США	-2,78	2,53	1,60	2,22	1,68	2,37	2,60	1,95

## Додаток Б

Питома вага валових капітальних нагромаджень у ВВП (у відсотках)\*

Країни	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Алжир	23,56	26,84	30,65	30,34	33,26	31,66	30,17	34,47	37,35
Аргентина	16,19	14,18	11,96	15,14	17,55	18,89	18,68	20,10	19,57
Вірменія	18,64	19,76	21,67	24,26	24,88	30,47	35,91	37,78	40,87
Австралія	26,28	23,42	24,40	25,93	27,06	27,43	27,66	27,85	29,13
Бразилія	18,90	18,74	17,45	16,86	17,91	17,20	17,82	19,82	21,62
Камерун	16,72	20,31	19,79	17,50	18,91	19,07	16,82	17,31	18,22
Канада	20,68	19,74	19,81	20,54	21,46	22,70	23,66	23,97	24,13
Китай	34,43	36,42	37,08	40,63	42,89	41,39	40,93	41,46	43,27
Чехія	31,50	31,62	30,21	29,17	29,39	29,17	30,10	32,13	31,12
Єгипет	19,55	18,26	18,00	16,89	16,94	17,98	18,73	20,85	22,39
Франція	22,39	22,07	21,23	21,10	21,80	22,38	23,17	24,11	24,09
Грузія	26,58	30,33	28,50	31,32	31,91	33,49	30,86	32,06	25,96
Німеччина	23,92	22,31	19,92	19,69	19,12	18,81	19,77	20,75	20,86
Індія	27,04	27,02	27,58	29,90	36,57	38,62	39,74	42,48	38,23
Індонезія	22,25	22,54	21,40	25,60	24,06	25,08	25,40	24,92	27,82
Японія	27,31	26,56	24,66	24,40	24,35	24,75	24,75	24,48	24,55
Корея	32,94	31,56	30,94	32,01	32,12	32,16	32,70	32,58	33,02
Нідерланди	23,04	22,83	21,23	20,81	20,68	20,91	21,51	22,25	22,35
Нова Зеландія	22,03	22,95	22,75	24,13	25,28	25,42	23,75	24,75	22,68
Нікарагуа	26,65	24,31	22,43	22,25	24,11	25,89	28,25	31,30	33,60
Нігерія	7,03	7,59	7,02	9,91	7,40	5,47	8,27	9,26	8,33
Норвегія	21,74	20,48	20,47	19,58	21,66	22,59	24,17	27,29	26,02
Парагвай	15,77	15,75	15,06	16,98	16,63	17,02	17,14	15,77	16,44
Польща	24,63	20,56	18,45	18,83	20,23	19,91	21,70	25,21	24,66
Іспанія	26,58	26,57	26,90	27,82	28,75	30,02	31,30	31,34	29,60
Швейцарія	25,01	25,04	23,50	23,15	21,53	24,03	25,05	24,07	25,42
Туреччина	23,80	18,14	21,24	22,47	25,21	27,03	29,57	28,71	28,94
Україна	19,63	21,76	20,15	21,97	21,13	22,58	24,76	26,65	27,94
Велика Британія	18,80	18,38	18,29	17,84	17,49	17,66	18,03	18,50	17,35
США	23,57	22,05	21,58	21,66	22,53	23,22	23,33	22,35	20,79

\* Розраховано за: [167, 168]

## Продовження Додатку Б

Країни	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Середнє значення
Алжир	46,88	41,43	38,05	39,15	43,41	45,59	51,14	36,50
Аргентина	16,05	17,71	18,40	16,50	17,31	17,26	16,89	17,02
Вірменія	34,67	32,87	27,28	25,33	22,26	20,87	20,79	27,39
Австралія	27,91	27,55	27,11	28,33	28,44	27,20	26,74	27,03
Бразилія	18,80	21,80	21,83	21,42	21,69	20,55	17,61	19,38
Камерун	18,52	19,04	20,59	19,38	19,50	20,74	20,55	18,93
Канада	22,02	23,54	24,21	24,93	24,97	24,64	23,83	22,80
Китай	46,44	47,61	47,69	47,23	47,39	47,01	45,40	42,95
Чехія	26,52	27,17	26,96	26,19	24,67	25,88	27,36	28,70
Єгипет	19,19	19,50	17,10	16,03	14,21	13,64	14,29	17,72
Франція	21,30	21,91	23,21	22,65	22,31	22,43	22,23	22,40
Грузія	13,03	21,59	26,16	28,95	24,78	29,81	31,50	27,93
Німеччина	18,07	19,63	21,08	19,31	19,46	19,76	19,24	20,11
Індія	40,66	40,68	39,59	38,35	34,02	34,57	32,90	35,50
Індонезія	30,99	32,88	32,98	35,07	33,83	34,60	34,17	28,35
Японія	21,32	21,30	22,10	22,65	23,19	23,88	23,91	24,01
Корея	28,47	32,02	32,96	31,00	29,10	29,28	28,92	31,36
Нідерланди	20,95	20,42	20,52	19,16	18,23	18,47	19,27	20,79
Нова Зеландія	19,66	20,08	20,44	20,92	22,04	22,59	22,81	22,64
Нікарагуа	23,20	24,84	30,98	31,01	30,90	28,88	32,57	27,57
Нігерія	12,09	17,29	16,21	14,91	14,90	15,80	15,49	11,06
Норвегія	24,78	25,36	25,84	26,53	27,93	28,15	28,22	24,43
Парагвай	13,80	16,19	17,05	15,08	15,41	16,29	16,83	16,08
Польща	20,57	21,31	22,44	20,99	18,98	20,37	20,47	21,21
Іспанія	24,57	23,55	21,91	20,00	18,71	19,39	20,06	25,44
Швейцарія	26,39	24,07	26,87	24,27	22,58	23,08	23,03	24,19
Туреччина	23,02	26,97	31,27	28,30	29,77	29,03	28,35	26,36
Україна	17,06	20,87	22,44	21,72	18,49	13,40	15,93	21,03
Велика Британія	14,73	15,98	15,86	16,09	16,71	17,41	17,18	17,27
США	17,51	18,39	18,54	19,35	19,76	20,01	20,35	20,94

## Додаток В

Питома вага валових заощаджень у ВВП (у відсотках)\*

Країни	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Алжир	13,38	13,15	21,89	21,96	20,34	22,11	21,93	22,58	21,39
Аргентина	3,11	12,89	17,16	19,13	23,30	28,30	32,31	29,58	26,30
Вірменія	21,98	21,46	22,39	21,64	22,13	21,74	22,78	22,77	23,36
Австралія	13,09	12,93	15,18	16,02	18,71	17,79	17,54	18,04	17,73
Бразилія	24,35	23,29	22,22	22,41	24,16	24,92	25,02	24,83	24,64
Камерун	34,41	31,87	30,60	33,21	33,61	34,73	36,81	34,58	29,81
Канада	36,91	38,80	40,24	44,29	47,26	48,20	50,59	51,85	51,60
Китай	16,13	13,68	14,18	15,46	17,49	17,03	19,48	16,77	15,20
Чехія	28,95	29,13	27,53	26,06	26,83	27,77	27,96	29,52	28,34
Єгипет	22,25	22,08	22,04	21,24	23,37	23,17	25,01	27,12	26,22
Франція	-	-	-	-	-	54,55	56,71	57,68	57,89
Грузія	17,88	18,36	18,24	18,53	21,16	21,90	22,86	23,34	23,43
Німеччина	22,57	22,66	23,34	24,06	23,30	22,79	22,62	22,23	20,96
Індія	23,35	23,13	22,09	21,47	21,83	21,55	22,21	22,74	22,28
Індонезія	16,54	16,28	16,03	15,93	15,45	16,06	15,63	15,88	13,76
Японія	21,11	23,79	21,97	21,55	24,56	22,02	15,26	12,40	3,16
Корея	29,17	29,13	26,39	31,08	25,77	27,37	29,13	27,15	27,34
Нідерланди	28,25	28,57	29,27	32,32	37,14	38,25	39,11	41,18	36,73
Нова Зеландія	29,54	28,13	26,92	27,08	27,57	27,67	27,82	28,27	26,66
Нікарагуа	34,50	32,41	31,82	33,30	35,42	33,72	32,80	33,11	32,88
Нігерія	33,85	11,57	8,52	5,08	11,96	22,28	40,22	17,52	27,66
Норвегія	10,05	9,45	8,58	9,88	13,19	14,54	15,62	16,68	16,94
Парагвай	29,45	27,85	26,74	27,34	28,23	28,02	29,52	29,85	28,01
Польща	36,99	36,27	32,67	31,44	33,97	38,41	40,29	39,62	41,94
Іспанія	20,96	22,95	21,96	22,40	21,22	18,91	18,22	19,41	16,90
Швейцарія	18,71	17,49	15,76	16,50	15,12	17,48	18,11	19,21	18,45
Туреччина	15,01	17,57	27,49	20,91	19,44	19,04	21,03	22,74	18,17
Україна	21,29	21,42	22,24	20,26	21,78	23,10	24,22	23,46	24,21
Велика Британія	25,12	25,92	28,03	28,06	31,78	25,88	23,64	22,46	21,01
США	20,41	19,25	18,01	17,25	17,42	17,76	18,80	17,22	15,42

\* Розраховано за: [167, 168]



## Продовження Додатку В

Країни	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Середнє значення
Алжир	18,63	17,69	17,65	16,39	15,25	15,93	14,35	18,41
Аргентина	17,30	18,95	14,19	14,79	15,06	12,86	17,42	18,91
Вірменія	25,31	23,47	24,98	25,82	25,33	24,84	23,60	23,35
Австралія	14,55	18,50	19,06	18,44	18,56	16,34	14,75	16,70
Бразилія	18,92	19,79	21,31	21,33	21,92	22,18	20,03	22,58
Камерун	33,74	37,10	34,73	34,85	34,34	32,74	34,27	33,84
Канада	51,19	51,72	49,93	49,87	49,33	49,59	48,56	47,50
Китай	14,30	13,02	12,48	11,06	10,41	11,64	9,70	14,25
Чехія	24,58	24,30	24,64	25,71	25,75	27,15	28,81	27,06
Єгипет	23,30	24,74	26,53	25,72	25,65	26,51	27,08	24,50
Франція	47,73	49,99	49,01	48,08	46,39	44,40	37,84	50,02
Грузія	16,83	18,32	17,31	14,86	15,91	13,97	11,07	18,37
Німеччина	20,60	19,87	18,98	19,80	20,30	20,47	21,44	21,62
Індія	19,45	19,78	20,66	19,57	19,44	19,02	19,79	21,15
Індонезія	11,75	13,06	13,91	12,44	12,38	12,92	13,08	14,44
Японія	1,74	10,45	14,32	17,42	19,39	20,23	22,99	17,02
Корея	32,27	33,62	34,11	33,24	31,45	32,16	33,05	30,15
Нідерланди	38,42	38,65	35,79	34,43	33,71	34,02	32,85	34,92
Нова Зеландія	23,51	24,49	23,50	22,94	23,25	23,78	26,01	26,07
Нікарагуа	32,75	34,79	34,45	34,03	34,23	34,38	35,69	33,77
Нігерія	16,04	26,91	27,38	35,02	20,24	22,92	18,08	21,58
Норвегія	15,02	16,27	19,52	20,85	20,44	22,35	24,18	15,85
Парагвай	27,05	27,94	29,03	28,85	27,90	27,15	28,17	28,19
Польща	35,26	36,09	38,11	38,63	37,76	37,80	35,13	36,90
Іспанія	18,88	18,35	18,18	18,00	20,29	19,88	20,54	19,82
Швейцарія	16,91	16,29	17,72	17,43	18,08	18,70	20,38	17,65
Туреччина	17,63	16,71	17,96	13,54	17,87	16,40	15,45	18,56
Україна	21,66	21,50	22,66	22,97	23,40	24,64	25,05	22,74
Велика Британія	15,90	17,81	16,15	0,78	8,88	9,99	15,91	19,83
США	14,36	15,02	15,50	17,33	17,95	18,73	18,72	17,45

## Додаток Г

## Чистий експорт (у відсотках до ВВП)\*

Країни	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Алжир	21,28	14,67	9,87	14,37	14,41	23,13	26,89	22,20	19,26
Аргентина	-0,65	1,31	15,01	11,22	7,00	5,92	5,62	4,38	3,72
Вірменія	-27,17	-20,68	-17,23	-17,88	-15,57	-14,42	-15,89	-19,97	-25,61
Австралія	0,68	-1,29	-1,73	-4,03	-1,64	-1,18	-1,51	-1,74	0,17
Бразилія	-2,26	-2,19	0,84	2,22	3,41	3,40	2,71	1,36	-0,19
Камерун	3,59	-1,29	-0,78	0,33	-0,43	-1,02	2,05	-0,68	-4,08
Канада	5,62	5,67	4,34	3,81	4,40	3,88	2,68	2,11	1,72
Китай	2,72	2,62	2,89	2,95	3,33	6,13	8,73	9,23	7,09
Чехія	-1,85	-1,26	-1,28	-1,20	0,81	2,35	2,74	2,45	2,17
Єгипет	-6,62	-4,85	-4,35	-2,59	-1,36	-2,27	-1,62	-4,58	-5,59
Франція	1,09	1,27	1,66	1,09	0,62	-0,41	-0,84	-1,29	-1,75
Грузія	-16,67	-14,41	-13,17	-14,58	-16,63	-17,82	-24,15	-26,74	-29,78
Німеччина	0,27	1,76	4,38	3,66	5,04	5,06	5,30	6,65	5,97
Індія	-0,92	-0,89	-1,00	-0,71	-1,82	-2,84	-3,26	-4,14	-5,23
Індонезія	10,52	8,27	6,30	7,34	4,67	4,15	5,41	4,04	1,06
Японія	1,43	0,66	1,35	1,70	2,02	1,51	1,41	1,89	0,45
Корея	2,07	1,55	1,50	2,01	3,83	2,44	0,78	1,13	-0,01
Нідерланди	6,53	6,66	6,79	6,76	7,92	8,68	8,73	8,83	8,63
Нова Зеландія	2,97	3,63	3,04	1,76	0,29	-1,45	-0,39	0,12	-0,25
Нікарагуа	-21,08	-19,90	-20,40	-20,77	-21,08	-22,88	-24,78	-26,90	-27,85
Нігерія	32,08	9,08	8,55	4,36	11,87	12,57	21,61	2,99	14,79
Норвегія	16,81	16,64	13,14	12,71	13,18	16,00	16,94	13,41	16,96
Парагвай	8,59	9,55	17,46	15,22	13,25	12,20	9,69	9,83	4,47
Польща	-6,33	-3,62	-3,41	-2,65	-2,68	-1,06	-2,06	-3,53	-5,04
Іспанія	-3,01	-2,35	-2,03	-2,22	-3,85	-5,00	-5,92	-5,99	-5,13
Швейцарія	6,14	5,61	6,72	6,70	8,96	7,27	8,50	11,36	10,60
Туреччина	-3,10	3,76	1,46	-1,12	-2,62	-3,40	-4,85	-4,85	-4,25
Україна	5,03	1,63	4,38	2,57	7,51	0,84	-2,85	-5,52	-7,99
Велика Британія	-1,89	-2,33	-2,81	-2,45	-2,71	-2,65	-2,48	-2,61	-2,95
США	-3,65	-3,47	-3,88	-4,38	-5,04	-5,51	-5,56	-4,96	-4,91

\* Розраховано за: [167, 168]

## Продовження Додатку Г

Країни	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Середнє значення
Алжир	-0,58	7,02	10,10	8,38	2,81	-1,44	-13,22	11,20
Аргентина	5,06	2,90	1,69	1,95	-0,10	0,41	-0,84	4,04
Вірменія	-27,53	-24,49	-23,60	-20,83	-19,84	-18,48	-12,17	-20,08
Австралія	-2,97	0,73	1,18	-1,63	-0,06	-1,40	-21,13	-2,35
Бразилія	-0,40	-1,04	-0,77	-1,36	-2,30	-2,66	-1,18	-0,03
Камерун	-4,99	-5,67	-8,09	-7,81	-8,25	-9,42	-10,57	-3,57
Канада	-1,48	-1,92	-1,20	-1,97	-1,65	-1,02	-2,39	1,41
Китай	4,21	3,65	2,39	2,71	2,44	2,51	3,48	4,19
Чехія	3,88	3,10	3,83	4,80	5,76	6,36	6,13	2,43
Єгипет	-6,64	-5,24	-4,12	-7,92	-6,34	-8,43	-8,48	-5,06
Франція	-1,42	-1,88	-2,56	-2,16	-1,88	-1,98	-1,37	-0,74
Грузія	-19,19	-17,81	-18,53	-19,65	-12,95	-17,53	-17,53	-18,57
Німеччина	4,94	5,20	4,89	6,09	5,96	6,52	7,57	4,95
Індія	-5,55	-4,51	-6,54	-6,72	-2,98	-2,99	-2,31	-3,28
Індонезія	2,81	1,90	2,47	-0,39	-0,79	-0,75	0,43	3,59
Японія	0,55	1,46	-0,54	-1,55	-2,32	-2,47	-0,32	0,45
Корея	4,69	3,18	1,49	2,79	4,98	5,25	6,96	2,79
Нідерланди	7,33	8,36	8,54	9,60	10,70	10,84	10,78	8,48
Нова Зеландія	2,32	2,29	1,55	0,70	1,58	0,71	0,71	1,22
Нікарагуа	-19,03	-19,43	-21,79	-20,24	-20,56	-16,68	-18,21	-21,35
Нігерія	-0,27	7,88	9,87	18,50	5,05	5,99	0,14	10,32
Норвегія	11,30	11,23	12,84	12,93	10,69	8,90	5,43	13,07
Парагвай	6,78	3,61	2,25	1,21	4,74	2,31	0,80	7,62
Польща	-0,86	-2,00	-1,96	-0,44	1,95	1,44	3,09	-1,82
Іспанія	-1,15	-1,31	-0,25	1,47	3,26	2,42	2,45	-1,79
Швейцарія	7,56	10,73	8,47	10,43	12,11	11,79	11,71	9,04
Туреччина	-0,79	-5,00	-8,14	-4,91	-5,81	-3,89	-2,63	-3,13
Україна	-1,67	-4,03	-6,61	-20,96	-9,24	-3,51	-1,89	-2,64
Велика Британія	-2,26	-2,71	-1,66	-2,23	-2,26	-1,99	-1,59	-2,35
США	-2,74	-3,43	-3,74	-3,50	-2,95	-2,93	-2,89	-3,97

## Додаток Д

Структура доходів та витрат населення України (у відсотках від загального доходу)\*

Показники	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Доходи</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
у тому числі:						
заробітна плата	42,11	43,45	44,76	43,33	40,85	40,82
прибуток та змішаний дохід	15,31	14,66	15,27	15,51	14,51	14,53
доходи від власності (одержані)	2,90	2,94	3,22	3,36	3,88	6,16
соціальні допомоги та інші одержані поточні трансферти	39,67	38,96	36,75	37,80	40,77	38,48
у тому числі:						
- соціальні допомоги	22,19	21,84	19,97	21,34	22,82	21,54
- інші одержані поточні трансферти	3,29	3,07	2,92	3,09	3,69	3,12
- соціальні трансферти в натурі	14,20	14,04	13,86	13,38	14,26	13,82
<b>Витрати та заощадження</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
у тому числі:						
придбання товарів та послуг	80,43	81,70	81,75	82,26	79,28	76,12
доходи від власності (сплачені)	0,92	1,77	2,72	3,60	4,23	2,62
поточні податки на доходи, майно та інші сплачені поточні трансферти	6,68	7,16	7,87	7,99	7,50	6,56
у тому числі:						
- поточні податки на доходи, майно тощо	4,66	4,96	5,71	5,55	5,07	4,64
- внески на соціальне страхування	1,33	1,51	1,34	1,42	1,32	1,19
- інші поточні трансферти	0,69	0,69	0,82	1,03	1,11	0,73
нагромадження нефінансових активів	1,17	1,52	1,59	3,49	1,17	1,78
приріст фінансових активів	10,80	7,85	6,07	2,66	7,81	12,92
<b>Наявний дохід</b>	<b>78,20</b>	<b>77,02</b>	<b>75,56</b>	<b>75,03</b>	<b>74,02</b>	<b>77,00</b>
<b>Реальний наявний дохід, у відсотках до відповідного періоду попереднього року</b>	<b>123,9</b>	<b>111,8</b>	<b>114,8</b>	<b>107,6</b>	<b>90,0</b>	<b>117,1</b>

\* Розраховано за [17]

## Продовження Додатку Д

Показники	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Доходи - всього</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
у тому числі:						
заробітна плата	41,77	41,80	40,73	40,55	39,00	41,81
прибуток та змішаний дохід	15,81	15,43	15,73	16,77	18,64	18,17
доходи від власності (одержані)	5,37	5,54	5,68	5,61	4,61	4,10
соціальні допомоги та інші одержані поточні трансферти	37,05	37,23	37,86	37,07	37,75	35,92
у тому числі:						
- соціальні допомоги	20,81	20,69	20,86	20,53	19,73	17,01
- інші одержані поточні трансферти	3,23	3,32	3,77	3,63	4,38	4,58
- соціальні трансферти в натурі	13,01	13,23	13,23	12,91	13,63	14,33
<b>Витрати та заощадження - всього</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
у тому числі:						
придбання товарів та послуг	81,36	81,95	84,20	86,81	89,51	91,13
доходи від власності (сплачені)	2,29	1,27	1,36	1,55	1,07	1,02
поточні податки на доходи, майно та інші сплачені поточні трансферти	6,63	6,67	6,93	9,61	8,67	8,77
у тому числі:						
- поточні податки на доходи, майно тощо	4,79	4,71	4,71	4,97	5,81	6,99
- внески на соціальне страхування	1,09	1,10	1,05	1,09	0,94	0,10
- інші поточні трансферти	0,74	0,86	1,17	3,54	1,92	1,68
нагромадження нефінансових активів	-0,09	-0,20	0,35	0,19	-0,12	-0,46
приріст фінансових активів	9,81	10,31	7,16	1,84	0,87	-0,46
<b>Наявний дохід</b>	<b>78,07</b>	<b>78,83</b>	<b>78,48</b>	<b>75,93</b>	<b>76,62</b>	<b>75,89</b>
<b>Реальний наявний дохід, у відсотках до відповідного періоду попереднього року</b>	<b>108,0</b>	<b>113,9</b>	<b>106,1</b>	<b>88,5</b>	<b>77,7</b>	<b>107,3</b>

## Список публікацій здобувача

*Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації*  
*Статті у наукових фахових виданнях України*

1. Задоя О.А. Рівновага заощаджень та інвестицій у відкритій економіці / О.А. Задоя // Європейський вектор економічного розвитку. – 2015. – № 2 (19). – С. 76–84.
2. Задоя О.А. Споживання та заощадження домогосподарств: доходні та недоходні фактори / О.А. Задоя // Академічний огляд. – 2016. – № 1 (44). – С. 13–21.
3. Задоя О.А. Доходний цикл та варіанти трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Економічний нобелівський вісник. – 2016. – № 1 (9). – С. 114–124.
4. Задоя О.А. Пряме інвестиційне використання заощаджень їх власниками: переваги та недоліки / О.А. Задоя // Науковий вісник Миколаївського національного університету імені В.О. Сухомлинського. – 2016. – № 2 (7). – С. 89–93.
5. Задоя О.А. Функціональна структура заощаджень домогосподарств / О.А. Задоя // Вісник Львівського торговельно-економічного університету: зб. наук. праць. Економічні науки. – 2017. – Вип. 52. – С. 149–155.

*Статті, включені до міжнародних наукометричних баз*

6. Zadoia O.A. Transformation of savings into investments: role of financial intermediaries / O.A. Zadoia // Науковий вісник НГУ. – 2017. – № 2 (158). – С. 165–170<sup>3</sup>.
7. Задоя О.А. Цільові установки реалізації державної політики регулювання трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Академічний огляд. – 2017. – №1 (46). – С. 5–13<sup>4</sup>.

*Публікації, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації*

8. Задоя О.А. Мотиви та стимули заощаджень: мікроекономічний підхід / А.О. Задоя, О.А. Задоя // Науковий вісник Дипломатичної академії України. Зовнішня політика і дипломатія: традиції, тренди, досвід. Серія «Економічні науки». – 2016. – Вип. 23, ч. III. – С. 177–182. *Особистий внесок автора полягає у виділенні факторів пробудження, які викликають дію певних мотивів заощаджень та введення в науковий обіг понять «гранична корисність споживання» та «гранична корисність заощаджень».*
9. Задоя О.А. Проблеми та перспективи розвитку страхового бізнесу в Україні / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XV Міжнародної науково-практичної конференції

<sup>3</sup>Міжнародні наукометричні бази: Scopus, Index Copernicus.

<sup>4</sup>Міжнародні наукометричні бази: Ulrich's Periodicals Directory, Index Copernicus.

молодих вчених і студентів, 12 грудня 2013 р. – Дніпропетровськ: Університет імені Альфреда Нобеля, 2013. – С. 37–39.

10. Задоя О.А. Трансформація заощаджень в інвестиції: розриви та шляхи їх подолання / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XIX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 16 грудня 2015 р. – Дніпропетровськ: Університет імені Альфреда Нобеля, 2015. – С. 62–63.

11. Задоя О.А. Співвідношення заощаджень та інвестицій і економічна циклічність / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 23 березня 2016 р. – Дніпропетровськ: Університет імені Альфреда Нобеля, 2016. – С. 30–32.

12. Задоя О.А. Державне регулювання трансформації заощаджень в інвестиції: методологічні засади / О.А. Задоя // Розвиток форм та методів сучасного менеджменту, економіки і права в умовах глобалізації: тези доповідей 4-ї Міжнародної науково-практичної конференції, 5–7 квітня 2016 р. – Дніпропетровськ: Свідлер А.Л., 2016. – Т. 1. – С. 118–121.

13. Задоя О.А. Інститути спільного інвестування в Україні як інструмент трансформації заощаджень у інвестиції / О.А. Задоя // Стратегії та інновації: актуальні управлінські практики: матеріали I науково-практичної конференції, 21 квітня 2016 р. – Кривий Ріг: Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського, 2016. – С. 278–280.

14. Задоя О.А. Роль пенсійного страхування у трансформації заощаджень домогосподарств у інвестиції / О.А. Задоя // Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика: матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції, 25–26 травня 2016 р. – Луцьк: Вежа-Друк, 2016. – С. 111–113.

15. Задоя О.А. Роль фінансових посередників у трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Стратегічно-інноваційний розвиток суб'єктів економічної системи в умовах глобалізації: матеріали I Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції, 16–18 листопада 2016 р. – Кременчук: Кременчуцький національний університет імені Михайла Остроградського, 2016. – С. 123–125.

16. Задоя О.А. Пряме інвестиційне використання заощаджень їх власниками: переваги та недоліки / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 14 грудня 2016 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2016. – С. 78–80.

17. Задоя О.А. Вплив держави на інституційні чинники трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXII Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 22 березня 2017 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. – С. 35–37.

18. Задоя О.А. Фіскальні та монетарні інструменти державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції / О.А. Задоя // Стратегічні імперативи розвитку туризму та економіки в умовах глобалізації: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 30–31 березня 2017 р. – Запоріжжя: Запорізький національний технічний університет, 2017. – Т. 2. – С. 195–197.

19. Задоя А.О. Засади державного регулювання балансування заощаджень та інвестицій / А.О. Задоя, О.А. Задоя // Конкурентоспроможність національної економіки: матеріали XVII Міжнародної науково-практичної конференції, 5–6 жовтня 2017 р. – Київ: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2017. – С. 269–273. *Особистий внесок автора полягає у розрахунках залежності між питомою вагою інвестицій у ВВП і темпами його зростання, що дозволило обґрунтувати кількісні орієнтири для державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції.*

20. Задоя О. Формування інституційного середовища трансформації заощаджень в інвестиції / О. Задоя, Г. Глуха // Трансформаційні процеси в економіці України: глобальні та регіональні аспекти: матеріали II Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених, аспірантів та студентів, 24 листопада 2017 р. – Львів: ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М.І. Долишнього НАН України», Інститут економіки і менеджменту НУ «Львівська політехніка», Науково-навчальний комплекс «Економосвіта», 2017. – С. 52–55. *Особистий внесок автора полягає у визначенні шляхів формування інститутів звички, цінностей та довіри, що становлять середовище трансформації заощаджень в інвестиції.*

21. Задоя О.А. Вплив держави на формування наявного доходу / О.А. Задоя // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXIII Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 13 грудня 2017 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. – С. 70–72.

### **Відомості про апробацію результатів дисертації**

1. Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XV Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених і студентів, 12 грудня 2013 р. – Дніпропетровськ: Університет імені Альфреда Нобеля, 2013. – Доповідь та публікація тез.

2. Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XIX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 16 грудня 2015 р. – Дніпропетровськ: Університет імені Альфреда Нобеля, 2015. – Доповідь та публікація тез.

3. Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 23 березня 2016 р. – Дніпропетровськ: Університет імені Альфреда Нобеля, 2016. – Доповідь та публікація тез.

4. Розвиток форм та методів сучасного менеджменту, економіки і права в умовах глобалізації: тези доповідей 4-ї Міжнародної науково-практичної



конференції, 5–7 квітня 2016 р. – Дніпропетровськ: Свідлер А.Л., 2016. – Публікація тез.

5. Стратегії та інновації: актуальні управлінські практики: матеріали I науково-практичної конференції, 21 квітня 2016 р. – Кривий Ріг: Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського, 2016. – Публікація тез.

6. Перша Міжнародна науково-практична конференція «Niedoskonałości współczesnego rynku prasy», - 13 травня 2016 р. - Жешув, Польща, 2016 р. – Доповідь.

7. Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика: матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції, 25–26 травня 2016 р. – Луцьк: Вежа-Друк, 2016. – Публікація тез.

8. Стратегічно-інноваційний розвиток суб'єктів економічної системи в умовах глобалізації: матеріали I Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції, 16–18 листопада 2016 р. – Кременчук: Кременчуцький національний університет імені Михайла Остроградського, 2016. – Публікація тез.

9. Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 14 грудня 2016 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2016. – Доповідь та публікація тез.

10. Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXII Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 22 березня 2017 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. – Доповідь та публікація тез.

11. Стратегічні імперативи розвитку туризму та економіки в умовах глобалізації: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 30–31 березня 2017 р. – Запоріжжя: Запорізький національний технічний університет, 2017. – Публікація тез.

12. Конкурентоспроможність національної економіки: матеріали XVII Міжнародної науково-практичної конференції, 5–6 жовтня 2017 р. – Київ: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2017. – Доповідь та публікація тез.

13. Трансформаційні процеси в економіці України: глобальні та регіональні аспекти: матеріали II Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених, аспірантів та студентів, 24 листопада 2017 р. – Львів: ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М.І. Долишнього НАН України», Інститут економіки і менеджменту НУ «Львівська політехніка», Науково-навчальний комплекс «Економосвіта», 2017. – Публікація тез.

14. Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки: матеріали XXIII Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 13 грудня 2017 р. – Дніпро: Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. – Доповідь та публікація тез.





код ЄДРПОУ 02944828 п/р 26002000029235 в АТ «Укресімбанк» МФО 322313  
вул. Шевченка, 4, м. Дніпро, Україна, 49044  
телефон: (0562) 36-22-58, телефакс: (0562) 36-22-59  
www.cci.dp.ua

vul. Shevchenka, 4, Dnipro, Ukraine, 49044  
tel.: +038 (0562) 36-22-58. fax: +038 (0562) 36-22-59  
e-mail: dccci@dccci.org.ua



Система управління якістю перевірена  
сертифікаційним органом

2500

№ 1326/01-07  
виг 22.11.2017

на № \_\_\_\_\_

**Голові спеціалізованої вченої ради Д 08.120.01  
у Вищому навчальному закладі  
«Університет імені Альфреда Нобеля»  
професору Б.І. Холоду**

Повідомляємо, що Дніпропетровська торгово-промислова палата прийняла до використання у розробці стратегії діяльності рекомендації щодо прогнозування розвитку української економіки до 2020 року, викладені у дисертаційній роботі О.А. Задюї «Державне регулювання трансформації заощаджень у інвестиції», поданої до захисту на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.03 – економіка і управління національним господарством. Вважаємо також за доцільне запровадження запропонованого у дисертаційній роботі зарахування до пенсійного стажу терміну роботи українських громадян за кордоном (у разі їх офіційного працевлаштування) за умови сплати ними певних внесків до пенсійного фонду України. Це буде сприяти соціальній захищеності українських громадян та поліпшить наповнення пенсійного фонду.

Президент

В.Г. Жмуренко







**ТВЕРДІ  
ГАРАНТІЇ**

# СТРАХОВА КОМПАНІЯ КРЕМІНЬ

ПАТ «Страхова компанія «Кремінь», код ЄДРПОУ 24559002  
р/с 2650562 в ПАТ «ПУМБ», МФО 334851  
Юридична адреса: 01021, м. Київ, вул. Інститутська, 19-Б, оф. 33  
тел/факс: (044) 253-61-64, 360-39-59

Вих. № 140/к-1 від 01.12.2017 р.

До спеціалізованої  
вченої ради Д 08.120.01  
у Вищому навчальному закладі  
«Університет імені Альфреда Нобеля»

Повідомляємо, що практичні рекомендації щодо залучення заощаджень населення та юридичних осіб та їх використання на цілі інвестування, обґрунтовані у дисертаційній роботі О.А. Задой «Державне регулювання трансформації заощаджень в інвестиції», використані Публічним акціонерним товариством «Страхова компанія «Кремінь» при розробці стратегії діяльності на 2018 рік. Вважаємо доцільним також запровадження запропонованої автором системи державного гарантування та страхування інвестицій фізичних осіб в інститути спільного інвестування, що буде сприяти зростанню довіри до фінансових інституцій та забезпечить достатні інвестиційні ресурси для економіки за рахунок внутрішніх заощаджень.

Голова Правління



О.В. Кузьмінов



До спеціалізованої вченої ради  
з захисту дисертацій Д 08.120.01

*Без №430 від 05.12.17*

### ДОВІДКА

Видана **Задюї Олександрю Анатолійовичу** в тому, що обґрунтовані ним у дисертаційному дослідженні **«Державне регулювання трансформації заощаджень в інвестиції»** пропозиції по залученню заощаджень населення і юридичних осіб до банківської сфери та їх використанню для кредитування реального бізнесу застосовуються у практичній діяльності «КОНКОРД банку» при розробці стратегії банку до 2020 року. Крім того, розроблений О.А. Задюєю прогноз розвитку економіки України на найближчі роки використаний при визначенні напрямків зміни зовнішнього середовища функціонування банку, що дозволило скоригувати цілі та завдання його діяльності. Також вважаємо достатньо обґрунтованими пропозиції автора щодо поширення державних гарантів на інвестиційні продукти інститутів спільного інвестування, які реалізуються фізичним особам, що буде сприяти зростанню довіри до фінансових інститутів та підвищить рівень мобілізації заощаджень населення як джерела інвестицій.

Голова Правління



**В.Ф. Міняйло**



№ 1217 від 28.11.2017

**До спеціалізованої вченої ради  
з захисту дисертацій Д 08.120.01**

Дисертаційну роботу Задой О.А. виконано відповідно до тематики науково-дослідних робіт кафедри міжнародних економічних відносин та економічної теорії Вищого навчального закладу «Університет імені Альфреда Нобеля» «Економіка України у нових геостратегічних реаліях: індивід, держава, суспільство» (номер державної реєстрації 0115U000063). У межах зазначеної теми запропоновано систему заходів державного регулювання трансформації заощаджень в інвестиції з метою досягнення заданих темпів зростання за умови дотримання макроекономічної рівноваги.

Основні теоретичні положення та практичні рекомендації, викладені у дисертації О.А. Задой «Державне регулювання трансформації заощаджень в інвестиції», використовуються для ведення освітнього процесу в Університеті імені Альфреда Нобеля при викладанні дисциплін «Мікроекономіка» (гранична корисність споживання та гранична корисність заощаджень), «Макроекономіка» (доходний цикл, структурні зрушення у ВВП України, мотивація заощаджень та механізм прийняття рішень про відмову від поточного споживання заради заощаджень, удосконалені моделі макроекономічної рівноваги), «Міжнародна економіка» (компаративний аналіз заощаджень та інвестицій у різних країнах, їх класифікація за рівнем збалансованості економік), «Міжнародна інвестиційна діяльність» (порівняння інвестиційного клімату в Україні та інших країнах світу, формування інституційного середовища, сприятливого для інвестиційної діяльності). Положення дисертації використовуються при визначенні змісту лекцій, формулюванні тематики індивідуальних завдань для студентів та створення кейсів для обговорення під час занять та у навчально-методичному забезпеченні дисциплін.

**Проректор з міжнародної,  
наукової та освітньої діяльності**

**В.Є. Момот**

УНІВЕРСИТЕТ СЕРТИФІКОВАНО ТА АКРЕДИТОВАНО МІЖНАРОДНИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ  
THE UNIVERSITY HAS BEEN CERTIFIED AND ACCREDITED BY INTERNATIONAL ORGANIZATIONS

