

## ОСОБЛИВОСТІ ПРОЦЕСУ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЗАОЩАДЖЕНЬ В ІНВЕСТИЦІЙНІ РЕСУРСИ

---

*Розглянуто теоретичні основи та проаналізовано вітчизняну практику трансформації національних заощаджень в інвестиції. Виявлено основні суперечності зв'язку "заощадження-інвестиції" ("парадокс Фельдштейна-Хоріоки"). З'ясовано причини неповної трансформації заощаджень у інвестиції в економіці України.*

---

Одним із ключових завдань економічної політики держави в посткризовий період є пошук шляхів забезпечення сталих темпів економічного зростання. Серед основних напрямів реалізації цього завдання – ефективне використання наявних фінансових ресурсів та пошук потенційних резервів їх нарощування для збільшення фінансування інвестицій. Інакше кажучи, стратегічним пріоритетом державної економічної політики є формування та ефективне використання фінансового потенціалу економічного зростання.

Очевидно, що забезпечення сталих темпів зростання економіки не можливе без значного збільшення обсягів інвестицій. Основою для їх нарощування є національні заощадження, як складова національного доходу, що не витрачається на поточне споживання. Рівність заощаджень та інвестицій, а також їх повна та автоматична трансформація отримали широку підтримку у результаті розвитку кейнсіанських ідей (модель Харрода-Домара). Однак такі припущення не підтвердились. Як з'ясувалось, по-перше, трансформація заощаджень в інвестиції не проходить автоматично, а відбувається завдяки існуванню певних фінансових ме-

ханізмів. По-друге, навіть якщо припустити, що така трансформація буде повною, то не факт, що економіка буде спроможною абсорбувати ці інвестиційні ресурси. Почасти проблемою для країн з перехідною економікою та країн, що розвиваються, є не брак ресурсів, а існування низки інституційних перешкод та відсутність привабливих інвестиційних проектів для їх продуктивного використання [1, 2]. Неокласична теорія економічного зростання відмовилася від надмірних спрощень у моделі Харрода-Домара, але натомість не змогла задовільно врахувати зв'язок між заощадженнями і зростанням у спосіб, який підтверджував би роль нагромадження капіталу як фактора економічного зростання. У рамках неокласичної моделі Р. Солоу умова рівності заощаджень ( $S$ ) та інвестицій ( $I$ ) була збереженою [2].

Рівність заощаджень та інвестицій є справедливою лише для моделі закритої економіки, позаяк в умовах відкритої економіки сумарні видатки не дорівнюють обсягу національного доходу. Це пояснюється існуванням міжнародної торгівлі, транскордонною мобільністю капіталу. Країна може інвестувати більше, ніж заощаджує унаслідок залучення позик і на-

впаки. У відкритій економіці недостатність внутрішніх національних заощаджень компенсується заощадженнями іноземців. Відтак, внаслідок фінансової глобалізації та зростання мобільності міжнародних потоків капіталу зв'язок між національними заощадженнями, інвестиціями та економічним зростанням мав би порушитись. Натомість емпіричні дослідження не підтвердили цієї гіпотези. Так, ще у 1979 р. М. Фельдштейн та Ч. Хоріока дослідили зв'язок між згаданими показниками для 21 країни ОЕСР за 1960–1974 рр. і з'ясували, що зростання відношення заощадження / ВВП спричиняє збільшення відношення інвестиції / ВВП [3]. Очевидно, що такі результати дослідження не відповідали логіці відкритої економіки, тому вони отримали назву "парадоксу Фельдштейна-Хоріоки", а взаємозв'язок між заощадженнями, інвестиціями та економічним зростанням став однією із найдосліджуваних проблем економічної науки.

Економісти і донині активно дискутують щодо дослідження парадоксу Фельдштейна-Хоріоки: існує чимало спроб як його спростування, так і підтвердження (їх детальний огляд проведено у роботі Дж. Коаклі [4]). Та все ж емпіричні дослідження свідчать про те, що зв'язок заощадження-інвестиції таки поступово слабне (зменшується величина коефіцієнта утримування заощаджень  $\beta$ ). Так, якщо для 30 країн ОЕСР у 1972–1981 рр. коефіцієнт утримування заощаджень  $\beta$  становив 0,64, то вже у 1992–2001 рр. він знизився до 0,30 [5]. М. Фельдштейн пояснює такі результати непропорційним внеском невеликих країн і зазначає, що зваживши результати країни на величину її ВВП тенденція до зниження коефіцієнта утримування заощаджень  $\beta$  значно послаблюється. Водночас, для окремих груп країн вплив рівня національних заощаджень на інвестиції

навіть посилювся, зокрема для країн Латинської Америки за період 1985–1995 рр. величина коефіцієнта  $\beta$  зросла удвічі проти 1960–1984 рр. [6, 184]. За розрахунками А. Грінспена у 2004 р. в цілому для країн, що репрезентують 4/5 світового ВВП, він становив 0,68 пункти [7].

Такі результати, на думку М. Фельдштейна, обумовлені тим, що країни, що розвиваються та країни із середнім рівнем доходу обмежені у залученні ресурсів через існування вищих ризиків кредитування, недосконалість та низький рівень розвитку фінансових систем, контроль над рухом капіталу тощо [5, 5]. Очевидно, що обмеження доступу до ринків капіталу характерні і для країн з перехідною економікою, до яких належить і Україна, в силу існування низки макроекономічних та інституційних ризиків. З огляду на це, сталі темпи економічного зростання залежатимуть від здатності держави мобілізувати внутрішні національні заощадження. Саме досягнення високого рівня мобілізації національних заощаджень для забезпечення економічного розвитку та підвищення добробуту було одним із ключових завдань для країн Центральної та Східної Європи у процесі їх приєднання до ЄС [8, 3]. Існує і альтернативний шлях – усунути перешкоди для припливу іноземного капіталу. Однак, останнє може дестабілізувати економіку та призвести до фінансових і економічних криз. Як вважає нобелівський лауреат Дж. Стігліц, саме глобалізація фінансових ринків та лібералізація руху капіталу стали основними причинами кризи в Азії 1997 р. [9], схожі міркування висловлює і Дж. Сорос [10, 115].

Нещодавні теоретичні та емпіричні дослідження засвідчили, що притік іноземних інвестицій в економіку країни буде лише в тому разі, якщо вона має потенційну здатність до розвитку. Така здатність визначається, насамперед, нормою

## ІНСТИТУЦІЙНА ТРАНСФОРМАЦІЯ І ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК

національних заощаджень. Як показали результати дослідження Ф. Агіона, її зростання у середньому на 10% протягом десяти років супроводжується зростанням на 0,5–1,3% обсягів виробництва наступні 10 років. При цьому така кореляція характерна для країн, що розвиваються та перехідних економік [11].

Зважаючи на зазначене вище, вважаємо, що одним із ключових чинників забезпечення сталого економічного зростання в Україні є спроможність, насамперед, мобілізувати внутрішні національні заощадження та надалі забезпечити їх ефективну трансформацію в інвестиційні ресурси. Відтак, метою статті є дослідження особливостей трансформації заощаджень в інвестиції у світі та аналіз формування і використання національних заощаджень як фінансової основи зростання ВВП в Україні.

Валові заощадження є частиною наявного доходу в економіці, що не використаний на споживання. Вони відображають потенційні обсяги пропозиції фінансових ресурсів для здійснення інвестицій. В еко-

номічній науці загально визнаним є позитивний зв'язок між заощадженнями, інвестиціями та економічним зростанням [1]. При цьому слід зазначити, що він може бути двостороннім [6].

Простежимо зв'язок між зростанням економіки та заощадженнями в Україні. На рис. 1 зображено динаміку валових та чистих національних заощаджень і приріст реального ВВП (у % до 1990 р.) за період 1990–2007 рр.

Аналізуючи дані рис. 1, зауважимо, що спад економіки у 1991–1992 рр. передував зниженню рівня національних заощаджень, починаючи із 1993 р. Прискорення спаду валових та чистих заощаджень у 1994–1995 рр. відбулося після стрімкого падіння економіки у 1993 р. Натомість, починаючи із 2000 р., ситуація змінилася. Відновленню економічного зростання у 2000 р. передувало незначне підвищення рівня національних заощаджень у період 1998–1999 рр. Емпіричні дослідження лише підтвердили існування двостороннього зв'язку між національними заощадженнями та економічним зростан-

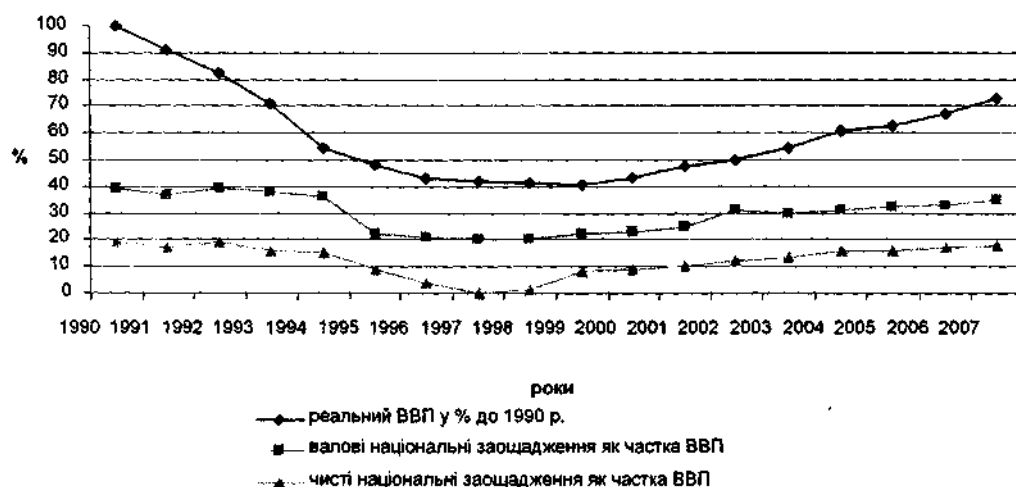


Рис. 1. Динаміка національних заощаджень та ВВП в Україні у 1990–2007 рр.\*

\*Складено автором за даними Держкомстату: <http://ukrstat.gov.ua>

## ІНСТИТУЦІЙНА ТРАНСФОРМАЦІЯ І ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК

ням. Слід відзначити декілька особливостей результатів цих досліджень. Так, найбільший вплив на реальний ВВП з лагом в один – два роки мають чисті заощадження та з лагом в один рік – валові і чисті заощадження домогосподарств. Однак найсуттєвіший вплив на зміну реального ВВП має рівень організованих заощаджень (вкладів фізичних осіб у банківській системі). На думку О. Ватаманюка, такі результати відображають існування так званого "зачарованого кола": економічне зростання → збільшення доходів → збільшення норми заощаджень → збільшення інвестицій → економічне зростання [6, 431–434]. Загалом підтримуючи такі міркування,

зазначимо, що для економічного зростання має значення як загальний обсяг пропозиції фінансових ресурсів через збільшення норми заощадження в економіці, так і дієвість механізму їх трансформації в інвестиції.

В Україні у період 2000–2007 рр. норма національних заощаджень перебувала у межах 24–31% ВВП (табл. 1).

Середнє значення норми національних заощаджень за цей період становило 26,04%, що загалом відповідало аналогічному світовому показнику (23,3%), однак дещо відставало від показника країн, що розвиваються та країн з ринком, що формується (32,6%) (табл. 2).

Таблиця 1

Динаміка частки валових національних заощаджень у ВВП України у 2000–2007 рр.\*

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ВВП, млн. грн.	170070	204190	225810	267344	345113	441452	544153	720731
Валове заощадження, млн. грн.			2632	74330	109808	113362	126980	177217
Валове заощадження / ВВП, %	24,63	25,69	27,74	27,8	31,81	25,68	23,4	24,5

\*Складено автором за даними Держкомстату: <http://ukrstat.gov.ua>

Таблиця 2

Динаміка національних заощаджень за групами країн і в світі, % до ВВП\*

Групи країн	Роки							
	1985–1992**	1993–2000**	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Світ у цілому	22,8	22,2	21,3	20,5	20,9	21,9	22,5	23,3
Розвинені країни	22,3	21,7	20,4	19,2	19,1	19,8	19,7	20
Країни зони євро	...***	21,4	21,3	20,8	20,8	21,6	21,1	21,6
Нові Індустріальні країни					16	32,9	31,6	31,6
Інші країни з ринком, що формується та країни, що розвиваються	24,5	24,1	24,7	26	27,9	29,7	31,4	32,6
Країни СНД							29,6	28,6
Азійські країни, що розвиваються	27,8	33,1	31,6	33,6	36,5	38,4	41,1	43,5

\* Складено на основі [12, 252–253].

\*\* – середнє значення

\*\*\* – дані відсутні

## ІНСТИТУЦІЙНА ТРАНСФОРМАЦІЯ І ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК

Зрозуміло, що для кожного етапу економічного розвитку норма заощаджень має змінюватись залежно від фази економічного циклу та рівня розвитку економіки країни. Це ж стосується і пропорцій між споживанням та заощадженням, від яких залежить економічна динаміка. У розвинених ринкових країнах спостерігаються тенденції до підвищення частки споживчих витрат і, відповідно, зменшення частки валових заощаджень, що в цілому супроводжується гальмівними трендами щодо зростання обсягів інвестицій та рівня ВВП [13, 112–117].

Відтак забезпечення зростання виробництва в Україні потребуватиме підвищення рівня національних заощаджень та відповідно – рівня нагромадження основного капіталу. В умовах недостатнього надходження іноземних інвестицій у вітчизняну економіку обсяг інвестування визначатиметься саме внутрішніми нагромадженнями. Трансформація заощаджень в інвестиції в Україні протягом останніх років характеризується низкою показників (табл. 3).

На основі аналізу даних табл. 3 можна виокремити три часові періоди із принципово відмінним співвідношенням між заощадженнями та інвестиціями. До 1999 р., що був початком періоду відновлення економічного зростання,

нетто-потік, розрахований як різниця між валовими заощадженнями та валовими інвестиціями в реальний капітал, був від'ємний. Це означає, що національних заощаджень було недостатньо і частина інвестицій покривалась за рахунок зовнішніх джерел. У період 1999–2005 рр. нетто-потік має позитивне значення, що свідчить про неповну трансформацію заощаджень у інвестиції. Така парадоксальна ситуація, що відбувалась саме на початку відновлення фінансової стабільності та економічного зростання, свідчить про те, що фінансовий потенціал внутрішнього інвестування не реалізувався повною мірою. Серед причин такої ситуації в Україні вирізняють активне нагромадження Національним банком золотовалютних резервів, нецільове використання амортизації, надликовість банківської системи, що не була спрямована у реальний сектор тощо [14, 192]. У 2006–2007 рр. знову спостерігається незначне перевищення валового нагромадження основного капіталу над національними заощадженнями.

Відносно високий рівень нагромадження основного капіталу в Україні, який загалом перебуває на рівні розвинутих країн (табл. 4), дає підстави для висновку про достатність інвестиційних ресурсів для економічного зростання.

Таблиця 3

**Порівняльна динаміка частки валових заощаджень та валового нагромадження основного капіталу у ВВП України у 2000–2007 рр.\***

Показник	Роки											
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ВНОК / ВВП, %	22,6	21,2	20,7	17,3	19,7	19,7	19,2	20,6	22,6	22,0	24,6	27,5
Валове заощадження / ВВП, %	19,9	18,7	19,1	22,5	24,6	25,6	27,7	27,8	31,8	25,6	23,4	24,5
Розбіжність (2-1)	-2,7	-2,5	-1,6	5,2	4,9	5,9	8,5	8,4	9,2	3,6	-1,2	-3

\*Розраховано автором за даними Держкомстату (дані Національних рахунків України за відповідні роки)  
<http://ukrstat.gov.ua>

Таблиця 4

Динаміка інвестицій у розрізі груп країн з різним рівнем економічного розвитку, % до ВВП\*

Групи країн	Роки							
	1985-1992**	1993-2000**	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Світ у цілому	22,5	22,5	21,5	20,9	21,1	22,0	22,4	23,0
Розвинені країни	22,8	21,9	20,8	19,9	19,9	20,5	20,9	21,4
Нові індустріальні країни Азії	29,1	30,7	25,3	24,7	24,7	26,4	25,8	25,9
Інші країни з ринком, що формується та країни, що розвиваються	25,0	25,2	24,1	24,8	25,9	27,3	27,2	27,8
Країни Центральної та Східної Європи	27,6	23,9	22,0	22,5	22,9	24,5	23,9	24,6

\* Складено автором на основі [13].

\*\* – середнє значення

Однак, як справедливо зазначає Т. Косова, у розвинутих країнах уже досягнуто такий рівень розвитку (інфраструктура, технологічне забезпечення виробничого процесу тощо), який дозволяє підтримувати економічне зростання, затрачаючи значно менші обсяги фінансових ресурсів [15, 29]. Натомість країни, що розвиваються, аби наблизитись до показників рівня розвитку провідних економік світу, були змушені спрямовувати на інвестиції значно більшу частку ВВП (як свідчать дані табл. 4, співвідношення I/ВВП у країн, що розвиваються та нових індустріальних країн Азії вище на декілька пунктів, аніж у розвинених країн). Відтак, прискорене економічне зростання в Україні можливе за умови зростання інвестицій в основний капітал (із деяким випередженням темпів зростання ВВП). За розрахунками вітчизняних економістів їх збільшення на 10 млрд. грн. збільшує номінальний ВВП – на 27,2 млрд. грн., темп зростання реального ВВП – на 1,74% та дефлятор ВВП – на 2,9% [16, 290]. Однак прискорити розвиток згідно із сучасними теоріями економічного зростання неможливо лише простим збільшенням інвестицій в основний

капітал, адже нині ключовими факторами економічного зростання є інвестування розвитку людського капіталу та інновацій. З огляду на це і має будуватися макроекономічна політика держави, зорієнтована на ефективну структурну перебудову всієї економічної системи на новій технологічній основі (технологічному укладі). При цьому не слід зволікати із проведенням структурних реформ, позаяк, за словами А. Федулової: "...намагання країни залишитися у попередньому технологічному укладі, відмовляючись від економічних змагань на теренах авангардних технологій сучасності, відкидає її в аутсайтери економічного добробуту" [17, 58].

Таким чином, аналіз процесу формування та використання національних заощаджень як фінансової основи зростання ВВП в Україні підтверджує хибність припущення про рівність заощаджень та інвестицій (тобто  $S=I$ ) в теоретичних моделях економічного зростання, згадуваних нами раніше. Очевидно, що не слід також абсолютизувати значення норми заощаджень для прискорення економічного розвитку. Високі його темпи в розвинутих країнах зумовлені не простим зростанням інвестицій,

а насамперед структурними змінами в економіці, які забезпечують зростання продуктивності праці та високу капіталовіддачу. Вони відбуваються не стільки завдяки високій нормі заощаджень, скільки внаслідок функціонування дієвого фінансового механізму трансформації заощаджень у інвестиції, який забезпечує найоптимальніше розміщення капіталу. Відтак, удосконалення цього механізму і нині залишається одним із ключових завдань економічної політики держави на сучасному етапі соціально-економічного розвитку.

#### Література

1. *Financing growth and development in the transition economies: the role of domestic savings*. – Background paper for special session i on mobilizing financial resources for transition and development: the domestic dimension // Economic analysis division, UN/ECE. – 6–7 December 2000.
2. Solow R. (1956), *Contribution to the theory of economic growth* // *The quarterly journal of economics*. – Vol. 70. – № 1. – P. 65–94.
3. Feldstein M., Horioka C. (1979) *Domestic saving and international capital flows* [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.nber.org/tmp/47910-w0310.pdf>.
4. Coakly, Jerry et. al., (1998) "The Feldstein-Horioka Puzzle and Capital Mobility: A Review," *International Journal of Finance and Economics*, 3. – P. 169–88.
5. Feldstein M. (2005) *Domestic saving and international capital flows* [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.nber.org/tmp/60528-w11856.pdf>.
6. Ватаманюк О. З. *Заощадження в економіці України: макроекономічний аналіз: Монографія*. – Львів: Видавничий центр Львівського національного університету імені Івана Франка, 2007. – 536 с.
7. Greenspan, A. (2005) "Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank", *Remarks at the Banco de Mexico's 80th Anniversary International Conference, Mexico City, November 14*, [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20051114/default.htm>.
8. Schrooten M., Stephan S. (2002) *Back on Track? Savings Puzzles in EU Accession Countries* [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.diw.de/documents/publikationen/73/38634/dp306.pdf>.
9. Стігліц Дж. *Глобалізація та її тягар: Пер.* – К.: Видавничий дім "КМ Академія", 2003. – 252 с.
10. Сорос Д. *Новая парадигма финансовых рынков: Пер. с англ. Кристофа Вагнера*. – М.: Манн, Иванов и Фёбер, 2008. – 192 с.
11. Aghion P., Comin D., Howitt P., Tecu I. (2009) *When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?* *Harvard Business School Working Paper № 09-080*.
12. Структурна гармонізація економіки як чинник економічного зростання / За ред. д-ра екон. наук І. В. Крючкової – К.: "Експрес", 2007. – 520 с.
13. *Перспективы развития мировой экономики / МВФ – Washington D.C., 2008. – 330 с.*
14. Зимовець В. В. *Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток: Монографія / Відпов. ред. д.в.н., проф. В. І. Кононенко*. – Ін-т економіки НАНУ, 2003. – 314 с.
15. Косова Т. Д. *Фінансові інститути в системі управління інвестиційним процесом: Монографія*. – Донецьк: Норд-Прес, 2008. – 338 с.
16. Харазішвілі Ю. М. *Теоретичні основи системного моделювання соціально-економічного розвитку України / Державний НДІ інформатизації та моделювання економіки Міністерства економіки України (ДНДІМЕ)*. – К.: ПоліграфКонсалтинг, 2007. – 324 с.
17. *Інноваційний розвиток економіки: модель, система управління, державна політика / За ред. д.в.н., професора А. І. Федупової*. – К.: Основа, 2005. – 552 с.