

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ

Кваліфікаційна наукова  
праця на правах рукопису

**ЄМЕЦЬ ВАДИМ ВІКТОРОВИЧ**

УДК 330.146:330.368

**ДИСЕРТАЦІЯ**  
НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ  
НЕСТАБІЛЬНОСТІ

08.00.01 «Економічна теорія та історія економічної думки»

08 «Економічні науки»

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.

---

В.В. Ємець

Науковий керівник

УМАНЦІВ Юрій Миколайович,  
доктор економічних наук,  
професор

**КИЇВ – 2017**

## АНОТАЦІЯ

*Ємець В.В.* Нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.01 «Економічна теорія та історія економічної думки». – Київський національний торговельно-економічний університет, Київ, 2017.

У дисертаційній роботі розглянуто теоретичні аспекти сутності нагромадження капіталу, еволюції теоретичних поглядів на ці процеси, сформовано теоретичні засади залежності динаміки нагромадження капіталу від інтенсивності дії факторів економічної нестабільності. Вивчаючи еволюцію теоретичних підходів до визначення сутності нагромадження капіталу за критерієм його функціональної приналежності виокремлюємо п'ять етапів, що пройшли теоретичні вчення про капітал у процесі свого розвитку: (1) індивідуально-суспільної значущості нагромадження капіталу (період до н.е. – V ст.н.е.); (2) нагромадження грошових капіталів (з VI ст. до XVI ст.); (3) промислово-виробничої спрямованості капіталу (з середини XVII ст. до кінця XVIII ст.); (4) інвестиційної орієнтованості капіталу (з середини XIX ст. до 70-х років XX ст.) та (5) глобально-інтенсивної спрямованості капіталу (з середини XIX ст. до 70-х років XX ст.). У дисертаційній роботі нагромадження капіталу розглядається як результат його розширеного відтворення і, навпаки, звужене відтворення капіталу обумовлює зворотні до нагромадження процеси у динаміці капіталу. Тобто відтворення капіталу є фактором динаміки нагромадженого капіталу і визначає її напрям (відповідно позитивний чи негативний). Економічна нестабільність розглядається як прояв не сприятливих для економіки чинників незалежно від їх джерел первопричини (економічні, політичні, військові, техногенні, демографічні тощо). Зростання сили дії чинників, що обумовлюють економічну нестабільність, посилює напругу у макроекономічній системі, порушуючи таким чином її загальну рівновагу. Безпосередніми проявами цього є інтенсифікація дії факторів економічної нестабільності, яку ми спостерігаємо через дослідження динаміки релевантних

макроекономічних показників. Розроблена у дисертаційній роботі науково-теоретична база ґрунтується на тому припущенні, що фактори економічної нестабільності порушують цикл відтворення капіталу, пригнічуючи нагромадження капіталу. Наростаючий вплив чинників економічної нестабільності обумовлює екстремальну інтенсивність дії факторів економічної нестабільності, «розриваючи» цикл відтворення капіталу. За таких умов спостерігається уповільнення і навіть від'ємні значення динаміки нагромадження капіталу. Тому відрізок часу умовно екстремальної дії чинників економічної нестабільності на нагромадження капіталу пропонується називати періодом екстремальної економічної нестабільності.

У дисертації розглядається шість основних форм нагромадження капіталу (індивідуальний, грошовий, інвестиційний, промисловий, торговельний і глобальний капітал) та особливості каналів трансмісії дії факторів економічної нестабільності на процес нагромадження. Теоретично обґрунтовано, що економічна нестабільність, що має місце в окремо взятій відкритій національній економіці, має досить синхронний вплив на всі розглянуті форми капіталу, крім глобального, що пов'язано з його трансграничною природою.

Для дослідження впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу в Україні автором запропоновано дослідити кількісні та якісні аспекти цього явища.

Для вивчення кількісних характеристик особливостей впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу в Україні було розроблено методику, яка передбачає виокремлення двох груп економічних показників, що розглядаються як індикатори порушення макроекономічної рівноваги у результаті дії факторів економічної нестабільності. Дослідження стандартного відхилення щоденної динаміки запропонованих показників розкриває інтенсивність дії факторів економічної нестабільності в окремо взятій період часу. Для визначення залежності між виявленою динамікою економічних індикаторів, інтенсифікацією дії факторів економічної нестабільності та

нагромадженням капіталу пропонується вимірювати темпи зростання активів, які є релевантними для форм капіталу, що розглядаються у дослідженні.

Для вивчення якісних характеристик особливостей впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу в Україні було адаптовано до цілей дослідження методику, яка передбачає перерахунок вартості активів, що представляють досліджувані форми капіталу, у міжнародний еквівалент.

Дослідження кількісних та якісних аспектів впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу виявили високий рівень загрози для економіки України і підтвердили запропоновану теоретичну базу щодо деструктивного впливу нестабільності на нагромадження.

Також у дисертаційній роботі досліджуються передумови, що сприяють розширенню каналів трансмісії руйнівного впливу чинників економічної нестабільності як на процеси нагромадження капіталу, так і на економіку в цілому.

У науковій праці обґрунтовано дві групи заходів спрямовані на активізацію нагромадження капіталу в Україні за умов подолання економічної нестабільності – тактичні та стратегічні. Тактичні заходи спрямовані на зниження амплітуди впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу на випадок інтенсифікації дії деструктивних чинників у короткостроковій перспективі.

Стратегічні заходи передбачають логіку довгострокового та перманентного ускладнення економіки країни шляхом формування архітекtonіки системи домінуючого нагромадження капіталу, як антипода сировинної моделі, покликаною через розвиток багатоукладності економіки сприяти звуженню каналів трансмісії факторів економічної нестабільності. Для сприяння формування заходів із структурної перебудови економіки залучено досвід країн-лідерів з досягнень у цій сфері. Систематизація такого досвіду дала можливість виділити основні елементи, які є базовими для налагодження високих темпів нагромадження капіталу в рамках національної економіки.

Головним пріоритетом побудови національної системи домінуючого нагромадження капіталу визначено максимізацію створення високої доданої вартості в середині країни. Вирішення цього завдання потребує створення передумов для мобілізації внутрішніх фінансових ресурсів та стимулювання зовнішніх інвестицій в Україну. Поняття «національна мобілізація капіталів» у цій дисертації визначає необхідність здійснення заходів із створення передумов для монетарної експансії як реалізацію першого етапу побудови національної системи домінуючого нагромадження капіталу. При цьому національна мобілізація капіталу якісно відрізняється від запропонованого раніше поняття «нагромадження національного стабілізаційного капіталу». Так, національна мобілізація капіталу зорієнтована на вирішення завдання щодо структурної перебудови економіки країни, а відтак розглядається, як мобілізація ресурсу, який безперервно буде реінвестуватися в економіку, зокрема у дослідження, інфраструктуру, участь у проектах з розвитку реального сектору економіки. В той час, як нагромадження національного стабілізаційного капіталу є лише компонентом національної мобілізації капіталу, зорієнтованим передусім на підтримання стабільності економіки, тільки за такої умови частина цих фондів може бути долучена до вирішення питання структурної перебудови економіки країни.

Таким чином, автором запропоновано схему структурної перебудови національної економіки, яку сформовано в логіці «від простого до складного». Так, спочатку пропонується створити передумови для здійснення монетарної експансії з метою підтримання існуючих виробництв, інфраструктури, генерування фондів для наукової діяльності; на другому етапі передбачається сконцентруватися на підтриманні існуючих виробничих потужностей, які у подальшому мають сприяти формуванню капітальних фондів для запуску на третьому етапі інноваційних виробництв та через механізми мультиплікатора розвитку фінансового сектору залученню іноземних інвестицій та долученню України до нового економічного укладу, який вже почав формуватися у світі. Саме структурна перебудова економіки має сприяти звуженню примітивного

виробництва в Україні, переорієнтації на ринки товарів та послуг з високою доданою вартістю і таким чином звуженню деструктивного впливу на нагромадження капіталу економічної нестабільності, забезпеченню безперервності нагромадження.

Ключові слова: нагромадження капіталу, відтворення капіталу, економічна нестабільність, форми нагромадженого капіталу, структурна перебудова економіки.

## SUMMARY

*Yemets V.V.* Capital accumulation in conditions of economic instability. – Manuscript.

The thesis for obtaining a candidate scientific degree in economics on the speciality 08.00.01 «Economics and the History of Economic Thoughts», Kyiv National University of Trade and Economics, Kyiv 2017.

The dissertation deals with theoretical aspects of the essence of capital accumulation, evolution of theoretical views on these processes, theoretical principles of the capital accumulation dynamics based on the intensity factors of economic instability. Studying the evolution of theoretical approaches to the definition of the essence of capital accumulation, on the criterion of its functional affiliation, we distinguish five stages that have passed the theoretical doctrine of capital in the process of its development: (1) Individually-social significance of capital accumulation (period BC - V century .not.); (2) The accumulation of cash capital (from the VI century to the XVI century.); (3) Industrial capital production (from the middle of the XVII century to the end of the XVIII century); (4) Investment-oriented capital (from the middle of the XIX century to the 70-ies of the XX century) and (5) Globally-intensive capital (from the middle of the XIX century to the 70-ies of the XX century.). In dissertation work the accumulation of capital is considered as a result of its expanded reproduction, and conversely, the narrowed reproduction of capital causes reciprocal accumulation of processes in the dynamics of capital. That means that the reproduction of capital is a factor in the dynamics of the accumulated

capital and determines its direction (respectively, positive or negative). Economic instability is seen here as a manifestation of unfavorable factors for the economy, regardless of their sources, of the underlying causes (economic, political, military, technological, demographic, etc.). The growth of the force factors leading to economic instability increases the tension in the macroeconomic system, thereby violating of its overall equilibrium. The immediate manifestations of this process is the intensification of factor effects of the economic instability observed through the study of the dynamics of relevant macroeconomic indicators. The scientific and theoretical basis developed in the dissertation is based on the assumption that the factors of economic instability violate the cycle of capital reproduction thus suppressing the accumulation of the capital. The growing influence of factors of economic instability causes the extreme intensity of the factors of economic instability, "breaking" the cycle of reproduction of the capital. Under these conditions, there is a slowdown and even negative values of the capital accumulation dynamics. Therefore, the time period of the conditionally extreme action economic instability according to the accumulation of capital is called the period of "extreme economic instability".

The dissertation examines six main forms of capital accumulation (individual capital, money capital, investment capital, industrial capital, trading capital and global capital) and the peculiarities of transmission channels for the effects of economic instability factors on the process of its accumulation. It is theoretically substantiated that economic instability, which takes place in a separate open national economy, has a rather synchronous influence on all forms of the capital considered except for the global one, which is related to its transboundary nature.

To study the impact of economic instability on the capital accumulation in Ukraine, the author proposed to investigate the quantitative and qualitative aspects of this phenomenon.

To study the quantitative characteristics of the impact features of economic instability on the accumulation of capital in Ukraine, a methodology was developed that foresees the separation of two groups of economic indicators that are considered

as indicators of the disturbance of the macroeconomic equilibrium as a result of the factors of economic instability. The study of the standard deviation of the daily dynamics of the proposed indicators reveals the intensity of factor effects of the economic instability in a separate period of time. In order to determine the relationship between the revealed dynamics of economic indicators, the intensification of economic instability factors and the capital accumulation, it is proposed to measure the growth rates of assets that are relevant for the forms of capital that are considered in the study.

To study the qualitative characteristics of the peculiarities of the impact of economic instability on the accumulation of capital in Ukraine, a methodology has been adapted to the objectives of the study, which involves a recalculation of the assets value representing the investigated forms of capital in the international equivalent.

The study of quantitative and qualitative aspects of the impact of economic instability on the accumulation of capital revealed a significant level of threat that creates these processes for the Ukrainian economy and accordingly confirmed the proposed theoretical basis on the destructive effect of the accumulation instability.

Also in the dissertation the preconditions, which promote the expansion of transmission channels of destructive influence connected with factors of economic instability both on processes of capital accumulation and on economy as a whole, are investigated.

In the scientific work, two groups of measures are grounded on activating of the capital accumulation in Ukraine in the conditions of overcoming economic instability - tactical and strategic. Tactical measures are aimed at reducing the amplitude of the impact of economic instability on the accumulation of capital in the event of intensification of the destructive factors in short term.

Strategic measures envisage the logic of the long-term and permanent complication of the country's economy through the formation of the architecture system of the dominant capital accumulation, as an antipode of the raw material model, which due to the development of the multidisciplinary nature of the economy,



helps to reduce the factors of transmission channels in conditions of economic instability. In order to facilitate the formation of measures to restructure the economy, the experience of leading countries was drawn from the achievements in this area. The systematization of such experience has made it possible to identify the main elements that are the basis for setting high rates of the capital accumulation within the national economy.

The concept of "the capital national mobilization" in the dissertation determines the necessity to implement the series of measures to create prerequisites for monetary expansion, the implementation of the first stage of building a national system of dominant capital accumulation as well. At the same time, the national capital mobilization qualitatively differs from the earlier concept of "the accumulation of national capital stabilization". Thus, "national capital mobilization" focuses on the task of the economy restructuring of the country, and therefore it is considered as a mobilization of a resource that will be continuously reinvested into the economy in particular in research, infrastructure, participation in projects for the development of the real economy. While "the accumulation of national stabilization capital" is only a component of the "national capital mobilization" and is primarily aimed at the maintaining of the economy stability, and only if such a condition is observed, some of these funds may be involved in solving the issue of structural adjustment of the country's economy.

Thus, the author proposed a scheme of structural adjustment of the national economy, which is formed in the logic "from simple to complex". Thus, it is initially proposed to create the preconditions for the implementation of monetary expansion in order to maintain existing production, infrastructure, generation of funds for scientific activity; at the second stage, it is planned to focus on maintaining existing production capacities, which in future will contribute to the formation of capital funds for launching in the third stage of innovative productions and through mechanisms of multiplier development of the financial sector, attracting foreign investment and, ultimately, joining Ukraine to the new economic structure that has already begun to be formed in the world. It is the structural restructuring of the economy that should

help to narrow the primitive production in Ukraine, reorienting to the markets of goods and services with high added value, thus reducing the destructive impact on the capital accumulation of economic instability, ensuring the continuity of accumulation.

Key words: capital accumulation, capital reproduction, economic instability, forms of accumulated capital, structural restructuring of the economy.

## **СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

### **Статті у наукових фахових виданнях:**

1. Ємець В.В. Інститути небанківського фінансового сектора у системі забезпечення економічної безпеки України. Актуальні проблеми економіки. 2006. №11. С.126–136 (0,5 друк. арк.).

2. Ємець В. Роль недержавних пенсійних фондів у забезпеченні економічного розвитку країни: світовий досвід та українські реалії. Економіст. 2006. №11. С. 37–39 (0,35 друк. арк.).

3. Ємець В.В. Фінансовий лізинг як чинник стимулювання інвестиційної активності у національній економіці. Актуальні проблеми розвитку економіки регіону: науковий збірник. Івано-Франківськ: Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника, 2007. Вип. 3. Т. 1. С. 232–240 (0,5 друк. арк.).

4. Уманців Ю.М., Ємець В.В. Фінансова глобалізація: основні детермінанти та особливості прояву. Банківська справа. 2007. №5. С. 47–64 (у співавторстві; 1,4 друк. арк.; особистий внесок автора – дослідження аспектів стосовно витоків фінансової глобалізації та стану участі України у процесах фінансової глобалізації. – 0,65 друк. арк.).

5. Ємець В.В. Стратегія розвитку ринків фінансових послуг у контексті вступу України до СОТ. Регіональна бізнес-економіка та управління. 2007. № 3. С. 89–94 (0,37 друк. арк.).

6. Уманців Ю.М., Ємець В.В. Міжнародне портфельне інвестування в контексті фінансової глобалізації. Вісник Національного банку України. 2008.

№9. С. 26–34 (у співавторстві; 1,13 друк. арк.; особистий внесок автора – ретроспективний аналіз процесів фінансової глобалізації та дослідження перспектив розвитку портфельного інвестування в Україні. – 0,5 друк. арк.).

7. Уманців Ю.М., Ємець В.В. Економіка України у координатах глобальних дисбалансів. Вісник Національного банку України. 2009. №5. С. 32–39 (у співавторстві; 1,0 друк. арк.; особистий внесок автора – дослідження впливу зовнішніх факторів на формування кризових явищ в Україні. – 0,42 друк. арк.).

8. Ємець В.В. Глобальні фінансові дисбаланси: історична ретроспектива та сучасні прояви. Інвестиції: практика та досвід. 2010. № 20. С. 30–35 (0,36 друк. арк.).

**Статті у наукових періодичних виданнях інших держав та публікації у виданнях України, які включені до міжнародних наукометричних баз:**

9. Ємець В.В. Еволюція теоретичних підходів до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу. Бізнес Інформ. 2016. № 5. С. 13–19 (zareestrovano y takikh міжнародних наукометричних базах даних: Ulrichsweb Global Serials Directory, Index Copernicus, Directory of Open Access Journals, CiteFactor, Scientific Indexing Services, Advanced Science Index, Open Academic Journals Index, GetInfo, BASE, InfoBase Index, OpenAIRE, World Cat, SUNCAT Union Catalogue, COPAC Union Catalogue, Open Access Library, J-Gate, Академия Google, Research Bible; 0,8 друк. арк.).

10. Ємець В.В. Методологічні основи та інструменти аналізу деструктивного впливу економічної нестабільності на процеси нагромадження капіталу. Актуальні проблеми економіки. 2017. №4. С. 160–165 (zareestrovano y takikh міжнародних наукометричних базах даних: EBSCOhost, EconLit, ABI/Inform (by ProQuest); 0,4 друк. арк.).

11. Ємець В.В. Динаміка нагромадження капіталу в Україні за умов економічної нестабільності [Електронний ресурс]. Економіка і суспільство. 2017. Випуск 12. С. 3–10 (zareestrovano y міжнародній наукометричній базі

«Index Copernicus»; 0,6 друк. арк.). URL: [economyandsociety.in.ua/journal/12\\_ukr/1.pdf](http://economyandsociety.in.ua/journal/12_ukr/1.pdf)

12. Ємець В.В. Чутливість нагромадженого капіталу до проявів економічної нестабільності. *European Cooperation*. 2017. Vol. 4(23). P. 28–37 (zareestrovano u міжнародній наукометричній базі «Index Copernicus»; 0,65 друк. арк.).

#### **Наукові праці у збірниках матеріалів конференцій:**

13. Ємець В.В. Нагромадження капіталу в умовах фінансової кризи та боргової переобтяженості. Фінансові аспекти розвитку держави, регіонів та суб'єктів господарювання: сучасний стан та перспективи: зб. м-лів. I міжнародної науково-практичної конференції (м. Одеса, 25-26 грудня 2015 р.). Одеса: ОНУ імені І.І. Мечникова, 2015. С. 40–42 (0,12 друк. арк.).

14. Ємець В.В. Еволюція процесів, пов'язаних з нагромадженням капіталу, та їх вплив на економічний розвиток України. Актуальні питання сучасної економіки: м-ли VIII всеукраїнської наукової конференції (м. Умань, 24 грудня 2016 р.). Умань: Уманський національний університет садівництва, 2016. Ч.1. С. 51–52 (0,1 друк. арк.).

15. Ємець В.В. Перспективи нагромадження капіталу в Україні в умовах глобальної економічної нестабільності. Сучасні міжнародні економічні відносини: драйвери успіху та виклики розвитку: м-ли XVII міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 23-24 березня 2017 р.). Дніпро: Дніпропетровський національний університет ім. Олеся Гончара, 2017. С. 63–66 (0,2 друк. арк.).

16. Ємець В.В. Нагромадження капіталу як необхідна умова для побудови постіндустріальної економіки. Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: виклики постіндустріальної економіки: м-ли IV міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 18-19 травня 2017 р.). Львів: Національний університет «Львівська політехніка», 2017. С. 160–161 (0,09 друк. арк.).

17. Ємець В.В. Вплив глобальної економічної нестабільності на нагромадження капіталу в масштабах світової економіки. Сучасні тенденції

розвитку світової економіки: зб. м-лів ІХ міжнародної науково-практичної конференції (м. Харків, 26 травня 2017 р.). Харків: ХНАДУ, 2017. С. 71–72 (0,1 друк. арк.).

18. Ємець В.В. Нагромадження капіталу як необхідна передумова розвитку територій. Сталий розвиток територій: проблеми та шляхи вирішення: м-ли VІІІ міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 20 жовтня 2017 р.). Дніпро: Дніпровський регіональний інститут державного управління, 2017. С. 60–61 (0,13 друк. арк.).

## ЗМІСТ

<b>АНОТАЦІЯ</b>	2
<b>ВСТУП</b>	16
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ</b>	26
1.1. Еволюція економічної думки визначення сутності нагромадження капіталу	26
1.2. Теоретичні засади формування економічної нестабільності та її вплив на нагромадження капіталу	53
1.3. Нагромадження капіталу в умовах розгортання деструктивних економічних процесів	76
<b>Висновки до розділу 1</b>	93
<b>РОЗДІЛ 2. ТЕНДЕНЦІЇ ТА ОСОБЛИВОСТІ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ</b>	95
2.1. Нагромадження капіталу в Україні в умовах економічної нестабільності	95
2.2. Вплив факторів економічної нестабільності на нагромадження капіталу в Україні	121
2.3. Нагромадження капіталу та формування передумов для економічної нестабільності в Україні	140
<b>Висновок до розділу 2</b>	160
<b>РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТИ АКТИВІЗАЦІЇ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ВИХОДУ ІЗ СТАНУ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ</b>	162
3.1. Зниження деструктивного впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу	162

3.2. Світовий досвід стимулювання нагромадження капіталу та напрями його імплементації в інституційне середовище України	176
3.3. Формування архітектури національної системи нагромадження капіталу в Україні	197
<b>Висновок до розділу 3</b>	<b>223</b>
<b>ВИСНОВКИ</b>	<b>226</b>
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b>	<b>230</b>
<b>ДОДАТКИ</b>	<b>247</b>

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Одним із фундаментальних факторів економічного розвитку є капітал. Нагромадження капіталу передують якісним економічним змінам та підвищенню ефективності економіки в цілому. Однак процеси, пов'язані з нагромадженням капіталу, не є стійкими і тісно пов'язані з перебігом змін в економіці.

Мінливість нагромадження капіталу у національній економіці залежить від низки чинників, серед яких, зокрема, циклічність розвитку економіки, ступень її відкритості, участь у процесах глобалізації, міжнародному поділі праці, рівень багатокладності економіки тощо. Взаємодія широкого спектра факторів визначає динаміку нагромадження капіталу та його структуру. Виключна роль капіталу у функціонуванні національної економіки формує необхідність розкриття закономірностей нагромадження капіталу в сучасних турбулентних економічних умовах.

Проблема забезпечення необхідного рівня національного нагромадження не може бути вирішена виключно ринковими механізмами. Економічні суб'єкти можуть впливати на цей процес лише у рамках власних інтересів, які не завжди збігаються з інтересами суспільства. Це підтверджується динамікою показників, що характеризують процес нагромадження в Україні за умов невизначеності державної політики. Так, у період 2001-2016 років питома вага нагромадження у ВВП не перевищувала 28,0%, а знос основних засобів і нематеріальних активів у промисловості сягнув 77,0% в 2015 р. При цьому за певних умов держава є тим суб'єктом, що може виступати «модератором» консолідованих зусиль приватних суб'єктів щодо перерозподілу фінансових ресурсів для спрямування їх на потреби модернізації економіки, що є основною умовою нагромадження капіталу і забезпечення стійких темпів економічного зростання. Таким чином, економічні процеси, що містять компоненту економічної нестабільності, можуть мати деструктивний вплив на економіку країни в цілому. При тому, що окремо взятий економічний суб'єкт практично



не в змозі протистояти таким викликам, що також потребує залучення держави як координатора заходів, спрямованих на протидію цим явищам.

Актуалізує дослідження процесу нагромадження капіталу багатоаспектність трансформаційних процесів, яка спостерігається у світі на сучасному етапі розвитку глобальної економіки. Поглиблення міжнародного поділу праці, перехід до постіндустріальної моделі функціонування світової економіки, інтеграція та глобалізація спонукають до пошуку нових драйверів економічного зростання, необхідною умовою яких є нагромадження капіталу.

Комплекс питань, пов'язаних із розкриттям значення та ролі нагромадження капіталу, а також впливу на цей процес різноманітних економічних факторів, є достатньо опрацьованим ученими. Проблематика нагромадження капіталу була досліджена такими зарубіжними вченими, як Ф.Візер, Дж.Гобсон, Н.Калдор, Дж.Кейнс, Дж.Кларк, А.Маршалл, Г.Марковіц, К.Маркс, К.Мергер, В.Мітчелл, Д.Рікардо, Д.Росс, А.Сміт, Р.Солоу, Дж.Уільямс, С.Фішер, Дж.Хікс, У.Шарп, Й.Шумпетер, Т.Шульц та ін. Серед українських економістів, які мають наукові розробки у царині нагромадження капіталу, слід виділити А.Бойко, В.Гейця, А.Герасименко, А.Гриценка, Н.Дучинську, Л.Жданова, Я.Жаліла, Б.Кваснюка, І.Крючкову, В.Лагутіна, С.Мочерного, В.Осецького, В.Романишина, В.Смагіна, М.Скрипниченко, В.Сиденка, Ю.Уманціва, Л.Шинкарук та інших.

Проведений аналіз наробок українських вчених засвідчує, що насамперед потребує вдосконалення теоретико-методичний інструментарій вивчення процесів формування економічної нестабільності, які порушують механізми відтворення капіталу в Україні. При цьому наукові дослідження часто фокусуються на формулюванні практичних рекомендацій щодо вирішення окремих економічних проблем, пов'язаних із нагромадженням капіталу, які є досить фрагментарними і не враховують аспекти системності і багатоукладності економічної системи. Маловивченим аспектом є зв'язок між нагромадженням капіталу та економічною нестабільністю. Крім того, спостерігається відсутність єдиного розуміння всього спектра наслідків впливу

економічної нестабільності на процеси економічного розвитку та нагромадження капіталу, а також проблематики протидії деструктивним проявам кризових явищ в економіці. Не сформовано єдиного бачення моделі економічної системи, яка б забезпечила безперервність процесів та оптимальну структуру нагромадження капіталу в Україні.

Таким чином, з одного боку важливість процесів нагромадження капіталу для економічного розвитку, а з іншого відсутність цілісного наукового наробку щодо забезпечення безперервності нагромадження та зниження деструктивного впливу факторів економічної нестабільності на цей процес обумовлює актуальність теми.

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

Дисертацію виконано відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри економічної теорії та конкурентної політики Київського національного торговельно-економічного університету за темами: «Соціально-економічні ефекти державного регулювання внутрішнього ринку в умовах європейської інтеграції України» (номер державної реєстрації №0115U000567) – автором досліджено вплив державного регулювання на функціонування внутрішнього ринку, зокрема його інвестиційної складової, а також запропоновано теоретико-методичні підходи щодо удосконалення системи державного регулювання внутрішнього ринку в умовах євроінтеграційних процесів в Україні (довідка № 3131/20 від 19.10.2017); «Розвиток конкуренції на внутрішньому ринку України» (номер державної реєстрації №0113U00522), де автором досліджено вплив нагромадження капіталу окремими суб'єктами на їх конкурентоспроможність на внутрішньому ринку України, а також запропоновано основні напрями стимулювання нагромадження капіталу для підвищення конкурентоспроможності суб'єктів господарювання на внутрішньому ринку України (довідка № 3142/20 від 19.10.2017).

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є теоретико-методологічне обґрунтування взаємодії між процесами нагромадження капіталу та економічної нестабільності, а також розроблення рекомендацій щодо

мінімізації негативних впливів економічної нестабільності на нагромадження капіталу та забезпечення безперервності цього процесу.

Для досягнення поставленої мети були сформульовані завдання:

- провести аналіз еволюції теоретичних підходів щодо нагромадження капіталу та здійснити їх періодизацію;
- виявити спільні та відмінні особливості економічної нестабільності, економічної кризи та циклічності розвитку економіки;
- встановити закономірності зв'язку між економічною нестабільністю та нагромадженням капіталу;
- сформулювати уявлення системного характеру щодо дії факторів економічної нестабільності на різні форми нагромадженого капіталу;
- розвинути методичні засади дослідження дії факторів економічної нестабільності на нагромадження капіталу;
- визначити суперечності між особливостями поточного функціонування економічного механізму перерозподілу фінансових ресурсів та потребами моделі економіки, зорієнтованої на нагромадження капіталу;
- визначити інструментарій економічної стабілізації та недопущення макроекономічного розбалансування в умовах економічної нестабільності;
- сформулювати пропозиції щодо імплементації світового досвіду формування архітекtonіки нагромадження капіталу в інституційне середовище України;
- розробити алгоритм та інструментарій, спрямований на побудову архітекtonіки національної системи нагромадження капіталу в Україні для забезпечення перманентності та базперервності процесів нагромадження.

**Об'єктом дослідження** є процес нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності.

**Предметом дослідження** є теоретико-методологічні аспекти нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності.

**Методи дослідження.** У процесі дослідження еволюції теоретичних поглядів на нагромадження капіталу використовувались методи ретроспективного аналізу та метод історичного аналізу (п. 1.1); під час розроблення теорії, що пояснює зв'язок економічної нестабільності з нагромадженням капіталу, використовувались методи діалектики, наукової абстракції та системного підходу (п. 1.2, п. 1.3); з метою апробації теорії, яка описує вплив економічної нестабільності на нагромадження капіталу, було використано метод статистичного аналізу, порівняння, узагальнення (п. 2.1, п. 2.2); у контексті дослідження передумов появи економічної нестабільності використовувались методи співставлення, порівняльного та системного аналізу (п. 2.3); у процесі формування авторського бачення щодо економічних змін, спрямованих на підтримку нагромадження капіталу в Україні та зниження негативного впливу економічної нестабільності на ці процеси, застосовувалися методи узагальнення та синтезу (п. 3.1, п. 3.3); для підготовки пропозицій щодо адаптації кращого світового досвіду для стимулювання нагромадження капіталу всередині країни застосовувались метод системного аналізу та метод аналогів (п. 3.2).

**Інформаційну базу** для дослідження становили статистичні та аналітичні матеріали вітчизняних і зарубіжних органів влади, установ та організацій, матеріали всеукраїнських та міжнародних конференцій, результати досліджень українських та зарубіжних учених стосовно нагромадження капіталу, впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу, прямих та опосередкованих факторів, що мають вплив на нагромадження капіталу; збірники, дані річних звітів, інформаційні та аналітичні бюлетні, наукові дослідження та публікації, дослідження в Інтернеті тощо.

**Наукова новизна отриманих результатів.** Наукова новизна отриманих результатів і особистий внесок полягає у дослідженні процесів нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності та виявлення особливостей їх прояву в Україні.

Основні теоретичні та практичні положення наукової новизни дисертаційної роботи є такими:

*вперше:*

- обґрунтовано теоретичні підходи до з'ясування зв'язку між нагромадженням капіталу та економічною нестабільністю, який ґрунтується на встановленні залежності між процесами, які порушують загальну економічну рівновагу, та темпами нагромадження, що було емпірично підтверджено запропонованою методологією дослідження кількісного та якісного аспектів нагромадження капіталу у визначених умовах; це дозволило розробити рекомендації, спрямовані на підтримання нагромадження капіталу та звуження каналів трансмісії деструктивного впливу економічної нестабільності;

*удосконалено:*

- визначення впливу деструктивних чинників нагромадження капіталу, включаючи його окремі форми, для чого було запропоновано підхід, який передбачає використання двох груп економічних індикаторів для дослідження проявів економічної нестабільності – «класичних» індикаторів, які виявляють динаміку макроекономічних показників, як прояв «симптому» економічної нестабільності та поточних (щоденних) індикаторів, за допомогою вимірювання стандартного відхилення яких з'ясовується динаміка інтенсифікації дії факторів економічної нестабільності, що на відміну від існуючих підходів дає можливість більш чітко встановлювати інтенсивність дії деструктивних чинників;

- розуміння змісту процесу формування економічних механізмів, спрямованих на забезпечення максимізації формування доданої вартості як ядра архітекtonіки національної системи нагромадження капіталу; зокрема, запропоновано підхід, який передбачає логістику переходу до виробництва продукції з високою доданою вартістю в середині країни за принципом розвитку «від простого до складного»: від створення передумов для монетарної активності, оновлення традиційних галузей економіки та підтримки їх участі на вже існуючих ринках до формування високотехнологічних кластерів, освоєння

нових ніш на внутрішньому і зовнішньому ринках, що на відміну від існуючих підходів встановлює чітку ієрархію пріоритетів державного впливу на активізацію нагромадження капіталу;

- теоретичні аспекти визначення інструментарію державної політики економічної стабілізації, процес формування цільових державних фондів розглянуто як нагромадження національного стабілізаційного капіталу, а зусилля держави, спрямовані на формування фінансових ресурсів для структурної перебудови країни, – мобілізацію національного капіталу, які на відміну від існуючих понять визначають необхідність створення фінансового ресурсу, спрямованого на підтримання економіки в умовах економічної нестабільності та сприяння процесам структурної перебудови;

*дістало подальший розвиток:*

- положення, які визначають взаємозв'язок між економічними поняттями: «економічна нестабільність», «економічна криза» та «економічна циклічність»; поняття економічної нестабільності на основі описання специфічної ситуації, яка склалась в національній економіці, зокрема, процесу наростання дії факторів нестабільності, що супроводжується макроекономічним розбалансуванням і обумовлює деструктивну дію на процес нагромадження капіталу; таку специфічну економічну нестабільність запропоновано трактувати як екстремальну економічну нестабільність, що на відміну від існуючих підходів дає можливість класифікувати економічну нестабільність залежно від сили її прояву;

- теоретичні засади формування передумов, які сприяють зміні амплітуди деструктивної дії економічної нестабільності в умовах внутрішніх та зовнішніх негативних впливів; виявлено, що в економіці України перерозподіл фінансових ресурсів здійснюється здебільшого у напрямках, пов'язаних із споживанням. Авторський підхід, на відміну від існуючого, розширює розуміння того, що результатом такої ситуації є деградація основного капіталу та недостатність інвестування у наукові дослідження, розробки, імплементацію високих технологій в економіці тощо; кінцевим підсумком таких процесів є

вибуття основних засобів з ужитку, спрощення технологічного укладу, примітивізація економіки і, врешті-решт, підвищення рівня залежності від сировинних ринків, які є найнестабільнішими;

- критерії періодизації еволюції визначення економічної сутності нагромадження капіталу, що на відміну від існуючих пропонує п'ять етапів (індивідуально-суспільної значущості нагромадження капіталу, нагромадження грошових капіталів, промислово-виробничої спрямованості капіталу, інвестиційної орієнтованості капіталу, глобально-інтенсивної спрямованості капіталу), яким властива домінуюча форма нагромадженого капіталу та основна функція нагромадженого капіталу, що дасть можливість більш повно прогнозувати подальші тенденції процесу нагромадження капіталу.

**Практичне значення отриманих результатів** полягає в тому, що вони можуть бути та були використані для формування стратегій, пов'язаних із забезпеченням нагромадження капіталу в середині країни та протидії деструктивному впливу факторів економічної нестабільності.

Отримані в ході дисертаційного дослідження висновки та рекомендації можуть бути використані департаментом економічної стратегії та макроекономічного прогнозування Мінекономрозвитку, зокрема під час підготовки аналітичних матеріалів, програмних та прогнозних документів економічного і соціального розвитку, розроблення заходів із вдосконалення державної економічної політики (довідка № 3013-06/38617-07 від 30.10.17), Інститутом стратегічних досліджень «Нова Україна» для розроблення стратегій сталого розвитку України (довідка № 01/09 від 15.06.17). Також, формуючи власну стратегію на ПрАТ «Дніпровський крохмалепатоковий комбінат», були використані рекомендації автора, пов'язані з необхідністю забезпечення постійного оновлення виробничих засобів, розширення виробничої бази, підвищення кваліфікації персоналу для сприяння розвитку підприємства і таким чином підтримання конкурентоспроможності продукції на внутрішньому та зовнішньому ринках (довідка № 01/989 від 24.10.17).

Окремі положення, висновки та пропозиції, що містяться в дисертаційному дослідженні, застосовувалися під час підготовки лекційних матеріалів навчальних дисциплін «Основи економічної теорії», «Макроекономічний аналіз», «Історія економіки та економічної думки» кафедрою економічної теорії та конкурентної політики Київського національного торговельно-економічного університету. Особистий внесок автора – підготовка тексту лекцій на теми: «Капітал сфери товарного обігу» (навчальна дисципліна «Основи економічної теорії») для студентів освітнього рівня «бакалавр»; «Макроекономічний аналіз фіскальної політики та державних фінансів» та «Макроекономічний аналіз економічної динаміки» (навчальна дисципліна «Макроекономічний аналіз») для студентів освітнього рівня «магістр»; «Формування передумов становлення і розвиток індустріального господарства та їх оцінки представниками економічної думки (XVI ст. – перша половина XIX ст.)» (навчальна дисципліна «Історія економіки та економічної думки») для студентів освітнього рівня «бакалавр» (довідка № 3143/20 від 19.10.17).

**Особистий внесок здобувача.** Всі наукові нароби, що представлені в дисертації, запропоновані наукові положення, висновки, рекомендації належать особисто автору і є його науковим доробком. З наукових праць, які опубліковано у співавторстві, у дисертації використано лише положення, що є результатом проведення дослідницької роботи.

**Апробація результатів дисертації.** Основні теоретичні та практичні положення дисертаційної роботи пройшли апробацію на 7 міжнародних, всеукраїнських та регіональних науково-практичних конференцій, а саме: III Регіональної науково-практичної конференції «Стратегічна реструктуризація регіональної економіки та соціальної сфери (у контексті вступу України до СОТ)» (м. Вінниця, 30 листопада 2006 р.); I Міжнародної науково-практичної конференції «Фінансові аспекти розвитку держави, регіонів та суб'єктів господарювання: сучасний стан та перспективи» (м. Одеса, 25-26 грудня 2015 р.); VIII Всеукраїнської науково-практичної конференції «Актуальні



питання сучасної економіки» (м. Умань, 24 грудня 2016 р.); XVII Міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 23-24 березня 2017 р.); IV Міжнародної науково-практичної конференції «Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: виклики постіндустріальної економіки» (м. Львів, 18-19 травня 2017 р.); IX Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні тенденції розвитку світової економіки» (м. Харків, 26 травня 2017 р.); VIII Міжнародної науково-практичної конференції «Сталий розвиток територій: проблеми та шляхи вирішення» (м. Дніпро, 20 жовтня 2017 р.).

**Публікації.** Основні теоретичні положення та отримані в ході дисертаційного дослідження висновки опубліковано у 18 наукових працях (із них 15 одноосібних – 6,84 друк. арк.), зокрема 11 статей (із них 8 одноосібних – 6,1 друк. арк.) у наукових фахових журналах, з яких 1 стаття у іноземному фаховому виданні та 7 публікацій у матеріалах наукових конференцій (0,74 друк. арк.).

**Структура й обсяг дисертації.** Дисертаційна робота складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел (налічує 192 найменування) і додатків. Загальний обсяг роботи становить 278 сторінок комп'ютерного тексту, у тому числі основний – 214 сторінки, містить 4 таблиці, 42 рисунки, а також список використаних джерел на 17 сторінках, 13 додатків на 32 сторінках.

# РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

## 1.1. Еволюція економічної думки визначення сутності нагромадження капіталу

Завдання осмислення сутності «капіталу», його нагромадження, вивчення напрямів найбільш ефективного та суспільно відповідального використання постало перед людством одразу з появою надлишків праці та можливістю їх еквівалентного обміну. При цьому стрижневим об'єктом дослідження практично на всіх етапах розвитку економічної думки постає зв'язок між нагромадженням капіталу та здатністю людських спільнот підтримувати, відтворювати технологічний уклад й ширше політико-економічний порядок, що склався на певному етапі розвитку, а також освоювати нові, більш прогресивні.

Наукові джерела, у яких мова йде про необхідність формування певного матеріального ресурсу понад необхідний рівень споживання, сягають періоду до нашої ери. Йдеться передусім про перший «прототип» нагромадження капіталу – багатство, формування якого було корисним для підтримання життєвого укладу окремого домогосподарства та держави в цілому.

Одним з перших про значення багатства мову вів Ксенофонт. У своїй праці «Домострой» Ксенофонт (444-355 роки до н. е.) наголошує на необхідності «примноження багатства чесним шляхом» [58, с. 84]. Особливістю поглядів автора у контексті проблематики «нагромадження капіталу» було те, що він вбачав за необхідне надлишкову частину грошей (грошима Ксенофонт розглядав виключно срібло) закопувати, щоб використати її у випадку неврожаю чи війни [183]. Тобто він розглядав нагромадження як резерв на випадок певних форс-мажорних обставин, виключаючи можливість їх використання у процесі ведення певної господарської діяльності. Цю тезу Ксенофонта можна розглядати і як тогочасне сприйняття можливості появи факторів, що викликають нестабільність і можуть мати безпосередній негативний вплив на економіку домогосподарства. Звісно, така постановка

питання свідчить насамперед про те, що Ксенофонт розглядав заощадження домогосподарств з позиції їх індивідуальної значимості при настанні певних негативних умов.

Дещо по-іншому вбачав значення нагромадження капіталу для розвитку суспільства Аристотель (384-322 рр. до н. е.). Він вважав, що накопичення, яке стосується домогосподарств, має певне розмежування, оскільки нагромадження грошей не є їх основним пріоритетом [4, с. 393]. Аристотель зазначає, що мистецтво накопичувати статки домогосподарствами необхідне та природне, а накопичення в результаті торгової діяльності він вважає не першочерговим, другорядним.

Аристотель у своїй праці одним з перших звернув увагу на феномен, якому тогочасні науковці досить рідко приділяли увагу – зворотному процесу нагромадження капіталу його знеціненню. За Аристотелем, «гроші є річчю дуже умовною, і варто лише тим, хто користується грошима, змінити ставлення до них, як відразу вони перестануть мати будь-яку цінність в ужитку, а людина, яка має у своєму розпорядженні навіть велику суму грошей, часто не в змозі буде забезпечити себе необхідними харчами; такого роду багатство може втратити будь-який сенс, і людина, яка має значний надлишок грошей, може вмерти від голодної смерті...» [4, с. 390-395]. Незважаючи на те, що знецінення грошей скоріше притаманно сучасним паперовим та цифровим грошам, аніж грошам часів Аристотеля, якими переважно виступало срібло, меншою мірою золото та мідь, він один із перших мислителів описав можливість не тільки формування багатства, а й його втрати в результаті певних об'єктивних факторів.

Серед філософів Стародавнього Риму значення нагромадження капіталу досліджував Цицерон (107-44 рр. до н. е.). Захищаючи лихварство, він відзначав: “державна більше, ніж будь на чому, тримається на кредиті, який цілковито неможливий, якщо сплата грошей, взятих у борг, не буде обов'язковою” [111, с. 123]. У такий спосіб філософ описав значення для суспільства осередків, які здійснюють нагромадження капіталу шляхом

надання грошей у тимчасове користування за певну платню. «Оскільки в античному світі важливу роль відігравали торговельний і грошовий (лихварський) капітали, то капітал став синонімом безмежного накопичення багатства», - пише Мочерний [74, с. 270-271]. Тобто лихварство у той період було фактично єдиним інститутом, що надавав гроші у борг на різноманітні цілі пересічним громадянам та еліті (читай державі).

Серед джерел Стародавнього Китаю, які містять аспекти проблематики нагромадження капіталу, відзначимо трактат “Гуань-цзи”, який з’явився у IV-III ст. до Р.Х., його автор невідомий. У цьому творі мова йде про заходи, які зроблять державу багатою в цілому, про забезпечення землеробів дешевим кредитом, заміну прямих податків непрямими, усунення спроб купців надмірно збагачуватись тощо. Результатом таких дій має стати досягнення класової згоди та спокою в селищах [112]. Також зазначається, що золото є тією величиною, яка дає змогу оцінювати стан ресурсів держави. Трактат “Гуань-цзи” розглядає нагромадження капіталу у країні як необхідність збереження спокою у суспільстві та належного його розвитку.

Так, нагромадження капіталу розглядалася з двох основних ракурсів: приватне нагромадження з метою задоволення певних індивідуальних та суспільних потреб (переважно у випадку гострої необхідності), а також нагромадження з метою забезпечення стабільності в країні. Тобто вже в ті часи усвідомлювалась можливість порушень економічного відтворення на рівні окремого приватного господарства чи більш суттєвих економічних потрясінь, протидія яким асоціювалась з формуванням певного недоторканого у звичайні часи грошового ресурсу. Основною функцією, яку виконує капітал у цей період, є заощадження та накопичення. Відзначимо, що у цей період сутність та значення капіталу почала змінюватися, а капітал усупільнюватися через зародження кредитних відносин у формі лихварства.

Цей етап, який тривав з точно не визначеного часу до V ст. н. е., характеризується розвитком переважно натурального виробництва приватними господарствами. Основою виробництва є сільське господарство та в незначній

мірі ремісництво. Функцію грошей виконують дорогоцінні метали (золото, срібло, мідь). Кредитні відносини перебувають у зародковому стані. Нагромадження капіталу відбувається шляхом розвитку приватних (індивідуальних) господарств, а також накопичення цінних металів для подальшого їх використання.

На ранньому етапі розвитку економічної думки інтереси дослідників в основному були спрямовані на визначення індивідуально-суспільної значущості капіталу, вагомості нагромадження капіталу як фактору сталого розвитку. На цих проблемах передусім сконцентровані дослідження давньогрецьких філософів-економістів.

Подальший розвиток теоретичних підходів щодо розкриття сутності нагромадження капіталу асоціюється з економічними теоріями, які пізніше отримали узагальнену назву «меркантилізм». Саме меркантилісти ввели поняття “національне багатство” [10, с. 167], яке вбачали не у надбаннях окремих феодалів, а нагромадженні на рівні країни. Зважаючи на необхідність у переході до більш досконаlih економічних відносин (порівняно з натуральним виробництвом і обміном), зокрема шляхом розвитку сфери обігу, меркантилісти визначили нагромадження грошей (срібла та золота) як засіб обміну, який мав допомогти країні збільшити національне багатство. “Не збільшуючи вартості суспільного продукту, торгівля здійснювала перерозподіл його від класів, що вели натуральне господарство, до купців та мануфактуристів. У масштабах суспільства це означало безумовне підвищення норми заощадження в національному доході” [80, с. 55]. Тому залучення до країни дорогоцінних металів та недопущення їх відтоку стало основою економічної теорії феодального періоду.

Серед найбільш відомих представників цього періоду слід відзначити Б.Даванзатті (1529-1606 рр.), який у своїй праці “Читання про монету” (1582 р.) метафорично порівняв її з кров’ю економічного організму та відзначив, як велика втрата крові призводить до ослаблення життєвих сил і навіть смерті, так і нестача в країні гальмує її розвиток. Тому можна зробити висновок, що будь-

яке багатство постає як таке, що може бути перетворене на гроші [15, с. 50]. Таким чином, Б.Даванзатті зводить нагромадження металевих грошей до основи основ функціонування економіки.

Т.Мен (1571-1641 рр.) визначив формулу збільшення кількості грошей у країні. Він вважає, що для цього необхідно, щоб вартість експорту з країни перевищувала вартість її імпорту” [15, с. 52]. Так, Т.Мен фактично запропонував модель зовнішньоекономічної політики успішної країни того часу, що ґрунтується на грошовому нагромадженні. Інші меркантилісти такі, як У.Поттер, А.Серрі, Л.Робертс, в цілому погоджувались з формулюванням Т.Мена та сконцентрувались на поглибленому вивченні і деталізації запропонованого положення, яке базувалося на теорії нагромадження капіталу у грошовій формі [15, с. 52-54].

Таким чином, фокус філософів-учених поступово змістився із розгляду значення нагромадження капіталу для задоволення індивідуально-суспільних потреб в цілому до обґрунтування необхідності акумулювання капіталу у грошовій формі.

Розвиток торговельних відносин, а згодом і банківської справи сприяв ускладненню суспільних відносин щодо нагромадження капіталу та його перерозподілу і відповідно змінив його значення. Цей період розпочався приблизно в VI ст. і тривав до XVI ст. Але основний внесок у формування цього періоду здійснило нагромадженням капіталу протягом Хрестових походів (XI-XIII ст.). Наслідком цих подій, які значно змінили економічне життя в Європі, був динамічний розвиток міжнародної торгівлі, запровадження перших кредитних інститутів, підвищення рівня життя населення в Європі. В цей період домінуючою формою нагромадження капіталу стає грошовий капітал, який виконує функцію торговельних засобів.

Треба зазначити, що протягом цього етапу, але дещо пізніше (XIII-XVI ст.) проявляється нагромадження грошового капіталу у вигляді розростання активності банківських установ, основною функцією діяльності яких стало примноження капіталу. Ці події відбувалися на фоні зрілого феодалізму за

формаційним підходом, який характеризувався розвитком переважно натурального господарства на великих феодалських територіях, які уособлювали багатство. Основою економіки було натуральне та промислове виробництво в рамках цехової ремісничої системи. Базовим елементом функціонування феодалської системи були станові привілеї, які закріплювали за феодалами, подекуди надаючи їм безмежну владу на підконтрольних територіях. В цей же період набуває нормативного врегулювання інститут банкрутства, «одними з перших починають регулювати ці відносини англійські статuti 1283 і 1285 рр.» [97, с. 640], що може розглядатися як унормування інструментарію протидії проявам деструктивних економічних факторів на нагромадження грошового капіталу.

Цей період нагромадження грошового капіталу почав згасати з появою розуміння серед філософів-науковців важливості не тільки грошового нагромадження, а й власного (національного) виробництва та участі у міжнародному поділі праці.

Середина XVII ст. історії економіки асоціюється з піком економічного розквіту Нідерландів, які збагатилися у результаті розвитку заморської торгівлі з країнами Азії та Америки. Торгівля сприяла притоку цінних металів і відповідно розширенню ринків збуту товарів, що стало основним фактором зростання товарного виробництва у низці країн Європи. Відповідно у країнах Західної Європи спостерігався бурхливий розвиток мануфактурного виробництва - тільки у Франції в цей період було побудовано кількaсот великих мануфактур. Звісно, паралельно з торгівлею активно розвивались публічні та приватні фінанси шляхом активного кредитування європейських держав (Нідерланди, Великобританія, Франція), а також місцевої промисловості буржуазією. Стрімке зростання промислового виробництва спонукало підприємців до пошуку більш ефективних методів праці.

З початку XVIII ст. залучення машин та різних винаходів отримало підтримку на рівні уряду Великобританії, що фактично обумовило появу великих фабрик і, як наслідок, масове банкрутство мануфактур. Як пише у

своїй монографії Л.Жданова: «становлення капіталістичних форм виробництва відбувалося в умовах запеклої боротьби промислового капіталу з купецьким за частку в додатковому продукті» [47, с. 189]. Так почався промисловий переворот у Західній Європі, наслідком якого було якісна зміна виробничих процесів і стрімкий розвиток виробництва та логістики з використанням машин та механізмів.

Масовий розвиток виробництва сприяв появі інтересу до цих процесів з боку сучасних науковців, зокрема до їх фокусу потрапили аспекти, пов'язані зі значенням нагромадження капіталу у контексті розширеного виробництва. При цьому з розвитком виробничих відносин протягом XVII - XVIII ст. осмислення ролі капіталу в цих процесах постійно змінювалося, а взаємозв'язок капіталу та виробництва ставав більш комплексним.

Початок нового етапу еволюції теоретичних підходів до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу можна пов'язати з працею Ф.Кене (1694-1774 рр.) "Економічні таблиці" (1758 р.). Тут учений робить одну з перших спроб встановити зв'язок між нагромадженням капіталу та виробничим процесом [53, с. 254-259]. І хоча Ф.Кене спирався виключно на дослідження виробничих зв'язків у сфері сільськогосподарського виробництва, запропоноване ним розділення капіталу на основний і оборотний дало поштовх для подальшого формування теорії промислового виробництва. Таким чином, Ф.Кене став економістом, праця якого передувала появі промислово-виробничого періоду розвитку теоретичних підходів розкриття сутності нагромадження капіталу, який співвідноситься з раннім індустріальним періодом цивілізаційного підходу у розвитку суспільства.

Однією з найбільш видатних наукових робіт промислово-виробничого періоду є праця А.Сміта "Про природу капіталу, його нагромадження і використання", яка з'явилася у перехідному періоді від феодалізму до капіталізму. В ній А.Сміт вперше вивів поняття «нагромадження капіталу», відокремивши його від інших видів активів, якими може володіти особа. А також вперше описав умови, за яких відбувається формування капіталу. Для



цього А.Сміт розділив працю найманих працівників на виробничу (праця безпосередньо людей на виробництві) і невиробничу (праця юристів, судей, військових), для забезпечення якої використовується частина доходу, що була раніше вилучена з виробничої сфери. Виробнича праця сприяє зростанню капіталу, оскільки створює умови для подальшого нарощення виробництва, а невиробнича праця передбачає використання фондів, які б могли стати капіталами (і відповідно сприяти нарощенню виробництва). Тому, говорячи про заощадливість, А.Сміт має на увазі обмеження витрат на оплату невиробничим працівникам на користь виробництва. “Будь-яке збільшення або зменшення капіталу природно сприяє збільшенню або зменшенню промислової діяльності, кількості виробничих робітників, а відповідно, і мінової вартості річного продукту землі і праці країни, реального багатства і прибутку всіх її мешканців” [96, с. 98].

Таким чином, А.Сміт фактично сформував постулат щодо абсолютної необхідності максимальної заощадливості, який дещо пізніше спростував Т.Мальтус у своїй праці “Принципи політичної економії”, одним з аспектів якої було положення, що “заощадження, доведене до надмірності, повністю пригнічує виробничу мотивацію” [12, с. 158].

Не оминув у своїх працях А.Сміт і питання, пов’язані з негативною дією різноманітних чинників на нагромадження капіталу: “...в країні, вартість річного продукту якої зменшується, не може довго залишатися одна й та ж кількість грошей... І оскільки можливості для їх використання відсутні в середині країни, вони будуть, врозріз усіх законів та заборон, відіслані за кордон і витрачені для придбання споживчих благ, які можуть бути використані в середині країни...Вивіз золота і срібла в такому випадку є не причиною, а наслідком занепаду країни і може тимчасово пом’якшити лихі наслідки цього занепаду” [96, с. 99].

У цілому Д.Рікардо, використовуючи термінологію, запропоновану А.Смітом, доповнює його бачення аспектів щодо нагромадження капіталу, зокрема факторів, які мають безпосередній вплив на накопичення капіталу,

мотиви накопичення, значення капіталу для розвитку виробництва в країні, перспективи зниження капіталу тощо. Як і А.Сміт, Д.Рікардо бачив основою нагромадження виробничу сферу, приділяючи мало уваги невиробничій сфері, хоча і визнавав у своїх працях важливість навчання та підвищення кваліфікації працівників, а також значимість перевізників у процесі формування вартості товарів.

У своїй праці Д.Рікардо часто критикує А.Сміта, зокрема щодо нагромадження капіталу. Так, Д.Рікардо вказує на хибність твердження підходу А.Сміта, що мовби “зростання капіталу збільшує заробітню плату і веде до зниження прибутку”, як результат, конкуренції капіталів, вкладених в одну й ту саму галузь, і відповідно збільшення попиту на робочу силу. Однак Д.Рікардо відзначає, що нагромадження капіталу не може надовго зменшити прибутки, якщо не існує якої-небудь постійної причини, що призводить до підвищення заробітної плати [93, с. 242].

Тобто Д.Рікардо розвиває сформоване А.Смітом поняття нагромадження капіталу, як похідну праці, прямо вказуючи, що капітал - це продукт праці, тобто накопичена праця, протиставляючи її живій праці.

Д.Рікардо, розмірковуючи про можливий вплив певних об'єктивних факторів (в першу чергу війни) на економіку держави, вказує на перспективу знищення капіталу внаслідок таких подій, виявляючи одну із закономірностей, яка розкриває властивості капіталу та пов'язана не тільки з його нагромадженням, а й зворотнім процесом – втратою капіталу.

Дж.С.Мілль (1806-1873 рр.) уточнює тезу Д.Рікардо про те, що капіталом є продукт праці. Він підкреслює, що «під капіталом» розуміють засоби та знаряддя, що є нагромадженим результатом раніше затраченої праці” [70, с. 54]. Таким чином, Дж.С.Мілль розглядає формування капіталу через призму виробничих відносин, які матеріалізуються у формі певних речей. При цьому, на думку Дж.С.Мілля, гроші виконують лише допоміжну функцію і асоціюються з капіталом та багатством [70, с. 56].

Потужний внесок у дослідження взаємозв'язку нагромадження капіталу та виробництва зробив К.Маркс, який підійшов безпосередньо до значення нагромадження капіталу у процесі виробництва, розподілення надлишків праці та їх освоєння. У своїх працях він описав процес нагромадження капіталу як результат розширеного відтворення [65].

Не обійшов увагою К.Маркс і проблематику порушення процесу розширеного відтворення, а відповідно і нагромадження капіталу. У своїй праці К.Маркс описує ситуацію, за якої відбувається звуження процесу відтворення капіталу. Так, К.Маркс пише: «...потік товарів надходить один за іншим, коли з'ясовується, що попередній потік не поглинений споживанням. Товарні капітали змушені конкурувати за місце на ринку, товари, які прибули на ринок пізніше, продаються за зниженими цінами», в результаті «товари попередніх потоків ще не перетворені в готівку, як наступає термін їх оплати» [66, с. 88)]. Саме така ситуація, за К.Марксом, призводить до порушень процесу розширеного відтворення через скорочення обміну «капітал на капітал».

Питання нагромадження капіталу та розвитку виробництва є основними і в праці Р.Люксембург. У своїй книзі [62, с. 77] автор намагається дати трактування процесу обігу всього суспільного капіталу у Кене, Сміта, Маркса, при цьому досить значну частину своєї роботи присвячує критиці теорій останнього, зокрема у частині логіки його схем розширеного відтворення і відповідно нагромадження капіталу.

Деякі паралелі з розумінням «нагромадження капіталу» К.Марксом можна знайти і в праці Е. Бем-Баверка (1851-1914 рр.) «Капітал і процент» (1884 р.). Автор праці визначає капітал як похідний фактор виробництва, який є продуктом двох первинних факторів: землі та праці [8, с. 342].

Серед вчених-економістів, які зробили значний внесок у розуміння суті нагромадження капіталу, слід відзначити Дж.Б.Кларка (1847-1938 рр.). Дж. Кларк розглядає капітал як суму виробничих багатств, інвестованих у матеріальні речі, які постійно змінюються. Процес оновлення виробничих багатств відбувається безперервно, при цьому сам виробничий фонд

зберігається. Таким чином, Кларк чітко відділяє матеріальні речі, які можуть бути використані у виробництві, і заперечує можливість включення до поняття «капітал» певних якостей людини, які можуть бути задіяні для виробничих цілей. У своїх поглядах Дж.Б.Кларк чітко відділяє капітал від капітальних благ. Він вважає, що надбані за посередництвом капіталу капітальні блага (зокрема основні та оборотні активи) «не тільки можуть бути піддані руйнуванню, але й повинні бути знищені для того, щоб капітал міг зберегтися» (мається на увазі виробничий цикл, де використовуються оборотні засоби та амортизуються основні) [54, с. 62].

Слушним, на наш погляд, є зроблене Кларком порівняння «капіталу» з високо організованою твариною, яка змінює та оновлює свої тканини через короткі проміжки часу. Тобто Кларк розглядає «капітал» як таку собі «живу» форму енергії, яка, змушуючи рухатися активи у певному напрямку, сприяє власному підтриманню та збереженню. Тобто «капітал - це нескінченна послідовність благ, що змінюються, які завжди коштують певну суму» [54, с. 62]. На наш погляд, Кларк неперевершено розкрив сутність процесів, пов'язаних із використанням капіталу у виробничому процесі.

У своїх економічних роздумах Кларк, зокрема, порушував питання, пов'язані з втратою капіталу внаслідок певних подій. «Зачіпайте його та знищити будь-яку його частину - і ви переживете лихо. Знищити весь капітал, який ви маєте у своєму розпорядженні, і ви муситимете з порожніми руками, так або інакше, заробляти на існування однією тільки працею... Зупиніть машини на вашій фабриці,...заверніть та упакуйте їх, щоб вони не ржавіли, - і виробнича активність вашого капіталу перерветься. Більш того, капітал сам по собі також у кінцевому рахунку буде знищено, оскільки ваші машини з часом так застаріють, що стане неможливим їх використання» [54, с. 62-63].

Свій внесок упродовж цього періоду розвитку теоретичних підходів здійснив і український вчений М.Туган-Барановський, який, досліджуючи кругообіг форм капіталу, зробив такий висновок: «суспільний капітал

з'являється послідовно у трьох різних формах – у формі товарного, грошового та виробничого капіталу» [101, с. 25].

Таким чином, з середини XVII ст. до кінця XVIII ст. теоретичні погляди щодо розкриття економічної сутності нагромадження капіталу фокусувались в основному на нагромадженні у вигляді промислового капіталу, основною функцією якого було забезпечення розширеного відтворення. Тому цей етап еволюції теоретичних підходів до розкриття сутності «нагромадження капіталу» ми називаємо періодом промислово-виробничого нагромадження капіталу. При цьому в той час відбувалось зосередження праць вчених-сучасників на аспектах, які стосувалися головним чином значення кількісного нарощення виробничих активів, хоча і в новій їх якості (як результат промислового перевороту). Натомість питання, пов'язані з напрямками підвищення ефективності використання таких активів, були поза увагою.

Починаючи з XIX століття спостерігається переосмислення ролі економічної науки у контексті ведення ділової активності, і якщо, як пише Кейнс, «в попередні часи, коли підприємства належали переважно тим, хто сам вів справи, або друзям та компаньйонам, інвестиції визначались наявністю людей сангвінічного темпераменту та творчого складу; бізнес вони сприймали скоріше як життєве покликання і в дійсності зовсім не покладалися на скуппульозні підрахунки очікуваного прибутку» [52, с. 67], то зараз у ділових колах почала виявлятися зацікавленість до наукових аспектів ведення бізнесу, що мала на меті, зокрема, підвищення ефективності інвестування нагромадженого капіталу.

Одночасно з технічною революцією (XVIII-XIX ст.) спостерігалось різке зростання попиту на ресурси, що віддзеркалилось у працях вчених-економістів того часу. Крім того, ускладнення виробничих ланцюгів, поглиблення виробничої спеціалізації, підвищення міжнародної конкуренції обумовило необхідність у появі «суперкваліфікованої» робочої сили, для навчання якої необхідний досить довгий проміжок часу та значні фінансові витрати. Як писав Кларк, умови 1800 р. потребували одних видів праці, умови 1900 р. – інших

[54, с. 82]. Крім того, перша хвиля фінансової глобалізації і відповідно загострення конкуренції капіталів у світовому масштабі, яка припадала на цей період, обумовила появу нових економічних концепцій [26, с. 8], а також сприяла появі попиту на розроблення критеріїв та інструментарію вимірювання ефективності здійснення нагромадження капіталу та убезпечення його від руйнування. Це обумовило об'єктивну необхідність подальшого розвитку теоретичних підходів до виявлення економічної сутності нагромадження капіталу.

Важливий внесок в осмислення ролі нагромадження капіталу здійснили представники австрійської школи, представивши теорію граничної корисності. Ф.Візер запропонував подивитись на нагромадження капіталу з позицій граничної корисності його використання у виробництві. Він розглядав “зростання капітального багатства народу” як необхідну передумову, яка дає можливість збільшити виробничі затрати у випадку потреби нарощення виробництва продовольчих товарів для зростаючої кількості населення. Це випливає з його теорії граничної корисності, яка передбачає найбільш ефективне розподілення та перерозподіл ресурсів в економіці з метою досягнення оптимального їх використання. Розмірковуючи про збільшення капіталу (тобто фактично його нагромадження) у процесі виробництва продовольства, Візер пише: “тільки там, де збільшення капіталу щонайменше йде в ногу зі збільшенням населення, обтяжуючий вплив закону спадної родючості ґрунту може бути подолано” [2, с. 452]. Фактично Візер розглядав нагромадження капіталу як фактор, який дає можливість розширити рамки міри граничної корисності і відповідно сприяти збільшенню виробництва (відповідно задоволення потреб більшої частини населення), хоча й на умовах меншої ефективності порівняно з іншими країнами, де процес нагромадження капіталу відбувається більш повільно. Разом з тим, за Візером, серед трьох виробничих факторів: праця, капітал, земля – два останні мають вторинне значення порівняно з працею “та являють собою не більше ніж умови для того, щоб праця могла створювати” [2, с. 453].

Не оминув питання можливості появи деструктивного впливу на капітал і Фрідріх фон Візер, який розглядав її вплив через призму корисності витрат. Візер писав: «що стосується змін потреб і запасів, то поряд з дрібними коливаннями, які майже ніколи не припиняються, але й не здійснюють ніякого впливу, іноді трапляються і більш сильні коливання, які виникають на стільки не очікувано, що виробництво не може швидко підготуватися до них, для досягнення вирівнювання. Ці коливання сприймаються як порушення виробництва, які приводять зв'язки суміжних сфер економіки у безлад та, вочевидь, навіть руйнують їх на певний період повністю, у результаті чого корисність затрат знижується» [2, с. 450].

Визначення проблеми ефективності Візером було по суті провісником чергового переосмислення ролі капіталу раннього капіталістичного періоду в рамках формаційного підходу та індустріального періоду цивілізаційного підходу розвитку суспільства. Говорячи про корисність використання капіталу, Візер фактично почав відмежування капіталу від його виключної виробничої спрямованості, яка спостерігалась у теоретиків останні декілька століть, і створив передумови для надання йому властивостей універсальності, які пізніше будуть описані Маршалом та Кейнсом. Таким чином, саме з появи проблеми ефективного використання капіталу у працях вчених-економістів, на наш погляд, слід починати відлік чергового періоду розвитку теоретичних підходів до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу, оскільки подальший хід напрацювань у цьому напрямі надав капіталу широкий спектр застосування, виводячи його далеко за рамки функції нарощення виробництва. Цей період, який Дж.Сорос назвав «Золоте століття капіталізму» [98, с. 12], супроводжувався появою нових досліджень та теорій, у фокусі яких було насамперед вивчення та пояснення обігу і перерозподілу капіталу у контексті широкого спектра його застосування.

Одним із перших економістів-науковців, який заклав фундамент «нового розуміння» суті нагромадження капіталу, був К.Менгер. Він у своїй праці зробив спробу більш комплексно охарактеризувати поняття «капітал». Автор

відразу відкинув запропонований А.Смітом підхід щодо тлумачення капіталу, зазначивши, що “не можна прийняти точку зору тих, хто називає “капіталом” будь-яку складову частину майна, яка приносить постійний прибуток”. К.Менгер під капіталом розуміє частину блага, що є у розпорядженні індивіда, яку він може використати для задоволення потреб у майбутньому [496, с. 166-168]. Тезис щодо перенесення споживання на майбутнє став ключовим у подальшому розвитку теорії нагромадження капіталу. А.Маршал, сучасник К.Менгера, мав схожі погляди на сутність нагромадження капіталу.

Нагромадження багатства, за А.Маршалом, зазвичай є результатом відтермінування отримання задоволення від споживання на майбутнє [67, с. 234]. Розмірковуючи про те, що ж таке капітал (торговельно-промисловий капітал), Маршал говорить про те, що до нього слід включати безпосередньо майно, яке належить підприємцю, тобто його фабрика, сировина, обладнання, а також речі, які йому дають права на отримання доходів, наприклад, видані кредити, будь-який контроль над капіталом, у тому числі за посередництвом ринку фінансових інструментів, при цьому власні борги слід віднімати від суми капіталу [67, с. 109].

Таким чином, К.Менгер і А.Маршал запропонували логіку перенесення споживання на майбутнє, яка лежить в основі нагромадження капіталу. Такий погляд ліг в основу низки теорій управління капіталом, зокрема теорій обґрунтування схвалення інвестиційних проектів. А підхід, який А.Маршал запропонував одним із перших щодо віднімання боргів від суми капіталу для з'ясування вартості власного капіталу, ліг в основу методики визначення вартості підприємства (enterprise value).

Водночас Дж.Кейнс розвинув запропоновану К.Менгером та А.Маршалом тезу щодо перенесення споживання на майбутнє як основу нагромадження капіталу. Автор писав: «Людина інвестує гроші або купує капітальне майно, вона набуває право на низку майбутніх прибутків від продажу відповідної продукції...» [52, с. 59]. Більш того, Кейнс запропонував інструмент для визначення ефективності капіталу (граничної ефективності



капіталу): «як величину, що дорівнює тій обліковій ставці, яка зрівнює теперішню вартість ряду грошових доходів, очікуваних від використання капітального майні у продовж терміну його служби, з ціною її пропозиції» [52, с. 61]. Завдяки Кейнсу «нагромадження капіталу» отримало свою міру у вигляді облікової ставки граничної ефективності капіталу.

При цьому відзначимо, що практично одночасно з Кейнсом займається економічними розробками І.Фішер. У 1930 р. з'являється його праця «Теорія відсотка», в якій пропонується поняття «інвестиційної можливості капіталу». По суті І.Фішер розглядав капітал як похідну від отриманого доходу (відсотку на вкладений капітал) в результаті здійснення інвестування, тобто капітал за І.Фішером – це сума приведених до теперішньої вартості платежів на вкладений капітал або «дисконтований потік доходу» [138, с. 13]. Мова йде про різницю між теперішньою і майбутньою вартістю капіталу, яка зумовлена тим, що капітал завжди може бути інвестований за певною мінімальною ставкою, що є базовою для визначення доцільності його інвестування в певний проект. Таким чином, «облікова ставка граничної ефективності капіталу» Кейнса та «інвестиційні можливості капіталу» І.Фішера заклали фундамент методики справедливої оцінки різноманітних активів, починаючи від вартості житлової нерухомості, закінчуючи справедливою оцінкою вартості транснаціональних корпорацій.

А своєю «концепцією вартості капіталу» (1937 р.) Дж. Уільямс запропонував інструмент для визначення ціни активу з урахуванням структури його капіталу (питомої ваги власного та позичкового капіталу в структурі балансу), таким чином сформувавши теорію дисконтування грошових потоків, яка використовується на практиці і нині [181].

Важливими у підходах Дж.Кейнса, І.Фішера та Дж.Уільямса є те, що оцінка активів на основі дисконтованих потоків доходу передбачає, що ці доходи можуть змінюватися в результаті певних змін в економіці, допускаючи не тільки зростання вартості активів, а і їх зниження в результаті певних подій.

З середини ХХ ст. у розвинутих країнах активного розвитку набули теорії управління фінансовим капіталом. Після Другої світової війни у ряді країн, зокрема США та Західної Європи, ледь чи не вперше в історії почав формуватися чималий середній клас, у якого з'явилися надлишкові доходи і відповідно заощадження. Як пише А.Герасименко, «якщо у першій половині ХХ ст. інвестиційні банки спеціалізувалися переважно на розміщенні акцій та боргових цінних паперів, наданні консультаційних послуг, супроводженні концентраційних угод, тепер вони зайняли й суміжну ринкову нішу, перетворившись на дійсних інвесторів» [16, с. 352]. Звісно, це почало формувати потужний попит на фінансові продукти. Разом із тим зростаючі економіки потребували грошових ресурсів, в першу чергу “довгих” для розвитку промисловості та інфраструктури. Так почав формуватися суспільний запит на появу інститутів, які б давали змогу, за словами Кейнса, перетворювати заощадження в інвестиції. При цьому, хоча Кейнсу і належить обґрунтування теорії, яка пояснює важливість перетворення заощаджень в інвестиції, саме питання є запозиченим у Дж.Гобсона, який ще у своїй роботі “Промислова система” (1910 р.) писав: “Оскільки йдеться про створення умов для зростання, система повинна бути здатною виробляти підвищену кількість знарядь праці, що передбачає наявність чистих інвестицій і чистих заощаджень” [80, с. 74]. Щодо співставлення понять “нагромадження капіталу” та “заощадження” відзначимо, що ще з часів Т.Мальтуса під заощадженням розумілось перетворення доходів у капітал, тобто ставився знак рівняння між заощадженнями і нагромадженням [80, с. 64]. Говорячи про значення заощаджень в контексті нагромадження капіталу відзначимо, що, на наш погляд, заощадження, залучені належним чином до економіки (через фінансових посередників та відповідну інфраструктуру), є одним з небагатьох джерел фінансових ресурсів, що можуть бути використані для цілей нагромадження капіталу (через механізми фінансового левереджу). Однак у цьому аспекті постає необхідність забезпечення трансформації заощаджень саме у нагромадження, а не переливання коштів на користь третіх осіб для

задоволення ними власних споживчих потреб, адже це може сприяти формуванню негативних процесів в економіці.

Хоча Кейнс як видатний економіст був визнаний ще у роки Великої депресії у США (1929-1933 рр.), його теорії і підходи почали оформлятися у фундаментальні засади розвитку економіки розвинутих капіталістичних країн лише у повоєнний період. Паралельно теорія, запропонована Кейнсом, стала і вихідною точкою для поглиблення наукових знань в області нагромадження капіталу. Аспекти, пов'язані зі значенням нагромадження капіталу в логіці інвестування в 50-60 роки, привертають увагу ряду видатних учених, які з часом стануть нобелівськими лауреатами. Так, вже у 1961 р. Е.Фелпс, якого відносять до неокенейсіанців, розширює розуміння значення нагромадження у своїй концепції “золотого правила нагромадження капіталу” [166]. На відміну від попередників Е.Фелпс одним із перших намагається з'ясувати вплив нагромадження капіталу не на розвиток виробництва, а на забезпечення споживання на душу населення, прагнучи знайти необхідний рівень темпу зростання капіталу, за якого споживання максимізується. Тобто у “золотому правилі нагромадження капіталу” закріплюється виключна роль інвестування у контексті максимізації споживання населенням. Таким чином, Е.Фелпс розглядає розширення виробництва не як ціль інвестування, а як одну з двох опцій (інвестування або споживання) використання виробленої продукції, яку має суспільство, яке перебуває у стані пошуку траєкторії збалансованого росту. Дослідження щодо пошуку оптимальних пропорцій розподілення суспільних фондів між інвестуванням та споживанням на національному рівні є актуальними і сьогодні.

Базовими теорії Кейнса виступили і для багатьох наукових розробок, спрямованих на вирішення прикладних завдань щодо методів управління капіталом для оптимізації шляхів його нагромадження.

Поява середнього класу, індивідуальний нагромаджений капітал представників якого був замалий для початку складного виробництва, але сумарний достатній для потужних інвестицій, сприяв актуалізації наукових

розробок з метою створення концепцій, які б обґрунтовували доцільність поєднання заощаджень індивідуумів для розвитку виробництва з одного боку та нагромадження без права впливати на виробничі процеси з іншого. Таким чином, серед найактуальніших аспектів того часу були проблеми, пов'язані з поєднанням різних форм капіталів (з різним профілем дохідності, ризику, горизонту обігу) в рамках одного фонду (портфеля) з метою забезпечення найвищої дохідності фонду за умов найнижчих ризиків.

Засновником портфельної теорії, що давала відповідь на це питання, був Г.Марковіц (Нобелівський лауреат 1990 р.). Його "портфельна теорія" (розроблена у 50-х роках ХХ ст.) здійснила справжню революцію у наукових поглядах щодо управління портфелем активів. Марковіц вперше запропонував формулу, що враховує профілі ризику (тобто варіацію дохідності), а також дохідність окремо взятих активів, які входять до портфеля, що поєднує різні види активів, для того, щоб виявляти оптимальне співвідношення «ризик-дохідність», виходячи з активів, що представлені на ринку [157]. Пізніше теорії Марковіца були доповнені розробками Дж.Тобіна, В.Шарпа та іншими вченими.

Так, поява у 60-х роках ХХ ст. «моделі ціноутворення активів» (Capital Asset Pricing Model) [137], розробленням якої займались Дж.Трейнор, У.Шарп, Дж.Літнер, Я.Моссин, доповнила запропоновану Кейнсом методику визначення граничної ефективності капіталу, запропонувавши методику не простого з'ясування середньої ефективності капіталу у ретроспективі, а визначення необхідної ставки дохідності окремо взятого активу з урахуванням поточних ринкових умов та безризикової або мінімальної дохідності активу. Ця модель остаточно сформувала ландшафт інструментарію для прийняття інвестиційного рішення як на рівні окремо взятого суб'єкта, так і на рівні потужної корпорації. Таким чином, процес управління нагромадженим капіталом отримав інструменти, які виробляють критерії для прийняття інвестиційних рішень, виходячи з ключових параметрів «ризик-дохідність».

Поява “теорії ефективності ринку” у кінці 60-х років ХХ ст. (розробником якої був Ю.Фама) [136] також сприяла наближенню заощаджень представників середнього класу розвинутих країн до фінансових інструментів, які використовуються на біржі. Теорія запропонувала просту концепцію, яка доступно обґрунтовувала перспективи та можливості фінансових ринків для непрофесіоналів. Фактично теорія пояснила, чому кожен, хто має заощадження, може їх інвестувати з такою ж ефективністю, як і професіональні учасники фінансового сектору. Теорія ефективності ринків надала фінансовим ринкам абсолютної ефективності, ігноруючи низку параметрів, які не дають можливість її використовувати на практиці. Зокрема, стверджуючи, що поточні біржові ціни віддзеркалюють усю доступну інформацію, яка може впливати на них, ігнорується, що не всі учасники ринку мають доступ до однієї і тієї ж інформації, у професіоналів є кращі бази даних, які надають більш повну уяву щодо перспектив окремо взятого цінного паперу. Крім того, професіонали мають відповідну освіту і, що важливо, відповідний досвід, а відтак мають можливість більш адекватно реагувати на зміни у фінансових ринках. Крім того, як показує історія, професіонали мають змогу отримати (хоча і незаконно) інсайдерську інформацію, яка є недоступною для решти учасників торгів. У результаті цього в реальних ринкових умовах доступ до торгів на ринку має будь-яка особа, але збільшити свої активи на біржі можуть переважно професіональні учасники.

Ця теорія не виправдала себе на практиці, однак вона була основною, яка знищила стереотип, що фінансові ринки тільки для професіоналів. Саме з 70-х років серед грошових заощаджень фізичних осіб у США масово з’являються заощадження у формі акцій та облігацій. Цей феномен важко пояснити лише появою “теорії ефективних ринків”, однак однозначно ця теорія була в мейнстрімі.

Нарощення притоку грошового капіталу на фінансові ринки розвинутих країн об’єктивно потребувало появи нових фінансових інструментів (насамперед з метою хеджування власних ризиків, оскільки вже досить часто

почали практикуватися спекуляції за рахунок позикових або тимчасово розміщених грошей), які б давали змогу проводити біржові операції без наявності базового активу, тобто похідних цінних паперів. Хоча торгівля ф'ючерсними контрактами відома з XVII ст., а торгівля опціонами з початку XX ст. на шляху розвитку їх масової торгівлі була досить потужна перепона – відсутність теоретичної бази розрахунку вартості опціону. З ф'ючерсами ситуація була більш простою – ринок більш-менш справлявся з функцією формування ціни на такі цінні папери, однак опціони були занадто складними фінансовими інструментами для того, щоб ринок міг адекватно зважити їх ціну. Формула Блека-Шоулза [142] здійснила чергову революцію на фінансових ринках і фактично створила таку фінансову систему, яку ми маємо у XXI ст. Поява цієї формули сприяла, з одного боку, більш симетричному розподіленню ринкових ризиків серед професіональних учасників фінансових ринків, а відповідно і темпів нагромадження капіталів інституційними інвесторами, з іншого, з нарощенням боргів та спаданням темпів зростання світової економіки сприяла акумуляції системних ризиків, які можуть призвести до суттєвих втрат капіталу на глобальному рівні та необхідності глибокого реформування світової фінансової системи.

Однак розвиток теоретичних підходів до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу протягом інвестиційно-орієнтованого періоду стосувався не тільки теорії безпосереднього управління інвестиційним капіталом, а й таких аспектів, як створення умов для більш ефективного використання капіталу шляхом інвестування в інноваційні технології та освіту найманих працівників.

Ще Й.Шумпетер (1883-1950 рр.) визначив, що капітал – “це ніщо інше, як важіль, який дає змогу підприємцю отримувати в своє розпорядження потрібні конкретні блага для досягнення нової мети”. Тобто Шумпетер пов'язував капітал “з процесом розвитку”, який є базою для функціонування суспільства і ґрунтується на інноваціях. Інновації – це “використання існуючих джерел новими способами”, а капітал – “фонд купівельної сили”, завдяки якому

купується все необхідне для підтримки розвитку суспільства в довгостроковій перспективі [113, с. 231; 232; 239].

Перші фундаментальні дослідження щодо важливості інвестицій у розвиток людини здійснені Т.Шульцом (1902-1998 рр.), який у 1961 р. опублікував статтю «Інвестування у людський капітал», де вперше запропонував поняття «людський капітал» [172]. Т.Шульц, який також займався дослідженням у сфері сільського господарства, чітко описав зв'язок кваліфікації робітника з його рівнем життя, а також довів, що більшість людей у світі, які живуть бідно, в основному працюють у сільському господарстві країн, що розвиваються. За Т.Шульцем, нарощення людського капіталу відбувається через створення умов для зміни якісних характеристик людини. Інструментами для цього є освіта, тренінги, передання досвіду, функціонування системи охорони здоров'я та ін. Отже, освіта та інші інвестиції у людський капітал сприяють підвищенню ефективності у виробництві та розподіленні ресурсів. «Підвищення можливостей адаптування до змін, таких як нові технології або організаційні практики, лише частково характеризують віддачу на інвестиції у освіту» [151, с. 346]. Якщо продовжити логіку Т.Шульца, дійдемо висновку стосовно того, що накопичення «людського капіталу» має безпосередній вплив на нагромадження капіталу в цілому, оскільки по суті є його абстрактною формулою і матеріалізується у процесі реалізації проектів у різних сферах економіки, метою яких є якомога ефективніше використання раніше нагромадженого капіталу. Послідовник Шульца, Г.Беккер, навіть підрахував, що інвестиції у людський капітал США забезпечують більш високий відсоток, ніж інвестиції у цінні папери [121]. Р.Солоу говорив одночасно про важливість інвестування в інноваційні технології та людський капітал, зокрема про перевагу удосконалення технологій та підвищення кваліфікації робітників, порівняно із збільшенням кількості обладнання і підприємств [174]. Тобто процес нагромадження капіталу може мати місце не тільки у вигляді певних форм матеріальних активів, а й у вигляді формування визначених якісних характеристик у найманих працівників, а також підвищення

технологічності обладнання. Переваги таких інвестицій буває складно оцінити у момент їх здійснення, але, як свідчать дослідження, в цілому вони є необхідними та доцільними з точки зору підвищення ефективності використання капіталу і пожвавлення економічного зростання.

Як було відзначено, у період, який ми називаємо інвестиційно-орієнтованим (з середини XIX ст. до 70-х років XX ст.), домінуючою формою капіталу став інвестиційний капітал, основна функція якого пов'язана з універсалізацією його використання та стала можливою завдяки появі критеріїв та інструментів оцінки ефективності його використання і в цілому розвитку наукової теорії, пов'язаної з інвестуванням. Разом із тим прийдешні перетворення в економічних процесах світу сприяли черговим змінам у поглядах вчених щодо ролі нагромадження капіталу.

Перехід до логіки постіндустріального укладу функціонування західних країн, що розпочався приблизно у 70-х роках XX ст., який супроводжувався такими подіями, як запровадження Ямайської валютної системи, зростання операцій з електронними грошима (на фоні розвитку комп'ютерних технологій), експонентне зростання використання фінансових деривативів (сек'юритизація, торгівля ф'ючерсами, тощо), прогрес у розвитку лібералізаційних процесів в межах ГАТТ/СОТ і, врешті-решт, розпад СРСР. На цей же період припадає і запровадження економічної політики президента США, пізніше названа «рейгономікою», основою якої було формування попиту на товари та послуги за рахунок кредитування населення. Всі ці події призвели до фундаментальних змін у функціонуванні світової економіки і відповідно сприяли появі нових напрямів розвитку теоретичних підходів до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу. Постіндустріальний уклад розвитку економіки передбачав суттєву різницю між темпами зростання виробничої сфери та сфери нефінансових послуг та фінансового сектору. Відв'язування «виробництва» грошей від золота та товарної маси як результат запровадження Ямайської валютної системи, а також визнання за валютою США провідної ролі у світовій економіці дало можливість США «випускати»



долари у «безграничній» кількості, таким чином наводнюючи світову економіку своєю валютою.

У цей період основа теорії щодо управління капіталом на рівні окремих суб'єктів вже була сформована. В умовах насичення світової економіки грошима теорії Маршала, Кейнса, Уільямса, Марковіца та інших були, як ніколи, затребувані і в системі державного управління, і серед суб'єктів підприємництва і, що головне, успішно використовувались на практиці.

У той же час безпрецедентне в історії світової економіки формування грошової маси, а також поява нових інститутів, технологій, процесів, зміна ролі центральних банків та інше відкрило новий етап у розвитку теоретичних підходів до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу, який можна назвати періодом глобально-інтенсивного спрямування капіталу.

Серед найвагоміших факторів, які вплинули на переосмислення значення нагромадження капіталу у цей період слід відзначити зміну ролі в економічних процесах центральних банків. Так, якщо раніше нагромадження капіталу відбувалось у результаті комерційної діяльності, яка асоціювалася з виробництвом і подальшим обміном одних товарів на інші, які виконували функції грошей (але водночас мали внутрішню вартість) або були прив'язані до таких товарів, з появою «фіатних грошей» природа нагромадження змінилася. Фіатні гроші поставили в один ряд звичайні товари і товари, які раніше виконували функцію грошей. Разом з тим монополія на «виробництво» й «управління» грошима, яка з'явилася у центральних банків, дала їм змогу безпосередньо впливати на процес нагромадження капіталу через інструменти стимулювання економічної активності і залучення ресурсів для нарощення виробництва або, навпаки, пригнічування ділової активності. Також поява у центральних банків можливостей «виробляти» еквівалент, який може бути обміняний на будь-що, дає монетарній владі монопольну можливість створювати інститути, в рамках яких відбувається нагромадження капіталу за рахунок всього суспільства, шляхом надання таким інститутам щойно створеної готівки.

Крім того, якщо раніше можливості щодо нагромадження капіталу на рівні суспільства обмежувались розподілом вироблених продуктів, виробництво яких тісно було пов'язане з наявністю в обігу платіжних засобів (цінних металів), сьогодні перспективи нагромадження капіталу обмежуються виключно об'ємом виробництва товарів. Тобто якщо раніше нагромадження як результат комерційної діяльності обмежувалось перерозподілом наявного в обігу еквіваленту обміну (цінних металів), кількість якого була слабо підвласна контролю з боку влади, сьогодні питання щодо забезпечення в необхідній кількості еквіваленту обміну нівельоване. Таким чином, перспективи нагромадження обмежуються виключно об'ємом виробництва і на перший план виходять питання налагодження ефективного використання ресурсів та їх справедливого перерозподілу. При цьому, якщо раніше еквівалент обміну виконував стосовно економічного зростання і нагромадження пригнічуючу функцію, зараз, навпаки, еквівалент обміну сприяє зростанню економіки та нагромадженню капіталу. Крім того, безпосередній вплив на нагромадження капіталу має властивість “фіатних грошей”, які обумовлюють миттєву зміну їх купівельної спроможності, а також вплив на ринки товарів та капіталів, які за короткий період часу можуть обумовлювати значні зміни вартості базових активів.

У цей період капітал почав характеризуватися такими властивостями, як інтернаціональний характер, глобальне охоплення інвестиційних територій, орієнтація на інтенсивність використання капіталів шляхом застосування високих технологій та кваліфікованої робочої сили у процесі здійснення операцій з ним. У фокусі дослідників з'явилися аспекти, пов'язані з перерозподілом капіталів на міжнародному рівні, як результат нарощення торговельних та інвестиційних потоків на глобальному рівні. Завдяки цьому фінансова система світу стала справді глобальною, основою на домінуванні долара США. Фінансовий капітал не тільки набув розміру капіталу, розміщеного в реальних активах, а і в деяких країнах його перевищив.

Трансформаційні процеси цього періоду, які вийшли далеко за межі національної економіки, сприяли розширенню сфер економічних досліджень з мікро- та макроекономічних рівнів до глобального рівня. Це відкрило простір для досліджень широкого кола економічних питань, де нагромадження капіталу виступає хоча й вагомою, але однією з багатьох змінних.

Основними напрямками досліджень протягом цього періоду стали такі: функціонування валютних зон (Роберт Манделл, народився 1932 р. [162]), зміни цін на фінансові активи (Ларс Петер Хансен, народився 1952 р., Роберт Ходрік, народився 1950 р. [146]), аналіз проблем споживання, бідності та нерівномірності розподілу доходів населення (Дитон Енгус, народився 1945 р. [115]) тощо. Засновники таких напрямів були нагороджені Нобелівською премією.

Новий дискурс у контексті глобальних перспектив нагромадження капіталу задав опублікований у 2006 р. звіт Ніка Стерна під назвою “Економіка кліматичних змін” [176]. У ньому вчений висунув гіпотезу щодо можливих масштабів збитку природі від людської діяльності, які можуть до кінця століття сягнути десятків пунктів світового ВВП. Це порушило питання щодо падіння загального рівня добробуту на планеті в результаті екологічних чинників.

Відзначимо, що період глобально-інтенсивного спрямування капіталів, який розпочався у 70-х роках минулого століття та триває донині, на нашу думку, у найближчі роки буде формуватися шляхом проведення досліджень щодо пошуку оптимальних шляхів розвитку глобальної економіки в умовах значного ускладнення (а відповідно і підвищення вартості) добування корисних копалин (нафта, мідь), а в окремих випадках і їх гострого дефіциту (олово, уранові руди) на фоні зародкового стану розвитку перекриваючих технологій. У зв'язку з цим вільні капітали будуть шукати ніші для розвитку суперінтенсивних технологій (у сенсі обмеженості ресурсів), а також залучення до цього процесу найталановитіших, висококваліфікованих робітників.

З метою систематизації дослідження еволюції теоретичних підходів до розкриття сутності нагромадження капіталу пропонуємо класифікацію періодів

теоретичних підходів з урахуванням особливостей домінуючих форм капіталу і його функцій у конкретно взятому періоді, а також значущості нагромадження капіталу у процесі зміни економічного укладу (цивілізаційний та формаційний підходи). На наш погляд, цивілізаційний та формаційний підходи до періодизації суспільного розвитку в цілому не суперечать, а скоріше доповнюють один одного.

У додатку Б представлено узагальнені результати дослідження еволюції теоретичних підходів щодо розкриття економічної сутності нагромадження капіталу відповідно до цивілізаційних та формаційних підходів. Зокрема, запропоновано назви етапів еволюції теоретичних підходів, а також представлено періоди їх тривалості, домінування форм капіталу та функції, які виконував нагромаджений капітал.

Таким чином, проведене дослідження еволюції теоретичних підходів до розкриття сутності нагромадження капіталу підводить нас до формування власного погляду на визначення процесу «нагромадження капіталу». Такий процес може трактуватися як у широкому, так і у вузькому сенсі. У широкому сенсі «нагромадження капіталу» – це процес облаштування життєвого простору людини у його матеріальному аспекті, саме капітал в усі часи був основною рушійною силою цілеспрямованої діяльності людей, пов'язаної з економічним та соціальним розвитком, його якісними та кількісними характеристиками. Не випадково еволюція поглядів на процеси нагромадження капіталу на кожному з історичних етапів була тісно пов'язана із загальною логікою змін у розвитку суспільства і відповідно зі змінами способу життя. У вузькому сенсі «нагромадження капіталу» зводиться до забезпечення процесу перманентності розширеного відтворення у сенсі нарощення основної діяльності господарюючого суб'єкта і переливання частини сформованої доданої вартості на цілі, пов'язані з розширенням (якісним та кількісним) фондів, які є основою ведення такої діяльності.

## **1.2. Теоретичні засади формування економічної нестабільності та її вплив на нагромадження капіталу**

Економічна нестабільність асоціюється з певними регулярними або нерегулярними змінами в економіці, маркерами яких є суттєве зниження обсягів виробництва, доходів, зайнятості населення, високою інфляцією тощо. При цьому економічна теорія не дає вичерпної відповіді на питання, що в себе включає економічна нестабільність (мається на увазі, чи це суто дія економічних факторів, чи діють ще й інші фактори), а також відсутня спільна позиція вчених щодо причин формування нестабільності економічної системи.

Перш ніж перейти до з'ясування залежності між економічною нестабільністю та нагромадженням капіталом слід з'ясувати взаємозв'язок таких економічних категорій, як економічна нестабільність, економічна циклічність та економічна криза. Характерною особливістю є те, що всі з перерахованих економічних понять на певному етапі охоплюють економічні наслідки, які асоціюються з економічною нестабільністю.

Спочатку коротко охарактеризуємо основні види економічних циклів, які виділяє економічна теорія. Передусім це великі економічні цикли Кондратьєва, протяжність яких 48-55 років. Вони охоплюють такі явища, як глибокі зміни в умовах економічного життя суспільства, значні зміни у техніці, соціальні потрясіння (війни, революції), залучення нових країн до участі у світових економічних зв'язках тощо [57, с. 397]. Такі цикли пов'язані з фундаментальними економічними змінами. Ван Гельдерен (1891-1940 рр.), який також виділяв 50-60-річні цикли, у своїй теорії "хвильоподібного еволюційного руху в умовах капіталізму" вважав, що зовнішній поштовх, який підтримує економіку, пов'язаний, зокрема, з відкриттям нових ринків та запровадженням нових технологій [141]. Великі цикли С.Кузнеця мають протяжність 15-25 років та ґрунтуються на дослідженні зв'язків між продуктивністю праці, цінами на різні товари, демографічними змінами та будівельними циклами [123, с. 4]. Цикли С.Кузнеця пов'язані з довгостроковими явищами, хоча не з такими, як цикли Кондратьєва. К.Жугляр

виділяв цикли протяжністю 7-11 років та пов'язав їх з коливаннями інвестицій в основний капітал [149], Дж.Кітчін говорив про торговий цикл протяжністю 40-59 місяців, в основі якого лежать коливання торгових запасів на складах підприємств [152].

Тобто економічна циклічність не є однорідним поняттям. Воно може включати як цикли протяжністю декілька років, так і цикли в декілька десятків років (а іноді і кілька тисяч років, цикл Тоффлера). Вочевидь, що у рамках економічного циклу, який має протяжність декілька десятків років, національна економіка може переживати певну кількість періодів економічної нестабільності, і, що головне, такі періоди можуть мати місце не лише в рамках спадних хвиль, а й під час зростаючих. Соломон Де Вольф (1878-1960 рр.) навіть допустив, що п'ять циклічних криз вкладається приблизно в одну довгу хвилю [132, с. 21]. Однак, враховуючи тривалість таких хвиль, періоди економічної нестабільності мають вигляд певних короткострокових відхилень від основного тренду, не змінюючи його. Таким чином, у рамках довгострокових економічних циклів економічна нестабільність не має чітких взаємозв'язків з фазами циклу. Досить влучно охарактеризував причини змін на рівні економіки в цілому Н.Кондратьєв, який описав цей процес як поєднання двох процесів – тренду та циклу [64, с. 34].

Дещо іншим є взаємозв'язок коротких циклів або бізнес-циклів та економічної нестабільності. Дж. Кейнс писав, що під «циклічним рухом ми розуміємо такий розвиток економічної системи, наприклад, в сторону підйому, при якому сили, що йому сприяють, накопичуються і посилюють одна одну, але потім поступово ослаблюються, поки у деякий момент не заміщуються силами, що діють у протилежному напрямку» [52, с. 141-142]. А.Бьорнс та В.Мітчелл у спільному дослідженні описали «бізнес-цикл, як тип коливань, що проявляється у процесі економічної активності націй, що займаються підприємництвом. Цикл включає в себе фазу росту, яка одночасно спостерігається в багатьох секторах економіки, а також послідовні фази рецесії, спаду та пожвавлення, яка переходить в фазу зростання наступного циклу. Ця послідовність фаз

повторюється, але не має чіткої періодичності; протяжність бізнес-циклу коливається від одного до десяти-дванадцяти років [126, с. 3].

Американські вчені наголошують: “Наявність стійкого відхилення об’єму виробництва від його потенційного рівня, що досягається за умови повної зайнятості, є відмінною рисою економічного циклу. Цьому передують зміни у сукупній пропозиції і порушення в області попиту” [108, с. 589].

Порушення у сукупній пропозиції і попиту формує фазу спаду економічного циклу, яка супроводжується економічною нестабільністю. Саме цей базовий економічний закон лежить в основі всіх економічних теорій, що описують економічну нестабільність. При цьому не існує єдиної точки зору серед вчених щодо того, що саме зумовлює такий вплив на сукупний попит і пропозицію, хоча динаміка бізнес-циклів пов’язується насамперед з економічними факторами. Загалом зміст економічного циклу розкривається через зміни у рівні виробництва, цін, процентних ставок, інфляції, зайнятості, вартості фінансових активів тощо.

Як пише Мізес, характеризуючи фазу спаду економічного циклу, «у цих умовах настає загальний спад, що супроводжується падінням цін, зростанням безробіття та незадіяністю частини раніше інвестованого капіталу (як результат відсутності можливості частини капітальних ресурсів адаптувати для виробничих потреб у нових умовах через його неоднорідність)» [61, с. 398].

Період економічного спаду Шумпетером характеризується як такий, що супроводжується “масовим безробіттям, підвищенням пропозиції на ринку сировини, машин, обладнання та ін. за цінами, нижчими за виробничі витрати, а також низьким рівнем відсотка” [113, с. 401]. Продовжуючи логіку вченого можна відзначити, що економічне падіння має прямий вплив на нагромаджений капітал через розмивання доходів, а відповідно і капіталу підприємств, а також через падіння доходів фінансових установ та їх клієнтів.

С.Фішер пов’язує економічну циклічність з “нарощенням грошової маси, яке може призвести до таких довгострокових відхилень, як зростання об’єму виробництва, а потім його скорочення знову до потенційного рівня. Теж саме є

справедливим і для фіскальної експансії або зростання інвестицій” [108, с. 589]. Нобелівський лауреат М.Фрідман та дослідниця А.Шварц також вбачали у монетарних порушеннях основне джерело коливань у рамках бізнес-циклу [140]. Представник австрійської школи Людвіг фон Мізес (1881-1973 рр.), який вивчав питання циклічності розвитку економіки, вбачав причини економічного спаду у нарощенні об’єму “фідуціарних” (тобто таких, що не мали покриття банківськими резервами) грошових засобів в економіці, нарощення яких врешті-врешт зумовлює колапс банківської системи. Або навпаки, згорання нарощення фідуціарних грошей обумовлює підвищення ринкової відсоткової ставки і відповідно згорання проектів, які здавалися прибутковими в умовах низької вартості грошей. У цих умовах настає загальний спад [61, с. 363].

Туган-Барановський говорив про втрату капіталу власником виробництва як наслідок відсутності належного збуту товарів, що виробляються, «...якщо збут через яку-небудь причину призупиняється, то з необхідності призупиняється і капіталістичне виробництво» [101, с. 7]. За Марксом, оскільки капіталістичне виробництво фокусується на максимізації прибутку, оптимальні схеми розширеного виробництва відхиляються від суспільних потреб, що обумовлює періодичні кризи, які вирівнюють ситуацію. При цьому Маркс вбачав у виробничих кризах певну необхідність: «...якщо розглядати суспільство в цілому, то криза в більшій або меншій мірі створює нову матеріальну основу для наступного циклу оборотів» [66, с. 208].

При цьому вчені говорять про те, що бізнес-цикл може бути розірвано і в результаті дії шоківих факторів таких, як війна або суттєві зміни у державній політиці [Maginn, 174-175]. Розрив економічного циклу призводить до того, що етапи піднесення та зростання економічного циклу різко змінюються економічним спадом, відтак етапи спаду та депресії загострюються і нарощують свою амплітуду.

Більше того, неможливо не зазначити, що приблизно з середини ХХ ст. стало очевидно, що згубний вплив на економіку мають не лише циклічні, а й нециклічні коливання, які, на відміну від перших, не мають чітко визначеного



періоду повторюваності. Мова йде про структурні кризи, які виникають внаслідок диспропорцій між окремими сферами суспільства або галузями економіки, мають затяжний характер і спотворюють традиційну картину циклічного розвитку [85, с. 276].

Таким чином, абстрактно нестабільністю можна назвати будь-які зміни величини, що суттєво відхиляються від певного рівня. В економічному ж контексті нестабільність набуває скоріше деструктивного забарвлення, оскільки мова йде, як правило, про «злам» позитивної тенденції. Тому економічна нестабільність є характерною особливістю фази спаду бізнес-циклу (або короткого економічного циклу). Зростання доходів, прибутків, контрольований рівень інфляції, зменшення безробіття, підвищення інвестицій тощо асоціюється з певними фазами економічного циклу і аж ніяк не з економічною нестабільністю. Більше того, ототожнення економічної нестабільності з економічною циклічністю заперечує існування поняття «економічної стабільності», яке досить ґрунтовно опрацьовано у працях зарубіжних та українських вчених [48; 155].

Разом із тим існує певна відмінність між поняттями економічна криза та економічна нестабільність. Економічна криза є більш широким поняттям, яке включає як латентну фазу формування кризових явищ в економіці, так і відкриту фазу, яка проявляється у вигляді економічної нестабільності. Так, експерти Європейського центрального банку у своєму дослідженні, пов'язаному з виявленням випереджаючих індикаторів кризових проявів, визначили серед основних такі: зростання співвідношення внутрішнього кредитування до кредитування приватного сектору (надсилає сигнали щодо формування кризових явищ за чотири роки до переходу кризи у відкриту фазу), зростання державного боргу, дефіцит поточного балансу та падіння надходжень прямих інвестицій до країни та цін на нерухомість (надсилають сигнали щодо формування кризових явищ за 5-6 кварталів до переходу кризи у відкриту фазу) [118, с. 22]. Експерти Центрального банку Чехії випереджаючі індикатори, які характеризують стан справ у національній економіці (рівень цін на нерухомість,

співвідношення боргів та заощаджень та інші), доповнили ще глобальними індикаторами, такими як рівень глобального ВВП, інфляції, торгівлі, експортних цін, кредитування та ін. [130, с. 116].

Економічна нестабільність є симптомом кризових процесів, які перейшли з латентної у відкриту фазу. Іншими словами, якщо кризою ми називаємо матеріалізацію нагромаджених економічних протиріч, економічна нестабільність є формою прояву гострої фази таких процесів.

При цьому, якщо нестабільність економіки набуває завершення через макроекономічну стабілізацію, криза скоріше асоціюється з новими якісними та кількісними умовами функціонування економічної системи, які можуть супроводжуватися як продовженням економічної нестабільності (після тимчасової стабілізації), так і стабілізацією економіки на певному “нижчому” рівні. Як зазначає Й.Шумпетер, “якщо криза мала місце, будь-яка кількість вироблених благ здається занадто великою, не зважаючи на те, що до початку кризи вироблені блага повністю відповідали ситуації на ринку” [113, с. 393]. Отже, кризою можна називати формування кількісно та якісно іншого, нового економічного ландшафту, в той час як економічна нестабільність – це гостра фаза кризи, яка обумовлює формування нових засад економічного функціонування. Під час кризи економіка країни може переживати один або декілька періодів економічної нестабільності, схожі за своїми економічними наслідками, залежно від того, як проходить криза і як учасники ринку реагують на ці процеси. Як пише М.Туган-Барановський, «поряд з індивідуальними особливостями криз впадає в очі подібність їх між собою у всіх існуючих рисах» [101, с. 15]. Якщо ж говорити про перехід від фази зростання до кризи, економічна нестабільність – відносно короткий проміжок трансформації, що має високий рівень турбулентності, тобто економічна нестабільність є етапом кризи, на який припадають найсуттєвіші негативні економічні зміни. Як пише Г.Клейнер, поява кризових явищ «перериває кумулятивний розвиток економіки, порушує природний еволюційний рух економічних процесів, відкидає економіку назад у аспекті технологічного прогресу» [55, с. 108].

Економічна теорія, що описує формування процесів нестабільності, хоча в основному і розглядає це явище у контексті бізнес-циклічності та формування кризових явищ, але й включає праці, що вивчають економічну нестабільність через порушення загальної економічної рівноваги.

Так, Дж.Кейнс пов'язував можливу появу нестабільності в економіці зі зміною реальної заробітної плати, зокрема її підвищенням – «головним результатом такої політики була б крайня нестійкість цін, можливо, настільки значна, що в економічній системі, що функціонує на зразок тієї, в якій ми живемо, будь-які ділові розрахунки виявилися б абсолютно безглуздими» [52, с. 121].

Нобелівський лауреат Д.Хікс (1904-1989 рр.) у своїй праці «Вартість і капітал» (1939 р.), досліджуючи причини нестабільності економічної системи, концентрується на еластичності очікувань певних осіб щодо цін на товар X, «як відношення пропорційного збільшення цін на товар X, що очікується у майбутньому, до пропорційного збільшення поточної ціни» [109, с. 326]. На думку Хікса, еластичність очікувань на рівні одиниці представляє собою «розділяючу лінію» між стабільністю і нестабільністю економічної системи. Хікс пов'язує напряду економічну нестабільність з ціновими очікуваннями і говорить, що «нестабільність пов'язана з рухом грошей та цінних паперів – цих «незграбних предметів», які необхідні не самі по собі, а лише як засіб для придбання товарів у майбутньому» [109, с. 387-388].

Досить значний внесок у розвиток теорії економічної нестабільності вніс американський економіст Хайман Мінскі (1919–1996 роки), який запропонував “теорію фінансової нестабільності”, що пояснювала трансформацію фінансової системи капіталістичних розвинутих країн (зокрема наявність розвинутих ринкових фінансових інститутів) від стійкого стану до крихкого. З точки зору Мінскі, фінансова система проходить три стадії: спочатку домінантами фінансової структури є “хедж одиниці”, тобто учасники, які ставляться дуже обережно до своїх фінансових зобов'язань. На наступній “спекулятивній” стадії очікування подальшого зростання змушує учасників менш обачно ставитись до

своїх дій на фінансових ринках. На третій стадії домінують так звані Ponzi позичальники, які фактично не в змозі обслуговувати свої борги. Мінські робить висновок, що стабільність сприяє нарощенню ризикових угод, які під час зміни макроекономічної ситуації не можуть бути реалізовані без втрат. Як результат, спостерігається колапс вартості активів. При цьому учасники фінансової системи діють раціонально, а фінансова криза є закономірним результатом таких дій. Запропонована теорія практично виключає зовнішні фактори, що впливають на економіку [159].

Нобелівський лауреат Дж.Стігліц (J.Stiglitz) розглядає лібералізацію ринку капіталу та його руху серед основних факторів, що сприяють економічній нестабільності. «Лібералізація ринку капіталу (мається на увазі і руху капіталу) систематично асоціюється зі значною нестабільністю, і для цього є поважні причини: рух капіталу, очевидно, є проциклічним та посилює економічні коливання, в той час як вони від самого початку викликаються іншими факторами» [177, с. 1079]. Його думку доповнює професор Каліфорнійського університету М.Дулей (Michael Dooley), який пише «відкриття (мається на увазі лібералізація) рахунка капітальних операцій полегшує відтік капіталу і, таким чином, сприяє ослабленню економіки» [134, с. 68]. Б.Бернанке (B.Bernanke) пов'язує фінансову нестабільність з недосконалістю фінансових ринків, зокрема з появою агентських витрат, які має нести підприємець у контексті запуску інвестиційних проектів в умовах залучення боргових ресурсів. У результаті ефективність інвестицій знижується, що звужує можливості повернення боргу і спричиняє розвиток фінансової нестабільності [122].

Для повного охоплення факторів, що можуть спричинити економічну нестабільність, на наш погляд, до перерахованих треба долучити такі, що за своєю природою виходять за межі економіки, наприклад, політичного, техногенного, екологічного, військового та ін. характеру; ті, що виходять за суто економічні зв'язки (див. рис. 1.1). Зазначимо, що український вчений О.Міщенко серед чинників, які спричиняють виникнення банківської кризи,

називає економічні, політичні та соціальні [72, с. 64], що, на наш погляд, не включають весь спектр таких факторів. Про доцільність врахування широкої низки факторів говорили у своїй праці і російські вчені С.Меньшиков та Л.Клименко, які займалися вивченням закономірностей розвитку та динаміки економіки [69, с. 255]. Спостерігається ситуація, коли в економіці відбувалися економічні процеси, які в теорії не мали обумовити економічну нестабільність, але вона по факту розпочиналася, тоді можна говорити про виникнення економічної нестабільності внаслідок дії неекономічних факторів.

Зокрема, потужний негативний вплив на нагромадження капіталу мають політичні фактори, як пишуть експерти МВФ: «політичні фактори суттєво зменшують економічне зростання, як у статистичному, так і у реальному вираженні». Продовжуючи вони відзначають загальний негативний вплив політичних факторів на зростання продуктивності праці, а також пригнічення нагромадження фізичного та людського капіталів [139, с. 24-25]. Більш обширно ці процеси розглядають китайські вчені: «Кваліфікована робоча сила емігрує з країни з причини соціополітичних конфліктів та війн. Інфраструктура знищується або під загрозою знищення з причини соціополітичних конфліктів та війн. Людські ресурси зазнають негативного фізичного та ментального впливу через ці фактори. Іноземна допомога донорів і нагромадження капіталу знижуються через соціополітичну нестабільність» [147, с. 208].

Політичні чинники (те ж може стосуватися й військових, екологічних, демографічних та ін.), які мають вплив на матеріальний простір через певні механізми, обумовлюють появу негативних економічних чинників.

Економічна нестабільність може бути обумовлена як дією внутрішніх, так і зовнішніх факторів, а також як результат формування кумулятивних ефектів від дії зовнішніх та внутрішніх факторів (див. рис. 1.1). Дія зовнішніх факторів відрізняється від дії внутрішніх тим, що все ж таки їх поява асоціюється з певними процесами в інших країнах і національна економіка, яка переживає дію таких факторів, є, як правило, “жертвою” негативних явищ, що діють на неї, таким чином виступаючи не суб’єктом, а об’єктом економічної

нестабільності. Хоча часто руйнівна дія зовнішніх факторів пояснюється насамперед неналежною довгостроковою економічною політикою держави.

Серед зовнішніх факторів, що можуть спричинити шок в економіці, деякі вчені виділяють передусім зміни монетарної політики США, динаміку цін на сировинні товари та міжнародних фінансових ринків [60, с. 123].

На зв'язок між мобільністю капіталу та дією зовнішніх негативних факторів вказують у своїй монографії українські вчені за редакцією В.Скрипниченко [107, с. 390]. Отже, процеси, пов'язані з нагромадженням капіталу, також можуть розглядатися через призму дії суб'єктивних та об'єктивних факторів. Українська вчена Т.Богдан у своєму дослідженні впливу поширення зовнішніх «ефектів зараження» на економіку України в умовах боргової переобтяженості виділяла такі прояви фінансових шоків, які мають безпосередній негативний вплив на нагромаджений капітал у рамках національної економіки: зменшення міжнародних резервів, втеча капіталу з країни, звуження можливості рефінансування банківської системи, збільшення видатків бюджету на обслуговування зовнішнього боргу, звуження можливостей фінансування виробництва для підприємств-експортерів [14, с.8-9].

Фактори, що сприяють появі та проявам економічної нестабільності	Канали трансмісії факторів на процес нагромадження капіталу	
	Трансмісія внутрішніх факторів	Трансмісія зовнішніх факторів
Економічні	зростання інфляції, безробіття, відсоткових ставок, падіння реальних доходів населення тощо	зниження попиту на експортні товари, падіння зовнішніх інвестицій, золотовалютних резервів тощо
Політичні	погіршення бізнес-активності, зменшення капітальних інвестицій, капіталізації прибутку, втрата активів тощо	закриття ринків, зменшення інвестицій, згорання певних видів бізнесу в країні
Військові	фокусування на воєнних та безпекових витратах державного апарату та відсутність витрат розвитку	втрата частини економіки країни та розбалансування макроекономіки
Екологічні	нарощення собівартості виробництва через необхідність здійснювати витрати, пов'язані з відновленням оточуючого середовища	втрата частини виробничих ресурсів (земля, вода, трудові ресурси)
Демографічні	погіршення вікової структури населення та	відставання загального рівня кваліфікації населення від інших країн-конкурентів

Рис. 1.1. Фактори, що сприяють появі та проявам економічної нестабільності та канали їх трансмісії на економіку країни. Джерело: розроблено автором.

Джерело: розроблено автором.

У зв'язку з цим, досліджуючи сутність економічної нестабільності, доцільно скоріше сконцентрувати увагу на факторах, які спричиняють негативні процеси в економіці незалежно, чи вони вписуються в логіку економічного циклу, тренду, чи виникають як мало прогнозований феномен певного характеру, який, крім іншого, викликає негативні наслідки в економіці.

При цьому економічна нестабільність має негативний вплив на нагромадження капіталу не тільки безпосередньо в період погіршення макроекономічних показників, а й після того, як держава реалізувала заходи, спрямовані на відновлення економічної стабільності. Причинами цього є [168, с. 295]: (а) жорстка монетарна політика, яка підтримує відсоткові ставки на високому рівні, що обмежує інвестиції та відновлення економіки; (б) недостатність довіри серед інвесторів щодо подальшого стану справ в економіці, що обмежує рух інвестицій; (в) зниження капітальних інвестицій з боку уряду в рамках фіскальної корекції, що негативним чином впливає на загальний рівень нагромадження капіталу в країні; (г) складнощі доступу до іноземного фінансування, як результат збитків, отриманих у країні внаслідок економічної нестабільності.

Підсумовуючи, відзначимо, що поняття «бізнес-цикл» охоплює кризу (в рамках фази спаду), а криза включає в себе економічну нестабільність, але не обмежується нею (див. рис. 1.2).

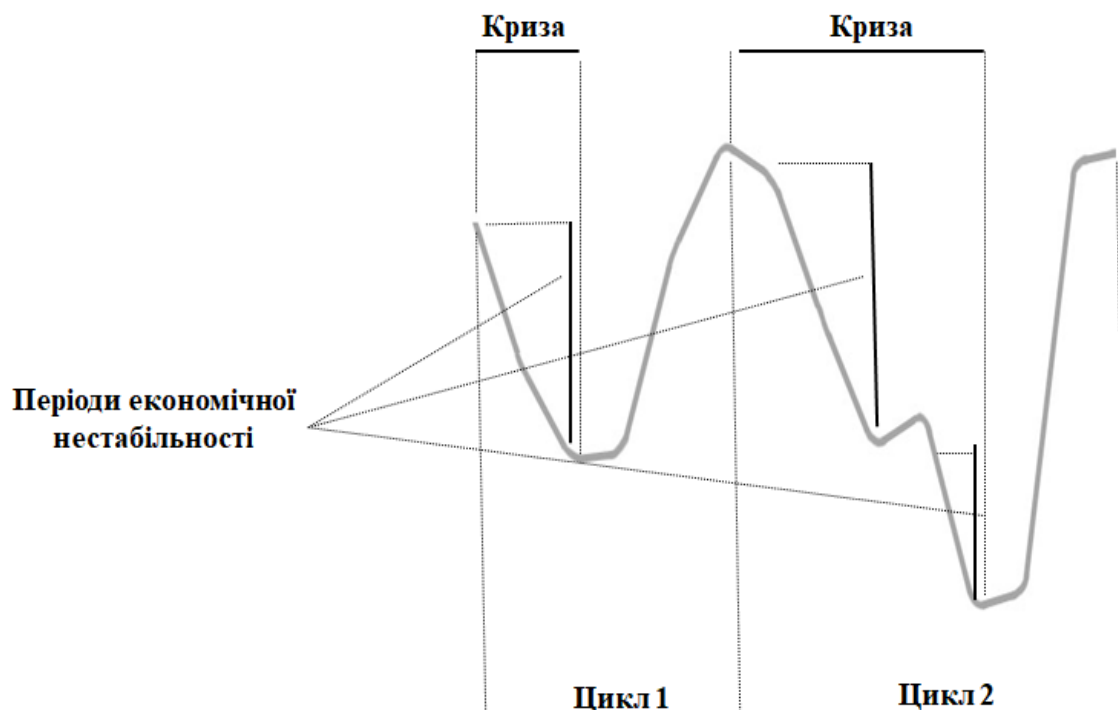


Рис. 1.2. Місце економічної нестабільності та фази кризи.

*Джерело:* розроблено автором.



Ми виявили, що економічна нестабільність є компонентом економічної кризи та циклічності розвитку економіки. Ця нестабільність обумовлює порушення макроекономічної рівноваги та економічної розбалансованості. Тепер сфокусуємося безпосередньо на теорії, яка розглядає вплив економічної нестабільності на нагромадження капіталу. Для цього відразу зазначимо обмеження та особливості економіки, якої буде стосуватися розроблена теорія, так:

- економіка є відкритою та інтегрованою до світового господарства;
- економіка сильно залежить від експорту сировинних товарів та імпорту товарів з високою доданою вартістю;
- економіка має тенденцію до виробництва товарів з низькою доданою вартістю;
- економіка має суттєві дисбаланси у розвитку фінансового сектору, зокрема, домінує банківський сектор;
- економіка має національну валюту, яка не є резервною валютою глобальної економіки;
- відсоткові ставки є високими (порівняно з розвинутими країнами), тобто сприймаються такими, що обмежують розвиток країни;
- економіка країни демонструє «слабкі» показники платіжного балансу, імпорту перевищує експорт;
- фондовий ринок у країні є відсутнім або слабо розвинутим (порівняно з розвинутими країнами);
- національна економіка має суттєвий зовнішній борг;
- у країні діє прив'язка національної валюти до долара США;
- країна має високий рівень розшарування населення.

Запропоновані обмеження стосуються пулу країн, що розвиваються, серед яких дефакто є Україна. Відповідно запропонована теорія, яка зорієнтована на дослідження впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу в Україні, може бути використана для аналізу процесів у досить широкого кола

країн (Росія, Азербайджан, Нігерія, Венесуела, Чілі, Аргентина, ПАР, Бразилія, Перу та інші). Хоча кожна із сировинних країн має свої особливості, вони всі мають одну спільну особливість – в умовах турбулентності на світових ринках їх основні експортні товарні групи (нафта, зерно, залізна руда, мідь, боксиди, тощо) суттєво знижуються, хоча і з різною амплітудою, що обумовлює різну глибину падіння таких економік під впливом факторів економічної нестабільності. Ці процеси фахівці Національного інститут стратегічних досліджень описали так: «Після світової кризи зазнала змін товарна структура світової торгівлі. Значно скоротилися фізичні обсяги торгівлі сировинними товарами – нафтою, нафтопродуктами та природним газом, металами та продукцією сільського господарства» [46, с. 9]. Як пише С.Циганов, «найбільш вразливими щодо кризи виявилися недерсифіковані економіки, які є критично залежними від притоку іноземного капіталу і зорієнтовані на вкрай вузькі ринки» [110, с. 108].

Нагромадження капіталу розглядається тут у вузькому сенсі і означає підтримання таких зв'язків в економіці, які дають можливість постійного загального кількісного збільшення основних та оборотних фондів, які асоціюються з нагромадженням капіталу.

Таким чином, нагромадження капіталу в національному масштабі є безперервним процесом, пов'язаним з формуванням доданої вартості, частина якої перерозподіляється таким чином, що відбувається відновлення та розширення фондів, які забезпечили появу такої доданої вартості з метою розширення масштабу діяльності (розвитку) такими економічними суб'єктами в межах країни. З цією логікою впливає, що для нагромадження капіталу має бути вже сформований капітал, який приносить певний дохід. У сучасних умовах поява такого капіталу можлива кількома шляхами: по-перше, це отримання кредитних коштів від інших суб'єктів, які зацікавлені у власному нагромадженні шляхом кредитування; по-друге, переростання заощаджень в капітал. Йдеться про ситуацію, коли найманий робітник зміг заощадити певну суму коштів поза споживанням, яку він потім використав для початку

підприємницької діяльності (як один з можливих варіантів використання заощаджень). Ми розглядаємо заощадження як опціон, у процесі появи якого мова може йти про відкладення споживання на більш пізній період часу або може бути трансформовано у капітальні фонди і, таким чином, стати першоосновою для подальшого нагромадження капіталу певною особою; по-третє, кооперативне об'єднання предметів споживання, об'єднання яких дало можливість сформувати капітальні фонди; по-четверте, інвестування з боку держави чи інших суб'єктів для початку певної господарської діяльності.

Економічною нестабільністю ми називаємо прояви факторів будь-якого характеру, які мають безпосередній або опосередкований вплив на перебіг економічних процесів і дія яких обумовлює негативні наслідки для роботи економічних механізмів, пов'язаних з підтримкою необхідної для розвитку суспільства макроекономічної рівноваги.

Економічна система, як було виявлено вище, постійно перебуває під дією певних факторів різноманітного характеру, які, крім іншого, обумовлюють прояви, які асоціюються з економічною нестабільністю. При цьому границя між економічною стабільністю та економічною нестабільністю є сильно розмитою та індивідуальною для кожної окремої країни. Це пов'язано з тим, що економічна нестабільність є скоріше якісна, аніж кількісна характеристика економіки. Тобто економічна нестабільність може проявитись у країні з будь-яким потенціалом та рівнем розвитку економіки, при цьому економічні параметри, які для однієї країни дають можливість підтримувати стабільність в іншій, могли б спричинити «економічний шок» (наприклад, рівень відсоткових ставок, мінімальний рівень заробітної платні).

Дія факторів, що проявляються через економічну нестабільність на нагромадження капіталу, проявляється як прямо, так і опосередковано. Фактори економічної нестабільності, як було відзначено, є віддзеркаленням латентних процесів, що відбуваються в економіці, поява яких є свідченням зміни у показниках попиту і пропозиції на різноманітних ринках в межах економіки країни, що обумовлює «мультиплікативні ефекти» на процесі нагромадження

капіталу. У контексті нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності на національному рівні відзначимо, що у цій ситуації темпи нагромадження є усередненим процесом. Завжди та в будь-якій економіці існують підприємства, які втрачають капітал або працюють так, що капітал залишається на певному рівні, однак, коли ми говоримо про нагромадження в цілому, це означає, що в країні в середньому генерується та перерозподіляється стільки доданої вартості, що вона обумовлює нагромадження капітальних фондів, які можна відобразити у певному еквіваленті.

Розглянемо вплив негативних факторів на сукупний попит в країні та його вплив на нагромадження капіталу. Вплив на сукупну пропозицію економічної нестабільності є менш вірогідним та відповідно до основного закону економіки обумовлюється падінням попиту.

Припустимо, що з певної причини сукупний попит, який був у рівновазі з пропозицією, починає змінюватися, він знижується у результаті падіння реальних доходів держави, населення, бізнесу з певних внутрішніх причин, тобто негативних довготривалих структурних змін в економіці або тривалого «застою» на сировинних ринках (який проявляється через формування вузького коридору цін на сировинні ресурси на світовому ринку у середньостроковому періоді). Тоді держава намагається змінити фіскальну, монетарну політику, відмовляється від деяких соціальних послуг та субсидування. Необхідність виконувати власні зобов'язання у короткостроковій перспективі обумовлює дії, спрямовані на збільшення податкового навантаження у країні та вихід на внутрішні та зовнішні ринки капіталу з метою збалансування державного бюджету. Сама структура державного бюджету переглядається, у ній збільшується питома вага витрат, пов'язаних із споживанням, витрати розвитку відкладаються. Ринки капіталу з огляду на погіршення економічних перспектив країни підвищують відсоткові ставки. У цій ситуації національний банк намагається підтримати економіку шляхом кредитування уряду, але він може діяти у дуже обмежених рамках, оскільки неконтрольовані емісії в країні зі слабким платіжним балансом може обумовити девальвацію. Нагромадження

капіталу за рахунок коштів держави уповільнюється, а можливо і повністю сходить нанівець. У цій ситуації у бізнесовому осередку підвищується конкуренція на тлі збільшення податкового тиску і зниження доступу до ринків капіталу. Поступово більш конкурентоспроможні виробники посилюють свої позиції, разом з тим деякі найбільш слабкі компанії банкрутують.

Компанії, що залишились на ринку, концентруються на підтриманні можливості обслуговувати власні борги та вимушені більше витратити на податкові платежі. Сукупний розподіл доданої вартості тяготеє до поточних витрат, нагромадження капітальних фондів має тенденцію до зниження. У населення у такій ситуації знижується схильність до споживання, хоча це і не компенсує падіння сукупних заощаджень. Зниження заощаджень населенням знижує пропозицію грошей в економіці і призводить до зростання відсоткових ставок і подальшого зниження нагромадження капіталу в економіці. У цій ситуації зовнішні інвестори переглядають плани щодо нарощення присутності в країні, хоча поки що і не звужують свою присутність у країні, темпи надходження іноземних інвестицій сповільнюються. Описана ситуація асоціюється з помірним проявом факторів економічної нестабільності та підсиленням невизначеності, що починає тиснути на процеси нагромадження капіталу та його розширеного відтворення на національному рівні.

Розглянемо ситуацію, пов'язану з дією зовнішніх «шоків» на сировинно-орієнтовану відкриту економіку. Поставки на зовнішні ринки сировинних товарів та товарів з низькою доданою вартістю дають можливість збалансувати попит та пропозицію на іноземну валюту в умовах економічної стабільності, які формуються в результаті імпорту товарів з високою доданою вартістю (у випадку України ще й енергоносіїв). Крім того, у такі часи спостерігається навіть певне зростання золотовалютних резервів країн як результат можливого перевищення об'ємів експорту над імпортом та надходжень від іноземних інвестицій та кредитів.

Таким чином, зовнішній економічний «шок» означає порушення рівноваги на зовнішніх товарних ринках (передусім сировинних), ринках

капіталу та ринках праці і відповідно викликає структурні зміни в економіці. Російські вчені, зокрема, виділяють два види економічних втрат в період структурної перебудови економіки, які супроводжуються зміною відносних цін (що пов'язано з девальваційними процесами в економіці). Це витрати, які попередня структура економіки генерує у зв'язку зі змінами реального обмінного курсу, вони пов'язані з тим, що девальвація робить більш дорогими імпорتنі компоненти собівартості, що негативним чином впливає на виробництво в результаті зростання собівартості; та витрати, пов'язані зі зміною структури економіки та рівнем складності «руйнування» виробництв в одних галузях економіки та створення їх в інших (що пов'язано з бар'єрами виходу та входження на певні ринки) [95, с. 12].

У ситуації зовнішнього «шоку» валютні надходження у результаті експорту суб'єктами національної економіки починають різко знижуватися одразу з двох причин – падіння цін на товари, що експортуються, та падіння експорту у фізичних об'ємах. Ці порушення у попиті та пропозиції є основою подальшого перебігу подій в економіці. В цей час всередині економіки сукупний попит, який сформувався до зовнішнього «шоку» обумовлює появу суттєвого дефіциту між надходженнями від експорту та відтоком фінансових ресурсів для купівлі імпортних товарів. З метою зменшення цього дисбалансу національний банк країни намагається зменшити грошову масу та/або починає продавати власні золотовалютні резерви. Усвідомлюючи формування таких дисбалансів зовнішні інвестори та кредитори тимчасово заморожують «поставки» валюти до країни. На цьому етапі на ринку починають формуватися панічні настрої, які обумовлюють подальші фундаментальні здвиги у економіці країни. Цей етап ми пропонуємо називати періодом «екстремальної економічної нестабільності». У цей період починається девальвація національної валюти, викликана одразу декількома факторами: по-перше, експортери, як було зазначено, зменшують пропозицію валюти в країні; по-друге, резерви національного банку починають виснажуватися (або регулятор не бачить сенсу підтримувати обмінний курс на деякому рівні), тому банк вимушений

відмовлятися від підтримки національної валюти; по-третє, населення починає скуповувати готівкову іноземну валюту, а також імпортні споживчі товари, підтримуючи попит на іноземну валюту з боку фірм-імпортерів; по-четверте, портфельні інвестори, які мають у своєму портфелі цінні папери, деноміновані у національній валюті, починають їх розпродавати і купувати валюту, частково її виводячи з країни.

У такій період дії національного банку щодо зменшення грошової маси, а також ажіотажний попит на валюту обумовлює брак ліквідності національної валюти у фінансовій системі і як результат міжбанківські відсоткові ставки починають стрімко підвищуватися. Далі зовнішні борги країни, зафіксовані у національній валюті, починають рости, погіршуючи очікування на зовнішніх ринках щодо перспектив відшкодування суверенних та приватних зовнішніх боргів.

У період «екстремальної економічної нестабільності» одразу ряд індикаторів економічної нестабільності демонструє більш суттєві за середні показники волатильності, які вимірюються рівнем стандартного відхилення. У такій ситуації зовнішній «шок» формує внутрішньоекономічний «шок», який має потужний негативний вплив на нагромадження капіталу в середині країни. Так, девальвація національної валюти у країні, що сильно залежить від зовнішнього імпорту, обумовлює появу високого рівня інфляції пропозиції і таким чином знижує купівельну спроможність населення та сукупний попит в країні. Можливість населення до заощадження різко знижується, частина населення починає використовувати раніше заощаджені кошти для покриття поточних витрат, таким чином нагромадження капіталу населенням набуває від'ємних значень.

Підприємства перебувають відразу під потрійним тиском: падіння попиту на внутрішньому та зовнішньому ринках, збільшення вартості обслуговування боргів та загострення конкуренції. Нагромадження капіталу зникає як явище і замінюється зворотним процесом, звуженим відтворенням капіталу.

Така ситуація виникає відразу з кількох причин: по-перше, у країні починається хвиля банкрутств підприємств різних секторів економіки, таким чином в цілому нагромаджений капітал розформовується на різноманітні активи, які частково знецінюються, частково витрачаються як споживання, частково долучаються до капітальних фондів інших суб'єктів; по-друге, грошові потоки підприємств починають знижуватися, що відповідно знижує ринкову вартість підприємств. Для належного виявлення цього факту слід розраховувати вартість нагромадженого капіталу в іноземній стабільній валюті, тільки на основі таких розрахунків можна отримати співставні величини; по-третє, девальвація та падіння надходжень до країни запускає «негативну спіраль», яка пов'язана з неможливістю підтримувати конкурентоспроможність країни у довгостроковій перспективі, що знижує інвестиційну привабливість у країні. Іншими словами сукупна додана вартість, яка генерується в середині країни, на певний час настільки знижується, що її вистачає переважно на покриття поточних витрат та й то не всім ринковим суб'єктам. В подальшому у національній економіці знову можуть розпочатися процеси нагромадження капіталу, але це буде залежати від нової конфігурації зовнішніх та внутрішніх факторів. На рисунку 1.3 зображено загальний зв'язок між інтенсивністю дії факторів економічної нестабільності та відтворенням капіталу.



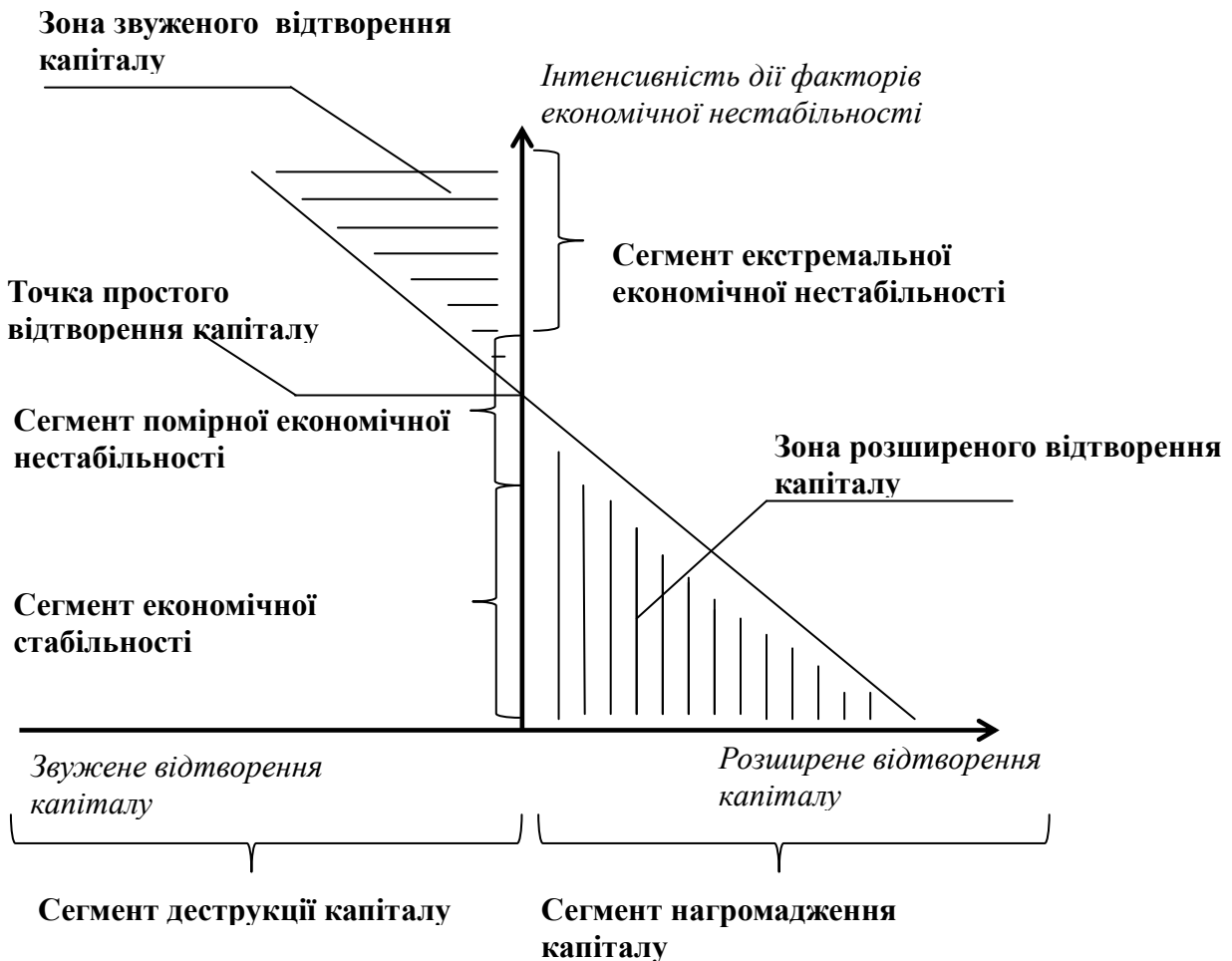


Рис. 1.3. Зв'язок між інтенсивністю дії факторів економічної нестабільності та відтворенням капіталу.

Джерело: розроблено автором.

Інтерпретувати рис. 1.3 слід таким чином: нагромадження капіталу відбувається переважно в умовах економічної стабільності, період помірної економічної нестабільності є неоднорідним з точки зору нагромадження капіталу. По мірі інтенсифікації дії факторів економічної нестабільності сукупне нагромадження капіталу переходить з позитивної зони в негативну, що обумовлено розширенням збитковості господарської діяльності в умовах інтенсифікації дії факторів економічної нестабільності. Період естремальної економічної нестабільності обумовлює домінування звуженого відтворення капіталу в цілому, а відтак і нагромадження набує від'ємних характеристик, хоча звісно і в такій ситуації в економіці можна знайти успішні підприємства, але їх кількість критично зменшується.

Щодо критеріїв визначення економічної нестабільності слід зазначити, що поряд з маркерами змін економічної активності в рамках циклу: падіння ВВП, розрив в обсягах виробництва, спад (що визначається негативною динамікою ВВП протягом двох послідовних кварталів) [156, с. 174-175], які концентруються на кварталних або місячних індикаторах, - маркерами економічної нестабільності може виступати динаміка поточних макроекономічних показників, які можна відслідковувати у щоденному режимі (девальвація валюти, динаміка інфляції (галопуюча та гіперінфляція), ставки овернайт, ціни на сировинні товари, цінні метали, біржові котирування акцій та облігацій). Як зазначає у своїй праці Роберт С.Піндайк: «Інфляція може бути одним із найкращих індикаторів економічної нестабільності, цей показник асоціюється з низькими ставками формування капіталу. Це твердження видається особливо вірним за умов високих темпів інфляції» [168, с. 286]. Тому для найбільш адекватного вимірювання економічної нестабільності слід поєднати «класичні» показники (зростання ВВП, інфляція, безробіття тощо) з поточними економічними показниками (рівень відсоткових ставок, динаміка фондового ринку, девальвація національної валюти тощо), динаміка яких може бути виміряна за допомогою стандартного відхилення, які у періоди економічної нестабільності є значно вищими порівняно із середньорічними показниками.

Проведене дослідження дає можливість зробити декілька узагальнень. Зокрема, економічна нестабільність має тісний зв'язок з такими категоріями, як економічна циклічність та економічна криза, однак не є тотожною з ними. Поняття «бізнес-циклу» охоплює кризу, а криза включає в себе економічну нестабільність, але не обмежується нею. Так, економічна циклічність, яку часто пов'язують з економічною нестабільністю, не є однорідним поняттям, оскільки наука виділяє різні економічні цикли тривалістю від декількох років до декількох десятиліть, навіть століть. У зв'язку з цим економічна нестабільність в окремих випадках може спостерігатися в рамках зростаючої хвилі циклу і розглядатися, як відхилення від загального, довготрокового тренду. Тому

найбільш доцільно співвідносити економічну нестабільність зі спадною хвилею короткого бізнес-циклу. Економічна криза, яку часто асоціюють з економічною нестабільністю, також має свої особливості, які відрізняють ці два поняття. Так, під час кризи в економіці можуть спостерігатися як періоди нестабільності, так і періоди стабілізації.

Вплив економічної нестабільності на нагромадження капіталу залежить від інтенсивності факторів, які обумовлюють появу першої; помірні дії факторів, що обумовлюють економічну нестабільність, спричиняє зниження темпів нагромадження капіталу або навіть зупинку цих процесів; формування періодів екстремальної економічної нестабільності, які супроводжуються заготренням дії негативних економічних факторів, спричиняє обернений процес до нагромадження капіталу, його звужене відтворення.

### **1.3. Нагромадження капіталу в умовах розгортання деструктивних економічних процесів**

Економічна нестабільність має вплив на всі без виключення форми капіталу, представлені на ринку, через вищенаведені канали трансмісії економічних факторів. Однак такий вплив не є однорідним і синхронним, тому зазнає різних наслідків для суб'єктів нагромадження капіталу, що обумовлено тим, що кожен із них має власні домінуючі активи у своєму «портфелі». Це обумовлює певні особливості, що впливають на функціонування національної економіки і суспільства в цілому.

Для дослідження дії факторів економічної нестабільності на нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності пропонується така гіпотеза.

У рамках сучасної ліберальної парадигми, яка є “мейнстрімною” та відповідно домінує в колах наукового та експертного середовища, а також різноманітного естеблішменту (МВФ, ЄЦБ, ФРС), роль держави в економічних процесах має зводитися до підтримки “властивих” їй функцій, що обумовлено згортанням участі держави у відносинах власності та фокусуванні на регулятивних функціях та функціях, які не можуть бути реалізовані ринком. Такі функції не передбачають необхідності, за винятками, нагромадження капіталу і в цьому контексті зводяться скоріше до перерозподілу ВВП у рамках національної економіки. У зв'язку з цим домінуючим суб'єктом нагромадження капіталу в кінцевому підсумку є фізична особа. Мова йде про те, що в сучасних умовах лєвова частка всіх представлених на ринку активів – нерухомості, корпоративних прав, банківських зобов'язань, дорогоцінних металів тощо – у кінцевому підсумку прямо або опосередковано належить приватним особам. Тому саме конкретні приватні особи як власники нагромадженого капіталу, а не абстрактна держава на поточному етапі є основними суб'єктами, які отримують або втрачають від дії різноманітних факторів на національну економіку. Однак певні процеси, пов'язані з нагромадження різних форм капіталу, мають місце і в державному секторі.

Українські вчені Дучинська Н.І. та Дучинський П.І. серед основних форм капіталу виділяють такі: фізичний, людський, інтелектуальний та соціальний [28, с. 28]. У фокусі цього дослідження буде передусім аналіз впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу в окремих його фізичних формах втілення, якими є по суті різноманітні активи, що використовуються господарюючими суб'єктами, що оперують у межах та за межами національної економіки (див. рис. 1.4).

Для дослідження особливостей впливу факторів, що спричиняють економічну нестабільність на нагромаджений капітал, пропонуємо використати запропоновану у додатку Б дисертаційної роботи класифікацію сфер нагромадження капіталу. На поточному етапі умовно можна виділити 6 форм нагромадження капіталу, кожна із запропонованих має власних суб'єктів нагромадження капіталу і домінуючі активи, які суб'єкти нагромадженого капіталу тримають у своєму «портфелі» (див. рис. 1.4).



Рис. 1.4. Форми, суб'єкти та домінуючі активи нагромадження капіталу. Джерело: розроблено автором.

Кожен із суб'єктів нагромадження хоч гіпотетично може оперувати будь-якими представленими на ринку активами, але тяжіє до нагромадження певних видів, які, з раціональної точки зору, є найбільш необхідними для виконання властивих функцій та розвитку.

Враховуючи особливості функціонування суб'єктів нагромадження капіталу, а також ринкової поведінки активів, що входять до портфелів таких суб'єктів, розглянемо теоретичні основи впливу економічної нестабільності на нагромадження кожного з перерахованих на рис. 1.4. суб'єктів нагромадження капіталу.

Особистий капітал, нагромадження якого здійснюється фізичними особами, формується переважно на основі житлової нерухомості, банківських депозитів та готівки. Особливістю нагромадження особистого капіталу є те, що він є переважно досить дрібним і формується частіше в результаті особистих заощаджень. При цьому особистим капіталом ми називаємо виключно ту його частину, яка використовується власником для подальшого збільшення особистих активів. У випадку з особистим капіталом часто досить складно провести лінію розмежування між нагромадженням та споживанням. Він може досить легко набирати форму нагромадження, а потім повертатися у споживання. Наприклад, якщо фізична особа має депозит, це є формою нагромадження капіталу, якщо ж за цей депозит купується автомобіль для власного користування, це є вже споживання, автомобіль знову можна продати і покласти гроші на депозит, знову нагромаджуючи капітал.

Розглянемо вплив економічної нестабільності на нагромадження особистого капіталу. Поява факторів економічної нестабільності, як вже було розглянуто, має вплив на сукупний попит у країні, який, зокрема, безпосередньо забезпечується населенням. Так, якщо ми говоримо про період помірної економічної нестабільності (викликаний негативними структурними змінами в економіці або застоєм на сировинних ринках), мова йде про поступове погіршення бізнес-умов у країні, зниження темпів зростання

реальних доходів населення з поступовим підвищенням відсоткових ставок (або утримання їх на високому рівні), «замороження» ринку праці, падіння прибутків підприємств, що безпосередньо має негативний вплив на можливість населення заощаджувати та перетворювати заощадження в нагромадження капіталу.

У своїй праці У.Мітчелл (1874-1943 рр.) пише: «Пригніченість ділової активності сприяє заощадженню, обумовлюючи зменшення марнотратства та, як правило, знижує вартість життя. Ті верстви населення, дохід яких не зменшився – наймані працівники, які не втратили роботу та дохід, власники земель, які утримують старі рівні орендних ставок, власники облігацій, які довели свою надійність, – мають більше можливостей заощаджувати в складні часи, ніж в часи економічного поживлення. Але інші верстви населення, чий дохід зменшився більш швидко, ніж вартість життя, змушені обмежувати витрати в обов'язковому порядку» [161, с. 389].

З іншого боку, зростання відсоткових ставок сприяє нарощенню нагромадження за рахунок депозитних заощаджень у короткостроковій перспективі, у довгостроковій відсоткові ставки знижуються, як результат відсутності можливості вигідно вкласти залучені від населення гроші фінансовими інститутами. Також в умовах пригнічення ділової активності в країні в особи знижується можливість до використання заощаджень для нагромадження капіталу, а також збільшуються ризики втрати заощаджень у спробі запуску процесу нагромадження особистого капіталу (тобто їх інвестування).

Якщо мова йде про вплив «екстремальної економічної нестабільності» на нагромадження особистого капіталу, тут додається низка інших ефектів. Найголовнішим аспектом є те, що екстремальна економічна нестабільність у відкритій сировинній економіці асоціюється з девальвацією національної валюти, падінням реальних доходів населення, кінцевим результатом чого є «споживчий шок». Як пишуть дослідники Світового банку: «Колапс світової торгівлі та зниження чистих надходжень капіталу спричиняє падіння наявних

золотовалютних резервів у країнах, що розвиваються, таким чином пригнічуючи економічне зростання, погіршення фіскального балансу та падіння приватного споживання» [178, с. 40]. Погіршує ситуацію падіння реального виробництва та підвищення рівня безробіття, яке спостерігається з лагом у шість місяців, про що пише у своєму дослідженні британський дослідник Н.Блум [124, с. 623-624].

Норма заощаджень у такі часи починає змінюватися, частина населення різко скорочує попит, інша починає витратити на споживання, заощадження, які до фінансового шоку використовувались для нагромадження капіталу. Як пишуть експерти ЄЦБ: «Коливання рівня заощаджень домогосподарств у кризові часи пов'язано з наявністю факторів, що мають різноспрямовану дію на цю зміну, це зокрема динаміка наявного доходу та чутливість споживання до кризових проявів в економіці» [164, с. 41].

Відсоткові ставки за депозитами, які в такі періоди, як правило, зростають, не в змозі компенсувати рівень девальвації національної валюти, і заощадження населення, виражені у іноземній валюті, знижуються. Інші активи, які сприяли нагромадженню особистого капіталу до періоду екстремальної економічної нестабільності, також зазнають втрат, зокрема, середній рівень орендних ставок квартир може дещо корегуватися вгору, але суттєво нижче рівня девальвації, цінні папери, виражені в національній валюті, також знецінюються по відношенню до іноземної валюти.

У такій ситуації настає звужене відтворення особистого капіталу, розвиток якого безпосередньо залежить від інтенсивності дії факторів економічної нестабільності та тривалості періоду дії таких факторів. Крім того, сировинні економіки, як правило, мають проміжне внутрішнє виробництво, що широко використовує імпортні компоненти виробництва та має безпосередній вплив на собівартість виробництва, тому знецінення національної валюти уособлює погіршення якості життя населення країни в цілому. У такій ситуації частина населення опиняється за межею бідності та змушена використовувати раніше нагромаджений капітал для підтримання поточного споживання. У



своєму дослідженні український вчений Р.Бачо пише: «Як засвідчує історія розвитку економіки, саме діяльність ломбардів особливо бурхливо розвивається у періоди існування економічних негараздів» [7, с. 180].

Грошовий капітал, пов'язаний з функціонуванням банківської системи. «Виробництво» грошей та управління грошовою масою в економіці відбувається виключно банківською системою країни, у зв'язку з чим грошовий капітал представлений переважно банківською системою.

Враховуючи специфіку функціонування банківської системи, нагромаджений тут капітал є особливо чутливим до факторів, що обумовлюють економічну нестабільність. Механізм впливу економічної нестабільності на нагромадження грошового капіталу виглядає таким чином.

У випадку помірної дії факторів економічної нестабільності, як було відзначено вище, спостерігається зниження сукупного попиту в рамках національної економіки. Це обумовлює скорочення кількості «проектів» у економіці, які можуть генерувати достатній рівень доходів для обслуговування поточних боргів, а також для початку нових проектів із залученням боргового фінансування. З іншого боку, в умовах помірної рівня економічної нестабільності у населення та юридичних осіб зменшуються можливості щодо заощаджень і відповідно постачання банкам тимчасово вільних грошових ресурсів. У такій ситуації у банків починає збільшуватись дебіторська заборгованість, структура якої має тенденцію до погіршення. Відповідно, грошова ресурсна база банків починає звужуватися, зменшуючи можливості банківських установ щодо постійного обертання нагромадженого капіталу. У зв'язку з цим окремі банківські установи починають відчувати нестачу грошової ліквідності і змушені звертатись до центрального банку для отримання рефінансування. Іноземні фінансові інститути у такій ситуації зменшують схильність до нарощення кредитного портфеля в даній країні. Зменшення грошової ліквідності в цілому в банківській системі обумовлює помірне підвищення відсоткових ставок, що має загальну негативну дію на економіку в цілому. В основному ж у ситуації помірної дії факторів

економічної нестабільності нагромадження грошового капіталу має тенденцію до уповільнення.

Розглянемо дію екстремальної економічної нестабільності на банківську систему країни. Екстремальна економічна нестабільність включає девальвацію національної валюти, що має сильний руйнівний ефект на банківську систему. Австрійський учений, що досліджував вплив кризи 2008 р. на банківську систему країн Центральної та Східної Європи, у своєму дослідженні писав: «Криза 2008 р., що мала місце у розвинутих країнах Західної Європи, спричинила суттєве підвищення відсоткових ставок та премії за ризик і глибокі девальваційні процеси у більшості країн Центральної та Східної Європи» [180, с. 78].

Девальвація національної валюти та підвищення відсоткових ставок відразу зменшує можливість фізичних та юридичних осіб обслуговувати раніше отримані від банківських установ кредити, на тлі чого серед власників банківських депозитів формуються панічні настрої і банки вимушені переживати «набіги» клієнтів. Екстремальна економічна нестабільність фактично породжує системну банківську кризу, формується масштабний розрив між надходженнями за активними операціями та необхідністю обслуговувати пасивні операції. У такій ситуації значна кількість банківських установ має потребу у зверненні до центрального банку для отримання рефінансування. Враховуючи, що у періоди екстремальної економічної нестабільності країна переживає брак валютних надходжень, центральний банк намагається «зв'язати» зайву масу національної валюти для обмеження девальваційних процесів. Тому необхідність рефінансування банківського сектору вступає в суперечку з політикою зменшення маси національної валюти, звужуючи можливості центрального банку з підтримки останнього, сприяючи банкрутству в банківському секторі. Крім того, оскільки протягом періоду екстремальної економічної нестабільності спостерігається масове банкрутство позичальників, у подальшому функціонування банківських установ потребує

нарощення власних резервів, що заморожує частку капіталу, яка б могла бути використана для нагромадження.

Вчені з Німеччини та України, які вивчали вплив кризових явищ на банківський сектор країн Східної Європи, серед наслідків таких подій визначають: суттєве звуження кредитування, погіршення якості кредитного портфеля банківської системи, ерозію банківського капіталу [133]. Таким чином, екстремальна економічна нестабільність обумовлює одночасно падіння доходів від активних операцій, необхідність нарощувати банківські резерви, а також збільшення боргів перед центральним банком, що врешті-решт обумовлює звужене відтворення грошового капіталу.

Українські вчені С.Науменкова та В.Міщенко, говорячи про економічну нестабільність, визначають, що це явище супроводжується «банківськими паніками, високою інфляцією, знеціненням банківських вкладів і фінансових активів, особливо цінних паперів і нерухомості» [76, с. 6]. Таким чином, звужене відтворення грошового капіталу призводить до падіння вартості банківських активів та капіталізації банківської системи та проявляється у таких формах, як збитковість діяльності банківських установ, їх банкрутство, а також необхідність поповнення власного капіталу із зовнішніх джерел (розміщення акцій та нарощення власного капіталу банку, отримання субординованих кредитів від материнських установ тощо). Крім того, вчені із США, які провели дослідження у більше ніж 150 країн світу, зокрема Україні, стосовно впливу банківської кризи на інвестиції, виявили, що такі процеси в банківському секторі негативно впливають на інвестиції в країні протягом подальших 7-9 років, а також на доходи населення [171].

Інвестиційним капіталом є вже згенерована у різних секторах економіки частина доданої вартості або частина заробітної плати, об'єднана у певні фонди, призначенням яких є нарощення їх грошової вартості для задоволення певних потреб інвесторів. Інвестиційний капітал відрізняється від грошового (банківського) тим, що інвестиції здійснюються, як правило, на інших умовах і з іншим інвестиційним горизонтом. Крім того, договори інвестування, на

відміну від кредитування, як правило, не гарантують дохід на вкладений капітал, хоча його передбачають. Також інвестиційний капітал пов'язаний скоріше з перерозподілом грошової маси та порівняно з грошовим капіталом практично не впливає на загальний об'єм грошової маси в національній економіці.

Під час негативних структурних змін в економіці країни, як вже було розглянуто, починає знижуватися сукупний попит, зокрема на різноманітні споживчі товари, що обмежує можливості підприємств щодо формування тимчасово вільних фондів для їх використання як інвестиційних ресурсів. При цьому відзначимо, що діяльність різноманітних підприємств обумовлює певну логіку черговості витрат. Так, підприємства витрачають спочатку на підтримку поточних витрат та обслуговування боргів, потім на розширення оборотних коштів, підтримку та модернізацію основних фондів і тільки після цього, якщо залишаються вільні ресурси підприємства, можуть їх помістити на депозити або передати на різних умовах в управління інституційним інвесторам, які є суб'єктами, що розпоряджаються інвестиційним капіталом. Тому, якщо йдеться про сировинні країни, в них, як правило, серед інституційних інвесторів переважають страхові установи, які пов'язані насамперед з веденням бізнесу в країні.

Однак, якщо фізична особа має певні заощадження та бажання їх нарощувати, перед нею стоїть вибір: банківські установи чи інституційні інвестори (пенсійні схеми, страхування життя, участь у фондах інститутів спільного інвестування). Частина населення робить вибір на користь інституційних інвесторів, оскільки тут, як правило, вища дохідність, хоча і вищі ризики. Український вчений Л.Пластун пише: «Інституційних інвесторів привертають інструменти з надмірною волатильністю, адже вони дають більшу прибутковість вкладень, у той час, як висока ризикованість нівелюється диверсифікованістю сформованого портфеля» [90, с. 63].

Поступове зниження реальних доходів населення зменшує можливості до заощадження та зводить до нуля схильність до придбання полісів страхування

різноманітного майна та життя, що обмежує притік ресурсів до інституційних інвесторів. З іншого боку, негативні структурні зміни в економіці країни негативним чином впливають на дохідність інвестиційних інструментів (акцій, облігацій, нерухомості тощо), що також знижує темпи формування інвестиційних фондів. У результаті рівень розширеного відтворення інвестиційного капіталу в рамках національної економіки починає знижуватися.

Поява факторів, що обумовлюють екстремальну економічну нестабільність, обумовлює скорочення витрат юридичних осіб. У такій ситуації підприємства, як правило, не тільки відмовляються від створення інвестиційних фондів, а й часто експропріюють фінансові ресурси, раніше інвестовані в такі фонди, для підтримання поточної діяльності та убезпечення їх від знецінення, купівля страхових послуг також знижується. Вчений департаменту економічних та соціальних справ ООН у контексті дослідження впливу фінансової нестабільності на економіки країн, що розвиваються, зазначає: «Фінансова нестабільність та проциклічна політика мають суттєвий вплив на реальний сектор економіки. Суттєві коливання цін на активи, обмінних курсів та сукупного попиту обумовлюють фундаментальну невизначеність доходів на вкладений капітал, звужують горизонт планування і сприяють реалізації «захисних» і спекулятивних стратегій в інвестиціях, що негативно діє на нагромадження капіталу, економічне зростання та зайнятість населення» [114, с. 7].

Фізичні особи в період екстремальної економічної нестабільності також намагаються зберегти заощадження, а враховуючи, що інституційні інвестори не гарантують дохідності, такі інститути можуть переживати навіть більше «набігів» порівняно з банківськими установами.

Фактичний притік грошових засобів на фондові ринки в таких умовах переривається як з боку внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів, які також намагаються «евакуувати» раніше інвестовані ресурси. Л.Пластун пише: «Суттєвою проблемою нестабільності фондового ринку внаслідок операцій інституційних інвесторів є його ліквідність. Вона залежить від всіх власників

активів, які за нормальних умов не намагаються одночасно позбутися своїх активів. У випадку появи сумнівів у майбутній ліквідності окремих цінних паперів або фондового ринку в цілому з будь-яких причин інвестори будуть намагатись продати цінні папери, перш ніж виникне розрив між попитом і пропозицією, наслідком якого може бути криза на фондовому ринку» [90, с. 67]. Тому інвестиційні інструменти починають швидко дешевшати, породжуючи панічний їх розпродаж серед усього кола власників. Одночасно частина підприємств-емітентів цінних паперів починає банкрутувати, знецінюючи портфелі інвестиційних активів, які мають акції та облігації таких підприємств. У результаті чого інституційні інвестори, які облікують свої активи відповідно до ринкової вартості портфеля інвестиційних інструментів, яким вони володіють, починають нести збитки, таким чином формуючи збитки на вкладений капітал для своїх клієнтів. Таку ситуацію можна розглядати, як звужене відтворення інвестиційного капіталу.

Окремо слід розглянути категорію інвесторів, які в змозі заробити на падінні ринків інвестиційних інструментів. В економіці завжди існує невелика група інвесторів-спекулянтів, які заробляють на падінні ринків, для чого беруть у борг певний актив, його продають і потім через деякий час купують знову за більш низьку ціну. Такий заробіток має негативну дію на економічні процеси через нарощення темпів знецінення різноманітних інвестиційних інструментів (хоча і сприяє нагромадженню капіталів окремих інвесторів) і лише загострює процеси, пов'язані зі звуженим відтворенням інвестиційного капіталу в межах національної економіки. Більше того, у світі існує практика обмеження дій таких інвесторів шляхом зупинки торгів на певний період на біржових майданчиках.

Нагромадження торговельного капіталу пов'язане з функціонуванням різноманітних торговельних установ, зокрема тих, що займаються гуртовою та роздрібною реалізацією споживчих товарів масового призначення. В умовах помірної дії факторів, що обумовлюють економічну нестабільність, у торговельних установ знижуються об'єми реалізації товарів, що пов'язано

насамперед зі зниженням схильності до споживання у населення, а також до появи більш високих порівняно із середніми темпами інфляції в країні. Торговельні підприємства, які переживають зниження швидкості обороту торговельних запасів у такій ситуації, вимушені змінювати торговельні стратегії. Вони змінюють асортимент в бік більш дешевих аналогів, а також в бік звуження пропозиції аналогічних товарів.

Також падіння сукупного попиту в країні обумовлює зменшення темпів або взагалі зупинку розширення кількості торговельних точок. Погіршення показників реалізації товарів через дію факторів економічної нестабільності обумовлює падіння темпів або зупинку зростання доходу торговельних підприємств і звуження торговельної надбавки у структурі доходу.

В умовах дії факторів періоду екстремальної економічної нестабільності торговельна сфера переживає більш глибокі зміни. Девальвація національної валюти, що асоціюється з таким періодом, обумовлює кратне її зростання ціни імпортованих товарів, а також поступову переоцінку вартості товарів у структурі собівартості, якою є імпортована складова (а пізніше й інших товарів). Це обумовлює падіння реальних доходів населення та звужує ємність ринків. У таких умовах частина раніше завезеного товару взагалі не знаходить свого покупця і вибуває з ужитку у результаті закінчення його терміну придатності, а також з причини фізичного та морального старіння. Частина торговельних підприємств для відновлення ліквідності вимушена продавати товари зі знижками собі у збиток. У цілому ж в умовах зростання рівня цін за сталої або такої, що зменшується, грошової маси фізичний обсяг реалізації товару в країні скорочується, змушуючи деякі низькорентабельні або перевантажені боргами торговельні установи взагалі припинити свою діяльність і розпродати товар за «бросовими» цінами. Абсолютна більшість торговельних компаній змушена звужувати асортимент та знижувати складські запаси. Низький рівень торговельної націнки у більшості таких компаній змушує їх звужувати свою діяльність. Негативним чином на торгівлю впливає підвищення відсоткових ставок і відповідно подорожчання обслуговування власних боргів. Найбільш

фінансово стійкими в умовах економічної нестабільності залишаються трейдингові установи, зорієнтовані на експорт, однак таких в економіці обмежена кількість. Таким чином, протягом періоду екстремальної економічної нестабільності відбувається звужене відтворення торговельного капіталу внаслідок втрати частини товару, необхідності реалізувати його за заниженими цінами та скорочення торговельної діяльності через низький рівень рентабельності торговельних підприємств або взагалі її відсутність.

Промисловий капітал асоціюється насамперед зі станом виробничих потужностей, їх фізичним та моральним зносом, структурою промислового сектору. Саме низький рівень або відсутність розширеного відтворення промислового капіталу формує довгострокову тенденцію в економіці до негативних структурних змін, яка поступово обумовлює підсилення дії факторів нестабільності на національну економіку. Запуск «негативної спіралі» щодо поступової деіндустріалізації національної економіки формує такі механізми, які фактично роблять неможливим відновлення конкурентоспроможності промислового потенціалу країни: негативні структурні зміни промислового потенціалу, пов'язані з хронічним недофінансуванням, відновлення виробничих фондів, а також впровадження інновацій для постійного підтримання конкурентоспроможності національної економіки. Українські вчені В.Близнюк та Я.Юрик акцентують увагу на прямих зв'язках між негативними економічними явищами та зниженням показника «кумулятивного приросту продуктивності праці» в економіці, показником, який вчені називають «комплексним вираженням інтенсифікації всіх факторів виробництва» [13, с. 34].

За відсутності зовнішніх «шоків» негативні структурні зміни у промисловому капіталі мають латентну форму. Це виглядає, як ніби підприємства досить стабільно працюють і виробляють певну продукцію, при цьому асортимент виробів та якість товару практично не змінюється протягом років. На виробничому рівні це означає, що потужності підприємств не оновлюються, а фінансування з метою підтримки виробничих потужностей



обмежується виключно рівнем, необхідним для поточної підтримки та ремонту наявного обладнання і будівель. В межах національної економіки завжди можна знайти підприємства, які закупають сучасне обладнання та починають випускати високоякісну конкурентоспроможну продукцію, однак це скоріше відхилення від загальної картини в промисловості, яка переживає негативні структурні зміни. Така ситуація є скоріше характерною для країн колишнього СРСР, де були сконцентровані досить сильні промислові виробничі потужності. Для країн, які розвиваються, що «спираються» на сировинний ресурс в умовах слабкої кон'юнктури на зовнішніх ринках, характерним є обмеження капітальних інвестицій у роботи, пов'язані з розширенням виробництва корисних копалин, що у довгостроковій перспективі обумовлює зниження пропозиції різноманітної сировини.

Недофінансування виробничих фондів може бути обумовлене фізичною нестачею грошових засобів для цих цілей певних підприємств або небажанням менеджменту та власників підприємств вкладати кошти у розвиток активу, таким чином акумулюючи кошти, які б могли бути спрямовані на розвиток для використання на інші цілі, зокрема споживання. У такій ситуації спостерігаємо низький рівень розширеного відтворення промислового капіталу або його балансування між простим та негативним відтворенням.

Поява зовнішніх «шоків» обумовлює формування екстремальної економічної нестабільності та формує ряд додаткових ефектів, що мають вплив на промисловий капітал. Девальвація національної валюти різко зменшує ємність внутрішнього ринку товарів. У зв'язку з цим частина виробників промислової продукції витісняється з ринку, на ньому залишаються виробники, які забезпечують найбільш привабливе співвідношення «ціна – якість». Тобто фактично частина виробників програє конкурентну боротьбу та змушена зменшити свою виробничу діяльність або взагалі згортати бізнес. Результатом цього буде вихід із промислового вжитку частини промислових фондів, а також подальше скорочення фінансування витрат, пов'язаних з відновленням виробничих фондів. Підприємства, що витримали конкурентну боротьбу в

умовах екстремальної економічної нестабільності, стикаються з підвищенням собівартості власної продукції, що пов'язано із зростанням ціни імпортованих компонентів у собівартості. Збільшуються витрати на обслуговування власних боргів, особливо якщо вони деноміновані в іноземній валюті, а також з'являються проблеми із залученням нових кредитних ресурсів (чому сприяє знецінення вартості акціонерного капіталу у такі періоди). Крім того, такі виробники у складні часи, як правило, переживають зростання дебіторської заборгованості, що фактично відволікає засоби, які б могли бути використані з метою удосконалення виробничої бази.

Схожу ситуацію, що обумовлена фінансовою кризою, описав нобелівський лауреат П.Кругман, який навів можливий приклад знищення виробничих експортоорієнтованих потужностей через їх зупинку внаслідок продажу обігового капіталу для погашення зобов'язань перед банками. Вчений говорив про вплив макроекономічної кризи в контексті негативних наслідків для фізичного капіталу: «Компанії, що до кризи були платоспроможними, занепадають з причини того, що інвестиційний колапс обумовив сильний спад виробництва, або з причини того, що втеча капіталу зумовила знецінення національної валюти, що спричинило «роздування» боргів компаній, номінованих у доларах» [153, с. 81-82]. Тому навіть виробники, які змогли зберегти свої позиції на ринку протягом періоду екстремальної економічної нестабільності, вимушені фокусуватися на підтримці поточної діяльності своїх підприємств, обмежуючи витрати на відновлення та покращення виробничих фондів. У такій ситуації спостерігається звужене відтворення промислового капіталу.

Глобальний капітал слід розглядати через призму його трансграничної природи. Поява та формування глобального капіталу в межах певної національної економіки означає її інтеграцію та певну участь у міжнародних економічних процесах. Основною сутністю глобального капіталу є те, що його нагромадження в певній країні може бути прямо не пов'язаним із перебігом економічних процесів в окремо взятій національній економіці. Тому на

глобальний капітал мають обмежений вплив унікальні ризики (звісно, якщо це не ризики, пов'язані з фізичним знищенням або конфіскацією певних активів у певній країні), які асоціюються з функціонуванням окремої економіки. Разом із тим на нього діють системні фактори, які обумовлені, зокрема, таким економічним явищем, як «фінансіалізація».

Під час довготривалих негативних структурних змін у національній економіці глобальний капітал може себе по-різному відчувати. Якщо ми говоримо про глобальний фінансовий капітал, звуження ємності ринку в межах певної національної економіки обумовлює зниження активності структур, що представляють такий капітал. Водночас глобальний промисловий капітал взагалі може не відчувати впливу помірних факторів економічної нестабільності. Це викликано тим, що функціонування глобального промислового капіталу часто не пов'язано з ринком країн, де розміщені окремі елементи виробничих ланцюгів, тому погіршення внутрішньої економічної ситуації може навіть чинити позитивний вплив на глобальний капітал через здешевлення вартості робочої сили. А у випадках, коли все ж таки виробники зорієнтовані на реалізації товарів у країні перебування, поступове звуження ринку мало впливає на їх ринкову капіталізацію, оскільки діяльність таких корпорацій широко диверсифікована серед низки країн.

Період екстремальної економічної нестабільності обумовлює згорання операцій з фінансовим глобальним капіталом у межах національної економіки, оскільки падіння ВВП країни в такі періоди, виражене в іноземній валюті, зменшує, погіршує платіжну дисципліну в країні та звужує можливості для заробітку. У такі періоди глобальний фінансовий капітал демонструє тенденцію до «евакуації» з країни з високим рівнем економічної турбулентності, обмежуючи фінансування ресурсом, необхідним для підтримки існуючих фінансових установ, або навіть може згорнути свою діяльність у певній країні. Якщо говорити про вплив екстремальної економічної нестабільності на глобальний промисловий капітал, тут знову ж таки важливою є роль виробничого кластера, що розміщений в окремо взятій країні. Якщо він

виробляє проміжну продукцію, його витрати в результаті девальвації національної валюти можуть навіть знизитись і він може нарощувати виробничу діяльність у такій країні. В разі, коли виробник зорієнтований на ринок перебування, його дохід, виражений в іноземній валюті, скорочується і спостерігається звужене відтворення капіталу. Однак вплив на ринкову капіталізацію корпорації буде залежати від вкладу окремої країни в загальний її дохід. Вчені Гарвардського університету зазначають: «Девальвація може мати вплив на ціну акцій міжнародної корпорації, що залежить від розміру країни (в якій оперує корпорація) та очікувань. В умовах ефективності ринків передбачувана девальвація в невеликій країні не має вплинути на ціну акцій потужних міжнародних корпорацій» [119, с. 1].

Таким чином, фактори, що сприяють появі економічної нестабільності, чинять переважно негативний вплив на всі форми втілення капіталу. Більш «м'яка» дія факторів економічної нестабільності обумовлює зниження темпів розширеного відтворення капіталу або навіть зумовлює просте його відтворення. В умовах більш інтенсивного впливу спостерігається звужене відтворення капіталу. Серед розглянутих форм капіталу найбільш неоднозначний вплив факторів економічної нестабільності здійснюють на глобальний капітал, оскільки залежно від його особливості економічна нестабільність може як спричинити його деструкцію, так і сприяти підвищенню ефективності його функціонування в національній економіці.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

- Наукова думка щодо нагромадження капіталу розвивалась разом із відносинами, пов'язаними з формуванням, поділом та перерозподілом капіталу. Теоретичні підходи до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу розвиваються в деякій послідовності паралельно з розвитком економічних відносин відповідно до ускладнень економічних відносин, більш комплексним стає поняття «нагромадження капіталу».

- Економічна нестабільність, яка є складовою економічних криз та циклів розвитку економіки, має безпосередній вплив на процес нагромадження капіталу. Економічна нестабільність є віддзеркаленням дії різноманітних економічних та неекономічних факторів на національну економіку.

- У загальному виразі, чим інтенсивніше діють фактори економічної нестабільності на економічну систему, тим більший негативний вплив вони здійснюють на процеси, пов'язані з нагромадженням капіталу.

- З підвищенням інтенсивності дії факторів економічної нестабільності спостерігається зниження темпів нагромадження капіталу або взагалі зупинка цих процесів.

- Зовнішні економічні «шоки» обумовлюють періоди «екстремальної економічної нестабільності», які мають деструктивний вплив на процеси нагромадження капіталу й обумовлюють його звужене відтворення.

- Оскільки в рамках сучасної парадигми нагромаджений капітал має переважно приватний характер, економічна нестабільність передусім має вплив на процеси нагромадження приватного капіталу.

- Економічна нестабільність має негативний вплив практично на всі форми втілення капіталу (особистий, грошовий, торговельний, промисловий, інвестиційний) в основному через канали зниження доданої вартості, яка використовується як нагромадженого капіталу.

- Дія економічної нестабільності на глобальний капітал, обумовлена внутрішніми факторами, є неоднозначною, що пов'язано з його

трансграничною природою та можливістю виробляти товари для інших ринків. Разом із тим на глобальний капітал має сильний вплив дія системних (трансграничних) факторів економічної нестабільності.

- Для належного кількісного визначення впливу економічної нестабільності на нагромаджений капітал у рамках національної економіки доцільно використовувати еталонний показник, виражений в іноземній валюті.

Основні результати досліджень, викладені у розділі, опубліковано автором: [34, 35, 38, 45].

## РОЗДІЛ 2

### ТЕНДЕНЦІЇ ТА ОСОБЛИВОСІ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

#### 2.1. Нагромадження капіталу в Україні в умовах економічної нестабільності

Перед тим, як переходити безпосередньо до дослідження впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу в Україні, виділимо періоди, протягом яких спостерігалось це економічне явище.

Періоди економічної нестабільності в Україні - досить регулярне явище. Фактично формування нової економіки України починаючи з 90-х років супроводжувалось регулярними проявами процесів, які ми можемо назвати проявами економічної нестабільності. Економічна нестабільність 90-х років пов'язана передусім з трансформаційними процесами і перебудовою економіки. Точкою відліку функціонування економіки України на ринкових засадах можна вважати середину першого десятиліття ХХІ ст., коли державна частка в економіці суттєво знизилась, а в економіці почали домінувати ринкові відносини. Функція нагромадження капіталу в країні почала переходити від держави до приватних суб'єктів, що розкрито у періодизації етапів нагромадження капіталу в Україні представлених у додатку В.

Починаючи з початку 2000-х до 2017 р. в Україні досить часто спостерігались періоди підвищеної економічної турбулентності, ознаками яких є: підвищення міжбанківських відсоткових ставок, зростання попиту на іноземну валюту, падіння на фондовому ринку України, пришвидшення інфляційних процесів тощо. Але у фокусі цього дослідження розглядаються періоди фундаментальних економічних потрясінь, де економічна нестабільність є лише проявом негативних економічних змін, зумовлених дією факторів-тригерів на економіку із сформованими дисбалансами. Наслідками таких економічних трансформацій є суттєві якісні та кількісні негативні структурні перетворення в національній економіці. Ознаками таких періодів, які ми

називаємо «екстремальними періодами економічної нестабільності», є синхронна негативна (з точки зору макроекономічної рівноваги) динаміка низки важливих макроекономічних та фінансових індикаторів, поява яких є сигналом до подальшої зміни траєкторії розвитку економіки, яка виявляється у зниженні середньо- та довгострокових темпів зростання ВВП, зростання реальної заробітної плати, нагромадження капіталів тощо. О. Грабчук пише: «під нестабільністю економіки розуміють відсутність гарантування повної зайнятості, стабільного рівня цін, наявності інфляції; також це та економіка, яка знаходиться в стані нерівноваги внаслідок внутрішніх і зовнішніх факторів і супроводжується інфляційними процесами, занадто дорогими кредитами тощо» [17, с. 80].

Як було зазначено, крім «класичних» показників економічної нестабільності, серед основних показників, які найбільш влучно віддзеркалюють перебіг економічної нестабільності, є поточні (щоденні) економічні показники. Це пов'язано з тим, що періодичні показники за більш довгий період часу можуть не відображати (через усереднення) екстремуми, які є особливо важливими (оскільки відображають інтенсивність процесів) при дослідженні розвитку економічних процесів під час періодів економічної нестабільності. Тому дослідження економічної нестабільності буде здійснюватися на основі двох груп показників: (1) «класичних» макроекономічних показників; (2) оперативних показників, які можна відслідковувати на щоденній основі. У першому випадку буде виявлено динаміку макроекономічних показників як прояв симптому появи економічної нестабільності; у другому виявлятиметься рівень стандартного відхилення оперативних показників як симптом інтенсифікації дії факторів економічної нестабільності на економіку і нагромадження капіталу.

Серед «класичних» індикаторів економічної нестабільності будуть досліджуватись такі: динаміка ВВП, динаміка інфляції, динаміка безробіття, рівень відсоткових ставок за кредитами. Саме ці показники є серед основних



індикаторів кризових подій в економіці в економічній теорії, сформованій досить широким колом вчених за досить довгий проміжок часу.

Оперативними (поточними) ключовими економічними показниками, які ілюструють інтенсифікацію економічної нестабільності, мають бути індикатори, які дають можливість спостерігати перебіг економічних процесів: (1) в цілому в економіці; (2) у фінансовому секторі; (3) у реальному секторі; (4) у секторі державних фінансів, тобто покривати всі основні компоненти економічної системи країни.

Серед низки можливих оперативних показників для ілюстрації інтенсифікації економічної нестабільності в цілому в економіці країни пропонується використовувати стандартне відхилення відношення гривні до доллара США. Відношення гривні до долара США в Україні є не просто макроекономічним показником, це агрегований показник процесів, що відбуваються в економіці. Враховуючи, що Україна приблизно стільки ж імпортує товарів і послуг, як експортує їх (у 2016 р. експорт становив 44,9 млрд. доларів США, імпорт - 44,5 млрд. доларів США) [190], показник відношення гривні до долара США має прямий зв'язок з показником інфляції і відповідно має соціальне забарвлення. Тому саме на стабілізації цього індикатора Уряд та НБУ зосереджують свою увагу. До 2014 р. девальвація гривні означала, що у державних інститутів відсутня будь-яка можливість її уникнути, тобто ринкові механізми стали настільки потужними, що «відтіснили» адміністративний вплив. Навіть після відміни прив'язки гривні до долара США у 2014 р. влада намагалася підтримувати стабільність цього індикатора через валютні аукціони. Тому цей індикатор є одним із найважливіших у аспекті виявлення періодів екстремальної економічної нестабільності.

Для характеристики стану справ у фінансовому секторі, основою якого в Україні є банківський його сегмент, пропонується використовувати стандартне відхилення вартості кредитних ресурсів овернайт. Відсоткові ставки овернайт є

чутливими до порушень у роботі банківського сектору і відповідно зручним індикатором стабільної роботи банківського сектору.

Для дослідження стану справ у реальному секторі економіки пропонується використовувати стандартні відхилення індексів біржі ПФТС, Української біржі та WIG-Ukraine. Ці індекси складаються переважно з акцій підприємств реального сектору економіки (приблизно на 80%) і відповідно є важливими індикаторами очікувань щодо перспектив роботи реального сектору економіки.

Для дослідження динаміки довіри до сектору державних фінансів використовуватимемо показники стандартного відхилення кредитних дефолтних СВОПів за українськими євробондами. Очікування іноземних інвесторів, які постійно відслідковують стан економік країн, цінні папери яких вони тримають, миттєво віддзеркалюються у вартості страхування на випадок суверенного дефолту. Саме тому дефолтні СВОПи є цінним інструментом дослідження порушень функціонування механізму державних фінансів країни.

Усі ці показники не розкривають глибинних економічних процесів, але є ідеальними маркерами, що характеризують процеси економічної нестабільності в Україні.

Період 2008-2009 років є ідеальним з точки зору дослідження та ілюстрації процесів поширення глобальних потрясінь на національну економіку. Цей період є тим випадком, коли зовнішні економічні чинники через торговельні та грошові канали мали суттєвий негативний вплив на економіку України.

Банкрутство банку Lehmann Brothers (15.09.08) стало тригером глобальних фінансових потрясінь, які проявились через падіння на фондових майданчиках в усьому світі (див. рис. 2.1).

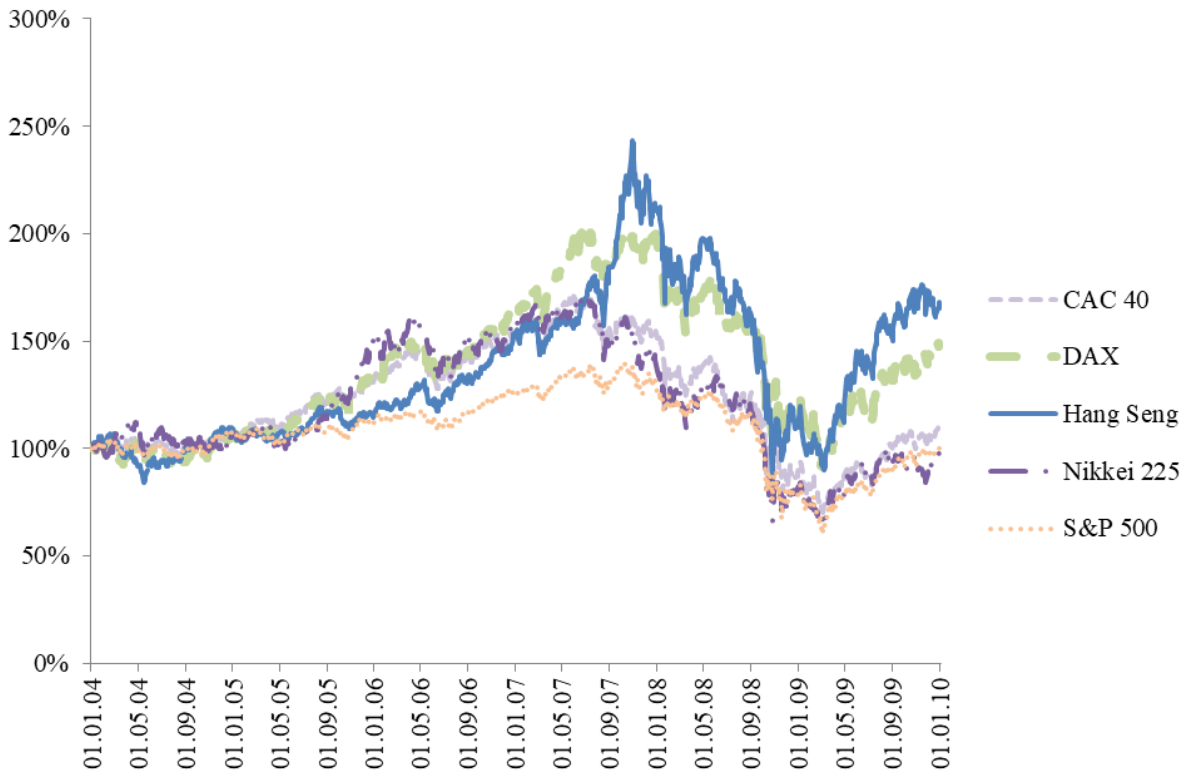


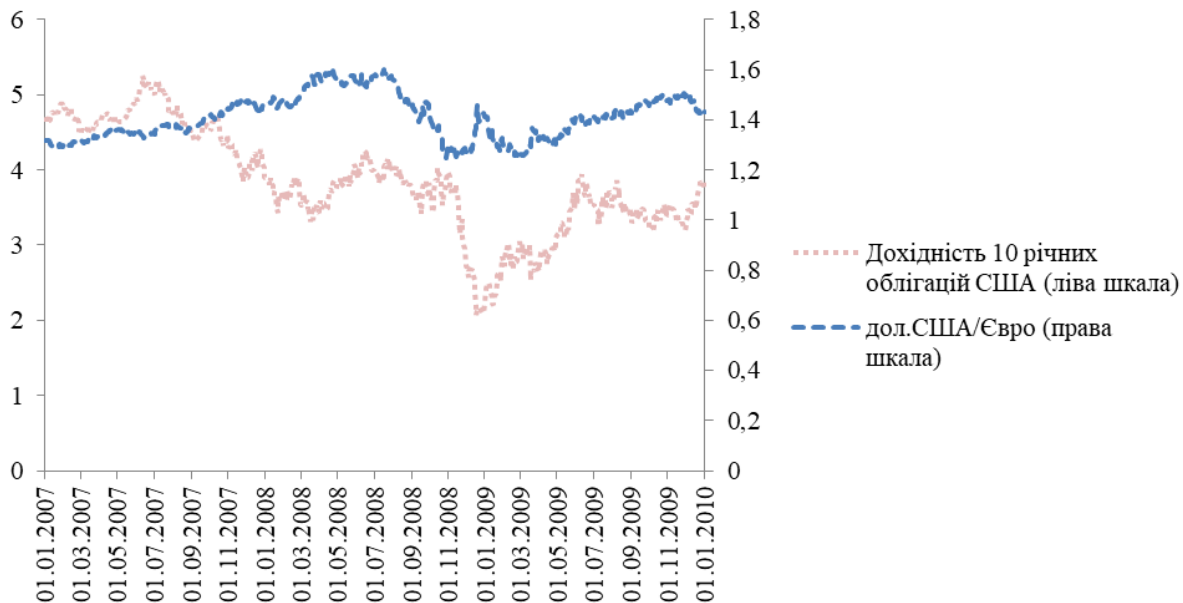
Рис. 2.1. Основні світові фондові індекси у період з 01.01.04 по 01.01.10 (за 100% взято 01.01.04).

Джерело: побудовано авторами за матеріалами [24].

Падіння ключових фондових індексів у світі у 2008 р. було синхронним, їх кореляція у період 2008-2009 років була на рівні, близькому до 1 (CAC-Hang Seng – 0.88, S&P 500-Nikkei 225 – 0.97, DAX-S&P 500 – 0.985).

Кореляція індексів спостерігалась на тлі надзвичайно високого зростання їх волатильності, рівень якої, що вимірюється стандартним відхиленням у пікові періоди економічної нестабільності (з 15.09.08 по 15.11.08), у середньому підвищився у 4,2 раза [105, с. 28].

Крім того, цей фінансовий «шок» вилився у зниження схильності до ризику серед інвесторів, що проявилось у вигляді потужного відтоку капіталу з країн, що розвиваються, на користь валют та цінних паперів «тихих гаваней», таких як долар США та державні облигації США (див. рис. 2.2).



\* - дані за більш ранній період відсутні у відкритих джерелах

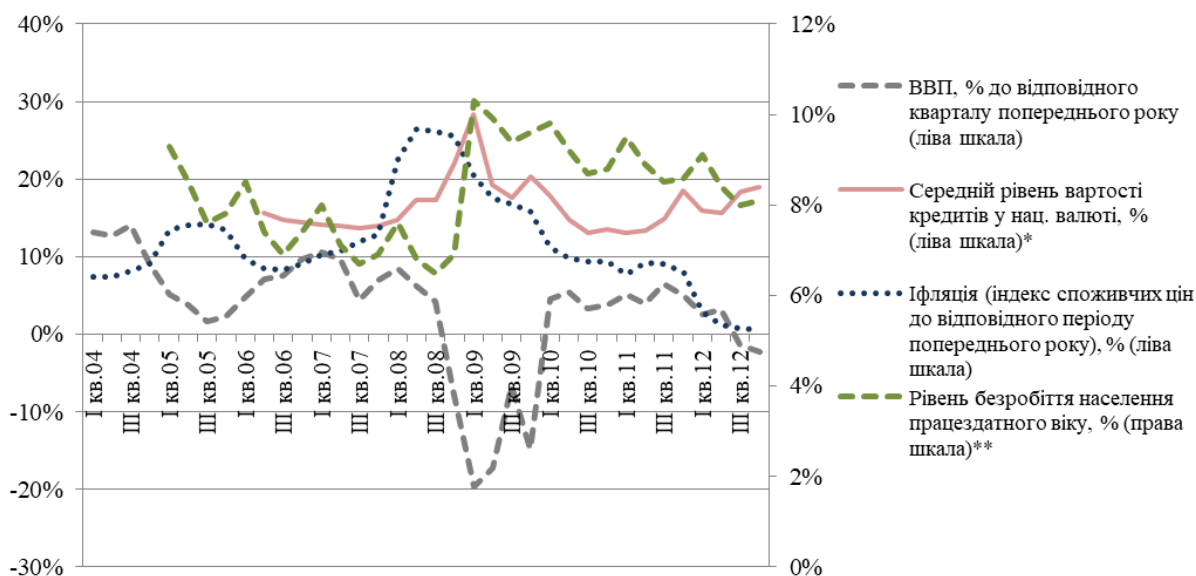
**Рисунок 2.2.** Доходність 10-річних облігацій США (%) та відношення долара США/євро у період з 01.01.07 по 01.01.10.

Джерело: побудовано авторами за матеріалами [24].

Кореляція цих двох величин не дуже суттєва, але спостерігалось її значне зростання саме у період екстремальної економічної нестабільності у 2008 р. Так, якщо у період 2007-2010 рр. кореляція цих показників була на рівні 0,16, у 2008-2010 рр. вона сягнула 0,53. Схожі тенденції продемонстрували й інші валютні пари серед найбільш значимих (зокрема долар США/єна). Це свідчить про формування стійкої тенденції, пов'язаної з попитом на долар США у період високого рівня економічної нестабільності.

Фінансова криза 2008-2009 рр. продемонструвала надзвичайно сильний зв'язок між фінансовими показниками основних за економічним потенціалом країн світу, а також обумовила згортання глобальних ринків товару, капіталу, евакуацію капіталів, зокрема з більш слабких в економічному плані країн на користь насамперед США. Розгортання таких подій викликало економічний «шок» і породило період екстремальної економічної нестабільності в Україні.

На рисунку 2.3 представлено щоквартальну динаміку чотирьох ключових макроекономічних показників (ВВП, вартість кредитування, рівень інфляції та безробіття) у період 2004-2012 рр.



\* - дані починаючи з 2006 р., \*\* - дані починаючи з 2005 р.

Рис. 2.3. Динаміка макроекономічних показників у період 2004-2012 рр.  
Джерело: побудовано автором на основі статистичних матеріалів [186] та [190].

Наведені на малюнку показники демонструють достатньо високий рівень синхронності погіршення індикаторів з точки зору макроекономічної стійкості у період 2008-2009 рр. Так, в кінці 2008 р. та на початку 2009 р. спостерігалось одночасне падіння ВВП, зростання відсоткових ставок кредитування економіки та зростання рівня безробіття. Разом з тим інфляція, високий рівень якої почав спостерігатися ще з початку 2008 р., виступила як випереджаючий індикатор формування кризових явищ, який сигналізував про «перегрівання» економіки в результаті зростання одночасного ефекту інфляції попиту (зростання реальних доходів населення, нарощення кредитування) та пропозиції (зростання вартості сировини).

Процес стрімкого відпливу капіталу з країн, що розвиваються, як наслідок фінансової кризи економічно розвинутих країн, дослідив

американський учений Майкл Петтіс. Аналізуючи кризи, що мали місце на початку XIX століття, він встановив, що в період високих темпів розвитку економік країн Європи та США відбувається зростання фінансової ліквідності на макроекономічному рівні. У такі періоди збільшуються обсяги інвестицій у країни, що розвиваються. І навпаки, коли ліквідність економік розвинутих країн знижується, починається відтік капіталу з країн, що розвиваються. На думку вченого, така динаміка настільки помітна, що значення фундаментальних показників розвитку економіки країн є другорядним.

Виходячи з дослідження М.Петтіса, зазначимо, що динаміка фондових ринків економічно розвинутих країн визначається, насамперед, фундаментальними показниками їх економік, тоді як первинним фактором для країн, що розвиваються, є ліквідність ринків [165, с. 70]. Дані щодо України підтверджують висновки М.Петтіса.

Отже, глобальний «економічний шок» у 2008 р. мав своїм наслідком одночасне падіння експортної виручки і відтік фінансового капіталу з України, нарощення готівкового попиту на валюту з боку населення. Відображенням цих процесів стала різка девальвація національної валюти, яка за півроку після початку високого рівня економічної турбулентності в світі і в Україні втратила приблизно 40% своєї вартості (з 4,82 грн./ дол. США на 15.09.08 до 7,7 грн./ дол. США на 16.03.09). Також у результаті відтоку «гарячого капіталу» мало місце глибоке падіння індексу ПФТС приблизно на 50% (з 409 базових пунктів на 15.09.08 до 204,1 базових пунктів на 16.03.09) (див. рис. 2.4).

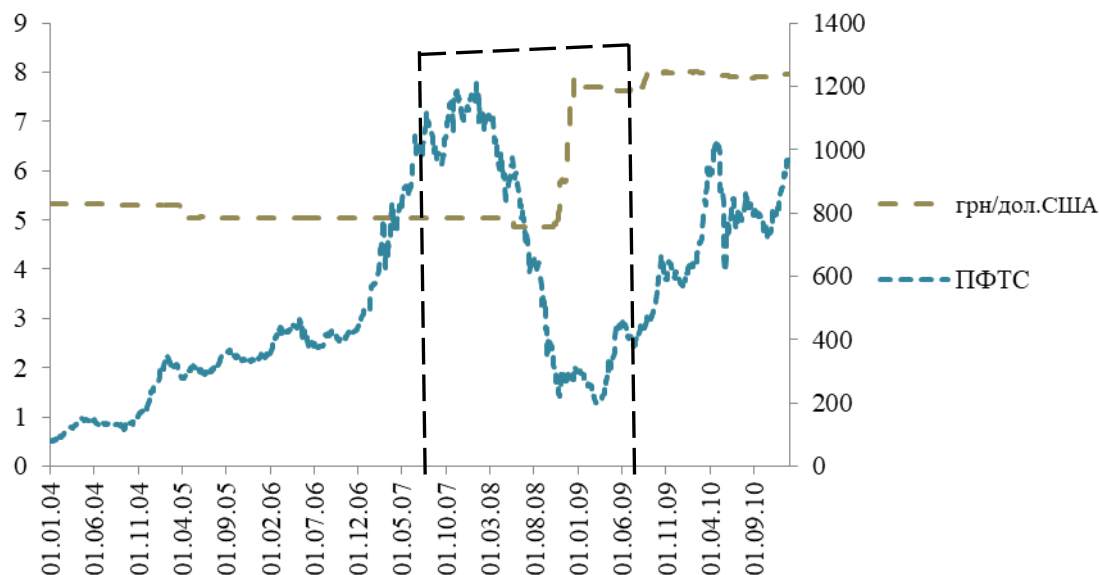


Рис. 2.4. Динаміка грн./дол. США (ліва шкала) та індексу ПФТС (базові пункти) у період 2004-2010 рр.

Джерело: побудовано автором на основі матеріалів [190] та [25].

Одночасно з девальвацією національної валюти та «втечею капіталу» з фінансового сектору з'явився гострий дефіцит ліквідності у фінансовому секторі, відсоткові ставки овернайт сягали 54% (28.11.08), а у 2009 р. навіть сягали 72%, в той час, як середній рівень ставок овернайт за період 2005-2010 рр. був на рівні 8,5% (див. рис. 2.5).

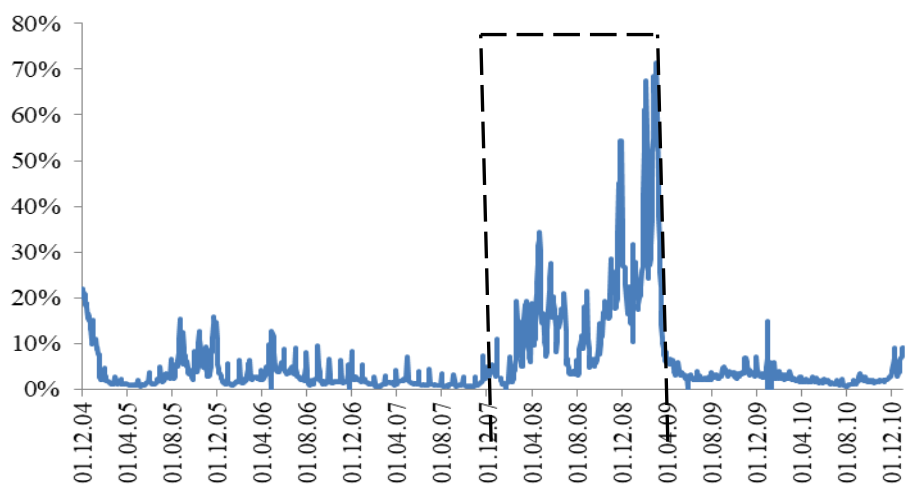


Рис. 2.5. Динаміка відсоткових ставок кредитів «овернайт» для комерційних банків у період 2005-2010 рр.

Джерело: побудовано автором на основі матеріалів [190].

Недовіра до української економіки спричинила різке зростання вартості кредитно-дефолтних СВОПів суверенних десятилітніх облігацій України, рівень яких в окремі періоди перевищував 5000 базових пунктів, що свідчило про зростання до більше ніж 50% номіналу вартості страхівки на випадок дефолту України за власними євробондами (див. рис. 2.6).

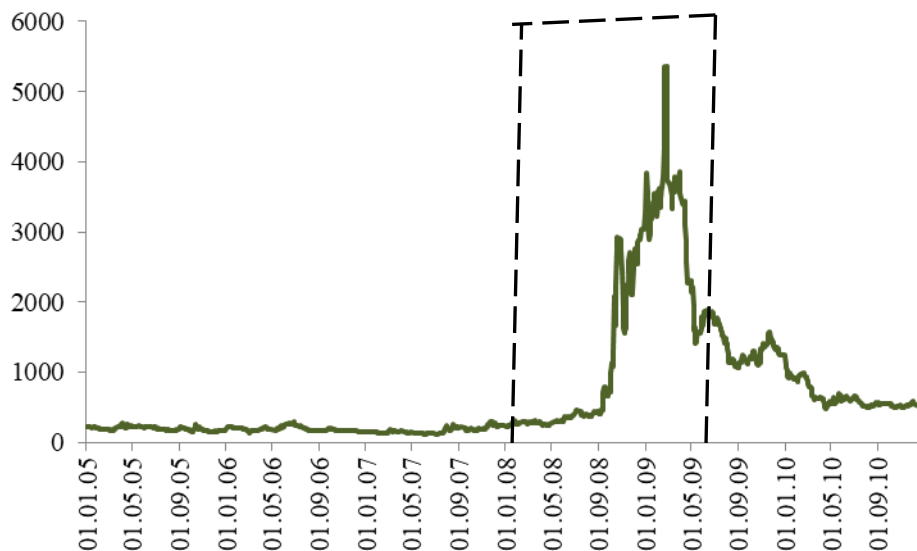


Рис. 2.6. Динаміка кредитних дефолтних СВОПів за 10 літніми єврооблігаціями України (базисні пункти) у період 2005-2010 рр. (базисні пункти).

Джерело: побудовано автором на основі матеріалів [21].

Крім загальної динаміки індикаторів (відношення грн./дол. США, вартість кредитів овернайт, індекс ПФТС, кредитні дефолтні СВОПи України), які використовуються для дослідження інтенсивності економічної нестабільності, що приведена нижче, у таблиці 2.1 розглядається рівень стандартного відхилення цих показників порівняно з періодами стабілізації.

Так, для дослідження інтенсифікації дії факторів економічної нестабільності вибрано два досліджувані періоди 2004-2012 рр. та 2010-2016 рр. (про що піде мова далі). Розбивка на два періоди зроблена для зручності та викладення матеріалу дослідження. Логіка вибору цих періодів така: з 2004 р. по 2016 р. в Україні було дві глибокі кризи (2008-2009 рр. та 2014-2015 рр.).



Для виявлення механізмів впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу ми досліджуємо стандартне відхилення приведених індикаторів, підвищений рівень якого свідчить про нарощення економічної турбулентності в секторах економіки і відповідно про інтесифікацію дії таких факторів економічної нестабільності. У контексті дослідження відрізка часу 2004-2013 рр. – це увесь досліджуваний відрізок першого періоду – рівень стандартного відхилення цього періоду є умовно середньою величиною за цей відрізок часу, який складається з двох відрізків з низьким рівнем економічної турбулентності (2003-2007 рр. та 2010-2013 рр.), та періодом естремальної економічної нестабільності (2008-2009 рр.). Таким чином, рівень стандартного відхилення 2004-2013 рр. є вищим за періоди 2004-2007 рр. та 2010-2013 рр. та нижчим за 2008-2009 рр., що ще раз підтверджує підвищений рівень економічної турбулентності саме у 2008-2009 рр.

Таблиця 2.1.

Рівень стандартного відхилення індикаторів екстремальної економічної нестабільності у період 2004-2013 років

Рівень стандартного відхилення				
	a	b	c	d
Індикатор	2008-2009	2004-2013	2004-2007	2010-2013
Щоденна динаміка грн. за дол.США (грн.за дол.США(1)/грн. за дол.США(0))	0,0053	0,0025	0,0009	0,0002
Щоденна динаміка індексу ПФТС (ПФТС (1)/ПФТС(0))	0,0261	0,019	0,0172	0,0160
Рівень середньозваженої ставки за кредитами "овернайт"*	13,4	8,3	2,6	5,9
Щоденна динаміка кредитно-дефолтних СВОПів за 5-річними єврооблігаціями України* (СВОП(1)/СВОП(0))	0,069	0,046	0,047	0,027
<b>Стандартне відхилення 2008-2009 років порівняно з іншими періодами, рази</b>				
		a/b	a/c	a/d
Щоденна динаміка грн. за дол.США (грн.за дол.США(1)/грн. за дол.США(0))		2,13	5,95	24,6
Щоденна динаміка індексу ПФТС (ПФТС (1)/ПФТС(0))		1,38	1,51	1,65
Рівень середньозваженої ставки за кредитами "овернайт"		1,6	5,14	2,24
Кредитно-дефолтні СВОПи за 5-річними єврооблігаціями України*		1,5	1,45	2,56

\* - дані з 2005 р.

Джерело: розраховано автором на основі даних [21], [25], [190].

Це є свідченням того, що період 2008-2009 рр. мав якісні особливості, які дають можливість говорити про неординарний вплив цього періоду на економічні процеси в країні.

У кінці 2008 р. на початку 2009 р. економіка України пережила період екстремальної економічної нестабільності, зумовлений на першому етапі негативною дією зовнішніх факторів. Економічний «шок» мав своїм наслідком структурні зміни в економіці країни, які мали безпосередній вплив на траєкторію зростання ВВП країни та темпи приросту нагромадження капіталу (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.2.  
Темпи приросту нагромадження капіталу у розрізі його окремих форм у період з 2004-2013 рр.

№	Показник	Середній темп приросту			Порівняння середніх темпів приросту періодів до і після екстремальної економічної нестабільності, рази
		a	b	c	
		2004-2007 рр.	2008-2009 рр.	2010-2013 рр.	a/c
1.	Реальна заробітна плата	18,7%	-1,45%	10,3%	1,81
2.	Індекс фізичного обсягу ВВП	7,7%	-6,45%	2,4%	3,2
<b>Особистий капітал</b>					
3.	Депозити домашніх господарств	50,8%	14,3%	20,0%	2,54
<b>Грошовий капітал</b>					
4.	Активи банківської системи	57,1%	24,8%	9,8%	5,8
<b>Торговий капітал</b>					
5.	Оборотний капітал торговельних підприємств**	34,4%	18,5%	9,5%	3,6
<b>Промисловий капітал</b>					
6.	Необоротні активи промислових підприємств**	15,8%	16,4%	18,2%	0,86
<b>Інвестиційний капітал</b>					
7.	Активи інститутів спільного інвестування*	183%	42,7%	21,2%	8,63
8.	Активи недержавних пенсійних фондів**	121%	41,5%	8,6%	14,0
9.	Активи страхових компаній	48,3%	15,0%	12,3%	2,9
<b>Глобальний капітал</b>					
10.	Прямі іноземні інвестиції (в акціонерний капітал)	43%	16,6%	9,8%	4,84

\* - з 2005 р., оскільки активи ІСІ та НПФ почали тільки формуватися у цей період

\*\* - з 2005 р., оскільки у цьому році тільки почала збиратися ця статистика

Джерело: розраховано автором за даними [190], [186], [191], [192].

Таким чином, після періоду екстремальної економічної нестабільності у 2008-2009 рр. спостерігалось суттєве зниження темпів нагромадження капіталу практично за всіма розглянутими формами, а також темпів приросту макроекономічних показників (індексу фізичного обсягу ВВП та реальної заробітної плати), які тісно пов'язані з нагромадженням капіталу в країні. У дослідженні, проведеному М.Канділом з МВФ [150, с. 100], яке охоплювало 22 країни, що розвиваються, особлива увага була зосереджена на впливі неочікуваної, раптової, девальвації на економіку країни, серед висновків стверджується, що наслідком такої девальвації є суттєве погіршення виробничих показників у досліджуваних країнах. Аналогічну ситуацію ми спостерігаємо і в Україні.

Разом із тим, як свідчать дані, в деяких випадках залишкова вартість основного капіталу, активи фінансових установ та прямі іноземні інвестиції в період 2008-2009 рр. зростали швидше, ніж у період стабілізації 2010-2012 рр., що пов'язано з двома факторами, які певним чином спотворюють реальний стан справ. По-перше, у першій відносно благополучній половині 2008 р. спостерігалось суттєве нарощення інвестицій та інвестиційного капіталу в Україні. По-друге, в результаті девальвації гривні відбулася бухгалтерська переоцінка активів, що обліковуються в іноземній валюті.

Основними каналами трансмісії впливу економічної нестабільності на процеси нагромадження капіталу у період 2008-2009 рр. були такі:

- фізичне зменшення надходження до країни валютної виручки;
- спонтанний та масовий відтік з країни фінансових ресурсів, а також «заморозка» кредитних програм для українських компаній реального та фінансового сектору, держави;
- нагромаджені дисбаланси сфери державних фінансів (зокрема сформований дефіцит державного бюджету);
- сформований значний перекіс платіжного балансу (імпортні закупки покривалися за рахунок надходження капіталу);

- орієнтація на виробництво продукції з низькою доданою вартістю, ціни на яку зазнають найсуттєвіших коливань у період економічної нестабільності;
- слабкий розвиток фінансового сектору та його регулятивних механізмів, що обумовлює брак грошової ліквідності у періоди економічної нестабільності;
- низька інституційна спроможність органів державної влади та НБУ та ін.

У цілому ж основною причиною сповільнення темпів приросту нагромадження капіталу було зниження темпів зростання доходів і відповідно заощаджень, прибутків, активів під управлінням тощо, практично всіх суб'єктів, які нагромаджують капітал в Україні. Цей фактор сформував негативні очікування щодо перспектив України і відповідно негативно впливав на залучення фінансових ресурсів із закордону.

Період екстремальної економічної нестабільності 2014-2015 рр. мав дещо іншу природу порівняно з попереднім таким періодом, але прояви дуже схожі. Викликаний загостренням заворушень, пов'язаних з Революцією Гідності у кінці 2013 р. на початку 2014 р., і підтриманий подіями, пов'язаними з бойовими діями на сході України він розгортався на тлі відносної стабільності на зовнішніх ринках сировини та капіталу. Суттєві зміни на сировинних ринках відбулися тільки у кінці літа 2014 р., коли ціна нафти сильно обвалилась. Водночас турбулентність на фінансових ринках загострилась влітку 2015 р., коли фондові ринки азіатських країн знизились, що обумовило певний тиск на європейські фондові індекси (див. рис. 2.7).

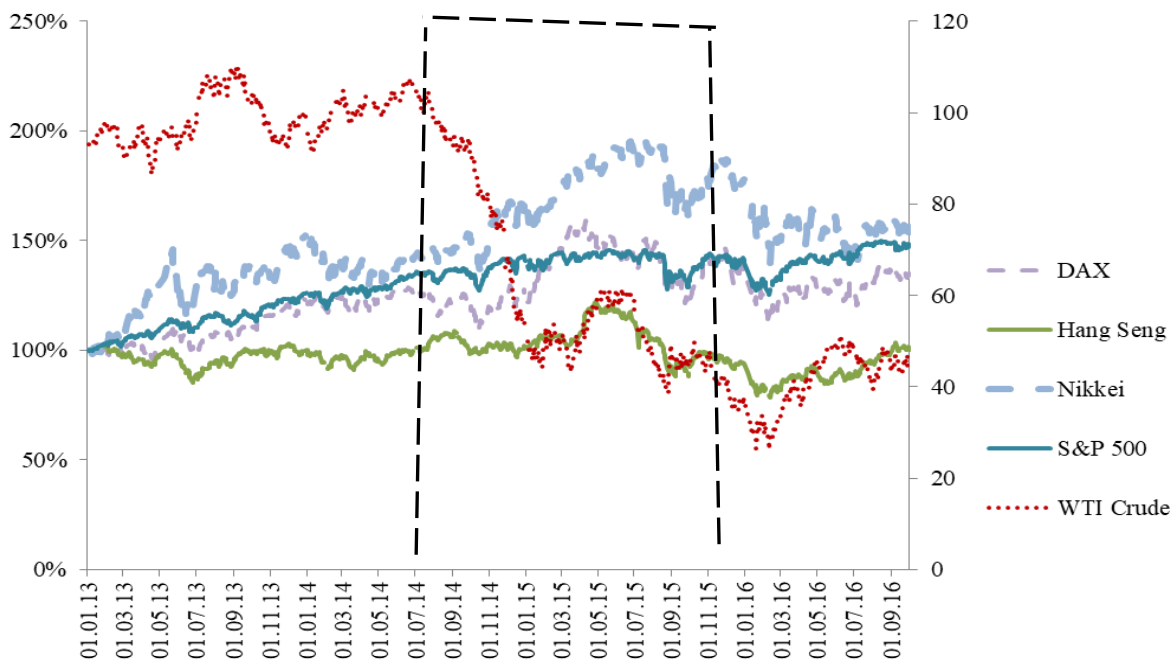


Рис. 2.7. Динаміка основних світових індексів акцій (ліва шкала), за 100% взято 01.01.13 та динаміка цін на нафту (права шкала, дол. США) у період 2013-2016 рр.

Джерело: побудовано автором за матеріалами [24] та [188].

Іншими індикаторами підвищеної нестабільності на зовнішніх ринках є ціна на золото та індекс VIX, який базується на волатильності опціонів на індекс S&P500. Виходячи з даних рисунка, можна зробити висновок, що у кінці 2013 р. та на початку 2014 р. на світових ринках зберігався відносний спокій. Золото в цей період поступово ставало дешевшим (що є свідченням низького рівня тривожності серед інвесторів та спекулянтів), волатильність індексу VIX була на рівні, близькому до середнього (див. рис. 2.8).

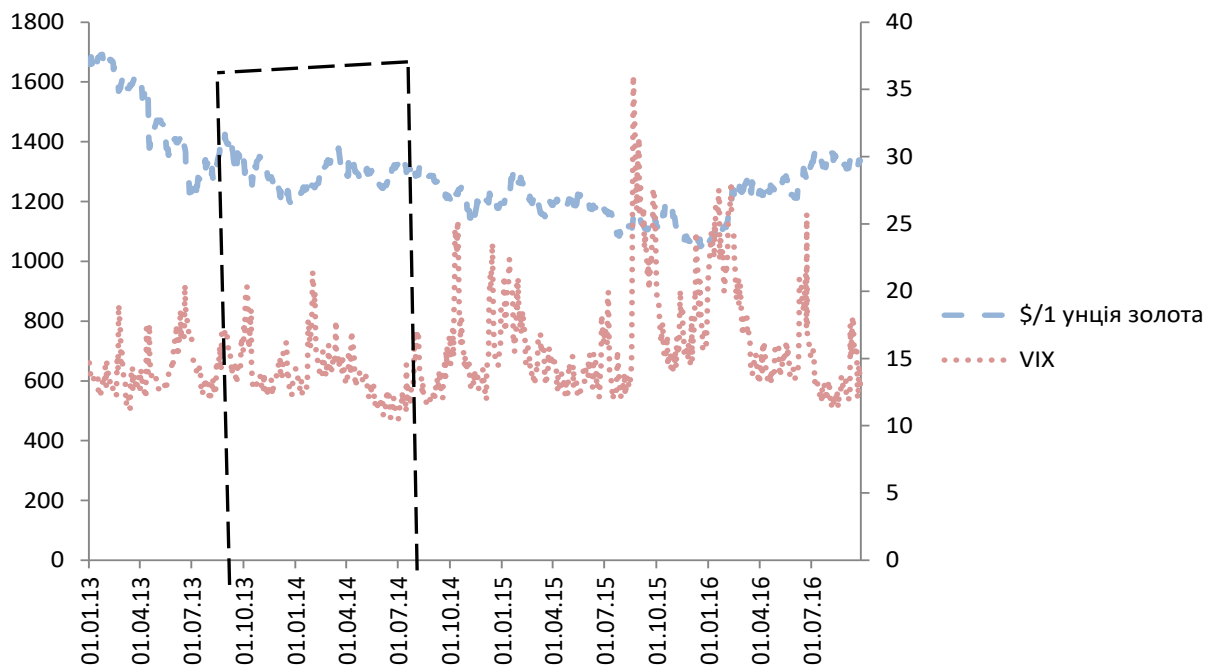


Рис. 2.8. Динаміка ціни за 1 унцію золота дол. США (ліва шкала) та індекс VIX (права шкала) у період 2013-2016 рр.

Джерело: побудовано автором на основі матеріалів [22] та [24].

Наведені показники підтверджують гіпотезу, що період екстремальної економічної нестабільності в Україні у 2014-2015 рр. спричинений іншими факторами, ніж у 2008-2009 рр., хоча зовнішня кон'юнктура починаючи з літа 2014 р. мала певну негативну дію на економіку України і процеси нагромадження капіталу в ній.

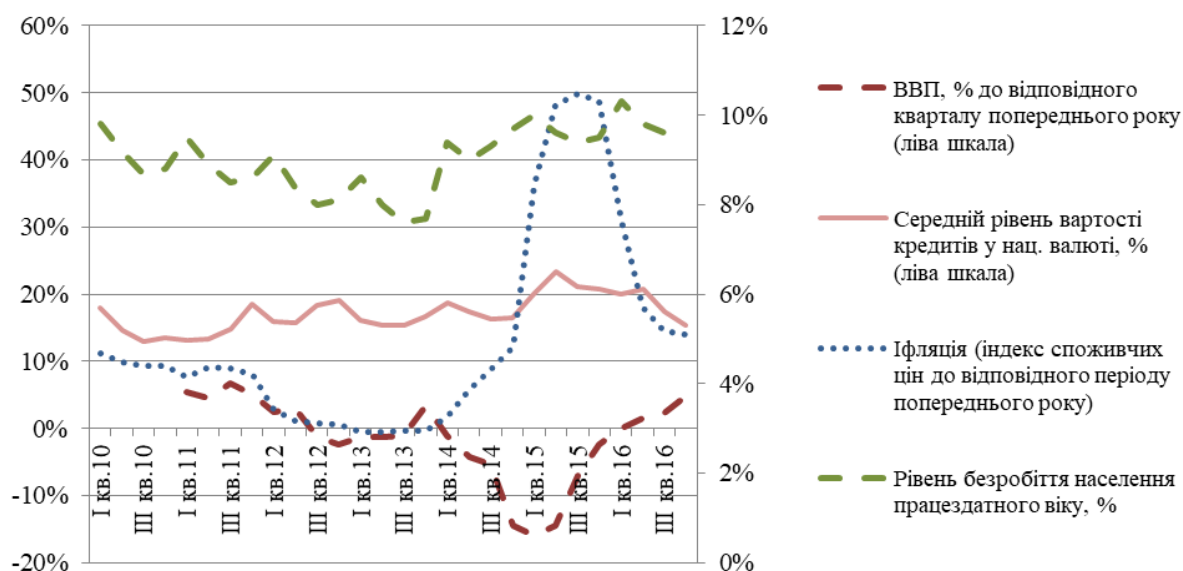
Як зазначалося раніше, формування чинників, що спричинили появу періоду екстремальної економічної нестабільності у 2014-2015 рр., відбулося у політичній сфері, які через певні канали економічної трансмісії мали безпосередній вплив на економіку країни. Основними такими чинниками були:

- розірвання економічних зв'язків з РФ, що обумовило глибоке падіння українського експорту у 2014-2015 рр.;
- початок бойових дій на сході України, що спричинило фактичне зникнення значної частини економіки країни та створило непомірне навантаження на решту економіки країни;
- анексія РФ АР Крим, що обумовило також втрату частини економіки країни.

Ці фактори мали потужний негативний ефект мультиплікатора на економіку країни, викликавши процеси, симптомами яких була повторна за 10 років поява екстремальної економічної нестабільності в Україні.

Як і в дослідженні попереднього періоду (2003-2012 рр.) впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу, в дослідженні періоду 2010-2016 рр. використано дві групи показників – щоквартальних щодо динаміки: ВВП, вартості кредитування у національній валюті, рівня інфляції та безробіття та щоденних: динаміки грн./дол. США, кредитування овернайт, фондового індекса та кредитно-дефолтних СВОПів України.

Динаміка щоквартальних макроекономічних показників, наведена на рисунку 2.9, свідчить, що після економічної стабілізації 2010-2013 рр. починаючи з 2014 р. почав підвищуватися рівень безробіття, з певним часовим лагом суттєво зросла інфляція та рівень вартості кредитування, спостерігався глибокий спад ВВП. Перші ознаки економічної стабілізації з'явилися тільки на початку 2016 р.



Дані наведені без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим і м.Севастополя

Рис. 2.9. Динаміка макроекономічних показників у період 2010-2016 рр. Джерело: побудовано автором на основі статистичних матеріалів [186] та [190].

Для дослідження процесу інтенсифікації дії факторів економічної нестабільності протягом 2010-2016 рр. раніше запропоновані маркери

економічної нестабільності були дещо відкориговані з метою забезпечення дослідження показників, які найадекватніше віддзеркалювали процеси, що мали місце в економіці. Зокрема, додано показник щоденного обороту валюти на міжбанківському валютному ринку. Також індекс ПФТС, який фактично втратив зв'язок з економічними процесами в країні після кризи 2008-2009 рр. і фактичного згорання портфельних інвестицій в Україні, було замінено на запуснений у 2011 р. WIG-Ukraine. Цей індекс показує агреговану динаміку акцій українських підприємств («Кернел», «Астарта», «Милкиленд», «Агротон» та «Sadovaya Group»), що торгуються на Варшавській біржі.

Динаміка ставок «овернайт» на міжбанківському грошовому ринку свідчить про те, що найбільше відхилення цього показника від середнього рівня було восени 2012 р. і сягала майже 50% (див. рис. 2.10). Однак відзначимо, що нас цікавлять періоди, коли приблизно одночасно суттєво відхиляються від середніх відразу усі маркери періоду екстремальної економічної нестабільності. Тобто хоча ставки «овернайт» і мали суттєве зростання у 2011-2012 рр., економічні процеси протягом цього періоду не спричинили фундаментальних економічних змін.

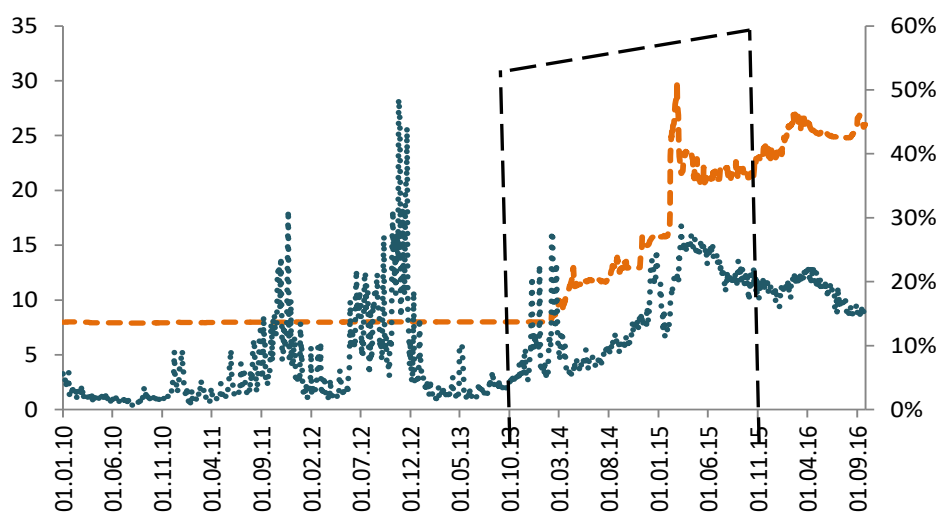


Рис. 2.10. Динаміка відношення грн./дол. США (ліва шкала) та міжбанківські ставки «овернайт» у період 2010-2016 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [190].



Разом з тим, як видно з рис. 2.11 та рис. 2.12, негативний вплив на економіку обумовив ажіотажний попит на іноземну валюту, який сягнув 5 млрд. дол. США 28.01.14 протягом одного дня. Як зазначає професор Ткач О.В., «валютно-фінансова криза пов'язана, в першу чергу, з недостатністю економіки заробляти достатню кількість іноземної валюти щодо задоволення потреб суб'єктів господарювання. В результаті – дефіцит іноземної валюти і різке падіння курсу національної валюти» [100, с. 75]. Така нестача іноземної валюти на тлі падіння золотовалютних резервів змусила відмовитися НБУ від політики «валютного таргетування», яку фактично він проводив з кінця 90-х років ХХ ст., наслідком чого став початок глибокої девальвації гривні з 7,99 грн. за дол. США 06.02.14 до 30 грн. за дол. США 26.02.15, фактична девальвація на екстремумі сягала 275% [190].

Девальвація валюти була одним з основних факторів зростання ставок «овернайт» до майже 30% 10.02.14, як наслідок того, що вільна гривнева ліквідність була спрямована на валютний ринок (див. рис. 2.11) або виплати населенню за депозитними вкладками (у цей період спостерігалось масове дострокове зняття депозитів населенням).

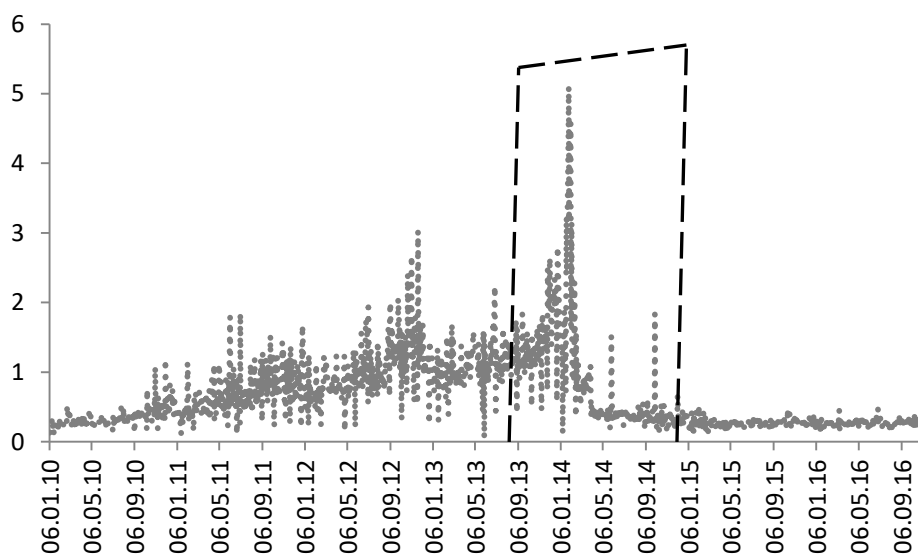


Рис. 2.11. Об'єми щоденних продажів валюти на міжбанківському валютному ринку у млрд. дол. США у період 2010-2016 рр.

Джерело: побудовано автором за даними НБУ.

Динаміка кредитно-дефолтних СВОПів у період 2014-2015 рр. свідчить про значне занепокоєння серед зовнішніх інвесторів щодо перспектив обслуговування валютного суверенного боргу України. Піковим значенням кредитно-дефолтних СВОПів було значення 4400 базисних пунктів 1 квітня 2015 р. (див. рис. 2.12). Це фактично означало, що тримач українських боргових паперів має заплатити 44% вартості боргу у випадку, якщо він хоче «застрахуватися» від дефолту за українськими п'ятирічними єврооблігаціями. Схожа ситуація спостерігалась на початку 2009 р.

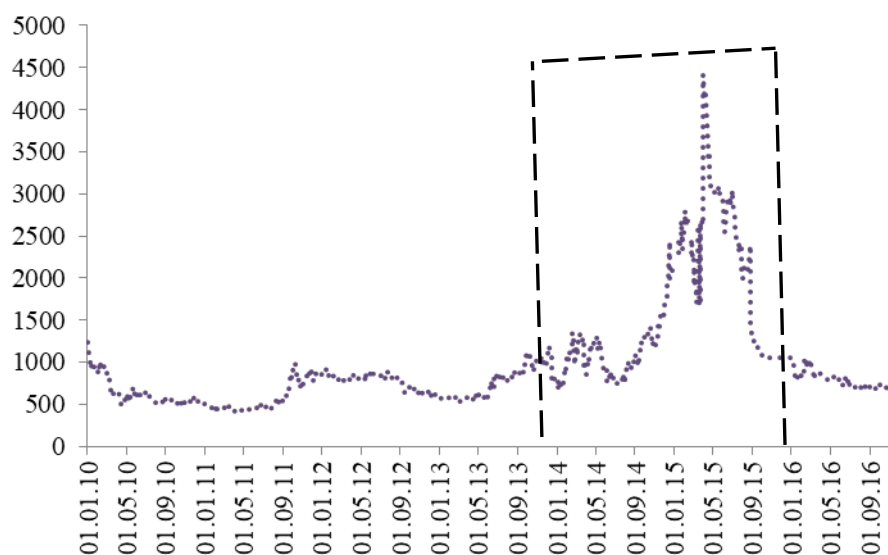


Рис. 2.12. Кредитно-дефолтні СВОПи п'ятирічних єврооблігацій України у період 2010-2016 рр. (базисні пункти).

Джерело: побудовано автором за даними [125].

Запропонований як індикатор економічної нестабільності індекс WIG-Ukraine, враховуючи його структуру (три компанії аграрної сфери, одна харчової та одна, яка займається торгівлею вугіллям та промисловим обладнанням), не є ідеальним мірилом стану справ в реальному секторі економіки. Але для нашого дослідження більш важливим є те, що у період екстремальної економічної нестабільності цей індикатор був на мінімальному рівні (у каналі 380-500 базисних пунктів) за весь період його існування (див. рис. 2.13). Це є свідченням того, що процеси, що обумовлюють економічну нестабільність в країні, мають сильний негативний вплив навіть на виробничі

активи, які більшою мірою залежать від експортних ринків, хоча і провадять свою діяльність переважно в рамках національної економіки.

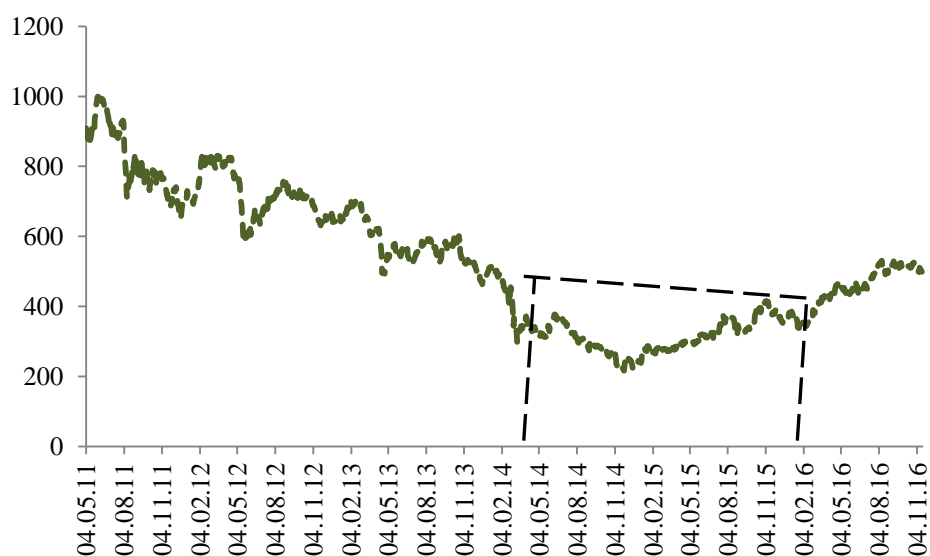


Рис. 2.13. Динаміка індексу WIG-Ukraine у період 2011-2016 рр. (базисні пункти).

Джерело: побудовано автором за даними [119].

У таблиці 2.3 за аналогією дослідження інтесифікації дії факторів економічної нестабільності у 2003-2012 рр., визначено рівень стандартного відхилення у період 2010-2016 рр., 2010-2013 рр., 2016 р. та 2014-2015 рр.. Як і в попередньому випадку, рівень стандартного відхилення (за виключенням стандартного відхилення середньозваженої ставки за кредитами "овернайт") у 2010-2016 рр. був вищим, ніж у 2010-2013 рр. та 2016 р., та нижчим, ніж у кризові 2014-2015 рр., що підтверджує підвищений рівень економічної турбулентності саме у 2014-2015 рр.

Таблиця 2.3.

## Рівень стандартного відхилення індикаторів екстремальної економічної нестабільності у період 2010-2016 років

Рівень стандартного відхилення				
	a	b	c	d
Індикатор	2014-2015	2010-2016	2010-2013	2016
Щоденна динаміка грн. за дол.США (грн.за дол.США(1)/грн. за дол.США(0))	0,0207	0,0114	0,0002	0,0064
Щоденна динаміка індексу WIG-Ukraine (WIG-Ukraine (1)/WIG-Ukraine(0))*	0,0219	0,0178	0,0160	0,0132
Рівень середньозваженої ставки за кредитами "овернайт"	6,62	7,87	5,9	2,33
Кредитно-дефолтні СВОПи за п'ятирічними єврооблігаціями України	0,07	0,04	0,027	0,03
Стандартне відхилення 2014-2015 р.р. у порівнянні з іншими періодами, рази				
	a/b	a/c	a/d	
Щоденна динаміка грн. за дол.США (грн.за дол.США(1)/грн. за дол.США(0))		1,8	95,6	3,25
Щоденна динаміка індексу WIG-Ukraine (WIG-Ukraine (1)/WIG-Ukraine(0))*		1,2	1,4	1,65
Рівень середньозваженої ставки за кредитами "овернайт"		0,8	1,11	2,82
Кредитно-дефолтні СВОПи за п'ятирічними єврооблігаціями України		1,6	2,61	2,3

\* - дані з 04.05.11 р.

Джерело: розраховано автором на основі даних [21], [23], [190].

Дані таблиці щодо волатильності індикаторів економічної нестабільності за 2010-2016 рр., як і вище наведені дані за 2003-2012 рр., підтверджують гіпотезу про появу в економіці України періодів екстремальної економічної нестабільності, які відображають фундаментальні зміни в економіці і проявляються надвисокою волатильністю одразу всіх запропонованих індикаторів. З таблиці видно, що всі індикатори, крім рівня ставок за кредитами «овернайт», демонструють більш високий рівень стандартного відхилення у період 2014-2015 рр. порівняно з іншими часовими проміжками.

Що стосується стандартного відхилення ставок «овернайт», відзначимо, що стандартне відхилення цього показника у період 2014-2015 рр. є більш високим, ніж у більш стабільні періоди 2010-2013 рр. та 2016 р., і є нижчим лише порівняно із стандартним відхиленням часового проміжку, що охоплює 2010-2016 рр. Це пояснюється тим, що восени 2012 р. в Україні спостерігались

надвисокі відсоткові ставки «овернайт», що було пов'язано із сплеском спекулятивної активності на валютному ринку в цей період в очікуванні девальвації національної валюти. Як пише у своїй статті О.Береславська: «Незважаючи на те, що протягом року курсова динаміка гривні залишалася стабільною, все ж час від часу на валютному ринку відбувалися атаки на гривню, результатом яких була її девальвація. Зокрема, у вересні-листопаді гривня знецінилася майже на 3,7%. При цьому характерним для 2012 р. було те, що девальвація гривні розпочиналася на ринку готівкових продажів і потім уже поширювалася на міжбанківський валютний ринок» [9, с. 3].

Як і в період 2008-2009 рр., у 2014-2015 рр. екстремальна економічна нестабільність мала негативний вплив на нагромадження капіталу в Україні (див. табл. 2.4).

Таблиця 2.4.

Темпи приросту нагромадження деяких форм капіталу  
у період 2010-2016 рр.

№	Показник	Середній темп приросту			Порівняння середніх темпів приросту періодів до і після екстремальної економічної нестабільності, рази
		a	b	c	
		2010-2013 р.р.	2014-2015 р.р.	2016р.	a/c
1.	Реальна заробітна плата	10,3%	-13,4%	9%	1,14
2.	Індекс фізичного обсягу ВВП	2,4%	-2,5%	x	x
<b>Особистий капітал</b>					
3.	Депозити домашніх господарств	20%	-3,60%	8,3%	2,4
<b>Грошовий капітал</b>					
4.	Активи банківської системи	9,8%	-0,1%	0,2%	49
<b>Торговий капітал</b>					
5.	Оборотний капітал торговельних підприємств	9,5%	13,3%	x	x
<b>Промисловий капітал</b>					
6.	Необоротні активи промислових підприємств	18,2%	5,7%	10,3%	1,76
<b>Інвестиційний капітал</b>					
7.	Активи інститутів спільного інвестування	21,2%	15,3%	-2,5%	Від'ємне значення
8.	Активи недержавних пенсійних фондів	8,6%	13,1%	11%	0,78
9.	Активи страхових компаній	12,4%	-3,9%	-7,7%	Від'ємне значення
<b>Глобальний капітал</b>					
10.	Прямі іноземні інвестиції (в акціонерний капітал)	9,8%	-20%	-7,8%	Від'ємне значення

x – відсутні дані

Джерело: розраховано автором за даними [190], [186], [191], [192].

Як видно з таблиці 6, у 2014-2015 рр. (схожа ситуація спостерігалась у 2008-2009 рр.) в цілому темпи нагромадження капіталу відстають (за виключенням оборотного капіталу торговельних підприємств та активів недержавних пенсійних фондів) від тих, що спостерігались у 2010-2013 рр., а темп нагромадження капіталу у 2010-2013 рр. був вищим за той, що спостерігався у 2016 р. Як і в попередньому випадку, рівень стандартного відхилення 2010-2016 рр. є вищим за періоди 2010-2013 рр. і 2016 р. та нижчим

за 2014-2015 рр., що ще раз підтверджує підвищений рівень економічної турбулентності саме у 2014-2015 рр., що підтверджує формування закономірностей в Україні щодо негативного впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу.

При цьому слід також враховувати, що у 2014 р. Україна позбулася частини своєї території і разом з тим частини нагромадженого капіталу. Однак відзначимо, що прямий внесок економіки АР Крим та зони АТО обмежується, перш за все, фізичними активами, які залишилися на цих територіях. При цьому внесок АР Крим в економіку країни був на рівні 3% (2013 р.) [186], в той час, як кредитний портфель не перевищував 2% (01.10.14) [79], а значна кількість потужних підприємств та фінансових установ зони АТО перереєстрована на материковій частині України і відповідно є її складовою під час воєнних дій.

З іншого боку, це дослідження розглядає економічну нестабільність не як причину звуженого відтворення капіталу, а як прояв латентних процесів в економіці, які призводять до звуженого відтворення капіталу. Враховуючи, що військові дії у першому розділі розглядалися серед чинників економічної нестабільності, ми вважаємо, що дані 2014 р. та більш пізніх періодів є співставними з періодами до 2014 р. незалежно від причин, з яких відбулися зміни у нагромадженому капіталі.

Таким чином, для дослідження кількісної сторони впливу економічної нестабільності на нагромадження використовувались дві групи макроекономічних показників – «класичні» та поточні. Серед «класичних» показників, яку дають можливість оцінити загальну макроекономічну динаміку, досліджено такі: рівень зростання ВВП, рівень безробіття, рівень інфляції, рівень відсоткових ставок. Поточні показники, які дають можливість відслідковувати інтенсифікацію економічної нестабільності, включають індикатори, які охоплюють усі сфери економіки країни: відношення національної валюти до долара США – агрегований загальноекономічний показник; ставки «овернайт» характеризують стан справ у фінансовому секторі; динаміка фондового індексу є індикатором очікувань щодо перспектив

реального сектору економіки; динаміка СВОПів українських єврооблігацій характеризує довіру з боку інвесторів до сектору державних фінансів.

Емпіричні дані підтверджують існування оберненого зв'язку між динамікою показників, що характеризують економічну нестабільність, інтенсивністю дії факторів економічної нестабільності та нагромадженням капіталу. За останні тринадцять років Україна пережила дві потужні кризи 2008-2009 та 2014-2015 рр., незважаючи на те, що причини їх появи були різними, характер впливу на нагромадження капіталу був досить схожим, але амплітуда такого впливу 2014-2015 рр. була більш потужною ніж у 2008-2009 рр. При цьому найбільш суттєвий негативний вплив на економіку країни буде тоді, коли всі індикатори, і «класичні» і поточні, демонструють порушення макроекономічної рівноваги (перші - через нарощення інфляції, безробіття, відсоткових ставок, падіння ВВП; другі - через більш суттєвий рівень стандартного відхилення), що спостерігалось у 2008-2009 та 2014-2015 рр. У такі періоди «екстремальної економічної нестабільності» формувались фундаментальні зрушення у функціонуванні економічної системи і як результат зниження темпів нагромадження капіталу.



## **2.2. Вплив факторів економічної нестабільності на нагромадження капіталу в Україні**

У попередньому параграфі було виявлено зв'язок між економічною нестабільністю та темпами приросту нагромадження капіталу в Україні. Також зазначено, що економічна нестабільність має безпосередній вплив на динаміку нагромадження капіталу. При цьому ми використовували для розрахунку «номінальні» показники нагромадження капіталу, тобто показники, виражені у національній валюті. Таким чином, ми мали справу виключно з кількісними характеристиками. Разом із тим чинники, що провокують економічну нестабільність, обумовлюють якісні зміни у нагромадженні капіталу. Мова йде, перш за все, про зміну характеристик нагромадженого капіталу з позицій динаміки його «реальної» (вираженої в еталонних та співставних одиницях з аналогічними активами інших країн) мінової вартості і відповідно зміни фінансової спроможності власників такого капіталу.

Досліджуючи динаміку благополуччя населення на планеті, аналітики Швейцарського банку CreditSuisse з'ясували, що багатство населення України значно (стрибкоподібно) знижувалось у період після 2008 р. та після 2013 р., що збігається із запропонованими періодами екстремальної економічної нестабільності. Серед основних факторів зниження багатства в Україні називається девальвація національної валюти та загальне погіршення бізнесового середовища [128].

В основі цієї частини дослідження лежить гіпотеза щодо того, що економічна нестабільність не тільки має негативний вплив на динаміку нагромадження капіталу, а й обумовлює зниження рівня капіталізації окремих форм нагромадження капіталу та в цілому країни, що спричиняє зниження рівня багатства населення, можливостей бізнесу щодо реалізації потужних проєктів, звужує ємність економіки у частині можливостей до абсорбації грошового, інвестиційного та глобального капіталів, переводить країну у розряд економічних «карликів» за світовими мірками.

Для отримання емпіричних даних щодо зміни якісних характеристик нагромадженого капіталу у результаті економічної нестабільності необхідним є розроблення відповідної методики. Вона має враховувати особливості кожної з форм нагромадження капіталу. На наш погляд, для розкриття латентних процесів нагромадження капіталу необхідним є вироблення еталонних одиниць співставлення вартості форм нагромадженого капіталу в динаміці. При цьому еталонна одиниця виміру має включати декілька властивостей, які надають їй можливості розкрити процеси, що мають місце. Серед таких властивостей мають бути: універсальність, співставність та транспарентність (що означає зрозуміле формування одиниці, яка береться за еталон). Такою еталонною одиницею, на наш погляд, може бути вартість активу, виражена у доларах США та скоректована на паритет купівельної спроможності цієї валюти по відношенню до національної валюти. Як влучно сформулював В.Козюк, в умовах експансії фінансового капіталу, а також посилення взаємозамінності міжнародних фінансових активів у портфелях інвесторів валютний курс перетворюється на елемент вартості самих активів і починає виконувати місію порівняння ефективності портфельних рішень [56, с. 233].

Для визначення паритету купівельної спроможності гривні до долара США необхідно розрахувати реальний обмінний курс цих двох валют. Для цього ми можемо використати таку формулу:

$$K_{PK} = (1 + \text{ІНФ}_{\text{Укр}}) / (1 + \text{ІНФ}_{\text{США}}) \quad (2.1.);$$

$K_{PK}$  - коефіцієнт реального обмінного курсу;  $\text{ІНФ}_{\text{Укр}}$  - рівень інфляції в Україні;  $\text{ІНФ}_{\text{США}}$  - рівень інфляції в США.

Відзначимо, що питання функціонування механізмів паритету купівельної спроможності гривні до долара США, євро та російського рубля досить добре розглянуто у дослідженні В.Озімовської [83]. Ці висновки свідчать про те, що ряди даних, на основі яких вираховується реальний обмінний курс, є стаціонарним, таким чином, підтверджуючи, що відносна версія паритету купівельної спроможності діє у довгостроковому періоді. Це дає нам підґрунтя говорити про можливість використання цієї формули для

коректного визначення коефіцієнту паритету купівельної спроможності національної валюти до долара США.

Враховуючи, що всі активи в рамках національної економіки, як правило, номіновані в національній валюті, у контексті дослідження динаміки нагромадженого капіталу, перш за все, доцільно провести аналіз впливу економічної нестабільності на купівельну спроможність національної валюти. Як пишуть білоруські вчені В.Байнєв та В.Віннік: «вочевидь, що визначений на основі паритету купівельної спроможності обмінний курс є справедливим у тому сенсі, що власник деякої грошової суми до обміну і після нього може придбати в різних країнах одну й ту кількість співставних реальних благ» [6, с. 406]. Враховуючи, що поняття купівельної спроможності у відкритій економіці асоціюється із співставленням купівельної спроможності національної валюти з іншими валютами (насамперед найбільш стабільними), для розрахунку динаміки купівельної спроможності національної валюти ми можемо її співставити з еталонною одиницею. Для цього використовуємо таку методику:

$$I_p = \frac{K_0}{K_n} / K_{PK(0;n)}; de \quad (2.2.)$$

$I_p$  - Індекс відношення гривні до долара США, скорегований на зміну паритету купівельної спроможності валют за досліджуваний період;  $K_0$  - відношення національної валюти до долара США у базовому періоді;  $K_n$  - відношення національної валюти до долара США у періоді  $n$ ;  $K_{PK(0;n)}$  - коефіцієнт паритету купівельної спроможності національної валюти до долара США у періоді  $(0;n)$ .

Кожна з вище розглянутих форм нагромадження капіталу в певних економічних умовах зазнає впливу, який обумовлює зміни її «реальної» мінової вартості. Для виявлення такої динаміки пропонується така методична база.

Динаміка «реальної» вартості індивідуального капіталу

Динаміка «реальної» вартості капіталу у формі банківських зобов'язань

$$PK_{б.з.} = \left( 1 - \frac{ДП_n}{ДП_0} * I_p \right) * 100 ; \text{де} \quad (2.3.)$$

РКб.з. – рівень зміни вартості капіталу у формі банківських зобов’язань (%);  $ДП_n$  - портфель депозитів фізичних осіб в банківській системі країни в періоді n (млн.грн.);  $ДП_0$  - портфель депозитів фізичних осіб в банківській системі країни в базовому періоді (млн. грн.);  $I_p$  - Індекс відношення гривні до долара США, скорегований на зміну паритету купівельної спроможності валют за досліджуваний період.

Динаміка «реальної» вартості грошового капіталу

Динаміка «реальної» вартості кредитного капіталу банків

$$PK_{к.} = \left( \frac{КП_n}{КП_0} * I_p - 1 \right) * 100 ; \text{де} \quad (2.4.)$$

РКк. – рівень зміни вартості капіталу у формі кредитних зобов’язань (%);  $КП_n$  - портфель кредитів в банківській системі країни в періоді n (млн. грн.);  $КП_0$  - портфель кредитів в банківській системі країни в базовому періоді (млн. грн.);  $I_p$  - Індекс відношення гривні до долара США, скорегований на зміну паритету купівельної спроможності валют за досліджуваний період.

Динаміка «реальної» вартості торгового капіталу

Динаміка «реальної» вартості оборотного капіталу

$$PK_{о.} = \left( \frac{ТД_n}{ТД_0} * I_p - 1 \right) * 100 ; \text{де} \quad (2.5.)$$

РКо. – рівень зміни вартості капіталу у формі оборотного капіталу (%);  $ТД_n$  - торговельний дохід трейдингових установ у періоді n (млн. грн.);  $ТД_0$  - торговельний дохід трейдингових установ у базовому періоді (млн. грн.);  $I_p$  - Індекс відношення гривні до долара США, скорегований на зміну паритету купівельної спроможності валют за досліджуваний період.

Динаміка «реальної» вартості промислового капіталу

Динаміка «реальної» вартості виробничих фондів

$$PK_{в.ф.} = \left( \frac{ВФ_n}{ВФ_0} * I_p - 1 \right) * 100 ; \text{де} \quad (2.6.)$$

РКв.ф. – рівень зміни вартості капіталу у формі виробничих фондів (%);  $V\Phi_n$  - балансова вартість виробничих фондів промислових підприємств у періоді n (млн. грн.);  $V\Phi_0$  - балансова вартість виробничих фондів промислових підприємств у базовому періоді (млн. грн.);  $I_p$  - Індекс відношення гривні до долара США, скорегований на зміну паритету купівельної спроможності валют за досліджуваний період.

Динаміка «реальної» вартості інвестиційного капіталу

Динаміка «реальної» вартості інвестиційного капіталу у формі цінних паперів (акцій та облігацій)

$$PK_{ц.п.} = \left( \frac{ЦП_n}{ЦП_0} * I_p - 1 \right) * 100 ; \text{ де} \quad (2.7.)$$

РКв.ф. – рівень зміни вартості капіталу у формі цінних паперів (акцій, облігацій) (%);  $ЦП_n$  - вартість портфеля цінних паперів у періоді n (млн. грн.);  $ЦП_0$  - вартість портфеля цінних паперів у базовому періоді (млн. грн.);  $I_p$  - Індекс відношення гривні до долара США, скорегований на зміну паритету купівельної спроможності валют за досліджуваний період.

Динаміка «реальної» вартості глобального капіталу

Динаміка капіталізації ТНК (яка має значну присутність у країні)

$$PK_{к.тнк.} = \left( \frac{К.ТНК_n}{К.ТНК_0} * I_{ТНК} - 1 \right) * 100 ; \text{ де} \quad (2.8.)$$

РКк.тнк. – рівень зміни капіталізації ТНК (%);  $К.ТНК_n$  - капіталізація ТНК у періоді n (млн. дол. США);  $К.ТНК_0$  - капіталізація ТНК у базовому періоді (млн. дол. США);  $I_{ТНК}$  - Індекс зміни паритету купівельної спроможності долара США.

Суть пропонованої методики дослідження процесів нагромадження капіталу зводиться до порівняння вартості нагромадженого капіталу у співставних одиницях, скорегованих на зміну купівельної спроможності валют. Зі зміною такою вартості і відбувається нагромадження капіталу або його звуження.

Для здійснення безпосередніх розрахунків динаміки нагромадженого капіталу спочатку розрахуємо з використанням вищенаведеної формули

реальний обмінний курс. Для отримання більш комплексних даних розрахунки будуть проведені з використанням базових та ланцюгових рядів даних. За базовий період взятий 2004 рік як такий, коли економіка України після трансформаційного періоду вийшла на траєкторію сталого зростання. Для розрахунків темпів нагромадження капіталу порівняно з базовим періодом буде розрахований реальний обмінний курс на кумулятивній основі. Тобто реальний обмінний курс по відношенню до базового періоду - це курс національної валюти до долара США (НБУ) на кінцеву дату  $n$  року, скорегований на накопичений з 2004 р. коефіцієнт різниці між рівнем інфляції України та США. Ланцюгові розрахунки будуть проводитися з використанням виключно даних відповідного періоду. Тобто ланцюговий реальний обмінний курс - це курс національної валюти до долара США (НБУ) на кінцеву дату  $n$ , скорегований виключно на коефіцієнт різниці між рівнем інфляції України та США періоду  $n$ .

На рисунку 2.14 зображено три різних валютних курси, а також коефіцієнти для розрахунку реальних валютних курсів для порівняння з базовим періодом та ланцюгових співставлень. Таблиця з даними, на основі яких було побудовано цей графік, наведена у додатку Г.

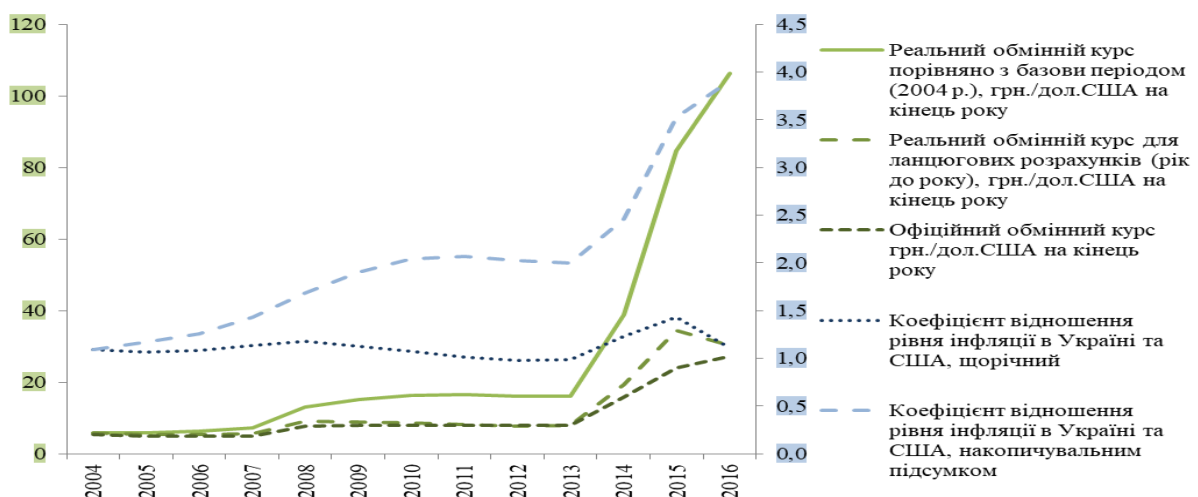


Рис. 2.14. Динаміка офіційного обмінного курсу, реальних обмінних курсів (ліва шкала) та коефіцієнтів відношення рівня інфляції в Україні до інфляції в США (права шкала) у період 2004-2016 рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185] та [190].

Як видно з рисунку, офіційний курс гривні за долар США та реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків практично не відрізняються і мають розходження тільки протягом періодів, де рівень інфляції в США та Україні досить сильно розрізнявся (2008-2009 та 2014-2015 рр.). Разом з тим реальний обмінний курс, що порівнюється з базовим періодом, який враховує різницю інфляції в Україні та США, на кумулятивній основі має суттєві розбіжності з офіційним обмінним курсом і саме в періоди економічної нестабільності ця розбіжність поширюється «стрибкоподібно». Це в цілому дає нам можливість говорити про безпосередній вплив економічної нестабільності на реальний обмінний курс. Коефіцієнт відношення рівня інфляції в Україні та США накопичувальним підсумком також має тенденцію до суттєвого нарощення у періоди загострення економічної нестабільності.

У подальшому ми будемо використовувати розрахований реальний обмінний курс базового періоду та реальний ланцюговий обмінний курс для оцінки вартості різних форм нагромадженого капіталу, виражену у доларах США.

На рисунку 2.15 зображено динаміку нагромадження капіталу населенням через розрахунок динаміки вартості валових заощаджень у вкладках та придбаних цінних паперах. Таблиця з даними, на основі яких було побудовано цей графік, наведена у додатку Д.

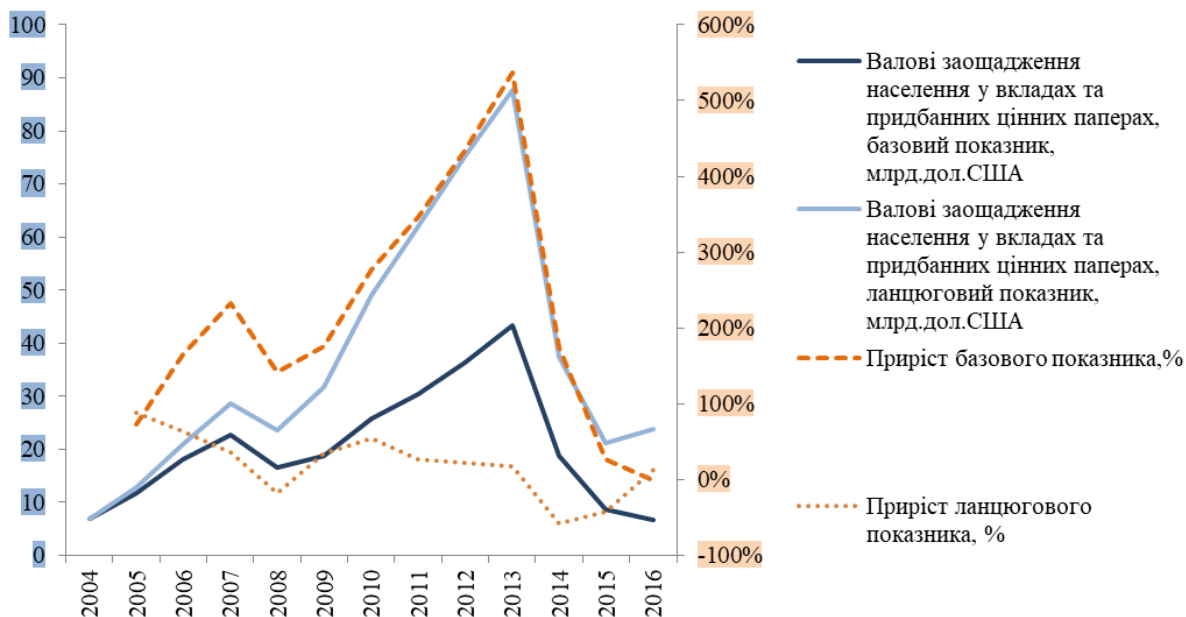


Рис. 2.15. Динаміка валових заощаджень населення у вкладах та придбаних цінних паперах у абсолютних (ліва шкала) та відносних показниках у 2004-2016 рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [190] та [186].

Як видно, нагромадження валових заощаджень населення переривається періодами екстремальної економічної нестабільності 2008-2009 та 2014-2015 рр. І базові, і ланцюгові абсолютні показники динаміки валових заощаджень населення демонструють схожу тенденцію, але з різною амплітудою. Тобто економічна нестабільність має безпосередній негативний вплив на нагромаджений індивідуальний капітал, обумовлюючи його фактичне знецінення. При цьому темпи приросту ланцюгового показника демонструють, що вже напередодні кризи 2008-2009 та 2014-2015 рр. темпи нагромадження заощаджень населення почали знижуватися.

Серед мейнстрімних наукових теорій в останній час досить пристально увагу приділяють дослідженням, що зосереджені на вивченні взаємозв'язків між змінами у фінансовому та реальному секторах економіки. Як пише у своєму дослідженні А.Вінклер, «заощадження, акумульовані економічними агентами в певний період часу, дорівнюють інвестиціям, тобто зростанню



реального капіталу та зростанню фінансових активів» [182, с. 2]. Тобто зміна рівня заощадження має прямим наслідком змін у нагромадженні реального та фінансового капіталів, що ми побачимо нижче.

На рисунку 2.16 зображено динаміку грошового капіталу через дослідження зміни нагромадження капіталу у формі банківських активів. Таблиця з даними, на основі яких було побудовано цей графік, наведена у додатку Е.

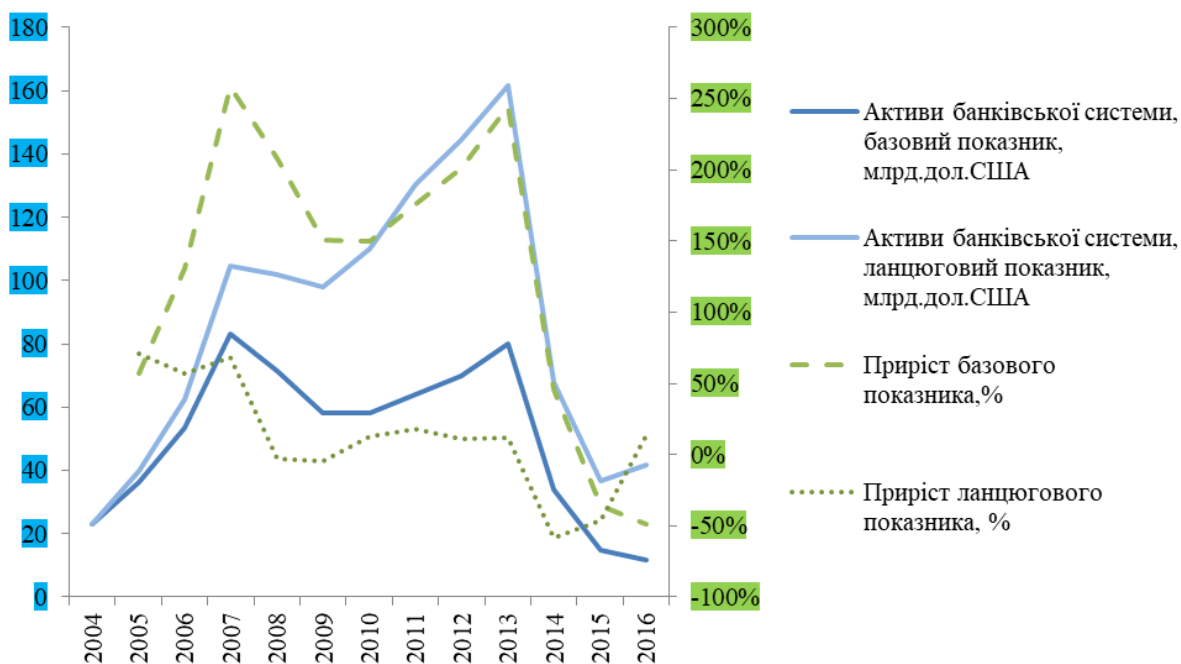


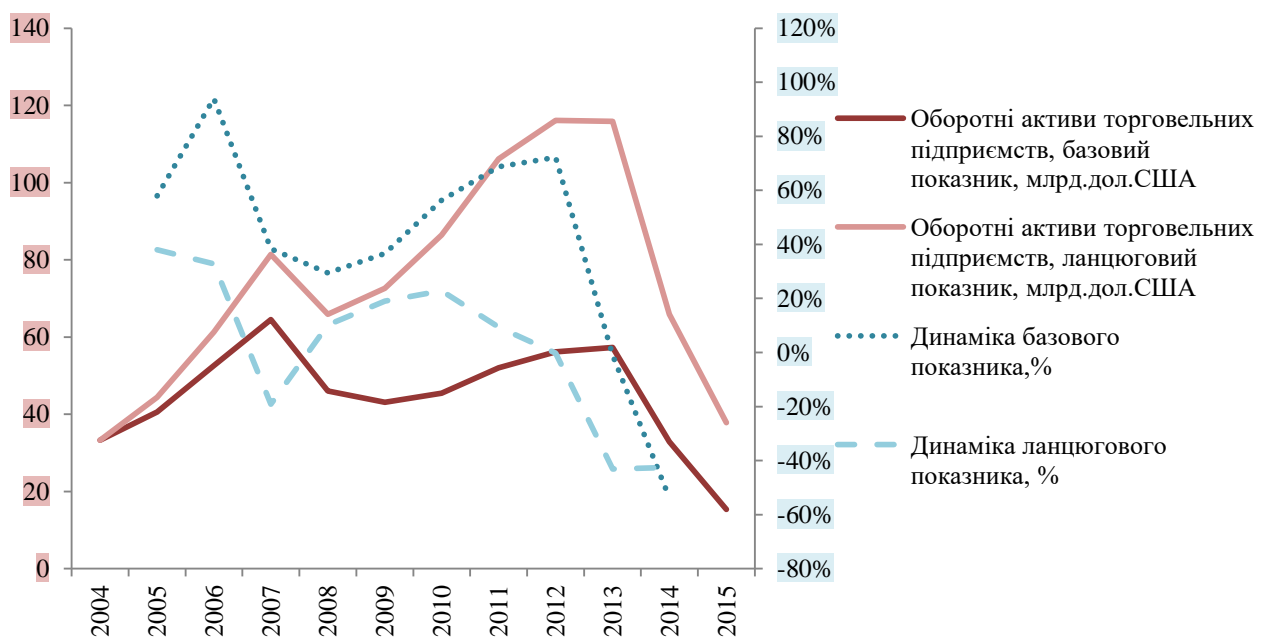
Рисунок 2.16. Динаміка активів банківської системи в абсолютних (ліва шкала) та відносних показниках у 2004-2016 рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185] та [190].

Активи банківської системи у базовому вимірі сягнули свого піку у 2007 р. (78,4 млрд. дол. США), після спаду 2008-2009 рр. банківські активи сягали максимального рівня у 75 млрд. дол. США. Активи банківської системи у ланцюговому вимірі абсолютного показника після зниження у 2008-2009 рр. відновили зростання і обвалились тільки у 2014 р. Відносні показники свідчать про те, що активи банківського сектору 2015 р. у базовому вимірі скоротились до рівня нижчого, ніж був у 2004 р., в той час, як динаміка приросту ланцюгового показника демонструє те, що знову ж таки негатива динаміка

приросту мала місце виключно у періоди екстремальної економічної нестабільності протягом 2008-2009 та 2014-2015 рр. Таким чином, економічна нестабільність мала своїм наслідком звуження відтворення грошового капіталу.

Динаміка торгового капіталу, зображена на рисунку 2.17, представлена через дослідження оборотних активів торговельних підприємств. Таблиця з даними, на основі яких було побудовано цей графік, наведена у додатку Є.



\* - дані за 2016 р. відсутні

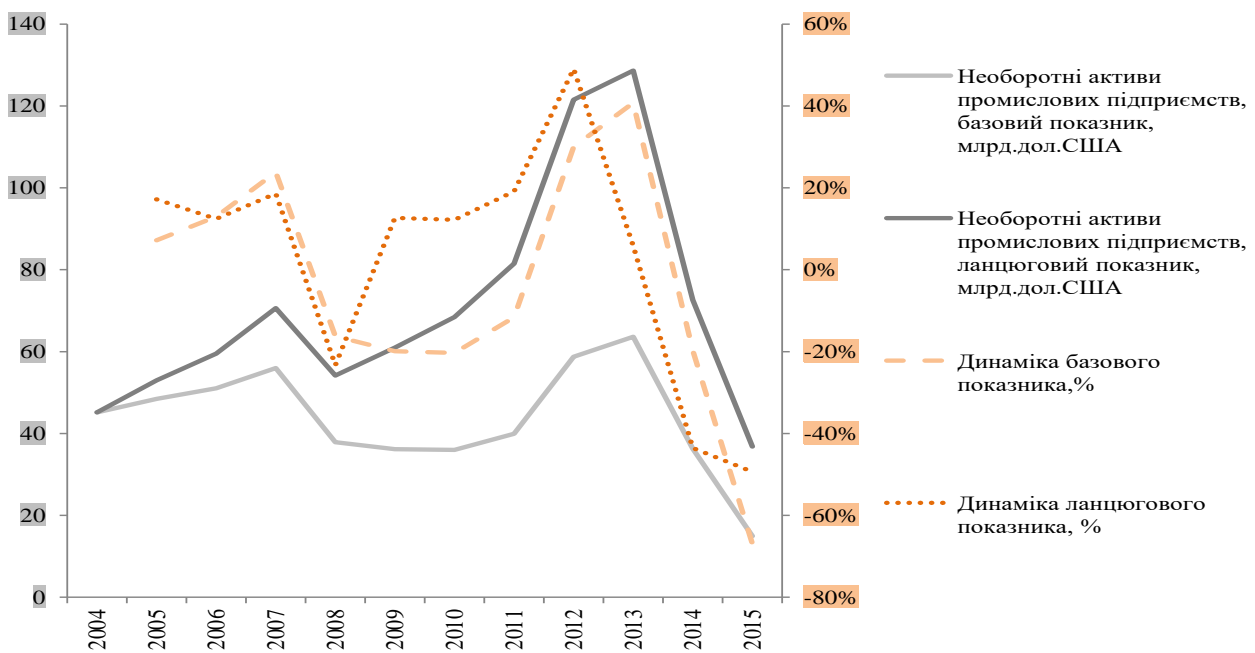
Рис. 2.17. Динаміка оборотних активів торговельних підприємств у абсолютних (ліва шкала) та відносних показниках у 2004-2015\* рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [186] та [190].

Оборотні активи торговельних підприємств у абсолютному вимірі порівняно з базовим періодом сягнули свого максимального значення у 2007 р. (61 млрд. дол. США), інша точка максимуму була пройдена у 2013 р. (55 млрд. дол. США), тобто в обох випадках напередодні початку економічної нестабільності. У випадку з ланцюговими показниками максимальна точка нагромадженого торговельного капіталу мала місце у 2013 р. (117,2 млрд. дол. США), хоча в 2007 р. також був пройдений локальний пік у 81,4 млрд. дол.

США. Динаміка базового показника приросту торговельного капіталу свідчить про те, що звужене відтворення капіталу після економічної нестабільності 2014-2015 рр. сягнула від'ємних 58%, при тому, що після нестабільності 2008-2009 рр. найгірший показник був на рівні «плюс» 29% у 2009 р. Ланцюговий показник динаміки приросту набував від'ємного значення у 2008, 2014 та 2015 роках.

Динаміку нагромадження промислового капіталу дослідимо через аналіз змін у необоротному капіталі промислових підприємств, оскільки основою капіталу виробничих підприємств є основний капітал (рис. 2.18). Як пише Л.Жданова: «Панівною формою промислового капіталу є форма продуктивного капіталу, яку обслуговують грошова і товарна форми капіталу» [47, с. 188]. Таблиця з даними, на основі яких побудовано цей графік, наведена у додатку Ж.



\* - дані за 2016 р. відсутні

Рис. 2.18. Динаміка необоротних активів промислових підприємств у абсолютних (ліва шкала) та відносних показниках у 2004-2015\* рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [186] та [190].

Нагромадження необоротних активів промислових підприємств також переривалося екстремальною економічною нестабільністю 2008-2009 та 2014-2015 рр. Необоротні активи промислових підприємств у абсолютному вимірі з урахуванням базового показника сягали свого максимуму у 2007 р. та 2013 р. 52,9 млрд. дол. США та 61,1 млрд. дол. США відповідно. Ланцюговий показник абсолютних значень набув пікового значення у 2013 р. 130,6 млрд. дол. США, разом із тим у 2007 р. спостерігався локальний максимум на рівні 70,6 млрд. дол. США. Динаміка базового показника приросту нагромадження промислового капіталу свідчить про жакливі наслідки економічної нестабільності 2014-2015 рр. для промислового капіталу, який станом на кінець 2015 р. сягнув у вартості всього 30% базового року. Ланцюговий показник демонструє деструкцію капіталу, яка мала місце у 2008, 2014 та 2015 роках.

Для дослідження зміни інвестиційного капіталу використаємо дані щодо динаміки інституційних інвесторів в Україні, до таких ми відносимо страхові компанії, недержавні пенсійні фонди (НПФ) та інститути спільного інвестування (ІСІ).

На рисунку 2.19 зображено динаміку активів страхових компаній. Таблиця з даними, на основі яких побудовано цей графік, наведена у додатку 3.

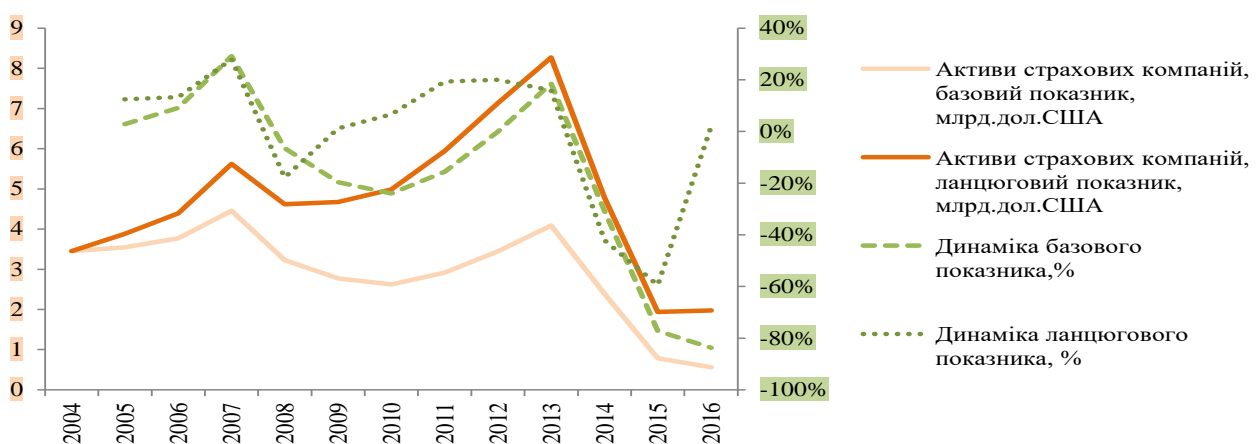


Рис. 2.19. Динаміка активів страхових компаній у абсолютних (ліва шкала) та відносних показниках у 2004-2016 рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [190] та [191].

Сумарні активи страхових компаній України у базовому показнику сягнули свого найвищого значення у 2007 р. 4,2 млрд. дол. США, іншою найвищою точкою є 2013 р. – 3,9 млрд. дол. США. Активи страхових компаній у ланцюговому вимірі сягнули свого найбільшого значення у 2013 р. – 8,4 млрд. дол. США, іншою найвищою точкою був 2007 р. – 5,6 млрд. дол. США. Динаміка базового показника відносних значень приросту активів страхових компаній вказує на те, що найбільше було нагромаджено активів страхових компаній порівняно з 2004 р. у тих самих 2007 р. та 2013 р. Динаміка ланцюгового показника відносних значень приросту активів свідчить про поступове зменшення нагромадження капіталу страховими компаніями, а в 2008, 2014 та 2015 роках ланцюгові темпи нагромадження капіталу взагалі мали від’ємне значення.

На рисунку 2.20 зображено нагромадження інвестиційного капіталу ІСІ. Таблиця з даними, на основі яких побудовано цей графік, наведена у додатку ІІ.

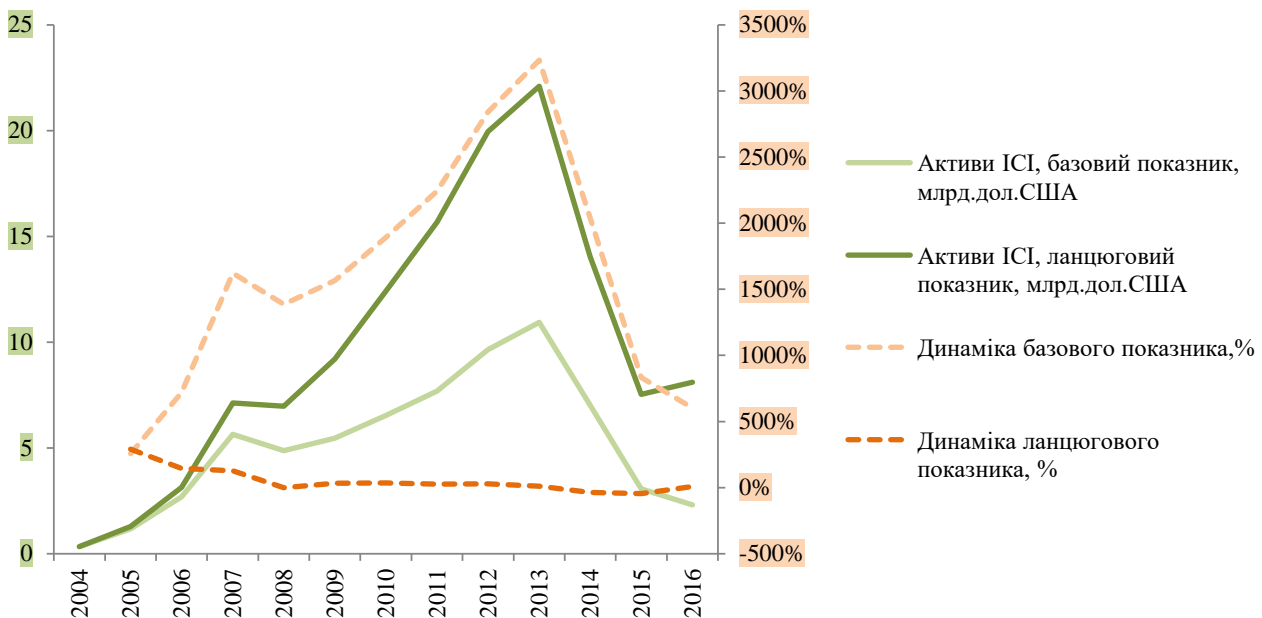


Рис. 2.20. Динаміка активів інститутів спільного інвестування у абсолютних (ліва шкала) та відносних показниках у 2004-2016 рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [190] та [192].

Базовий показник абсолютного виміру активів ІСІ зростав аж до 2013 р., хоча у 2008 р. зазнав помірного від'ємного значення, ланцюговий показник абсолютного виміру активів ІСІ демонструє схожу тенденцію з базовим, але з більшою амплітудою. Динаміка базового показника приросту активів ІСІ також свідчить про гальмування темпів нагромадження капіталу порівняно з 2004 р. (коли вони вперше почали формуватися), хоча у від'ємну зону вони не повертались. Динаміка ланцюгового показника приросту активів ІСІ свідчить про негативний вплив економічних явищ 2008, 2014 та 2015 років на нагромадження активів, яке в ці періоди демонструвало від'ємні показники.

На рисунку 2.21 зображено нагромадження капіталу активів НПФ. Таблиця з даними, на основі яких побудовано цей графік, наведена у додатку І.

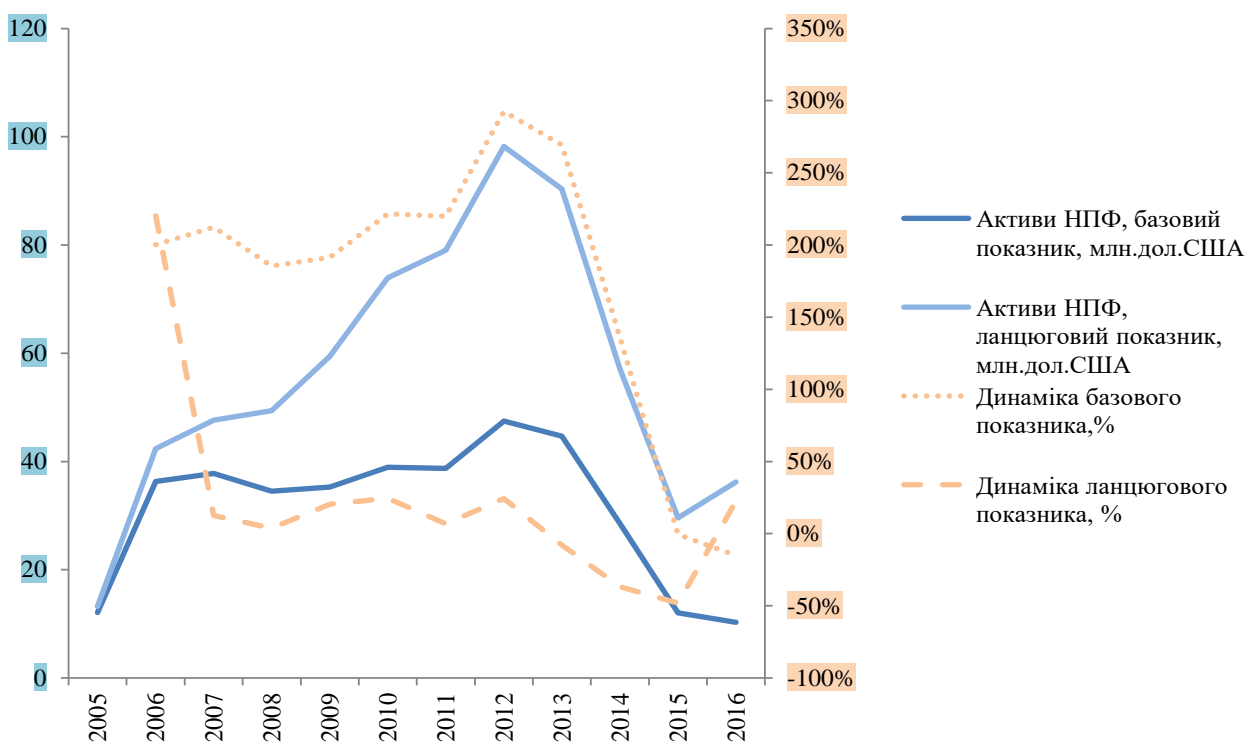


Рис. 2.21. Динаміка активів недержавних пенсійних фондів у абсолютних (ліва шкала) та відносних показниках у 2005-2016 рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [190] та [192].

Активи НПФ у абсолютному вираженні порівняно з 2005 р. (коли вони вперше почали формуватися) зростали до 2007 р., потім після однорічного

спаду знову зростали до пікового значення у 2013 р. на рівні 42,9 млн. дол. США. У ланцюговому вираженні абсолютні значення не переривалися у 2008 р. й зростали до 2012 р. до максимуму на рівні 99,1 млн. дол. США. Динаміка базового відносного показника зростання активів НПФ свідчить про збереження на певному сталому рівні активів у період з 2006 р. по 2013 р., в той час, як динаміка ланцюгового показника демонструє падіння темпів нагромадження у 2006 р., відразу після появи таких активів, що, очевидно, не пов'язано з економічною нестабільністю, крім того, негативного значення цей показник набуває у 2013 р., що також свідчить про відсутність прямого зв'язку з факторами економічної нестабільності. Активи НПФ у нашому дослідженні дещо виходять за рамки логіки впливу факторів економічної нестабільності на нагромадження капіталу. Така ситуація, на наш погляд, пояснюється низькою базою порівняння, доля активів НПФ в економіці настільки мізерна, що на їх динаміку можуть впливати окремі несистемні фактори. Зокрема, той фактор, що основою накопичень активів НПФ в останні роки виступають фонди НПФ НБУ, гривневі доходи якого тільки збільшуються з кожною черговою девальвацією гривні.

Динаміка змін глобального капіталу, представленого в Україні, буде досліджено через зміну капіталізації акцій глобальних корпорацій, що працюють в Україні, таких як ArcelorMittal, Coca-Cola, Raiffeisen Bank International AG.

На рисунку 2.22 зображено динаміку ринкової капіталізації транснаціональних корпорацій, які представлені в Україні.

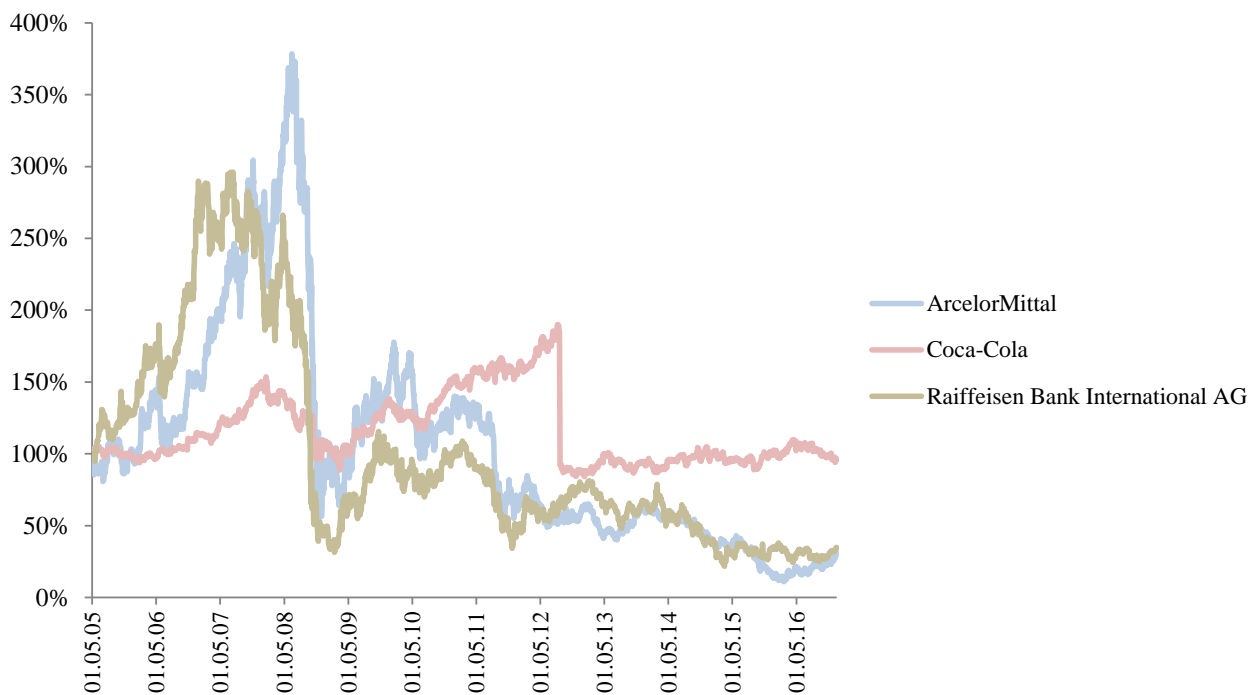


Рис. 2.22. Динаміка ринкової капіталізації деяких транснаціональних корпорацій, представлених в Україні, за період 2005-2016 рр. (01.05.05 = 100%).

Джерело: побудовано автором за матеріалами [22].

Дані щодо ринкової капіталізації деяких транснаціональних корпорацій, представлених в Україні, свідчать про те, що у період 2008-2009 рр. глобальна фінансова криза спричинила зниження капіталізації транснаціональних корпорацій. При цьому таке падіння на зовнішніх ринках було одним із проявів економічної нестабільності, результатом чого стала поява періоду екстремальної економічної нестабільності 2008-2009 рр. в Україні. Разом з тим у 2014-2015 рр. падіння капіталізації Coca-Cola взагалі відсутнє, в той час, як падіння капіталізації ArcelorMittal та Raiffeisen Bank має місце. На наш погляд, це падіння обумовлене скоріше зовнішньою кон'юктурою, ніж проблемами в Україні. Зокрема, ArcelorMittal пов'язує падіння капіталізації зі зниженням глобальних цін на чорний метал [116; 117], у Raiffeisen Bank - з фінансовими проблемами низки європейських країн, де банк веде бізнес [170], хоча Україна в цьому списку також фігурує. Таким чином, глобальний капітал має меншу схильність до звуженого відтворення у зв'язку з проблемами в окремо взятій країні, де він представлений. Причиною цьому є його диверсифікація як



географічна, так і у вигляді розподілу капіталу серед різноманітних видів активів.

Ще однією візуалізацією динаміки процесів нагромадження капіталу в Україні є зміна ВВП України, виражена у доларах США та обчислена з використанням запропонованої методики для дослідження динаміки нагромадження капіталу (див. рис. 2.23). ВВП у цьому випадку розглядається як основне джерело нагромадження капіталу. Таблиця з даними, на основі яких побудовано цей графік, наведена у додатку І.

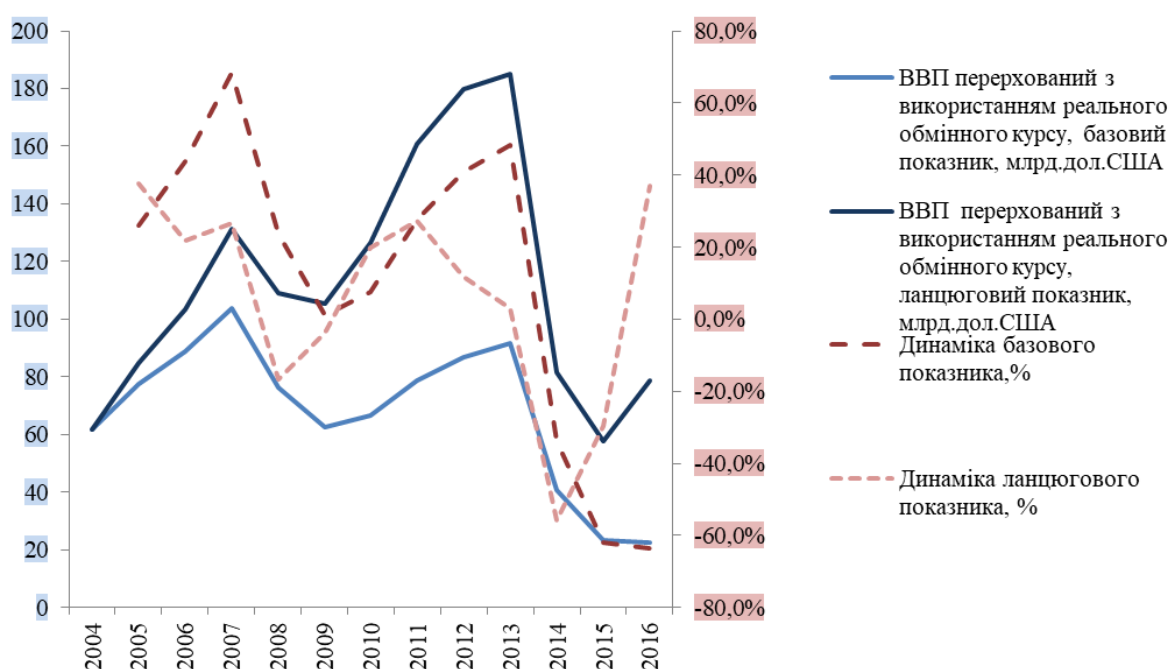


Рис. 2.23. Динаміка ВВП України в абсолютних (ліва шкала) та відносних показниках у 2004-2016 рр.

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [186] та [190].

Інтерпретація цих даних є такою. Абсолютний ВВП України (у фактичних цінах) порівняно з 2004 р. найвищої позначки сягнув у 2007 р. (98,3 млрд. дол. США), у 2013 р. був ще один максимум на рівні 86,6 млрд. дол. США. Абсолютний ВВП з використанням ланцюгових розрахунків максимуму сягнув у 2013 р. (185,2 млрд. дол. США), у 2007 р. був локальний максимум на рівні (131,1 млрд. дол. США). Динаміка відносного показника є свідченням

того, що найбільше зростання ВВП порівняно з базовим періодом було у 2007 та 2013 рр., відповідно приріст сягав 98,6% та 75%. Ланцюговий показник відносної динаміки ВВП свідчить про спад ВВП України у 2008-2009 рр. (-16,7% та -3,6%, відповідно) та 2014-2015 рр. (-55,9 та -29,5%, відповідно). Тобто динаміка ВВП України відповідає загальній динаміці нагромадженого капіталу. В Україні має місце звужене відтворення капіталу на національному рівні, але воно має скоріше латентну форму, аналізуючи офіційні економічні дані України, це досить важко відразу з'ясувати. Як писали у своїй монографії Геєць В.М., Шинкарук Л.В. та інші: «Україна є порівняно молодого державою, тому стосовно динаміки обсягів її національного багатства, та, враховуючи специфіку цього макроекономічного агрегата, на даний час можна зробити лише попередні висновки, які є невтішними. З часів здобуття нашою державою незалежності відбувається зменшення кількості та якості майже всіх елементів національного багатства, зниження і заниження їх цінності» [99, с. 149].

Таким чином, вище приведені дані свідчать про наявність чіткої залежності між періодами екстремальної економічної нестабільності та процесами нагромадження капіталу в країні. Якщо результати дослідження, приведені у розділі 2.1, свідчать про зміну (зменшення) темпів нагромадження капіталу, деномінованого у національну валюту, під впливом економічної нестабільності, дані, які характеризують якісну сторону динаміки процесів нагромадження капіталу, переведені у доларах США, вказують на фактичне знецінення особистого капіталу та звужене відтворення грошового, промислового, інвестиційного та торгового капіталів. Крім того, мова йде про звужене відтворення ВВП і, як результат, деструкцію валового внутрішнього нагромадження капіталу. Що стосується глобального капіталу та його елементи, які розміщені в Україні, також мали тенденцію до звуженого відтворення і знецінення, про що, наприклад, свідчить динаміка цін на українські банки, які були продані до 2008 р. іноземним фінансовим структурам. Але, як свідчать наведені дані та фінансова звітність транснаціональних корпорацій, глобальний капітал, використовуючи переваги

диверсифікації та переваги від побудови транскордонних виробничих ланцюгів, зазнав найменших втрат від економічних потрясінь в Україні.

### **2.3. Нагромадження капіталу та формування передумов для економічної нестабільності в Україні**

Як було виявлено у розділах 2.1 та 2.2 цієї дисертаційної роботи, економічна нестабільність має безпосередній вплив на нагромадження капіталу в Україні. При цьому у дослідженні мова йде скоріше про короткострокову перспективу взаємодії цих двох економічних явищ. З іншого боку, самі особливості процесу нагромадження капіталу мають, на нашу думку, безпосередній вплив на появу передумов до формування проявів економічної нестабільності. Гіпотеза цього розділу дисертаційної роботи така: нагромаджений капітал є тим ресурсом, який впливає на формування структури економіки, її конкурентоспроможність і відповідно стійкість до зовнішніх і внутрішніх негативних факторів, які обумовлюють економічну нестабільність. При цьому на відміну від ефектів економічної нестабільності, що, як правило, проявляються у короткостроковій перспективі, ефекти, пов'язані з нагромадженням капіталу на національному рівні, на наш погляд, слід розглядати у довгостроковій перспективі.

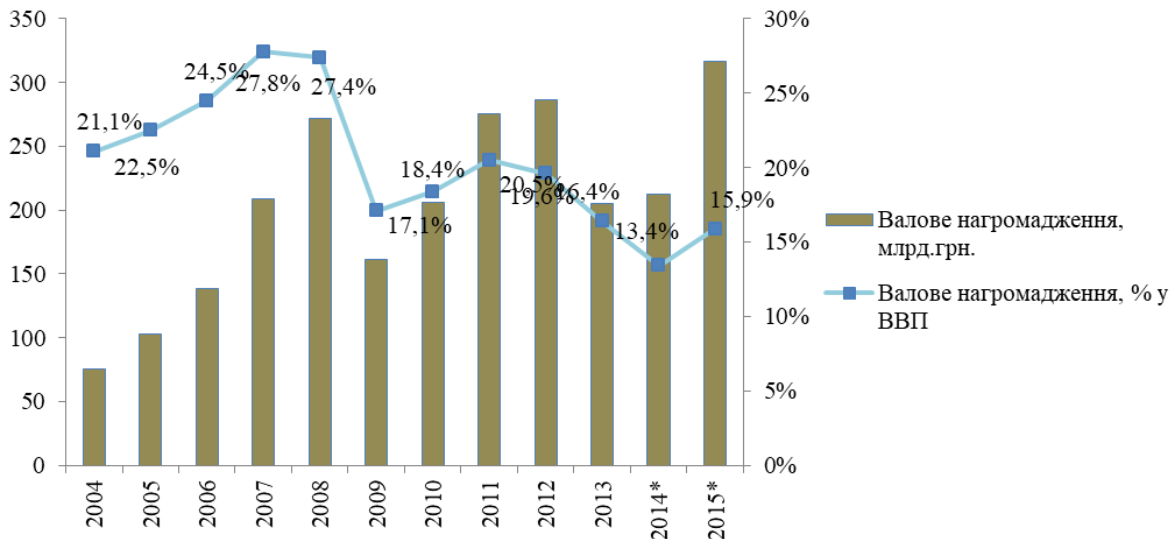
Як було виявлено у двох попередніх розділах цієї частини дисертаційної роботи, основною причиною негативних змін у нагромаженому капіталі в Україні є девальвація національної валюти, яка спричиняє такі наслідки, як звужене відтворення капіталу, його знецінення і загальна деструкція. Проблема девальвації національної валюти досить часто вченими розглядається поверхнево з позицій дисбалансів платіжного балансу, який, за твердженням багатьох джерел, можна нівелювати за допомогою інструментів фіскальної політики Уряду та монетарної політики НБУ. На наш погляд, причини девальвації лежать за межами «перекосів» платіжного балансу, які знову ж такі є тільки проявом глибинних економічних протиріч. Фіскальна та монетарна політики мають вплив на показники платіжного балансу, але його скоріше можна віднести до короткотермінових корегувань. Ця теза підтверджується тим, що у періоди екстремальної економічної нестабільності ані Уряд, ані НБУ не мають інструментів, які могли б зупинити дестабілізацію, інакше таких

періодів взагалі не з'являлося б в економіці. Отже, стабільність національної валюти визначається насамперед моделлю функціонування економіки та її якісною структурою, що підтверджується, зокрема, реакцією різних економік на глобальну фінансову кризу. Тобто всі відкриті економіки фактично перебувають в схожих умовах з позицій об'єктивних негативних чинників, однак по-різному переживають дію таких чинників. Як пише у своєму дослідженні Б.Гартнер, який вивчав вплив фінансових потрясінь на економіки розвинутих країн і країн, що розвиваються, «...чим суттєвіше країна, що розвивається, долучена до глобальної економіки, тим сильніший та швидший вплив вона переживає у результаті впливу кризи» [145, с. 191].

Йдеться про класичний розподіл між розвинутими країнами, економіки яких менш схильні до потрясінь під дією різноманітних факторів економічної нестабільності і які, як правило, виступають першопричинами таких потрясінь, та країнами, що розвиваються, які зазнають суттєвих пертурбацій у результаті економічних «шоків» і які самі по собі, як правило, не в змозі спричинити глобальні економічні потрясіння.

Для виявлення особливостей функціонування економіки України, які спричиняють появу періодів екстремальної економічної нестабільності, дослідимо архітекtonіку процесів нагромадження капіталу в Україні.

Структура ВВП України за категоріями використання у період 2004-2015 рр. зображена на рисунку 2.24.



\* без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим і м. Севастополя, а також без частини зони проведення антитерористичної операції.

Рис. 2.24. Валове нагромадження у структурі ВВП України у період 2004-2015 рр.

Джерело: побудовано автором за матеріалами [186].

Дані рисунку 2.24 дають візуалізацію динаміки валового нагромадження в Україні, з чого ми можемо зробити кілька висновків. По-перше, питома вага валового нагромадження у ВВП в Україні зростала напередодні періодів екстремальної економічної нестабільності і демонструвала зниження після таких процесів. Тобто валове нагромадження наростає швидше, ніж споживання у періоди економічної стабілізації, і знижується швидше за споживання у періоди економічних пертурбацій. По-друге, питома вага валового нагромадження у ВВП за період 2001-2014 рр. не перевищувала 27,8%. За методологією Держстату, лівова частка ВВП спрямовувалась на споживання, що є свідченням орієнтації економіки країни на поточні витрати у збиток нагромадженню, яке є основою створення матеріального ресурсу для розвитку економіки.

Для більш глибокого розуміння процесів, пов'язаних з валовим нагромадженням, розглянемо його якісні характеристики (рисунки 2.25).

Валове нагромадження в Україні включає два основних компоненти: валове нагромадження основного капіталу та зміну запасів матеріальних

оборотних коштів. У період 2001-2014 рр. середній рівень питомої ваги валового нагромадження основного капіталу у загальній структурі валового нагромадженого капіталу була на рівні 96%. Тому саме валове нагромадження основного капіталу та його якісна структура розглядається як основа валового нагромадження в Україні.



\* - дані за більш ранні періоди відсутні

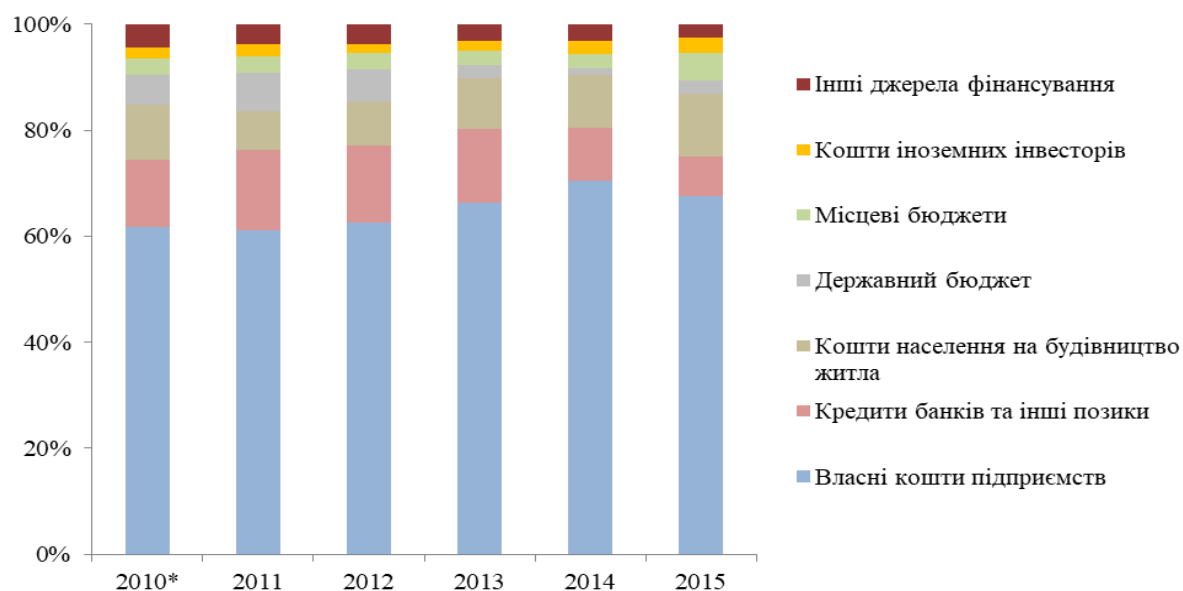
Рис. 2.25. Валове нагромадження основного капіталу у період 2010-2015 рр. в Україні.

Джерело: побудовано автором за матеріалами [186].

Основними компонентами нагромадження основного капіталу в Україні є житлові будівлі, інші будівлі та споруди, машини та обладнання. Ці компоненти охоплюють приблизно 90% всього валового нагромадження основного капіталу, в той час, як нагромадження шляхом реалізації наукових досліджень та розробок протягом 2010-2015 рр. не перевищувало 3%. При цьому серед основних фондів валового нагромадження суттєва частина призначена виключно для цілей задоволення особистих потреб населення (житлові будівлі та автомобільний транспорт, що є складовою компоненту «машини та обладнання»), що можна віднести до споживчих витрат, а не до витрат, пов'язаних з розвитком виробничої, торговельної чи фінансової діяльності, тобто діяльності, спрямованої на розширене відтворення виробництва певних товарів та послуг.

Особливості розподілу ВВП між споживанням та валовим нагромадженням, пов'язані безпосередньо з розподілом коштів, отриманих такими суб'єктами: (а) виробниками товарів та послуг у вигляді доходу та кредитів; (б) населенням у вигляді заробітних плат, прибутків від участі у бізнесі, процентних платежів, кредитів тощо; (в) фінансовими установами у вигляді депозитів, кредитів, страхових платежів та платежів, пов'язаних з управлінням активами тощо; (г) державою у вигляді податкових надходжень, різноманітних кредитів тощо. Іншими словами, напрями використання власних та залучених коштів економічними суб'єктами визначають особливості розподілу ВВП між споживанням та валовим нагромадженням.

Основним показником нагромадження фізичного капіталу (який входить до індивідуального, промислового, торговельного, грошового, інвестиційного та глобального капіталу) є капітальні інвестиції. На рисунку 2.26 зображено структуру капітальних інвестицій за джерелами фінансування у період 2010-2015 рр.



\* - дані за більш ранні періоди відсутні

Рис. 2.26. Структура капітальних інвестицій за джерелами фінансування за 2010-2015 рр.

Джерело: побудовано автором за матеріалами [186].



З рисунку видно, що основними суб'єктами, що фінансують капітальні інвестиції в країні, є підприємства за рахунок власних коштів (61,2-70,5%), при цьому дані щодо зносу основних фондів підприємств свідчать про гостру нестачу такого фінансування (див. рис. 2.27).

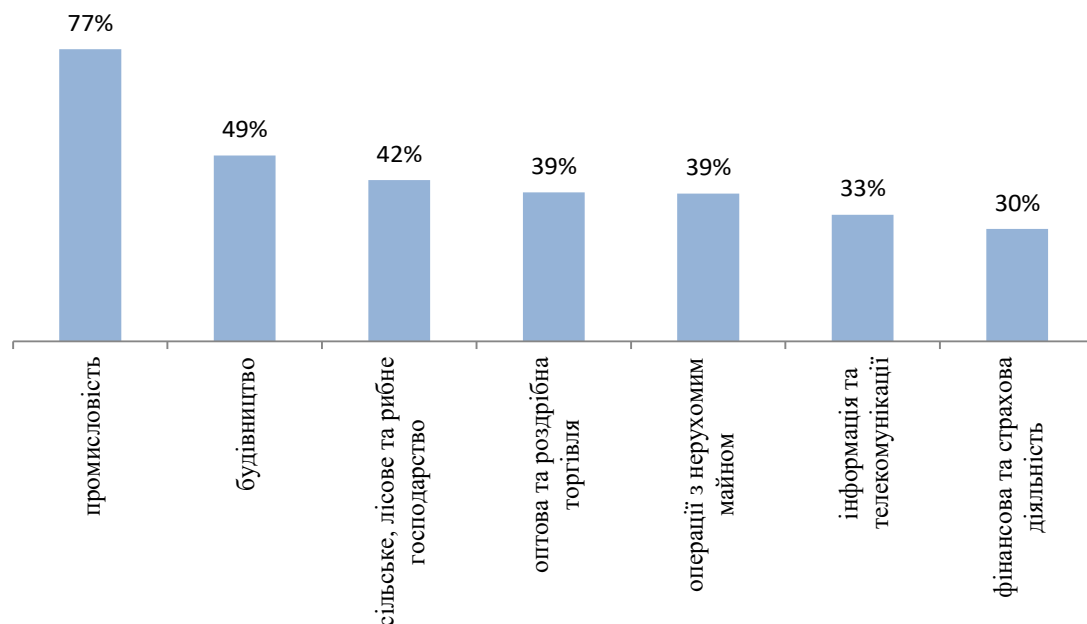


Рис. 2.27. Знос основних засобів і нематеріальних активів підприємств в Україні станом на кінець 2015 р., %.

Джерело: розраховано та побудовано автором за матеріалами [186].

Повертаючись до аналізу структури капітальних інвестицій, відзначимо, що викликає запитання про роль фінансових інститутів, зокрема банків та інституційних інвесторів у фінансуванні капітальних інвестицій (всього 7,6-15,2%), що співставно з аналогічними витратами населення (7,3-11,7%). Тобто фінансова система України, об'єм активів якої є співставним з 75% ВВП (2015 р.) країни, практично не бере участі у нагромадженні капітальних інвестицій (у 2015 р. всього 0,5% ВВП було перерозподілено фінансовими інститутами як капітальних інвестицій). Цей феномен, на наш погляд, потребує більш детальної уваги, оскільки, як писав Фредерік Мішкін: "Фінансова система - мозг економіки... Вона спрямовує капітал - кров у тілі суспільства - туди, де він потрібний більше за все. Якщо б капітал використовувався не вірно або був

зруйнований, ефективність роботи економіки миттєво б впала, а економічне зростання сповільнилось би" [160].

Для з'ясування ролі фінансової системи у контексті розвитку економіки та нагромадження капіталу дослідимо структуру активів інституційних інвесторів і структуру кредитного портфеля банківської системи України.

Серед інституційних інвесторів в Україні найбільше активів акумульовано інститутами спільного інвестування (ІСІ), станом на кінець 2016 р. портфель активів українських ІСІ сягнув 253,6 млрд. дол. США, з яких венчурні фонди становлять 96%, або 245 млрд. грн. Тобто так звані «венчурні фонди» практично формують базу активів для ІСІ. Разом з тим зазначимо, що в Україні в основному суть діяльності «венчурних фондів» не пов'язана з їх назвою, вони використовуються переважно для оптимізації управління активами фінансово-промисловими групами (на такі активи припадає приблизно 75%, див. рис. 2.28). Досить часто їх діяльність пов'язана безпосередньо з управлінням виробничими підприємствами у сфері переробки сільськогосподарської продукції, торговельною та будівельною галузями, управлінням комерційною нерухомістю тощо.

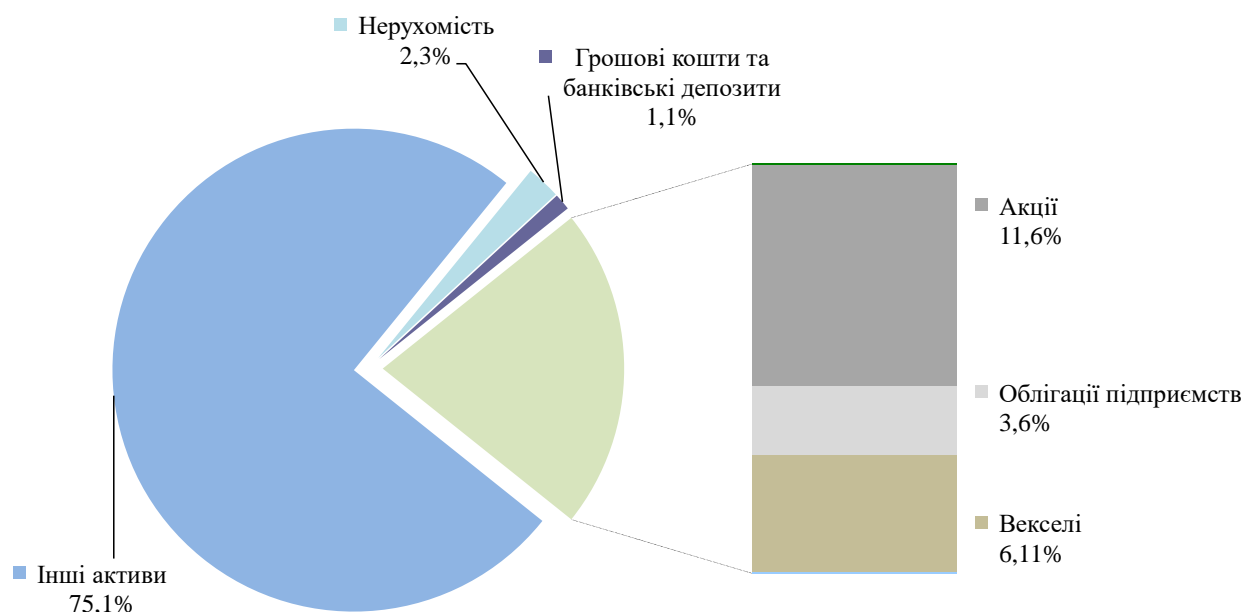


Рис. 2.28. Структура активів венчурних фондів під управлінням ІСІ станом на кінець 2016 р., %.

Джерело: [192].

Крім так званих «інших активів», у портфелі венчурних фондів ІСІ є цінні папери, грошові кошти та нерухомість. Основними цінними паперами цих фондів є акції (11,6%), векселі (6,1%) та облігації підприємств (3,6%). Тобто основною функцією українських ІСІ не є перерозподіл фінансових ресурсів в економіці, а скоріше оптимізація управління різноманітними виробничими, торговельними фондами та фондами нерухомості. Зазначимо, що акції українських підприємств на балансі фондів ІСІ слід розглядати скоріше з позицій управління афільованими активами, а не з позицій їх утримання для отримання дивідендів та доходу від зміни курсу котирувань. Більше того, акції вітчизняних підприємств в Україні не виконують і за рідким виключенням ніколи не виконували функцію залучення капіталу для фінансування виробничих та інших потреб підприємств. Практично всі акції українських емітентів отримали своїх приватних власників в результаті ваучерної приватизації, тобто через пряме і безоплатне їх розміщення. Так, фактична відсутність фондового ринку обумовила відсутність можливості залучення капіталу в Україні через емісію акцій та їх ринкове розміщення. Таким чином, функція цих цінних паперів в Україні зводиться до представлення ними частки майнових прав певних підприємств.

Основними активами страхових компаній, які можуть бути використані для інвестиційних цілей, є технічні резерви компаній зі страхування ризиків та резерви зі страхування життя. Сумарний об'єм технічних резервів та резервів зі страхування життя в Україні станом на кінець 2016 р. становить 19 млрд. грн. Їх структуру зображено на рисунку 2.29.

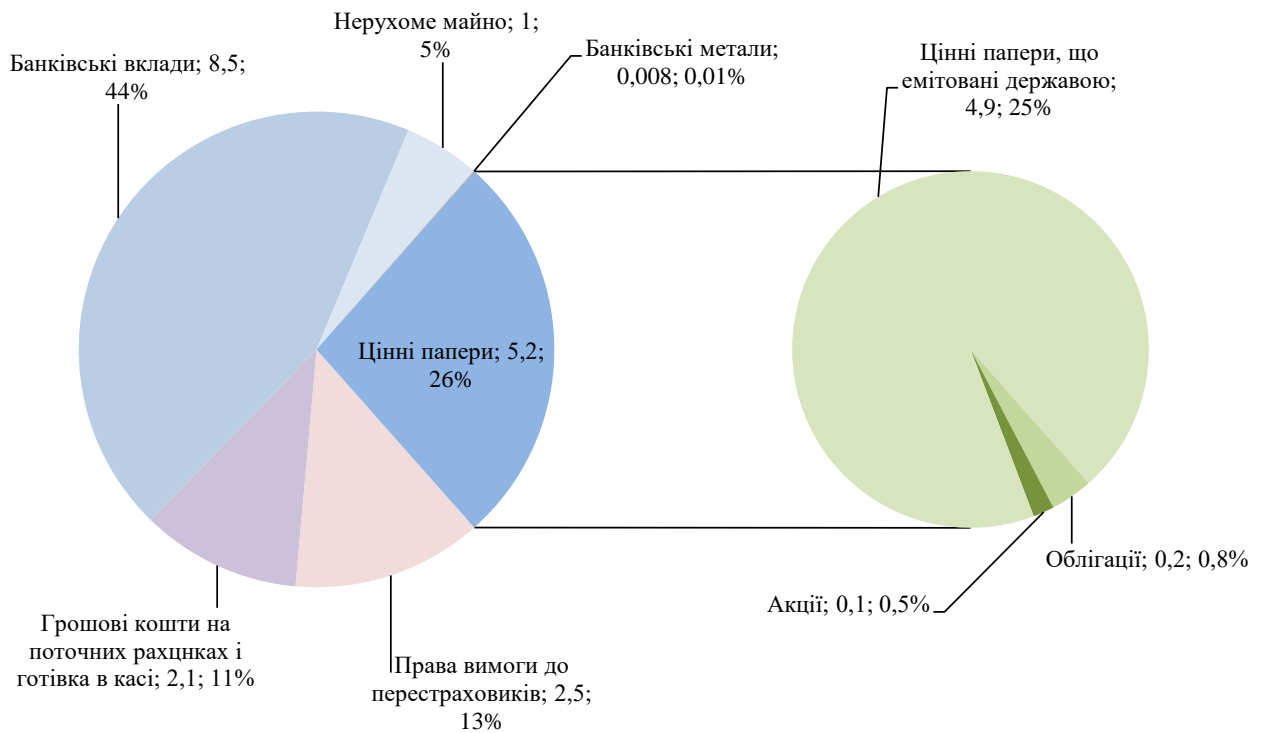


Рис. 2.29. Структура активів страхових компаній України станом на кінець 2016 р., млрд. грн. та %. Джерело: побудовано автором за матеріалами [191].

Приблизно 55% резервів страхових компаній України розміщені в банках як депозити та гроші на поточних рахунках, ще 26% інвестовано у цінні папери, в основному в емітовані державою, тобто переважно облігації внутрішньої державної позики.

Активи НПФ в Україні на кінець 2016 року сягнули приблизно 900 млн. грн., проте вони замалі, щоб говорити про їх суттєвий вплив на економіку країни, однак відзначимо, що, за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, ці інститути також тримають приблизно 44% на рахунках у банках і ще 44% - у переважно емітованих державою цінних паперах.

Аналіз структури портфеля активів інституційних інвесторів України свідчить про те, що кошти, залучені цими інститутами, не спрямовуються на економічний розвиток через їх інвестування у реальні проекти та цінні папери виробничих та інфраструктурних підприємств. Разом з тим основна частина

ліквідності інституційних інвесторів потрапляє в економіку через канали купівлі ними ОВДП та через банківський сектор. Відповідно до Державного бюджету України практично весь грошовий ресурс спрямовується на поточні витрати і кошти, залучені від фінансових посередників, не випадають із цієї логіки, що підтверджується вищенаведеними даними [1].

Розглянемо структуру кредитного портфеля банківського сектору України та виявимо особливості розподілу залучених фінансових ресурсів. Станом на кінець 2015 р. кредити, надані резидентам країни банками України, становили 981,6 млрд. грн., з них 787,8 млрд. грн., або 80% - кредити нефінансовим корпораціям, 174 млрд. грн., або 18% - кредити домогосподарства. Крім того, близько 82 млрд. грн. банки тримали у вигляді облігацій ОВДП. На кредити нефінансовим корпораціям, населенню та розміщення через купівлю ОВДП припадає приблизно 85% кредитного портфеля всієї банківської системи України [78].

Для поглиблення усвідомлення значення банківської системи в контексті процесів, пов'язаних з нагромадженням капіталу, проаналізуємо галузеву структуру кредитного портфеля банківського сектору України (див. рис. 2.30).

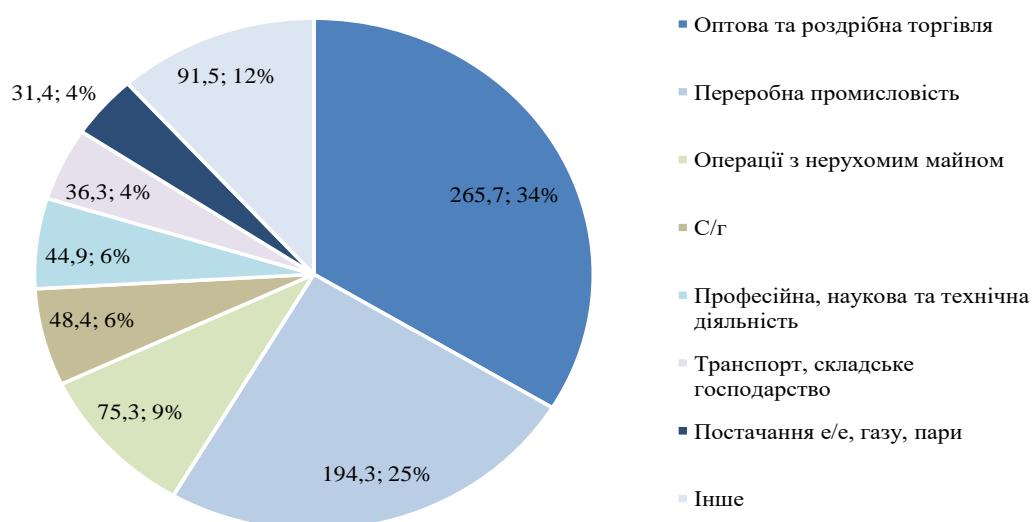


Рис. 2.30. Галузева структура активів банківського сектору України станом на кінець 2015 р., млрд. грн. та %.

Джерело: побудовано автором за даними [190].

У кредитному портфелі банків України для нефінансових корпорацій домінує фондування оптової та роздрібної торгівлі (34%), переробної промисловості (25%), операцій з нерухомим майном (9%). Враховуючи, що кредити, надані населенню, є споживчими і, як було відзначено, держава фактично сконцентрована на поточних витратах (тобто залучені від ОВДП також спрямовуються на споживання), можна зробити висновок, що банківський сектор України є орієнтований на кредитування споживання, що підтверджують дані рисунку 2.30.

Узагальнюючи дані щодо структури активів інституційних інвесторів та банків в Україні, відзначимо, що фінансовий сектор країни сконцентрований на отриманні прибутків та підвищенні ефективності управління афільованих структур. Разом з тим фінансовий сектор практично не виконує функції з перерозподілу фінансових ресурсів з метою використання їх для розвитку економіки, концентруючись на підтримці напрямів фондування, прямо або опосередковано пов'язаних зі споживанням (до якого ми відносимо сферу торгівлі та купівлю житлової нерухомості, сферу будівництва комерційної нерухомості ми розглядаємо як таку, що сприяє певному економічному пожвавленню, але все ж зорієнтовану на забезпечення перерозподілу фондів, які витрачаються на споживання через використання прибутків від здачі в оренду такої нерухомості їх власниками). Також нерозвинутий фінансовий сектор обумовлює постійний перетік тимчасово вільної гривневої ліквідності на міжбанківський валютний ринок, підвищуючи спекулятивний попит на іноземну валюту.

Таким чином, валове нагромадження, компонентом якого є витрати, спрямовані на оновлення та модернізацію економіки країни, забезпечується в основному самофінансуванням підприємств. Враховуючи ступінь зносу основних фондів таких підприємств, рівень такого фінансування є недостатнім. Як пише у своїй монографії Н.Дучинська: «Частина підприємців нагромадили значні грошові капітали, але економічна і політична нестабільність не дає

можливості реінвестувати їх у вітчизняну економіку. Внаслідок цього отримані капітали переводять в офшорні зони або вкладають у закордонні банки» [29, 153-154].

Сучасну модель економіки України можна охарактеризувати, як модель споживчого домінування або, як її називає український вчений Ю.Уманців, споживацько-боргова економічна модель [103, с. 273], яка уособлює звужене відтворення виробництва в усіх його проявах та звужене відтворення капіталу. Оберненою до неї є економіка домінування нагромадження капіталу і розширеного відтворення, тобто тут споживання є антиподом нагромадженню.

Наслідком хронічного недофінансування витрат розвитку, крім згадуваної відсутності модернізації основних виробничих фондів, є практичне скорочення науково-інноваційної діяльності та впровадження її результатів в Україні (див. рис. 2.31).

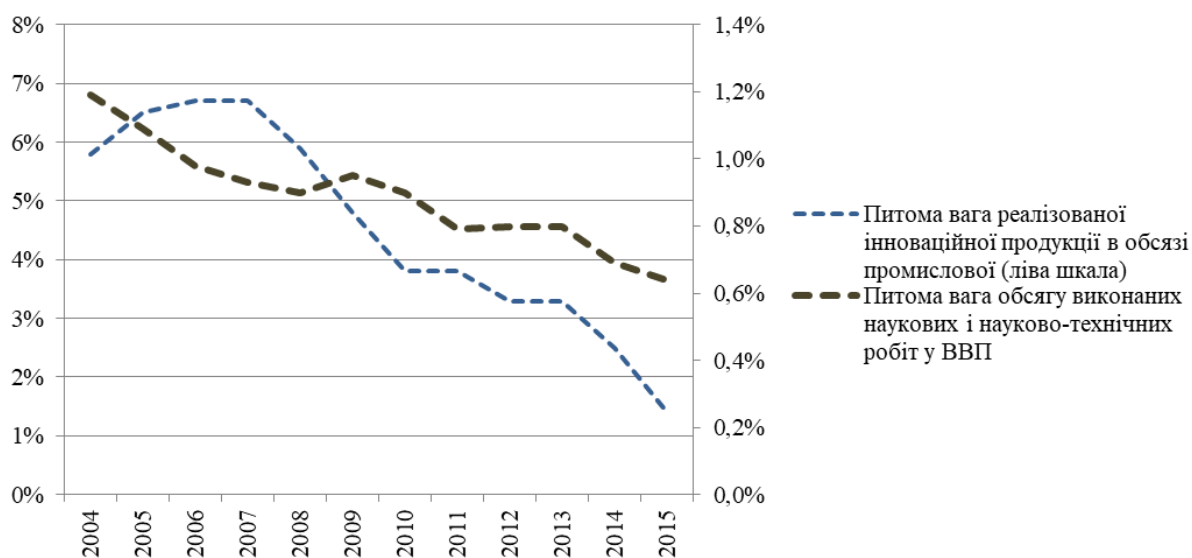


Рис. 2.31. Питома вага обсягу виконаних наукових і науково-технічних робіт у ВВП та реалізованої інноваційної продукції в обсязі промислової у 2004-2015 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [186].

Низький рівень модернізації виробничих фондів та впровадження інновацій обумовлює погіршення якості виробничої структури економіки, яка втрачає конкурентоспроможність на зовнішньому і внутрішньому ринках. Це

проявляється у розширенні імпорту у структурі споживання всередині країни, нарощенні імпорту продукції з високою доданою вартістю і примітивізації якісної структури експорту країни. Всі ці процеси є оберненими до тих, які описав Й.Шумпетер як основу капіталістичного розвитку: "Основний імпульс, який приводить капіталістичний механізм в рух і підтримує його на ходу, витікає з нових споживчих благ, нових методів виробництва та транспортування товарів, нових ринків та нових форм економічної організації, які створюють капіталістичні підприємства" [173, с. 82-83].

На рисунку 2.32 приведено дані щодо питомої ваги товарів вітчизняного виробництва у структурі товарообігу підприємств оптової торгівлі в Україні.

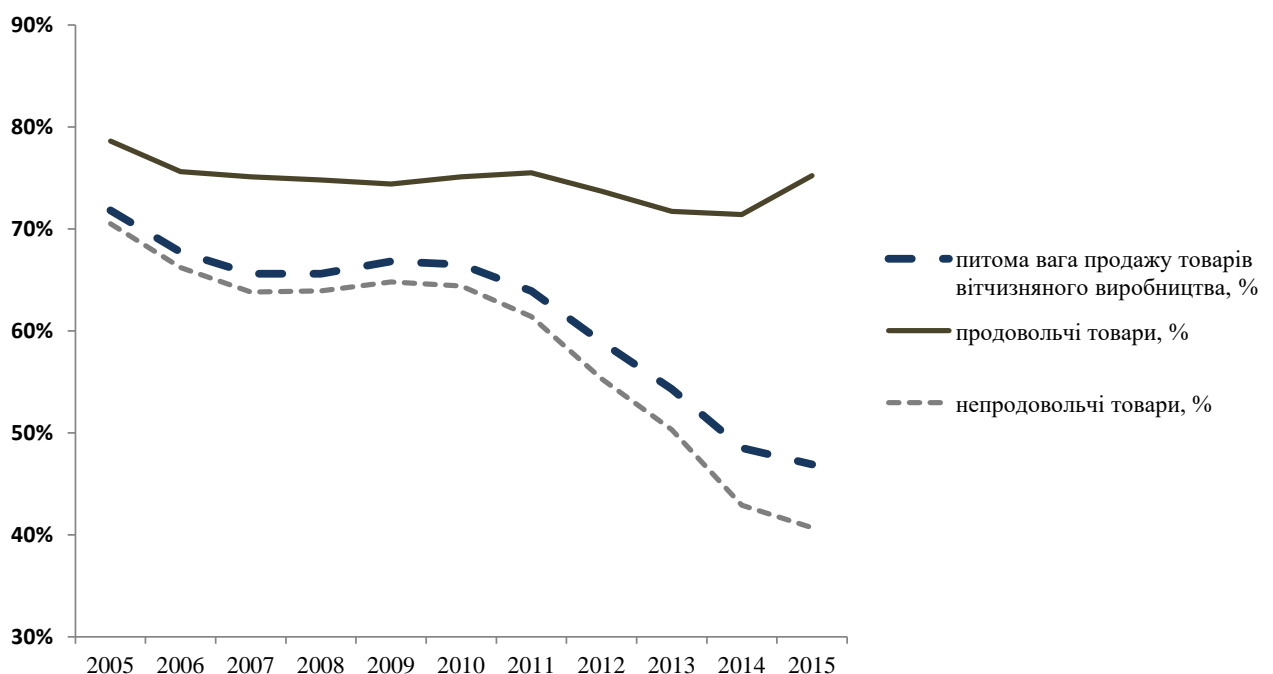


Рис. 2.32. Питома вага товарів вітчизняного виробництва в оптовому товарообігу України 2005-2015 рр.

Джерело: розраховано та побудовано автором за даними [186].

Питома вага товарів вітчизняного виробництва у структурі оптового товарообігу неухильно знижувалась усі 10 років спостережень за цим показником (за винятком 2009 р., де питома вага цього показника зросла на 1,2%). При цьому відзначимо, що девальваційні процеси 2014-2015 рр. певним чином вплинули на питому вагу продовольчих товарів, а частка непродовольчих товарів неухильно зменшувалась з 70,5% у 2005 р. до 40,7% у



2015 р. Враховуючи, що під час девальвації імпорتنі товари дорожчають, фактично населення стало купувати менше непродовольчих товарів по мірі знецінення національної валюти, але орієнтувалось на імпорتنі товари. Це можна пояснити тим, що велика група непродовольчих товарів, особливо з високою доданою вартістю, взагалі не представлена національними виробниками (мобільні телефони, ноутбуки, різноманітні гаджети тощо), а якщо й наявні, їх якість залишає бажати кращого.

Для цілей цього дослідження ми умовно розділили якісну структуру імпорту та експорту товарів України на три категорії: з високою доданою вартістю, із середньою та низькою. До товарів з високою доданою вартістю належать промислові вироби та машини, устаткування. До товарів із середньою доданою вартістю належать чорні та кольорові метали та вироби з них, продукція хімічної та пов'язаної з нею галузі, деревина та вироби з неї. До групи товарів з низькою доданою вартістю належать продовольчі товари та сировина для їх виробництва, мінеральні продукти. Також відзначимо, що імпорتنі товари, продукцію хімічної та пов'язаної з нею галузі ми віднесли до товарів з високою доданою вартістю, оскільки імпорт України цих товарів в основному базується на продуктах нафтопереробки, побутової та промислової хімії, яка має досить суттєву додану вартість, у той же час експорт таких товарів з України представлений переважно азотними добривами, які мають середню додану вартість. На рисунку 2.33 представлено дані щодо об'єму експорту та якісної структури імпорту товарів Україною за період 2005-2015 рр.

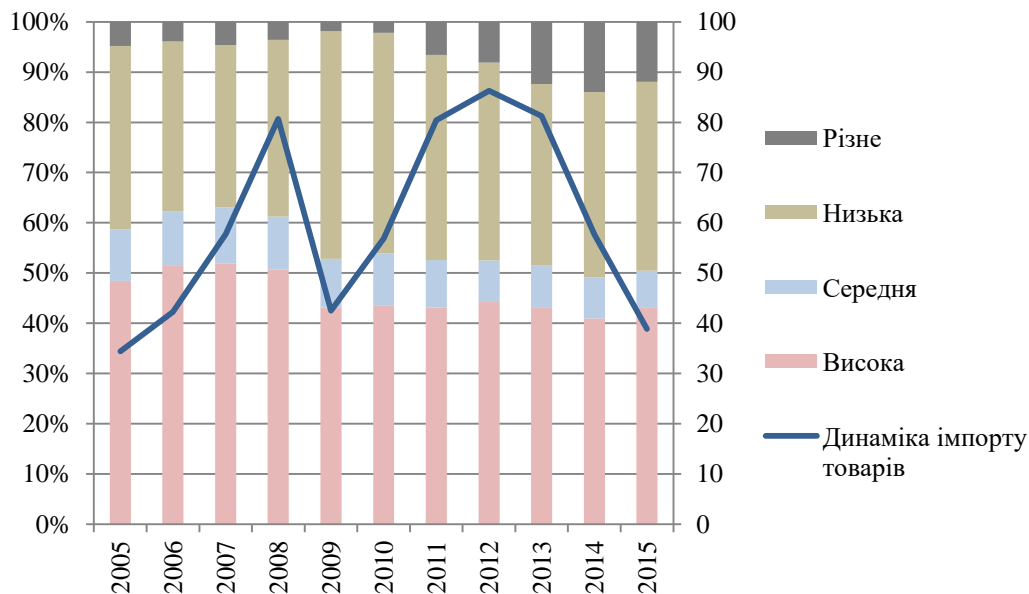


Рис. 2.33. Об'єм імпорту (права шкала, млрд. дол. США) та якісна структура імпорту товарів згрупована за рівнем доданої вартості товарів у період 2005-2015 рр.

Джерело: розраховано та побудовано автором за даними [190].

Таким чином, якісна структура імпорту товарів відповідає загальній логіці динаміки наведених даних щодо динаміки непродовольчих товарів у оптовому товарообігу України. У структурі імпорту, який номінується у доларах США, частка товарів з високою доданою вартістю тримається на рівні близько 40% (незважаючи на динаміку загального об'єму імпорту), а у структурі оптового товарообороту ця частка постійно зростає, оскільки імпортований товар значно швидше дорожчає в умовах економічної нестабільності. Отже, структура імпорту товарів є досить сталою і під впливом економічної нестабільності змінюється несуттєво, що пояснюється відсутністю можливості імпортозаміщення практично за всіма напрямками, а також гострою потребою в імпорті енергоносіїв для використання їх як пального та сировини для металургійної і хімічної галузей.

Дані, наведені на рисунку 2.34, представляють об'єм експорту товарів та якісну структуру експорту товарів з України. Вони підтверджують тезу щодо примітивізації якісної структури експорту товарів Україною.

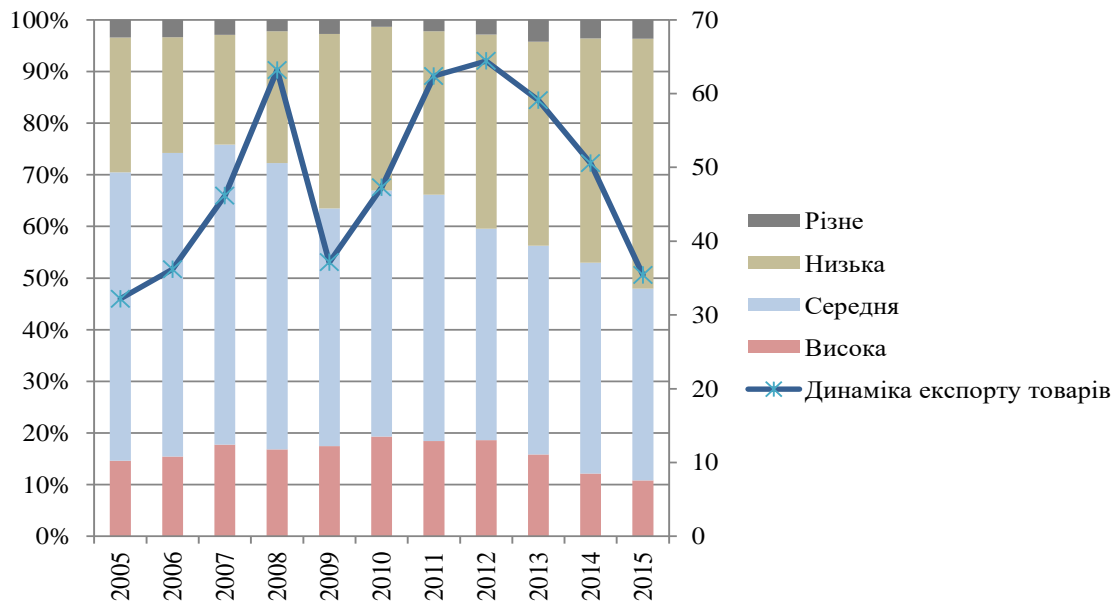


Рис. 2.34. Об'єм експорту (права шкала, млрд. дол. США) та якісна структура експорту товарів згрупована за рівнем доданої вартості товарів у період 2005-2015 рр.

Джерело: розраховано та побудовано автором за даними [190].

В останні роки мало місце суттєве погіршення якісної структури експорту з України, зокрема, середній рівень товарів з високою доданою вартістю знизився з 17% у період 2005-2013 рр. до 11% у період 2014-2015 рр. Разом з тим питома вага товарів з низькою доданою вартістю перманентно збільшується і зростає з 26% у 2005 р. до 48% у 2015 р. В цілому погіршення якісних характеристик експортних товарів зумовлено насамперед досить швидким згортанням виробництва продукції з високою доданою вартістю на тлі більш стабільних показників експорту продукції сфери агропромислового комплексу. Суттєве падіння експорту товарів з високою доданою вартістю (в останній період) було результатом збереження з часів розпаду СРСР орієнтації цієї продукції на ринки РФ. Відсутність належних інвестицій у розвиток зумовила звуження географії експорту товарів, що виробляються в Україні. Крім того, відсутність таких витрат не дало можливості перейти виробникам із середньої доданої вартості до категорії високої доданої вартості і відповідно з низької доданої вартості до категорії із середньою. Іншою характерною особливістю українського експорту було те, що після кризи 2008-2009 рр.

питома вага товарів з високою доданою вартістю навіть підвищилась з 16,8% у 2008 р. до 19,3% у піковому 2010 р., що є свідченням того, що товари з високою доданою вартістю менше реагують на економічну нестабільність порівняно із сировинними товарами.

Врешті-решт прояви економічної нестабільності пов'язані з цивілізаційним відставанням України у техніко-економічному сенсі на тлі об'єктивної необхідності споживання продуктів – передових досягнень, які для України є імпортом. Нагромадження капіталу у цьому процесі виступає як необхідний виробничий фактор, який себе не проявляє у визначеній економічною теорією ролі і тому сприяє інерційній деградації та спрощенню багатокладності економічної системи України.

Таким чином, споживча орієнтованість економіки України стала основним фактором обмеження розвитку економіки країни, відповідно «слабкості» платіжного балансу і в результаті звуженого відтворення капіталу. Крім того, негативний вплив на нагромаджений капітал справляла недалекоглядна соціальна та монетарна політика Уряду та НБУ. На рисунку 2.35 зображено динаміку деяких показників платіжного балансу, а також динаміку грошової маси України у період 2004-2016 рр.

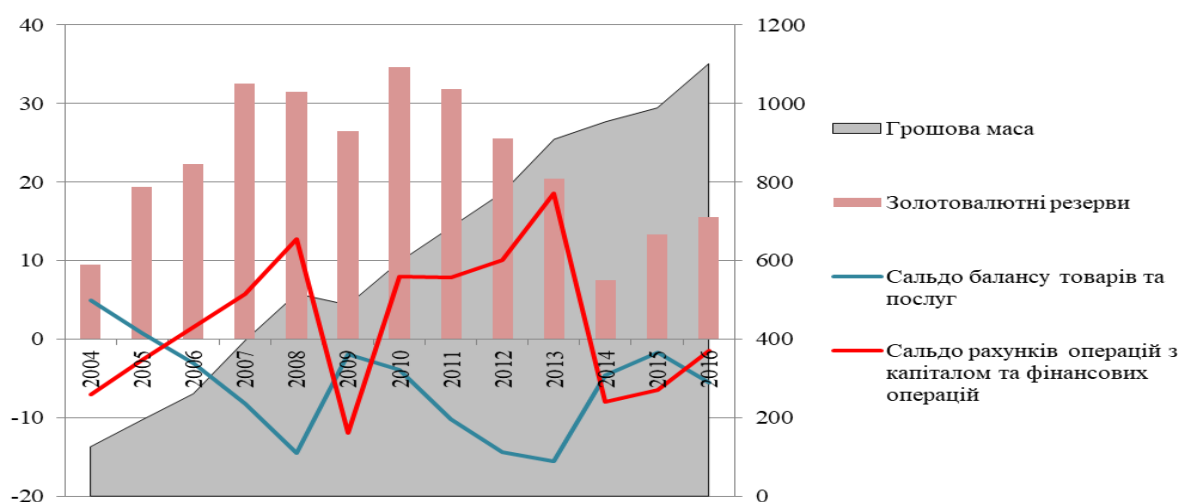


Рис. 2.35. Динаміка сальдо балансу товарів та послуг, сальдо рахунків операцій з капіталом та фінансових операцій, золотовалютних резервів (млрд. дол. США ліва шкала), а також динаміка грошової маси (млрд. дол. США – ліва шкала) у період 2004-2016 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [190].

Як видно з рисунка, у період 2002-2008 рр. в Україні спостерігалось постійне нарощення грошової маси, що було викликано, з одного боку, позитивним припливом валюти за рахунками операцій з капіталом та фінансових операцій платіжного балансу, з іншого - загальним зростанням економіки. При цьому, як було виявлено вище, зростання економіки країни та приплив капіталу не супроводжувалися суттєвим нарощенням інвестицій у розвиток, разом з тим це було викликано екстенсивним економічним зростанням, коли підвищення цін на сировинні товари сприяли притоку валютної виручки, що створило сприятливі умови для розвитку банківського сектору й інвестування у сировинні активи та торгівлю. Із закінченням сировинного «суперциклу» у кінці 2008 р. потоки капіталу почали лишати Україну, що обвалило сальдо рахунків операцій з капіталом та фінансових операцій з 12,7 млрд. дол. США у 2008 р. до «мінус» 12 млрд. дол. США у 2009 р. У своєму дослідженні Ткач О. вказує на деструктивний характер нестабільності сировинного експорту, розглядаючи ці процеси через призму структуралізму, що повністю відповідає результатам нашого дослідження [100].

Починаючи з 2006 р. Уряд та НБУ допустили негативне сальдо балансу товарів та послуг, яке покривалося завдяки позитивному притоку за рахунок капіталу та фінансовому рахунку платіжного балансу, а також витрат золотовалютних резервів. На наш погляд, саме формування негативного сальдо балансу товарів та послуг у країні, що експортує переважно сировинну продукцію, стало довгостроковою передумовою для девальвації національної валюти. А це, як зазначалося раніше, стало основним фактором знецінення індивідуального капіталу та звуженого відтворення промислового, торговельного, грошового та інвестиційного капіталів в Україні. Важливим є те, що у 2009 р. НБУ зміг зменшити гривневу грошову масу приблизно на 5% і тим самим не допустив надглибокої девальвації національної валюти. Водночас у 2014 р., коли Україна втратила частину територій з виробничими потужностями, а також відбулось закриття зовнішніх ринків і зниження золотовалютних резервів до 7,5 млрд. дол. США, НБУ не тільки не зменшив

грошову масу, а й наростив її на 5%. Нарощення грошової маси мало місце й у 2015 р., що сприяло розбалансуванню попиту та пропозиції на іноземну валюту в країні.

Підсумовуючи, зазначимо, що саме неналежний рівень нагромадження капіталу в структурі ВВП країни та споживча орієнтація ВВП стали основними факторами формування несприятливої структури платіжного балансу країни та цивілізаційного відставання від розвинутих країн і разом з тим створили передумови для появи екстремальної економічної нестабільності в економіці. Це сприяло падінню економічних показників, порушенню макроекономічної рівноваги, звуженому відтворенню капіталу і створенню умов для подальших деструктивних процесів в економіці країни. Таким чином, структура розподілу ВВП країни та нагромадження капіталу має прямий зв'язок між собою. Для ілюстрації цього зв'язку використаємо макроекономічну модель динаміки реального ВВП України, запропоновану В.Геєцем та побудовану у вигляді багатofакторної регресії, яка має такий вигляд:

$$GDP = GSP + GDP\_PPP - REER + CAP, \text{ де } (2.9.)$$

$GDP$  - темп зростання реального ВВП України,  $GSP$  – світові ціни на ринку сталі,  $REER$  – реальний обмінний курс гривні,  $CAP$  – валове нагромадження основного капіталу [107, с. 18].

Як видно з проведеного дослідження, нагромадження капіталу має таку залежність від ВВП країни у конкретно взятий окремий період:

$$ВНК = ВВП * ПВ_{нагромадження} * K_p, \text{ де } (2.10.)$$

$ВНК$  – валове нагромадження капіталу,  $ВВП$  – валовий внутрішній продукт в абсолютному вираженні,  $ПВ_{нагромадження}$  – питома вага витрат, пов'язаних з розвитком та нагромадженням у структурі ВВП (у даному випадку нагромадженням не вважаються витрати, пов'язані з товарами капітального характеру, що розглядаються як товари споживчого призначення),  $K_p$  – реальний обмінний курс гривні.

Іншими словами, нагромадження капіталу підтримує зростання ВВП, а зростання ВВП має безпосередній вплив на валове нагромадження капіталу.

Споживча ж орієнтація ВВП України негативним чином впливає і на нагромадження капіталу країни, і на її ВВП, загострюючи економічні проблеми. Споживча орієнтації ВВП країни є результатом дій законодавчої та виконавчої влади в країні. Продовжуючи цю логіку, можна відзначити, що якби в Україні було належним чином організовано нагромадження капіталу та країна мала сучасну конкурентоспроможну економіку, її ВВП був би значно більший і відповідно держава мала би потужну армію, яка б не допустила анексії частини території, вторгнення військ агресора на сході країни. Як результат, амплітуда економічної нестабільності та девальвації 2014-2015 рр. могла б бути набагато нижчою.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

- Дослідження кількісних та якісних аспектів впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу підтверджують емпіричним шляхом запропоновану у першому розділі теоретичну базу щодо деструктивної дії досліджуваних факторів на нагромадження капіталу.

- Прояви економічної нестабільності є властивими для ринкової економіки, однак особливий негативний вплив у економіці обумовлюють «періоди екстремальної економічної нестабільності», які спричиняють зниження темпів зростання національної економіки та нагромадження капіталу, вираженого в національній валюті, та від'ємні темпи нагромадження, виражені у доларах США.

- Серед маркерів «екстремальної економічної нестабільності» найбільш суттєвим є девальвація національної валюти, яка обумовлює фундаментальні зрушення у роботі економічної системи і, як результат, спричиняє зниження темпів нагромадження капіталу навіть у вимірі знеціненої національної валюти.

- Економічна нестабільність обумовлює знецінення індивідуального капіталу та звужене відтворення грошового, інвестиційного, торговельного та промислового капіталів (виражене в еквіваленті). Глобальний капітал не є винятком, але вплив на нього визначається скоріше питомою вагою активів, які розміщені в країні, що переживає економічну нестабільність. Тому вплив факторів, які проявляються в окремо взятій національній економіці, на ринкову капіталізацію транснаціональних корпорацій є обмеженим.

- Основні причини, що сприяють розширенню деструктивної амплітуди під дією факторів економічної нестабільності, пов'язані з формуванням в Україні економіки споживчого домінування як антиподу економіки нагромадження капіталу і, як наслідок, недофінансування витрат, пов'язаних з розвитком, спрямованих на фінансування, створення та впровадження інновацій в економіці.



- Примітивізація виробничої структури і відповідно структури експорту як результат споживчої орієнтації економіки країни в умовах нарощення споживчих витрат і відповідно зростання продукції з високою доданою вартістю в імпорті на тлі недалекоглядної фіскальної та монетарної політики створюють довгострокові умови для появи передумов до формування економічної нестабільності, зокрема девальвації національної валюти, і обумовлюють знецінення індивідуального капіталу та звужене відтворення грошового, інвестиційного, промислового, торговельного капіталів.

Основні результати досліджень, викладені у розділі, опубліковано автором: [30]; [31]; [32]; [33]; [36]; [37]; [38]; [41]; [45]; [104]; [105]; [106].

## **РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТИ АКТИВІЗАЦІЇ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ВИХОДУ ІЗ СТАНУ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ**

### **3.1. Зниження деструктивного впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу**

Говорячи про нагромадження капіталу (як про довгостроковий процес) в умовах економічної нестабільності (яка є, як правило, короткостроковим процесом), як було відзначено вище, насамперед розглянемо цей феномен з позиції необхідності ускладнення економіки та відходження її від сировинно-аграрної моделі функціонування як основної передумови, що сприятиме зменшенню впливу нестабільності на економіку і відповідно матиме визначальний вплив на створення стійкого механізму нагромадження капіталу в країні, тобто про звуження каналів трансмісії економічної нестабільності в економіку ззовні та пригнічення можливих джерел її появи, зумовленої внутрішніми факторами.

Для вирішення цього завдання потрібним є ускладнення та розширення багатокладності економіки країни, про яке піде мова далі. Іншими словами, запобігти появі періодів екстремальної економічної нестабільності можна виключно шляхом розвитку економіки й орієнтації її виробництва на ринки з високою доданою вартістю. На противагу цього підходу зауважимо, що, на наш погляд, протидія економічній нестабільності без зміни структури економіки можлива лише у короткостроковій перспективі.

Як було виявлено у другому розділі дисертаційної роботи, економічна нестабільність має деструктивну дію на процес нагромадження капіталу, яка проявляється у його звуженому відтворенні по мірі нарощення інтенсивності дії факторів економічної нестабільності. Таким чином, ми виявили, що існують періоди екстремальної економічної нестабільності, які обумовлюють зворотні процеси щодо нагромадження капіталу, і чим більш примітивною є економіка, тим вищою є амплітуда деструктивного впливу негативних факторів на

нагромадження капіталу (за інших рівних умов). Тому перед державою у цьому аспекті стоїть два основних пріоритети, пов'язані з нівелюванням факторів негативного впливу та забезпеченням сталого нагромадження капіталу (див. рис. 3.1).

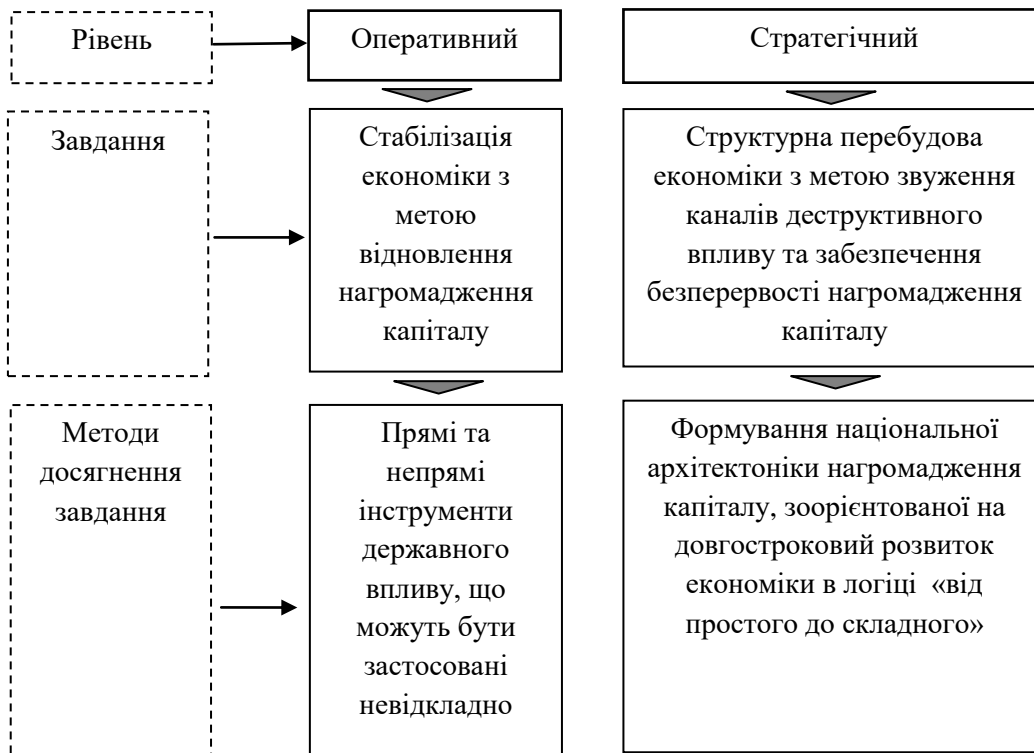


Рис. 3.1. Нівелювання деструктивного впливу економічної нестабільності та забезпечення сталого нагромадження капіталу.

Джерело: розроблено автором.

Таким чином, перед державою стоїть два завдання:

1. Розробка логістики та формування необхідних інструментів протидії деструктивному впливу економічної нестабільності на випадок порушення макроекономічної рівноваги. Іншими словами, це завдання пов'язане із забезпеченням умов, у яких можливе повернення до логіки нагромадження всіх форм капіталу в країні у найкоротші терміни.

2. Довгострокове та перманентне ускладнення економіки країни шляхом формування архітектури системи нагромадження капіталу як антиподу сировинної моделі, покликаною згідно з розвитком багатокладності економіки сприяти звуженню каналів трансмісії факторів економічної нестабільності.

Основна складність реалізації цього завдання пов'язана з тим, що чим примітивнішою є економіка, тим у неї менший потенціал для економічного відновлення і відповідно важче побудувати конкурентоспроможну на міжнародних ринках економіку.

Як свідчать результати дослідження, представлені у першому розділі дисертаційної роботи, періоди економічної нестабільності виникають з певною нерегулярною періодичністю внаслідок акумуляції певних зовнішніх та внутрішніх факторів. Економічна наука поки що не може встановити так звані «поворотні точки», в яких відбудеться критична зміна економічних параметрів, результатом яких є поява періоду екстремальної економічної нестабільності. При цьому економічною наукою досить фундаментально опрацьовано циклічність економічних процесів, які спостерігаються щонайменше останнє століття, і відповідно створено теоретичне підґрунтя для ствердження того, що економічна нестабільність, як один із періодів економічної циклічності, є об'єктивним процесом, який актуальний і в майбутньому і який потребує уваги економічної теорії для розроблення концепцій мінімізації негативних наслідків його впливу. Тому у цьому параграфі мова піде саме про необхідність підготовки до появи та протидії деструктивному впливу економічної нестабільності, яка може мати місце у майбутньому під час чергової спадної хвилі економічного циклу. А наступних двох параграфах мова піде про напрями необхідних економічних змін, які сприятимуть структурним змінам в економіці для забезпечення зниження вразливості економіки країни до факторів, що обумовлюють економічну нестабільність, та забезпечення безперервності нагромадження капіталу.

Таким чином, оскільки у короткостроковому періоді є практично неможливим упередити формування факторів, що сприяють інтенсифікації економічної нестабільності, оперативні заходи, спрямовані на зменшення негативного впливу таких факторів та відновлення нагромадження капіталу, мають включати підготовчі та стабілізаційні міри.

Підготовчі заходи пов'язані з необхідністю акумулювання певного фінансового ресурсу, який може бути використаний для стабілізуючих дій під час економічної нестабільності.

Стабілізаційними є заходи, які безпосередньо реалізуються під час економічної нестабільності для обмеження деструктивної дії таких факторів.

Говорячи про створення інструментів для невідкладної протидії економічній нестабільності, слід виходити з особливостей поведінки різних форм капіталу напередодні та під час розвитку кризових явищ в економіці. Так, динаміка промислового капіталу напередодні кризи починає демонструвати, як правило, гірші показники порівняно з динамікою грошового та інвестиційного капіталів. Погіршення динаміки промислового капіталу пов'язано з погіршенням попиту і часто переплетено з погіршенням показників нагромадження торгового та індивідуального капіталів. І навпаки, стабілізація в економіці починається з нормалізації роботи фінансового сектору і відповідно відновлення розширеного відтворення грошового та інвестиційного капіталів. Тому основним завданням держави у контексті економічної нестабільності є відновлення належної роботи економічних механізмів у країні, насамперед у фінансовому секторі. Іншими словами, держава має забезпечити перехід до так званого «нового звичайного» (new normal) [120], ситуації, за якої має місце нижча кон'юнктура в економіці порівняно з попереднім періодом, але відбувається стабілізація, і формується тенденція до економічного відновлення.

Основою підготовки до протидії економічній нестабільності, як було відзначено, є формування певного фінансового ресурсу (в іноземній валюті), який допоможе стабілізувати економіку, якщо матиме місце порушення макроекономічної рівноваги. Йдеться про «нагромадження національного стабілізаційного капіталу». Нагромадження національного стабілізаційного капіталу за формою може бути схоже на нагромадження золотовалютних резервів, які здійснюються НБУ, однак має суттєву відмінність. Золотовалютні резерви, хоча й покликані, зокрема, сприяти стабілізації національної валюти, мають відповідати чітким критеріям ліквідності, а у випадку України є в цілому

сформовані за рахунок надходжень МВФ, що накладає додаткові обмеження на їх використання НБУ. Крім того, НБУ як номінально незалежний від держави регулятор покликаний реалізувати політику в монетарній сфері, що знову ж накладає чіткі обмеження на використання сформованих золотовалютних резервів. Тому нагромадження національного стабілізаційного капіталу має бути інституалізоване поза НБУ, як незалежна державна фінансова установа, і не нести відповідальності за державними боргами України (що сприятиме мобілізації коштів на рахунках установи й оперуванню у фінансовому секторі як нібито фінансової установи нерезидента). Фактично мова йде про створення суверенного фонду добробуту (Sovereign wealth fund) в Україні.

В цілому ж концепція «нагромадження національного стабілізаційного капіталу» розглядає використання сформованих ресурсів для розвитку економіки та її капіталізації в цілому (як результат, звуження дії факторів економічної нестабільності) або для обмеження негативного впливу від економічної нестабільності. У цьому аспекті фінансові ресурси розглядаються як капітал, оскільки їх витрата дає можливість зменшити знецінення загального нагромадженого капіталу через використання частини національного стабілізаційного капіталу. Іншими словами, витрати стабілізаційного капіталу на підтримання національної валюти дає змогу призупинити її обвал і відповідно знецінення різних форм капіталу в країні. Таке обмеження знецінення та звуженого відтворення різних форм капіталу в середині країни завдяки використанню резервного капіталу можна прирівняти до капіталізації економіки в результаті використання стабілізаційного капіталу на цілі розвитку економіки. Отже, установа, що буде оперувати нагромадженим національним стабілізаційним капіталом, зосереджуватиметься на виконанні таких основних завдань:

- в умовах макроекономічної стабільності – здійснювати реалізацію довгострокових програм з розбудови реального сектору економіки і монетарної експансії з метою зміни економічних моделей країни, про що піде мова у наступному параграфі;

- в умовах інтенсифікації дії факторів економічної нестабільності і формування періоду екстремальної економічної нестабільності – використання власних накопичень для згладжування «пікового» попиту на іноземну валюту з боку економічних суб'єктів. Зокрема, використання національного стабілізаційного капіталу можливе для прямого продажу іноземної валюти державним підприємствам, що імпортують продукцію, яка є необхідною для підтримання системи життєзабезпечення країни, так званого «критичного імпорту» (енергоносії, ліки, матеріали, що є компонентами певних виробничих процесів, обладнання для підтримки роботи основних галузей економіки тощо). Мова йде саме про пікові згладжування, оскільки ресурси цього інституту не передбачають дублювання функцій НБУ, а тільки виконання допоміжної функції.

Враховуючи універсальну властивість фінансових ресурсів, напрями їх використання для стабілізації економіки можна суттєво розширювати. Однак основне питання у контексті формування певних фінансових фондів у межах будь-якої економіки полягає у джерелах їх формування.

У випадку України це питання стоїть особливо гостро, оскільки система державних фінансів країни функціонує фактично у «ручному режимі», тобто розподілення коштів, хоча в цілому і відповідає вимогам бюджетного законодавства, але постійні «касові розриви» змушують урядовців спрямовувати кошти на невідкладні цілі (безпекові, пенсійні виплати, обслуговування боргів тощо). Т.Пікетті у своїй праці “Капітал у ХХІ столітті” пише: “Гірка правда полягає у тому, що національний капітал дуже погано розподілений, оскільки приватне багатство спирається на бідність держави, в результаті чого в наш час ми витрачаємо набагато більше на відсотки з обслуговування боргу, ніж, наприклад, інвестуємо у вищу освіту” [167, с. 580-581]. У такій ситуації для нагромадження національного стабілізаційного капіталу необхідним є пошук альтернативних джерел фінансування.

Нагромадження національного стабілізаційного капіталу планується здійснювати за рахунок трьох основних джерел:

- кошти від продажу державної землі після повноцінного запуску земельного ринку. На сьогодні держава концентрує приблизно 10,7 млн. га [49] сільськогосподарських угідь України. Запровадження повноцінної роботи земельного ринку створить умови для поступової реалізації державних земель, надходження від чого, на наш погляд, доречно спрямовувати на нагромадження національного стабілізаційного капіталу. За такою логікою продаж державних земель дасть можливість сформувати певний фінансовий ресурс, який може бути використаний і в тактичному, і в стратегічному аспектах, пов'язаних з підтримкою капіталізації економіки країни в цілому, і забезпечити нагромадження окремих форм капіталу;

- надходження як відрахування із сировинного експорту (зернові, руди) у випадку перевищення певного цінового рівня на зовнішніх ринках. Іншим джерелом нагромадження національного стабілізаційного капіталу є встановлення цільового збору у випадку перевищення певних цін на сировинні товари, які експортує Україна. Як правило, така практика пов'язана з «відсіканням» на користь держави надприбутків, які отримують підприємства сировинного сектору в період високої кон'юнктури. Саме такі надходження у більшості випадків у світовій практиці використовуються для формування фінансового ресурсу суверенних фондів добробуту (Sovereign wealth fund) [175], діяльність яких, зокрема, спрямована на підтримку країни у періоди екстремальної економічної нестабільності та фінансування різноманітних проектів розвитку;

- залучення готівкової валюти від населення з метою розміщення її в іноземні активи. За різними оцінками в Україні на руках у населення перебуває 30-50 млрд. дол. США, мобілізація навіть третини цієї суми могло б стати суттєвою «підтримкою» нагромадження стабілізаційного національного капіталу. На відміну від двох попередніх джерел, залучення яких лежить у площині прямого державного впливу, це джерело пов'язане зі створенням необхідних передумов у державі, які підвищуватимуть схильність населення до відмови від готівкових накопичень. Для вирішення цього завдання фінансову



установу, що буде оператором нагромадженого стабілізаційного національного капіталу, необхідно фактично виключити із системи державних фінансів України (через законодавче відмежування від системи державного бюджету країни), а також забезпечити диверсифікацію фінансових ресурсів. Так, для внутрішніх цілей стабілізації та розвитку мають використовуватися лише власні фінансові ресурси, отримані в результаті продажу землі, сировинної надбавки або комісії від управління залученими від населення фінансовими ресурсами. Таким чином, заощадження населення в іноземній валюті мають використовуватися для вкладення в іноземні високоякісні інвестиційні інструменти.

Крім того, національний стабілізаційний капітал може поповнюватися за рахунок купівлі валюти на внутрішньому ринку. Для вирішення цього завдання необхідно забезпечити покращення споживчих очікувань, наслідком яких має стати витрата валютних заощаджень для купівлі нерухомості, товарів тривалого користування, витрати на інші поточні потреби. При цьому покращення споживчих очікувань пов'язано з поживленням бізнес-активності в країні, яка також сприяє витраті готівкових заощаджень підприємцями для початку та розширення підприємницької діяльності.

В цілому, підвищення пропозиції валюти у країні можуть забезпечити такі заходи:

- зниження регулятивних вимог до підприємницької діяльності, що означає подальше звуження впливу людського фактору під час вибору рішення щодо видачі дозволів, сертифікатів та ліцензій. Йдеться про черговий перегляд доцільності ліцензування окремих видів діяльності. Призначення державного регулювання є гарантуванням задоволення державних та споживацьких інтересів під час провадження підприємницької діяльності, і саме це має бути вихідною точкою при здійсненні регулятивних процедур;

- викорінення корупції (у міжнародних рейтингах якої Україна посідає перші місця), чому сприяє, окрім зарегульованості економіки, неналежна робота правоохоронної та судової системи влади. Серед основних складових

зниження корупції в країні є визначення чітких критеріїв відповідності й убезпечення можливості неоднозначних тлумачень нормативно-правової бази в частині виконання регулятивної та контролюючої функцій держави, а також здійснення державних закупівель тощо;

- демонополізація, пов'язана з протидією концентрації цілих секторів економіки в руках однієї або декількох комерційних структур. Це стосується насамперед видів економічної діяльності, які виробляють або реалізують товари для кінцевого споживача. Підвищення вільної конкуренції на ринку безпосередньо пов'язано з активізацією діяльності у цьому напрямі Антимонопольного комітету, Мінфіну та Мінекономіки;

- протидія нерівномірному розподілу доходів населення, крім уже відзначеної боротьби з корупцією, пов'язана зі змінами механізмів формування доходів населення, впливу на ринок праці, залучення інструментів державних соціальних гарантій, розвитку громадського суспільства тощо, про що мова йде у дослідженні Інституту демографії та соціальних досліджень імені М.В. Птухи НАН України [81].

Іншими підготовчими заходами до деструктивного впливу економічної нестабільності є розробка логістики впровадження невідкладних заходів економічної стабілізації на випадок порушення макроекономічного балансу.

Інтенсифікація економічної нестабільності потребує невідкладної реакції держави, спрямованої на відновлення злагодженої роботи економічних механізмів у середині країни. По суті перед державою стоїть завдання звуження економічного дисбалансу, який раптово загострився через дію зовнішніх та внутрішніх факторів, вплив яких спричиняє якісні та кількісні негативні зміни функціонування макроекономічної системи. Для вирішення цього завдання держава має невідкладно використати всі можливі інструменти впливу, які сприятимуть відновленню «макроекономічних пропорцій», що забезпечить повернення до макроекономічної стабільності. Відновлення «макроекономічних пропорцій» означає збалансування попиту та пропозиції у товарному та грошовому секторах економіки. В українських реаліях держава

має обмежені можливості у короткостроковій перспективі щодо підтримки попиту на товари внутрішнього виробництва у випадку різкого обвалу на ринках. Більш суттєві потужності державного впливу пов'язані з відновленням пропорцій між об'ємами грошової маси та пропозицією товарів та валюти. Тому економічна стабілізація досягається насамперед шляхом здійснення державою невідкладних заходів, спрямованих на збалансування попиту та пропозиції іноземної валюти в країні, при цьому не допускаючи браку грошової ліквідності у фінансовому секторі і сприяючи відновленню попиту у реальному секторі економіки. Водночас слід враховувати, що у сучасних умовах завдання щодо економічної стабілізації набувають особливої складності з причини «посилення нелінійності зв'язків між інструментами монетарної політики і економічними змінними» [82, с. 64]. Пропонуються такі чотири блоки стабілізаційних невідкладних заходів, спрямованих на:

- зниження попиту на іноземну валюту;
- підвищення пропозиції іноземної валюти;
- стабілізацію у фінансовому секторі економіки країни;
- підвищення внутрішнього попиту на внутрішньому ринку вітчизняних товарів.

Такими стабілізаційними заходами є:

1) заходи, спрямовані на зниження попиту на іноземну валюту:

- монетарна стерилізація – комплекс заходів, спрямованих на звуження гривневої грошової маси. Як свідчать дані, наведені у параграфі 2.3, саме звуження грошової маси у 2008-2009 рр. в Україні сприяло зниженню темпів девальвації національної валюти і середньостроковій стабілізації котирувань гривні до долара США на певному рівні. Серед найдієвіших заходів монетарної стерилізації в Україні є підвищення норм резервів комерційних банків, а також випуск облігацій внутрішньої державної позики;

- «заморожування» зростання рівня соціальних виплат у країні – економічна нестабільність потребує заморожування зростання рівня соціальних

виплат, зокрема індексації заробітних плат та пенсій, з метою зменшення навантаження на державний бюджет та платіжний баланс країни;

- обмеження закупівель товарів некритичного імпорту – поява дефіциту платіжного балансу, яка, як правило, супроводжується дефіцитом іноземної валюти, потребує заходів, спрямованих на зниження транзакцій, пов'язаних з розрахунками за імпорт як державних, так і приватних підприємств. Тому пропонується обмежувати або відкладати імпорт товарних груп, які не є критичними для забезпечення життя населення або роботи підприємств та установ;

- тимчасовий мораторій на виплату державного зовнішнього боргу та запуск процедури реструктуризації – погіршення стану державних фінансів під дією факторів економічної нестабільності є приводом для початку переговорів щодо зміни графіка виплати боргів та їх реструктуризації. Більш жорстким заходом у цьому аспекті є тимчасовий мораторій на виплату боргів, але його доречно застосовувати у випадку критичного порушення макроекономічної рівноваги;

- тимчасова заборона на експропріацію капіталів та дивідендів – передбачає обмеження діяльності іноземних інвесторів щодо виводу капіталу з країни. Для недопущення погіршення інвестиційного клімату країни такі заходи можуть бути запроваджені виключно протягом короткого періоду ажіотажного попиту на іноземну валюту в країні;

- запровадження попереднього декларування будь-яких транскордонних операцій з капіталом, що дасть змогу НБУ стримувати різкий відтік спекулятивного капіталу з країни;

- запровадження нормативних змін роботи банківських установ для стимулювання здійснення операцій у гривні і дедоларизації економіки країни;

2) заходи, спрямовані на підвищення пропозиції іноземної валюти:

- інтервенції з боку НБУ – валютні інтервенції є найдієвішим інструментом стабілізації національної валюти в умовах глибокого дисбалансу попиту та пропозиції валюти на міжбанківському валютному ринку;

- продаж валюти (у тому числі прямий продаж державним підприємствам) з фондів національного стабілізаційного капіталу;

- стимулювання до продажу валютної виручки підприємств-експортерів – у випадку, якщо підприємство є державним, рішення про продаж валютної виручки може бути реалізовано адміністративним шляхом; що стосується приватних підприємств, йдеться про приватно-державне партнерство, а також «джентльменські домовленості» між державою та бізнесом щодо продажу певного об'єму валюти експортерами;

- забезпечення звуження валютної позиції комерційними банками – поява економічної нестабільності в Україні супроводжується спекулятивними «атаками» комерційних банків на валютному ринку. У такі періоди НБУ має сприяти помірному зменшенню валютної позиції комерційних банків;

- запровадження можливості обмежень з боку НБУ дохідності валютних депозитів з метою стимулювання заощадження у гривні;

### 3) заходи, спрямовані на стабілізацію фінансового сектору:

- в умовах, коли девальвація національної валюти вбачається об'єктивною, ініціювати миттєве знецінення національної валюти до певної розрахованої позначки, яка є адекватною в умовах нового рівня кон'юнктури та застосування запропонованих стабілізаційних заходів;

- операції РЕПО між НБУ та комерційними банками – такі операції повинні забезпечити комерційним банкам грошову короткострокову ліквідність з метою стабілізації відсоткових ставок на міжбанківському кредитному ринку (одночасно слід унеможливити використання коштів, отриманих в РЕПО, для купівлі валюти банками);

- мораторій на дострокове вилучення депозитів та обмеження на зняття готівки з поточних рахунків є стандартними, але дієвими обмеженнями, які

сприяють зниженню валютному ажіотажу та порушенню платоспроможності банківської системи країни;

- установлення вимог до комерційних банків щодо селекційного підходу до кредитування під час загострення економічної нестабільності, що має обмежити кредитування споживчого попиту та спекулятивних операцій та сприяти підтримці ліквідності комерційних банків;

4) заходи, спрямовані на підвищення внутрішнього попиту на внутрішньому ринку вітчизняних товарів:

- пришвидшення фінансування з державного бюджету широкомасштабних проектів, в основі яких є використання внутрішніх ресурсів країни (будівництво доріг, оновлення ліній електропередачі та газових мереж, замовлення в оборонній сфері, будівництво соціального житла тощо). Такі дії сприятимуть поповненню оборотних коштів вітчизняних підприємств в умовах зменшення обсягу замовлень через погіршення загальної кон'юнктури та стерилізації «зайвої» грошової маси;

- введення тимчасового мораторію на підвищення цін на електроенергію, природний газ, залізничне перевезення для великих підприємств, що відчують різке зниження попиту на товари, які вони виробляють;

- запровадження пришвидшеної процедури повернення ПДВ для товаровиробників;

- зниження рівня ПДВ для товарів, частка українських компонентів у собівартості яких перевищує половину;

- точкове підвищення митних ставок на товари, близькі аналоги яких виробляються в Україні.

Таким чином, запропоновані заходи мають точковий характер, зорієнтований виключно на відновлення макроекономічної рівноваги, яка є базовою передумовою для відновлення економічного зростання та нагромадження капіталу в середині країни. Так, системний підхід до вирішення проблеми появи періодів «екстремальної економічної нестабільності» і

відповідно переривання процесу нагромадження капіталу пов'язаний із здійсненням структурної перебудови економіки із збільшенням у ній питомої ваги конкурентних на міжнародних ринках виробництв, що створюють товари з високою доданою вартістю. Йдеться про формування архітектури національної системи домінуючого нагромадження капіталу, яка б створила умови для концентрації ресурсів для досягнення цілей економічного розвитку країни, що є об'єктивною умовою нарощення темпів та перманентності нагромадження капіталу в Україні.

### **3.2. Світовий досвід стимулювання нагромадження капіталу та напрями його імплементації в інституційне середовище України**

У попередньому параграфі визначено, що першочерговою основою для нагромадження капіталу є забезпечення економічної стабільності, але це є не єдиною необхідною умовою для досягнення швидких темпів економічного розвитку та нагромадження капіталу, “серед основних умов для цього є функціонування чітко злагодженого механізму якісного відтворення економіки” [143].

Нагромадження капіталу є матеріальною основою для економічного розвитку будь-якої країни, у зв'язку з чим найпотужніші країни в аспекті економічного розвитку, як правило, є найуспішнішими у процесі нагромадження капіталу. Звернемося до досвіду найрозвинутіших країн, пов'язаного з розбудовою національної економіки.

Фаза економічного розвитку, яка дозволила сформуватися сучасному «світовому економічному порядку», як було зазначено у першому розділі дисертації, розпочалась у період після Другої світової війни і стала поступово уповільнюватися приблизно з розпадом Радянського Союзу. Тому основний період розквіту останнього етапу нагромадження капіталу найбільш розвинутими країнами припадає на 50-80 рр. ХХ ст., а у деяких країнах він продовжується і в наш час (зокрема в Китаї, хоча він і не відноситься до розвинутих країн). При цьому відзначимо, що процеси, пов'язані з розширеним відтворенням капіталу, слід «масштабувати» щонайменше десятиріччями, тобто періодами, які нагадують цикли, описані Жугляром. Це пов'язано з тим, що існує деякий часовий «лаг», який необхідний для отримання певних технологій, модернізації економіки країни та імплементації необхідних заходів, що забезпечують сталість механізмів нагромадження капіталу після періодів екстремальної економічної нестабільності (йдеться про повоєнний період). Таким чином, темпи нагромадження капіталу в рамках національної економіки безпосередньо залежать від можливості керівництва держави створити певний «каркас», який би давав змогу найефективніше використовувати наявні трудові,



фінансові та природні ресурси для забезпечення еволюційного просування у бік стійкого економічного ускладнення і, таким чином, максимізації створення продукту з високої доданою вартістю в середині країни.

Таким чином, для цілей цього дослідження ми відібрали декілька країн, економічних лідерів на сучасному етапі, і ретроспективно дослідимо, які саме економічні «рецепти» сприяли їх розвитку протягом декількох останніх десятиліть, а також визначимо, що з цього може бути застосовано для стимулювання нагромадження капіталу в Україні. Серед найбільш розвинутих країн, економічна історія яких буде досліджена, є Німеччина, Франція, Японія, Південна Корея, Китай, Польща. Крім того, буде досліджено витоки економічних успіхів Китаю.

Одним із перших великих проектів у повоєнній Європі, який сприяв її відновленню і відповідно формуванню архітекtonіки нагромадження капіталу і який вчені із Національного бюро економічних досліджень США назвали «найбільш успішною програмою структурних змін в історії» [131, с. 62], був «план Маршала», розпочатий у 1948 р. Як пишуть учені із США, фактично сума, яку передбачав «план Маршала» (13 млрд. дол. США), була недостатньою ані для стимулювання суттєвого економічного зростання у Західній Європі, ані для відновлення знищеної інфраструктури. Однак без «плану Маршала» країни Західної Європи зіштовхнулись би з жорсткими обмеженнями та необхідністю вибору між збалансованістю їх міжнародних розрахунків та нарощенням імпорту товарів, які на той час були вкрай необхідні європейським країнам [131, с. 4]. У такій ситуації для найефективнішого використання міжнародної фінансової допомоги був розроблений спеціальний механізм залучення європейських підприємств до економічного відновлення. Він передбачав особливий режим кредитування між підприємствами, який давав можливість замовляти їм всі необхідні для належної роботи товари та обладнання одне в одного. Логіка такої кредитної системи була побудована таким чином, що кредити не видавались безпосередньо підприємствам, а оформлялись виключно у товарно-

матеріальній формі. Кожне підприємство, яке було долучено до цієї системи, могло як отримати кредит, так і надати його. В кінці певного періоду негативний баланс підприємства (якщо такий виникав) за такими кредитами компенсувався державою. Матеріали ж та обладнання, які не могли бути покриті за рахунок європейських виробників, відновлювались за рахунок імпорту, який фінансувався за рахунок зовнішніх надходжень. Таким чином, міжнародні кредити використовувались як фінансові «подушки», які давали можливість без значних негативних для платіжного балансу наслідків імпортувати товари та обладнання, виробництво яких не здійснювалось у Європі. Цей елемент, на наш погляд, був одним з головних, який дав можливість країнам почати імпорт усього необхідного для побудови сучасної промисловості в Європі.

Крім того, «план Маршала» передбачав: а) обмеження споживчих витрат, що було необхідним для фінансової стабілізації; б) зниження регулятивних бар'єрів, що обмежували переливання фінансових ресурсів між країнами; в) взаємне відкриття ринків для поживлення торгівлі. Також завдяки «плану Маршала» були усунені «вузькі місця», які виникали під час відновлення економік західних країн; г) підвищення продуктивності праці на промислових підприємствах, що розглядалось як формування конкурентоспроможної економіки; д) розвиток сільського господарства.

Особливої уваги заслуговує принцип, відповідно до якого європейські країни отримували кредити від США із суворою умовою використання його виключно на цілі розвитку, що відповідно означало заборону щодо задіяння таких коштів на поточні цілі. Це фактично означало, що кредити США повністю використовувались на цілі, пов'язані з нагромадженням капіталу.

Таким чином, серед елементів, які себе добре зарекомендували під час реалізації «плану Маршала» та які можуть бути актуальним на поточному етапі стимулювання нагромадження капіталу в Україні, є:

- фокусування на необхідності створення спеціального механізму, який би давав можливість забезпечувати фінансування витрат розвитку без ризику

подальшого знецінювання національної валюти. Мова йде про формування певної фінансової «подушки», вираженої в іноземній валюті (більш детально мова про це піде у наступному параграфі цього розділу);

- застосування принципу, який передбачає, що поточні витрати держави мають фінансуватися за рахунок податкових та інших надходжень держави, в той же час кредитні кошти мають спрямовуватися на фінансування витрат розвитку;

- максимальне залучення наявних виробничих потужностей та інфраструктури як базового елементу нагромадженого промислового капіталу та основи для формування розширеного відтворення капіталу в країні.

«План Маршала» дав потужний імпульс для відновлення повоєнної Європи, але по закінченню його відновлення, яке здійснювалось європейськими країнами, продовжувалось досить значними темпами. Особливого прогресу у цьому досягла Німеччина. Так, протягом 1950-1959 рр. ВВП західної Німеччини зростав у середньому на 8% на рік. Цей період досить часто називають німецьким економічним дивом. Завдяки таким результатам Німеччина була найбільш динамічно розвинутою серед країн Західної Європи, де за цим показником з нею була співставна лише Австрія. Це Німеччині дало змогу за одне десятиліття подвоїти життєвий рівень у країні та відновити статус найбільш впливової економіки в континентальній Європі [131, 2-3].

Формування умов для відновлення економіки і нагромадження капіталу в Німеччині пов'язано з одночасним здійсненням низки економічних заходів. Перш за все було реалізовано грошову реформу (1948 р.), наслідком чого стала ліквідація зайвої грошової маси, що сприяло згортанню сірого ринку різноманітних товарів. Після цього центральний банк почав проводити досить жорстку грошову політику, метою якої було утримання інфляції на низькому рівні. Центральний банк погоджувався нарощувати грошову масу виключно для цілей, що стосувались монетизації витрат, пов'язаних з реалізацією різноманітних державних програм розвитку (відновлення промисловості та інфраструктури).

Податкова система Німеччини також пережила глибокі пертурбації. По-перше, вона була значно спрощена, а податкові ставки значно знижені. По-друге, основним завданням змін у фіскальній системі було створення умов для відновлення процесів нагромадження капіталу у широкому розумінні. При цьому першочергове значення надавалось капітальним інвестиціям у найбільш важливі сфери економіки, а також на цілі, пов'язані з ліквідацією «вузьких місць». По-третє, податкова система була покликана стимулювати приватні заощадження через зниження податкових вилучень (як пишуть німецькі науковці, заощадження населення Німеччини слабо реагували на підвищення відсоткових ставок, водночас вони почали збільшуватися після зниження податкового тиску) [129, с. 388].

Для підтримки високих темпів нагромадження промислового капіталу було відразу запроваджено декілька податкових ініціатив для бізнесу, що займався виробничою діяльністю. Зокрема, запропоновано пришвидшені темпи амортизації, якщо прибуток не вилучався з обігу, рівень корпоративного податку знижувався, витрати, пов'язані з обслуговуванням кредитів для промислових підприємств, дозволено виключати з доходу, що оподатковується. Особлива увага надавалась підприємствам, продукція яких в перспективі була б конкурентоспроможною на зовнішніх ринках. Це розглядалось, як необхідна умова для зняття обмежень платіжного балансу, пов'язаних з необхідністю імпорту обладнання та матеріалів, які не вироблялись в середині країни та потреба в яких постійно збільшувалась.

З початку 50-х років надходження до державного бюджету Німеччини перевищували видатки, що дало можливість державі стати основним суб'єктом, який формував пасивну базу банківських активів країни (у період 1948-1960 рр. на державу припадало в середньому приблизно 43,9% загального об'єму чистих заощаджень в країні) [129, с. 388]. Держава на певний час стала основним суб'єктом, який сприяв швидкому нагромадженню капіталу в країні. При цьому поєднання жорсткої монетарної політики з вдало запропонованими фіскальними «полегшеннями» сприяло тому, що власники підприємств були

мотивовані використовувати власні фінансові ресурси за напрямами, запропонованими державою. Це пояснюється тим, що «економія» на податках сприяла фінансовій стійкості підприємств, у якій були особливо зацікавлені їх власники. Таким чином, держава безпосередньо та опосередковано впливала на використання фінансових ресурсів, спрямовуючи їх у найбільш необхідні напрями та гальмуючи їх використання у неперіоритетних напрямках. З кінця 50-х років уряд почав досить активно розвивати ринок капіталу, для чого була запроваджена система соціального страхування, ресурси якої використовувались для купівлі цінних паперів німецьких емітентів. Це дало змогу залучити в економіку «довгі» та дешеві кредитні ресурси.

У результаті формування системи державного дирижизму в Німеччині була запущена високоефективна економічна модель, яка сприяла безперервності нагромадженню капіталу як основи економічного розвитку, яка дала можливість трохи більше ніж за одне десятиліття оновитись економіці країни.

Серед найбільш важливих елементів економічної моделі повоєнної Німеччини, які сприяли швидкому нагромадженню капіталу та які є актуальними і у наш час для відновлення економіки України, є:

- пряма та опосередкована участь держави як «модератора» економічного відновлення на засадах створення економічних стимулів для долучення приватного капіталу до державних ініціатив;
- безпосередня тимчасова участь центрального банку у програмах, спрямованих на відновлення економіки;
- суттєве спрощення податкової системи та її реформатування з метою створення економічних стимулів, спрямованих на динамічне нагромадження капіталу. Особливо це стосується виробничого та фінансового секторів;
- стимулювання заощаджень, які мали у подальшому трансформуватися у нагромадження капіталу;

- орієнтація на першочергове фінансування секторів економіки, де країна має вже напрацьований потенціал, ті, що генерують високу додану вартість та подолання «вузьких місць» в економіці;
- експортна експансія, як необхідна умова для подолання обмежень платіжного балансу;
- чітка збалансованість між монетарною та фіскальною політиками, яка дала можливість максимізувати грошові ресурси за напрямками, пов'язаними з економічним розвитком та нагромадженням капіталу;
- розвиток небанківського фінансового сектору та ринку капіталів, що дало змогу здешевити фінансові ресурси і відповідно сприяти нагромадженню.

Якщо Німеччина відроджувала власну економіку шляхом взаємодії з приватним сектором з використанням підходів економічного дирижизму, у Франції використовувались підходи, які деякі вчені вкладають у поняття «державного капіталізму» [179]. Повоєнна Франція мала досить застарілі виробничі фонди та зношену інфраструктуру, при цьому приватний капітал був не в змозі відновити високий рівень нагромадження капіталу в країні. Усвідомлюючи необхідність розвитку сучасних потужних виробництв, повоєнним урядом Франції було здійснено націоналізацію низки підприємств у таких галузях, як виробництво вугілля та генерація електроенергії, машинобудування тощо. Крім того, було запроваджено систему індикативного планування, за допомогою якої уряд формував пріоритети щодо першочерговості розвитку окремих галузей та підприємств і відповідно створював державні фонди для їх підтримки. Серед пріоритетних напрямів протягом початкового етапу відновлення економіки були: енергетика, вугільна та металургійна промисловість, сільське господарство. Крім того, держава активно здійснювала фінансування відновлення транспортної інфраструктури та модернізації різноманітних комунікацій.

Для посилення дослідницької роботи в країні було утворено ряд агенцій для досліджень у таких сферах, як енергетика (зокрема ядерна), космічна сфера,

авіаційна, телекомунікаційна та ін. На Центр з питань наукових досліджень було покладено функції з координації та підтримки всієї наукової роботи, що мала місце в країні. Так, було сформовано дослідницьке «ядро», яке дало можливість сформувати досить потужну дослідницьку інфраструктуру у Франції.

Політика Шарля де Голля 60-х років була спрямована на укрупнення державного капіталу, що давало можливість таким підприємствам конкурувати на зовнішніх ринках з найпотужнішими світовими корпораціями і одночасно розвивати технології, включаючи військові. В 1965 р. підприємства звільнялись від оподаткування операцій «укрупнення капіталу» (злиття та поглинання). Серед прикладів такого укрупнення державного капіталу було: формування потужного військово-промислового комплексу, створення авіабудівного гіганта «Airbus», розвиток ядерної галузі напруження, яка використовувалась як для створення «мирного атому» в енергетичній галузі, так і для створення ядерної зброї (розробка якої розпочалась у середині 50-х років). Створення різноманітних складних систем для промисловості потребувало тісного державно-приватного партнерства, і французьким урядам досить добре вдавалось організувати таку роботу – низка різноманітних приватних підприємств постійно брали участь у реалізації крупних проектів під патронатом урядовців. Об'єднуючи різноманітні активи, держава змогла створити досить гнучку систему управління капіталом, сприяючи постійному його переливанню з менш корисних до більш ефективних галузей та напрямів.

Іншою особливістю політики урядів де Голля була їх схильність до протекціонізму, яку держава реалізовувала через використання низки різноманітних інструментів, зокрема об'єднання профільних підприємств, пільгове фінансування, захист національних ринків, використовуючи фіскальні інструменти, проведення «лобістської» зовнішньої політики. Важливо також відзначити, що вище державне керівництво Франції усвідомлювало необхідність максимізації доданої вартості в середині країни як основи нагромадження капіталу, у зв'язку з чим проводило політику, спрямовану на винесення за межі Франції (до третіх країн) виробництва з низькою доданою

вартістю, таким чином сприяючи економії на собівартості кінцевих продуктів. Більше того, Фонд допомоги і співробітництва займався питаннями, пов'язаними з поширенням французьких підприємств (як приватних, так і державних) на ринки інших країн, сприяючи таким чином економічній експансії.

У фінансовій сфері держава активно займалась нарощенням фінансових можливостей державних банків і відповідно спиралась на їх активну участь у процесах, пов'язаних з розвитком економіки, збільшенням капіталу, експансією на зовнішні ринки тощо. Починаючи з 70-х років у Франції почали активно розвиватись система пенсійного страхування, ресурси якої також спрямовувались насамперед на розширене відтворення промислового капіталу.

Компонентами економічної політики Франції щодо відновлення економіки та процесів, пов'язаних з нагромадженням капіталу, які могли б бути корисні для України, є:

- початок відновлення економіки базових галузей (енергетика, вугільна галузь, металургія, агропромисловий комплекс), без належної роботи яких не можливий розвиток більш комплексних галузей економіки;
- запровадження системи індикативного планування, яка передбачає надання переваги напрямам економіки, що підтримуються державою. Така система є особливо актуальною в умовах глибокого дефіциту державного бюджету;
- створення ефективної системи координації наукових досліджень у країні, а також запуск низки наукових установ у найважливіших інноваційних сферах тодішньої економіки (у сфері ядерних реакцій, космічній сфері, телекомунікаційній сфері тощо);
- укрупнення державного виробничого капіталу з метою отримання ефекту масштабу та синергетичного ефекту шляхом стимулювання таких операцій фіскальними засобами;



- орієнтація на максимізацію формування доданої вартості в середині країни як основи для формування фондів розвитку;
- сприяння активній співпраці між державними та приватними компаніями з метою реалізації спільних крупних проєктів;
- використання елементів протекціонізму для захисту виробників окремих (потенційно конкурентоспроможних на внутрішньому і зовнішньому ринках) товарів на початковому періоді;
- формування фінансової системи, орієнтованої на спрямування державних та приватних фінансових капіталів на потреби формування сучасної та конкурентної економіки [163, с. 12-17].

Серед країн, економічна історія яких має видатні фрагменти економічного розвитку і приклади випереджаючих темпів нагромадження капіталу, є Японія. В ній після закінчення періоду екстремальної економічної нестабільності 40-х років ХХ ст. (у цей період країна втратила приблизно 25% національного багатства та активів) у 50-х роках розпочався двадцятирічний період економічного зростання, середній рівень якого був на рівні 10% [148, с. 9], що відповідно супроводжувалось розширеним відтворенням капіталу.

Економічне відновлення Японії пов'язане насамперед з отриманням з боку США значної підтримки у вигляді консалтингової допомоги, грошових асигнувань та різноманітних технологій. Для акумуляції грошових коштів для підтримки економіки Японії США було створено «Спеціальний рахунок індустріальних інвестицій», який наповнювався за рахунок коштів, що були отримані Японією за товари, вироблені у США. Ці кошти використовувалися на засадах співфінансування у межах проєктів, що фінансувалися Експортно-імпортним банком Японії та Банком розвитку Японії. Також США активно допомагали відновленню японської економіки через відкриття власного ринку. Крім того, Японії заборонено мати армію, що звільняло значні ресурси для капітальних інвестицій в економіку країни. Такі фактори дали можливість досить швидко запуснути економічні мультиплікатори, пов'язані з

формуванням високої доданої вартості в країні, та сприяли швидкому нагромадженню промислового капіталу.

Заходами, що безпосередньо сприяли нагромадженню грошового та інвестиційного капіталу в Японії, були запровадження податкового режиму (в рамках Програми фіскального стимулювання інвестицій та кредитів), який був сфокусований на підтриманні високого рівня заощаджень у кейнсіанській логіці. Також відзначимо, у 50-60-х роках монетарні та фіскальні органи Японії реалізували досить злагоджену політику, спрямовану на підтримку низьких відсоткових ставок (політика «низького відсотка»), а також спрямовували кошти на проекти, пов'язані з розвитком інфраструктури, та виробничі фонди країни.

Серед важливих інструментів, які використовувались в контексті розбудови економіки Японії, було визначення перспективних галузей економіки, підтримка яких була пріоритетною для уряду і для стимулювання яких уряд запроваджував пільги для приватних інвесторів, надавав пільгові кредити, а також інвестував власні кошти, в тому числі золотовалютні резерви країни.

Ще однією особливістю економіки Японії, яка дала можливість підтримувати високі темпи економічного зростання, був позитивний торговельний баланс, який країна змогла забезпечити ще в кінці 50-х років ХХ ст. Важливо, що держава змогла втримати позитивний баланс торговельного рахунка платіжного балансу навіть після нафтового шоку 1973 р. І саме це дало можливість країні лібералізувати переміщення капіталу у 1979 р. Ці два фактори були серед найважливіших, які сприяли подальшому суттєвому нарощенню глобального капіталу в Японії.

У цілому компонентами економічної політики Японії в 50-60-х рр., які сприяли динамічному нагромадженню капіталу, були такі [148]:

- розвиток високотехнологічного виробництва через трансфер іноземних технологій та забезпечення максимальних капіталовкладень у виробничі фонди через використання внутрішніх (бюджетні кошти, кошти населення) та зовнішніх джерел (допомога США, кредити, інвестиції, кошти МВФ). Це

давало основу для отримання високої доданої вартості, частина якої спрямовувалась на цілі нагромадження капіталу;

- забезпечення позитивних сальдо державного бюджету (через інструменти бюджетного балансування) та сальдо торговельного балансу платіжного балансу (яке на початковому етапі було підтримане замовленнями США, пов'язаними з Корейською війною 1950-1953 рр.), що сприяло стабільності національної валюти (тобто збереження внутрішнього капіталу) та притоку іноземного капіталу;

- долучення до політики вільної торгівлі, яка, з одного боку, сприяла доступу до критично необхідних ринків сировини, а з іншого, забезпечувала ринки збуту товарів з високою доданою вартістю (Японія у 1955 р. стала членом ГАТТ);

- розвиток власного фінансового сектору та фондового ринку, який сприяв ефективному перерозподілу згенерованої в межах економіки країни доданої вартості, а також підтримував надходження портфельних інвестицій.

Таким чином, серед компонентів з досвіду Японії, які можуть бути використані Україною для досягнення високої динаміки нагромадження капіталу, є такі:

- зорієнтованість на розвиток високих технологій та імплементацію їх в усі сфери життя;

- орієнтація податкового ландшафту на підтримання високого рівня заощаджень у країні;

- «таргетування» відсоткових ставок у країні з метою доступності кредитних ресурсів;

- використання золотовалютних резервів країни для фінансування «вузьких місць», що виникали в процесі розвитку промисловості;

- орієнтація на підтримку позитивного торговельного балансу у довгостроковій перспективі;

- суворе використання зовнішніх фінансових ресурсів на напрями, пов'язані з розвитком економіки, та відновлення промислового потенціалу;
- проведення лібералізації руху капіталу адекватно економічним обставинам (після того, як у країні сформовано конкурентоспроможний реальний сектор економіки).

Іншим прикладом проведення вдалих економічних змін, що сприяли динамічному нагромадженню капіталу в межах національного, є Південна Корея. Після Другої світової війни країна була серед найбільш розорених держав світу з практично відсутньою промисловістю та розореним сільським господарством.

Точкою відліку розвитку Південної Кореї вважається утворення Ради економічного планування та запровадження «п'ятирічок» з 1962 р. Кульмінація її економічних успіхів припадає на період з 1962-1980 рр. – строк, протягом якого керівництво країни змогло докорінно змінити структуру економіки (так, якщо на початку 60-х років питома вага аграрного сектору економіки становила приблизно 40%, у середині 80-х років – вже 14%, відповідно вона була витіснена промисловістю, добувною галуззю, виробництвом комунальних послуг, будівництвом тощо) і відповідно забезпечити високий рівень економічного зростання в країні. Так, за період 1962–1980 рр. дохід на душу населення у цій країні зріс у 18 разів, з 87 дол. США до 1481 дол. США, що відповідно супроводжувалось нагромадженням різноманітних форм капіталу [154, с. 15, 21].

У випадку з Південною Кореєю ми можемо вести мову про започаткування процесу нагромадження капіталу практично з «чистого листа». У країні протягом щонайменше двадцяти років спостерігався процес постійного ускладнення виробництва, що базувався на перманентному нагромадженні, зокрема промислового капіталу. Так, протягом першого етапу індустріалізації економіки (1962-1970 рр.) у державі спостерігалась гостра нестача капітальних фондів для економічної розбудови, у зв'язку з чим в цей період були створені виробничі потужності, які не потребували значних капіталовкладень, –

розвиток легкої та добувної промисловості, нарощення виробництва продуктів харчування.

На цьому етапі для сприяння нагромадження капіталу в країні використовувались такі інструменти, як безпосередня державна фінансова підтримка пріоритетних галузей в економіці, поєднана із заходами, спрямованими на обмеження імпорту готових високотехнологічних товарів (при цьому тарифні обмеження на окремі необхідні компоненти були відсутні); реалізація аграрної реформи, яка фактично сприяла приватизації землі на умовах обмеження масштабної її концентрації в одних руках; використання дешевої робочої сили, що на першому етапі надало імпульсу для підтримки конкурентоспроможності продукції Південної Кореї на зовнішніх ринках; установлення «підв'язки» між імпортом та станом експортних операцій для забезпечення підтримання позитивного сальдо платіжного балансу країни; зниження податкового тягаря для експортоорієнтованих підприємств тощо. Поступово сформовані фонди у цих первинних галузях за активної участі держави використовувались для розвитку більш капіталоємних галузей промисловості, зокрема енергетики, нафтопереробки, чорної та кольорової металургії, хімії. Суттєві капітальні інвестиції у ці галузі були реалізовані протягом 1970-1980 рр. У 1973 р. за фінансової підтримки США та Японії в країні було відкрито потужне надсучасне металургійне підприємство, а також започатковано хімічну галузь. Це дало поштовх до розвитку таких напрямів економіки, як автомобілебудування, кораблебудування, приладобудування, будівної галузі.

Подальший розвиток економіки дав можливість автомобільній та суднобудівній галузям протягом ще двох десятиліть вийти у світові лідери. У цей період нагромадженню капіталу, крім вже перерахованих, сприяли такі заходи з боку держави, як забезпечення розвитку експортоорієнтованих галузей економіки шляхом формування потужних вертикально інтегрованих конгломератів, що забезпечували виробництво товарів з високою доданою вартістю за умови використання ефекту масштабу та синергетичного ефекту;

лібералізація контролю цін та відсоткових ставок у країні для формування ринково-орієнтованого підходу щодо функціонування економіки та стимулювання особистих заощаджень; застосування протягом декількох десятиліть підходу «таргетування галузі та продукту», що означає виокремлення пріоритетної галузі, яка має розвиватися пришвидшеними темпами, після реалізації плану, цільовою галуззю вибирається наступна, яка є похідною від попередньої. Так, спочатку цільовими галузями було обрано металургійну та хімічну, наступними - виробництво електроприладів та компонентів до них, пізніше - автомобілебудування та кораблебудування; підтримка приватної ініціативи, спрямованої на розвиток виробничої діяльності (субсидії, податкові послаблення, пришвидшені норми амортизації, виділення пільгових кредитів для фінансування імпорту сучасного обладнання та необхідних матеріалів), і пригнічення приватної ініціативи у зв'язку з неефективним використанням ресурсів країни (обмеження на імпорт споживчих товарів та розміщення фінансових ресурсів інвестиційного призначення на рахунках банків; створення бар'єрів для експорту товарів та матеріалів, які є необхідним у середині економіки країни); розвиток інфраструктурних проектів на засадах приватно-державного партнерства, що сприяло появі у країні розвинутих магістралей, портів, комунікацій, шести СПГ-терміналів тощо. Пік цього процесу припадає на 1977-1980 рр., коли 76% [154, с. 15] всіх інвестицій державного сектору спрямовувались в інфраструктурні проекти. Починаючи з 80-х років ХХ ст. промисловість Південної Кореї зорієнтована на перманентний розвиток наукомістких галузей економіки.

Досвід Південної Кореї в сучасних умовах є особливо показовим для України. Найважливішим в ньому, на наш погляд, є те, що приблизно за двадцять років країна змогла пройти шлях від відсталого до високорозвинутого. Зокрема, цінним є досвід країни, пов'язаний з формуванням логіки розвитку багатоукладності економіки. Південна Корея розпочинала з розвитку базових галузей, по мірі реалізації планів та мобілізації ресурсів

кошти на основі трансгалузевого підходу спрямовувала на розвиток більш складного виробництва. Інший важливий елемент, що сприяв промислому розвитку і відповідно нагромадженню капіталу, який би міг бути використаний в Україні, пов'язаний із встановленням залежності імпорту від експорту, що є гарантією перевищення надходження капіталу над його відтоком. Також важливим, враховуючи поточні умови в Україні, є підхід, що сприяв ускладненню імпорту товарів, близькі аналоги яких можуть бути вироблені в середині країни. Крім того, сьогодні Україна, як і колись Південна Корея, має дешеву робочу силу, яка б на певному етапі відновлення економіки України могла б здійснювати позитивний вплив на конкурентоспроможність економіки країни. Підтримка пріоритетних інфраструктурних проєктів та фінансування високотехнологічних розробок з використанням апробованих у Південній Кореї економічних механізмів є також актуальною для України.

Китай, на відміну від країн, досвід яких досліджено вище, не є співставним з Україною за своїм економічним потенціалом, але все ж таки окремі фрагменти його політики, спрямованої на нагромадження капіталу, можуть бути актуальними для сучасної України.

Досить динамічний розвиток економіки Китаю спостерігався ще з 50-х років ХХ ст., але пришвидшився з кінця 70-х років, коли керівництвом Комуністичної партії Китаю було вирішено питання щодо переходу від планової економіки до ринково-орієнтованої.

Досвід нагромадження капіталу Китаю тісно пов'язаний з майже тотальною роллю держави в економіці і здійсненням нею лібералізації у частині, де це сприяло пришвидшеному розвитку. Основними сильними сторонами китайської економіки у кінці 70-х років були: дешева робоча сила, значні поклади корисних копалин і перспективний внутрішній ринок. Для розбудови економіки країна відчувала гострий брак технологій і фінансових ресурсів. Саме на першочергове вирішення цих завдань були спрямовані дії Комуністичної партії Китаю.

Політика «великого стрибка» супроводжувалась лібералізацією зовнішньої торгівлі, запровадженням процедури започаткування бізнесу іноземцями, удосконаленням законодавства, лібералізацією ціноутворення тощо.

Серед елементів економічної політики, які сприяли нагромадженню капіталу та могли б бути корисними в сучасних умовах для України, є:

- постійна орієнтація на перевищення надходження до країни валюти порівняно з її відтоком;
- використання спеціальних вільних зон для стимулювання економічного пожвавлення на окремих територіях;
- державний контроль імпорту для недопущення відтоку капіталу на «непродуктивні» потреби;
- державний контроль ціноутворення на підприємствах та обмеження трансферного ціноутворення;
- скасування імпорتنих мит на товари та матеріали, які закуповувались для їх використання під час створення товарів на експорт;
- розвиток основної інфраструктури в регіонах (автобанів, портів, залізниць);
- підтримання виробництва дешевої електроенергії в країні (спочатку станції на вугіллі, пізніше атомні реактори);
- постійне збільшення інвестицій в освіту та науку, що дало можливість поступово зблизитись у наукомістких галузях з розвинутими країнами;
- запровадження та ефективний контроль за роботою фінансової інфраструктури, що сприяло притоку в реальний сектор економіки заощаджень населення та коштів іноземних портфельних інвесторів;
- забезпечення надійної системи гарантування прав власності для іноземних інвесторів, що сприяло приходу глобального капіталу до країни [127].



Серед прикладів країн «соціалістичного табору», які протягом останніх двох десятиліть досягли суттєвого прогресу у нагромадженні капіталу, є Польща, досвід якої є особливо актуальним для України з причин її певної схожості та географічної спорідненості.

Динамічний розвиток економіки Польщі тісно пов'язаний з приєднанням країни до ЄС у 2004 р., що на першому етапі сприяло надходженню значних фінансових ресурсів до економіки країни з різноманітних фондів розвитку ЄС, а також долучення фінансових ресурсів з приватних фондів. У період з 2004 по 2007 рр. середній рівень зростання економіки країни був на рівні 5,5%, у період 2008-2015 рр. середні темпи зростання економіки дещо знизились і були на рівні 2,8%. При цьому найшвидші темпи нагромадження капіталу спостерігались у період 2005-2009 рр. Кумулятивний об'єм прямих іноземних інвестицій в економіку Польщі станом на кінець 2015 р. сягнув 159 млрд. євро [189], що стало основним фактором мультиплікативного нагромадження капіталу в середині країни. Нагромадження капіталу, основане на зовнішніх надходженнях, створило ситуацію, за якої в економіці країни має місце домінування іноземного капіталу. Так наразі іноземний капітал контролює 50% промислового капіталу країни і 65% грошового капіталу (банківського сектору) [158, с. 12].

На сучасному етапі влада Польщі занепокоєна зниженням темпів економічного зростання та занадто високою присутністю іноземного капіталу в середині економіки. Вона пропонує п'ять «стовпів» побудови сильної економіки. Зокрема, пропонується забезпечити [158]:

(1) реіндустріалізацію, яка охоплює такі галузі, як розвиток безпілотного транспорту, кораблебудування, фармацевтики, ІТ-технологій та середовища, виробництва міського транспорту, біотехнологій, альтернативної енергетики, сфери послуг за принципом «аутсорсингу»;

(2) розвиток інноваційних компаній на основні підходу, пов'язаного з укрупненням малих і середніх технологічних компаній з метою «вирощення»

потужних високотехнологічних об'єднань, які мають стати основою нагромадження національного капіталу країни;

(3) формування фондів розвитку країни за рахунок власних накопичень, фондів розвитку ЄС, коштів Польського фонду розвитку, плану Юнкера, коштів Світового банку, Азіатського банку інфраструктурних інвестицій тощо;

(4) посилення іноземної експансії польськими виробниками товарів. Для цього пропонується консолідувати зусилля держави та приватного сектору для просування товарів та послуг на зовнішніх ринках, сприяти розширенню географії поставки товарів з країни, професійній підтримці експорту шляхом створення відповідної інституційної структури на державному рівні та розширенню дипломатичної мережі;

(5) соціальний та регіональний розвиток шляхом удосконалення системи освіти, зниження диспропорцій регіонального розвитку, максимального охоплення суб'єктів, що мають бути долучені до процесів розвитку країни, випереджального розвитку східних регіонів Польщі, орієнтацію на розвиток виробництва дешевої енергії як основного компоненту виробничої собівартості, розвиток регіональної транспортної інфраструктури тощо.

Фактично всі з перелічених «стовпів» економічного розвитку, запропонованих Міністерством розвитку Польщі на початку 2016 р., є актуальними і для України та можуть бути використані в контексті створення середовища для забезпечення динамічного нагромадження капіталу в середині країни.

Що стосується безпосередньо нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності, як пишуть польські вчені у дослідженні, присвяченому винятковій економічній стійкості країни під час кризи 2008-2009 рр., основним джерелом фінансових надходжень у кризових умовах залишались різноманітні фонди ЄС, які, незважаючи на зниження кредитування економіки, позитивним чином впливали на нагромадження капіталу в країні у цей період [144, с. 35].

Узагальнюючи світовий досвід, пов'язаний з кращими економічними практиками, які сприяли швидкому нагромадженню капіталів у рамках окремих національних економік, виділимо основні елементи, які є базовими для реалізації цього процесу. У всіх без виключення випадках швидкі темпи нагромадження капіталу потребують функціонування економічного механізму, основними елементами якого є:

- (1) ринки збуту (зовнішні та внутрішні);
- (2) сировина та матеріали;
- (3) трудові ресурси або у сучасній інтерпретації енергія;
- (4) людський капітал (інтелектуальна праця);
- (5) технології, необхідні для виробництва товарів та послуг з високою доданою вартістю;
- (6) виробничі фонди, на яких безпосередньо здійснюється виробництво готових виробів, та інфраструктура;
- (7) належно працююча система фінансового перерозподілу, зорієнтована на підтримку стійкості нагромадження капіталів в середині країни (її основні складові: функціонування фінансових посередників, фондового ринку, фіскальна та монетарна політики тощо);
- (8) активна участь держави.

Як свідчить досвід досліджених країн, їх потенціал щодо економічного розвитку та нагромадження капіталу напрямую пов'язаний з можливістю забезпечення ефективної взаємодії цих елементів економічного механізму. Іншими словами, ці елементи складають базову модель, яка є необхідною для створення умов для нагромадження капіталу в середині країни. Відповідно формування системи нагромадження капіталу в Україні потребує також наявності цих елементів. У додатку Й систематизовано на основі приведених критеріїв досвід досліджених країн, який може бути використаний в Україні у контексті побудови національної системи домінуючого нагромадження капіталу.

Крім того, відзначимо, що одним із факторів, на якому, як правило, не загострюють увагу вчені економісти, що є надважливим для відновлення економіки на засадах стимулювання внутрішніх та зовнішніх інвестицій, неодмінно є формування позитивного сальдо торговельного балансу. Це дає змогу говорити про стабільність національної валюти і про те, що країна має інвестиційну привабливість (це поняття включає й інші фактори, але, як свідчить економічна історія, позитивний торговельний баланс є надважливим). Як демонструє дослідження досвіду найуспішніших країн щодо темпів нагромадження капіталу, жодна з країн, що не мала протягом тривалого часу позитивного торговельного балансу, не змогла долучитися до плеяди найуспішніших держав в частині нагромадження капіталу.

Таким чином, завдання щодо забезпечення нагромадження капіталу в окремо взятій національній економіці є, на наш погляд, одним із складніших у макроекономічній політиці, що пов'язано з низкою ендогенних та екзогенних умов, які мають сформуватися для реалізації цієї цілі. Так, економічне зростання в країні є необхідною умовою для процесів, пов'язаних з розширеним відтворенням капіталу, при цьому наявність економічного зростання ще зовсім не означає, що в країні має місце розширене відтворення капіталу (у сировинних країнах часто відбувається економічне зростання без нагромадження капіталу). Це пов'язано з тим, що для нагромадження капіталу є необхідною така передумова, як створення високого рівня доданої вартості в середині країни. Це потребує наявності сучасних технологій та модернізованого виробництва (ці два фактори у даному контексті формують високу ефективність праці, що також є необхідним), можливості генерувати енергію щонайменше за собівартістю не вищою, ніж у країн-конкурентів (що особливо актуально в умовах зменшення участі трудових ресурсів у виробничих процесах і тотальної заміни їх на машини і людський капітал), також не слід забувати про важливість перебування на окремо взятій території необхідного людського капіталу та трудових ресурсів. Навіть, якщо ендогенні умови вже сформувались, для динамічного нагромадження капіталу необхідним є участь

країни у міжнародному поділі праці, тобто можливість реалізовувати товари та послуги з високою доданою вартістю на різноманітних зарубіжних ринках, оскільки присутність тільки на внутрішньому ринку не дає можливості настільки капіталізуватися, щоб конкурувати з транснаціональним капіталом походженням з інших країн. І нарешті, якщо навіть вищеперелічені умови склались, для забезпечення поставленої мети в національній економіці має, з одного боку, функціонувати сталий механізм нагромадження капіталу, який би забезпечував перманентний перерозподіл створеної доданої вартості на потреби довгострокового економічного розвитку, з іншого, необхідним є належне функціонування інститутів, робота яких гарантувала б стійкість «правил гри» в економіці і не допускала постійної евакуації капіталу з країни з використанням різноманітних схем. Що стосується необхідності фінансових ресурсів для формування системи нагромадження капіталу, тут вони є скоріше необхідними як певна економічна матерія, яка сприяє формуванню, зв'язує та рухає весь механізм сталого нагромадження капіталу, а не матеріальна база, що імперативно обумовлює процес нагромадження.

### **3.3. Формування архітекtonіки національної системи нагромадження капіталу в Україні**

Запропонована у цьому розділі логіка формування архітекtonіки національної системи домінуючого нагромадження капіталу, на наш погляд, є досить структурованою і має у своєму складі декілька чітких етапів, які передбачають необхідність проходження проміжних цілей, досягнення яких створює передумови до переходу на наступний етап.

Як було виявлено у попередньому параграфі, нагромадження капіталу потребує певного рівня сформованих грошових капіталів (або первинно сформованих), які будуть використані для створення необхідних передумов подальшого нагромадження. Тобто сам нагромаджений капітал виступає передумовою нагромадженню капіталу. Для вирішення цієї задачі є необхідним створення передумов для мобілізації внутрішніх фінансових ресурсів та стимулювання зовнішніх інвестицій в Україну.

Таким чином, здійснюється «національна мобілізація капіталів», яка є базовою умовою подальших перетворень в економіці країни. Реалізація цього завдання охоплює низку заходів, спрямованих на залучення до економіки країни заощаджень населення поза фінансовими установами, готівкових накопичень підприємців та власників різноманітних активів (що формують доходи), а також покращення інвестиційного клімату і сприяння репатріації раніше виведених фінансових ресурсів.

Проміжною ціллю національної мобілізації капіталу є нарощення валютного запасу країни та перерозподіл гривневої грошової маси для використання його з метою запуску системи домінуючого нагромадження капіталу, зокрема здійснення першочергових критично необхідних витрат розвитку. При цьому національна мобілізація капіталу якісно відрізняється від запропонованого у параграфі 3.1 накопичення національного стабілізаційного капіталу. Так, «національна мобілізація капіталу» зорієнтована на вирішення завдання щодо структурної перебудови економіки країни, а відтак розглядається, як мобілізація ресурсу, який безперервно буде реінвестуватися в

економіку, зокрема дослідження, інфраструктуру, участь у проектах з розвитку реального сектору економіки. В той час, як «нагромадження національного стабілізаційного капіталу» є лише компонентом «національної мобілізації капіталу», яка є базисом для побудови національної системи домінуючого нагромадження капіталу і зорієнтованим насамперед на підтримання стабільності економіки, і тільки у разі дотримання такої умови частина цих фондів може бути долучена до вирішення питання структурної перебудови економіки країни (див. рис. 3.2).

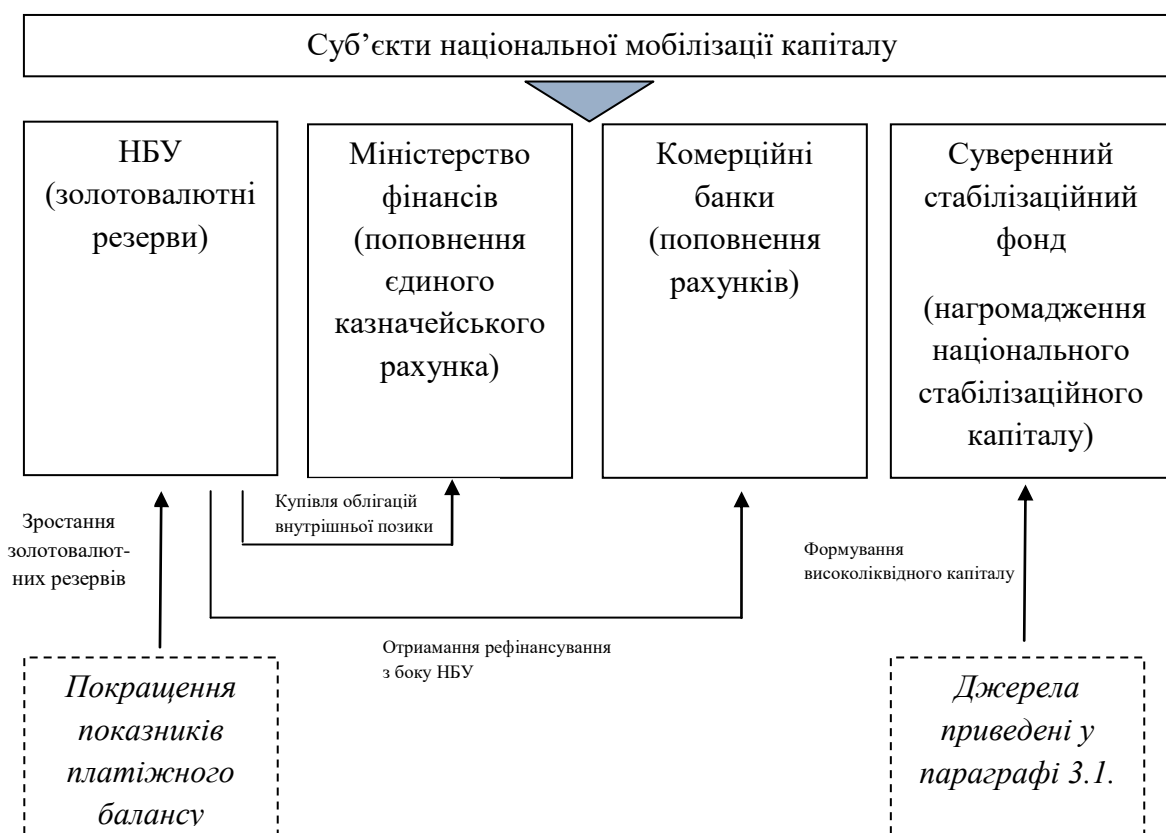


Рис. 3.2. Суб'єкти та механізми грошового перерозподілу в контексті процесу «національної мобілізації грошових ресурсів». *Джерело:* розроблено автором дисертаційної роботи.

З технічної точки зору, національна мобілізація капіталів має забезпечити об'єм надходження до економічної системи країни валюти більше порівняно з її відтоком, відповідно дельта може бути використана для цілей економічного

розвитку. Акцент робиться саме на іноземну валюту з причини того, що її надходження до економіки і відповідно акумуляція на рахунках НБУ, казначейства, державних банків, Суверенного стабілізаційного фонду дає можливість розпочати монетарну експансію. Метою такої експансії є інвестиції у розвиток за умови недопущення девальвації національної валюти, у результаті тиску додаткової гривневої маси. Таким чином, національна мобілізація капіталу розглядається як визначальний чинник, який буде каталізатором процесів нагромадження капіталу і відповідно є вирішальним фактором успішності ефективності функціонування національної системи домінуючого нагромадження капіталу, про яку піде мова у цьому параграфі.

Як ми побачили у попередньому розділі, структура розподілу ВВП України, зорієнтована на споживання, не дає можливості для розвитку економіки, таким чином обумовлюючи не тільки її відставання, а й безупинне звуження того ж споживання, не говорячи вже про нагромадження. Відновлення економіки країни та її соціальних стандартів безпосередньо залежить від можливості формування витрат на розвиток (і як результат забезпечення розширеного відтворення капіталу в усіх його формах втілення), а у випадку України - взагалі від можливості згенерувати ресурси для «технологічного ривка», яка би дала можливість країні «вписатися» у новий глобальний економічний уклад, контури якого вже почали формуватися. Такий уклад буде безпосередньо пов'язаним із переходом на нові технології у сфері енергетики, біохімії, генетиці, виробництві харчових продуктів, логіці функціонування постіндустріального суспільства, яка передбачає широку роботизацію виробництва та інтеграції штучного інтелекту в усі сфери життя людини. Як пишуть українські вчені: «Ре-, пост- і неоіндустріалізація змістовно можуть бути визначені як неоіндустріалізація, що має своїми складовими нано-, біо- та соціоіндустріалізацію» [92, с. 21]. Фактично мова йде про реалізацію проектів, які б дали можливість Україні бути лідером в окремо взятих сферах виробництва продукції (товарів та послуг) з високою доданою вартістю. І саме такі проекти мають стати основою нової економічної моделі країни, що



передбачає відновлення процесу нагромадження в державі. Разом з тим така реіндустріалізація має відбуватися на тлі належного функціонування традиційних виробничих кластерів, оскільки саме ресурс, згенерований останніми, може стати основою для формування нового економічного укладу в країні.

Низька ефективність використання нагромадженого капіталу в середині держави, маркерами чого є негативні структурні зміни в економіці і низький рівень відтворення капіталу, пов'язана з відсутністю належного функціонування державного механізму, спрямованого на економічний розвиток, який ми пов'язуємо з нагромадженням капіталу і відповідно зростанням економіки країни. Як пише Л.Жданова: «Нагромадження капіталу як проблема макроекономіки - це проблема економічного зростання, тобто заощаджень, інвестицій і збільшення річного продукту суспільства» [47, с. 6]. Дуже влучною є схожа по суті з попередньою думка, сформульована Н.Дучинською: «Підвищення продуктивності праці забезпечує економію робочого часу на одиницю продукції, що сприяє зростанню виготовленої продукції споживчого та інвестиційного призначення, збільшенню обсягів валового регіонального продукту, валового внутрішнього продукту, забезпеченню процесу нагромадження капіталу необхідними ресурсами. Завдяки нагромадженню капіталу і впровадженню високоефективного сучасного устаткування продуктивність праці підвищується» [29, с. 153]. Тому саме у такому руслі ми зосередимо наше дослідження у цьому параграфі дисертаційної роботи.

Економічна «діагностика», здійснена у попередньому розділі, виявила такі системні особливості функціонування економіки України, які сформували «споживчо орієнтовну економіку»:

- відсутність належного захисту прав власності, що спонукає до нагромадження капіталу найбагатших українців у інших юрисдикціях (перш за все офшорних);

- зорієнтованість державної політики на підтримання соціальних стандартів без адекватної бази, що формує доходи державного бюджету;
- спрямування державної фіскальної та монетарної політики на короткострокові цілі, пов'язані з виконанням державного бюджету, курсової стабільності, інфляційного таргетування тощо;
- орієнтація державної політики на підтримання економічного зростання екстенсивним шляхом;
- практична відсутність механізмів, які б стимулювали спрямування коштів на проекти, пов'язані з підвищенням ефективності праці, інноваційним розвитком;
- неефективна система взаємодії наукових установ та виробничих бізнес-структур;
- невдала приватизація, яка залишила державу без найбільш ефективних та конкурентоспроможних виробництв, доходи від роботи яких могли бути спрямовані на відновлення економіки країни;
- орієнтація фінансового сектору на швидкі заробітки, які не передбачають інвестиції у складні та ризиковані проекти.

Серед зовнішніх чинників, які сприяли формуванню поточної економічної архітекtonіки, були:

- високий рівень конкуренції на глобальних ринках товарів з високою доданою вартістю;
- сповільнення зростання світової економіки;
- високий рівень економічної нестабільності насамперед на світових сировинних ринках;
- низький рівень зовнішнього фінансування, що спрямовується на вирішення завдань, пов'язаних з якісними змінами в економіці країни.

Таким чином, враховуючи той факт, що окремі економічні суб'єкти, навіть досить крупні, як свідчить досвід, не в змозі забезпечити розширене відтворення капіталу в умовах нестабільності в межах глобальної економіки, це

завдання має взяти на себе держава. «Перехід від зворотньо-поступальної до еволюційної траєкторії розвитку ми вважаємо основною стратегічною метою економічної політики...», - пише російський учений Г.Клейнер [55, с. 109].

Орієнтовна архітектура національної системи домінуючого нагромадження капіталу має такі особливості:

- у країні запущено механізм перманентного реінвестування частини доданої вартості на витрати розвитку у широкому розумінні, тобто вибудована ефективна у сенсі нагромадження капіталу система фінансового перерозподілу;

- держава займає позиції «модератора» та координатора економічних перетворень у середині країни;

- у країні можливе зростання соціальних стандартів лише як результат реального (вираженого у доларах США або у фізичних об'ємах) економічного зростання;

- торговельний баланс країни є позитивним у довгостроковій перспективі;

- дефіцит державного бюджету країни має тенденцію до зниження;

- відтік трудових ресурсів та людського капіталу з країни зупиняється;

- національна валюта є досить стабільною;

- у країні спостерігаються поступові позитивні, якісні та кількісні зміни в економіці;

- товари внутрішнього виробництва, аналоги імпортом, є набагато доступніші, разом з тим їх якість і асортимент покращуються, а експорт таких товарів стало розширюється, відкриваючи нові ринки збуту українських товарів;

- фінансовий сектор зорієнтований на фінансування витрат розвитку та фінансування розвитку нових технологій;

- диспропорції у рівні доходів населення поступово знижуються;

- система освіти в країні чітко зорієнтована на потреби структурних змін в економіці країни.

На наш погляд, основою національної системи домінуючого нагромадження капіталу є забезпечення «сталості механізмів нагромадження капіталу». Це економічне поняття охоплює різноманітні аспекти державної політики з метою забезпечення безперервної зорієнтованості певної частини ВВП на потреби, пов'язані з якісними змінами в структурі економіки. Забезпечення сталості механізмів нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності виглядає особливо складним завданням, що пов'язано з негативною дією останньої на формування фінансових ресурсів – основи нагромадження. Сприяти вирішенню цього завдання може надання пріоритету кінцевим витратам в економіці.

Пріоритетами кінцевих витрат у межах системи домінуючого нагромадження капіталу є такі (від найважливішого до найменш важливішого в рамках запропонованої системи):

- 1) витрати на проведення наукових досліджень в окремих сферах;
- 2) вітчизняна та імпортна продукція, пов'язана з оновленням виробничих фондів та запуском сучасного виробництва;
- 3) купівля за кордоном ліцензій та патентів для початку виробничої діяльності в середині країни;
- 4) продукція, пов'язана з відновленням промислової та соціальної інфраструктури;
- 5) споживчі товари вітчизняного виробництва;
- 6) нерухомість в середині країни;
- 7) імпортні споживчі товари;
- 8) імпортні споживчі товари тривалого користування;
- 9) імпортний автотранспорт для приватного користування.

Вплив нестабільності на економіку країни тим вищий, чим примітивнішою вона є. Отже, найсуттєвіший вплив економічної нестабільності буде на початкових етапах структурних змін в економіці, що створює певну пастку: чим слабша економіка, тим важче їй розпочати необхідні перетворення. Відповідно до ускладнення економіки та покращення її макроекономічних показників буде

спостерігатися зменшення діє факторів економічної нестабільності порівняно з іншими слабо розвинутими економіками.

Сталість механізмів нагромадження капіталу може підтримуватися виключно в умовах безперервного надходження фінансових ресурсів для підтримки якісного та кількісного розвитку економіки. Формування його пов'язано з безпосереднім створенням доданої вартості в середині країни, тому головним пріоритетом формування системи нагромадження капіталу є максимізація створення високої доданої вартості в середині країни.

Завдання з формування архітекtonіки системи нагромадження капіталу складається з трьох фаз: підготовчої, фази стабілізації та фази розвитку, кожна з них має своє головне завдання та головний пріоритет (див. рис. 3.3).



Рис. 3.3. Схема формування національної моделі домінуючого нагромадження капіталу. Джерело: розроблено автором.

Перший етап (підготовча фаза), який триватиме приблизно 3-7 років, має бути спрямований на консолідацію ресурсів, які у подальшому будуть спрямовані на формування «нової економіки». Як зазначав М.Кондратьєв: «Для

рішучого та тривалого підйому необхідний значний резерв вільного капіталу як у грошовій, так і у виробничій формі» [69, с. 28].

Основою механізму відновлення економіки, як було відзначено, виступить держава у ролі модератора та координатора відповідних процесів. Основним економічним пріоритетом діяльності держави у цей період є таргетування всіх інструментів державної влади для створення необхідних передумов. Це стосується і НБУ, хоча «центральними банками залежно від проміжної цілі монетарної політики можуть застосовуватися такі монетарні режими: монетарне, курсове таргетування і таргетування інфляції» [73, с. 162]. Відновлення процесів нагромадження капіталу потребує зосередження центрального банку й на завданнях, які передбачає підготовчий етап, що означає ситуативне застосування всіх вищеперерахованих режимів.

Найважливішою передумовою формування архітекtonіки національної системи домінуючого нагромадження капіталу є створення стійкого перевищення валютних надходжень до країни порівняно з її відтоком. Мова йде про надходження від експорту товарів та послуг, оскільки саме такі надходження є найбільш сталими в умовах економічної нестабільності. Це пов'язано з тим, що надходження фінансових ресурсів (у вигляді кредитів та інвестицій) до країни в умовах нестабільності може мати негативний ефект для економіки, оскільки при погіршенні кон'юнктури на зовнішніх сировинних ринках вирівнювання торгових балансів часто відбувається за рахунок девальвації національної валюти. Так трапляється і в Україні.

Таке позитивне сальдо має створити певну валютну «подушку», яка у подальшому дасть можливість державі збільшувати витрати, пов'язані з розбудовою економіки країни без загрози відновлення девальвації національної валюти. І саме створення такої валютної «подушки» має стати основним державним пріоритетом протягом підготовчого етапу. Для досягнення цього пропонується використати низку інструментів та заходів у основних сферах, де держава (та НБУ) має вплив (див. рис. 3.4).



Рис. 3.4. Сфери державного впливу для створення передумов формування архітекτονіки національної системи домінуючого нагромадження капіталу.  
*Джерело:* розроблено автором.

Фіскальна сфера. «Реалізація механізму фіскального регулювання передбачає використання двох основних груп важелів – бюджетних та податкових, дія яких реалізується через застосування відповідних механізмів» [87, с. 15].

На підготовчому етапі формування архітекτονіки національної системи домінуючого нагромадження капіталу пропонується сфокусуватися на податкових інструментах, оскільки Державний бюджет України перебуває у глибокій кризі (що обмежує можливість використання бюджетних інструментів фіскальної політики), а також – на посиленні контролю за державними витратами. Як пише О.Грабчук у контексті пропозицій фінансового впливу для розвитку економіки України: «Серед пріоритетних напрямів застосування фінансових інструментів бюджетно-фіскального спрямування є: зменшення бюджетних видатків на поточне споживання і соціальне забезпечення та



збільшення капітальних видатків, розширення бази оподаткування, зменшення державного боргу тощо; тобто сукупність інструментів, застосування яких призведе до перерозподілу доданої вартості на зростання національного багатства» [18, с. 139].

Пропонується використання таких інструментів фіскальної політики для формування національної системи домінуючого нагромадження капіталу:

- визначення переліку імпортованих товарів, які можуть бути вільно замінені аналогами внутрішнього виробництва (харчові продукти, алкогольні напої, інші споживчі товари), – на такі товари має бути запроваджено підвищення мита та податку на додану вартість;
- суттєве підвищення митних ставок на легкові автомобілі дорожчі за 30 тис. дол. США;
- перегляд бюджетних видатків, зокрема зниження витрат споживання бюджетних установ (йдеться про адміністративні витрати);
- ліквідація бар'єрів, пов'язаних з імпортом обладнання та продукції для запуску високотехнологічного виробництва в середині країни;
- проведення реструктуризації внутрішніх та зовнішніх боргів;
- запровадження положень законодавства щодо трансферного ціноутворення;
- зменшення податкового навантаження на роботодавця;
- надання пільг для реалізації проектів, пов'язаних з економічним розвитком;
- зниження ставки податку на прибуток, що реінвестується;
- використання можливостей підходу прискореної амортизації;
- зважений підхід до зниження субсидування експортоорієнтованої промисловості (відмова від субсидування може бути лише у випадку, якщо підприємство в змозі працювати без нього);
- оподаткування кредитів, які пов'язані з фінансуванням споживання (особливо імпортованих товарів та послуг);

- удосконалення системи адміністрування податків.

Монетарна сфера. Монетарна сфера протягом підготовчого етапу має бути зосереджена на формуванні умов для реалізації монетарної експансії, спрямованої на відновлення економіки країни. Тут основними завданнями є переорієнтація банківського сектору на фінансування проектів, пов'язаних з відновленням економіки країни, фінансуванням витрат споживання. Для вирішення цього завдання слід застосувати такі інструменти:

- запровадження додаткових вимог до комерційних банків щодо резервування кредитів, пов'язаних із придбанням споживчих товарів, та запровадження короткострокових інвестиційних інструментів (облігацій) за тимчасової акумуляції вільних грошових ресурсів (зниження таких вимог щодо кредитів, пов'язаних з відновленням економіки країни);

- емісія цільових облігацій у випадку формування «зайвої» ліквідності в рамках фінансової системи з метою зниження тиску на міжбанківському валютному ринку;

- емісія цільових довгострокових облігацій з метою переорієнтування ресурсів страхових компаній та недержавних пенсійних фондів для цілей відновлення економіки країни;

- введення «стелі» ставок за депозитами на умовах повного гарантування вкладів задля зниження вартості кредитних ресурсів в економіці та можливості прибуткової діяльності банків в умовах зниження можливості займатися споживчим кредитуванням;

- уведення заборони комерційним банкам займатися спекулятивними операціями на міжбанківському валютному ринку;

- закінчення оздоровлення банківського сектору з метою зниження зобов'язань держави у цій частині.

Іншим завданням монетарної політики на підготовчому етапі є розвиток фінансової інфраструктури для спрямування фінансових ресурсів у реальний сектор економіки. Як пишуть Ігнатюк А. та Кульпінський С.: «Для

повноцінного ефекту монетарна експансія повинна мати наслідком інвестиційну експансію, для чого мають достатньою мірою функціонувати канали трансформації випущених в обіг ресурсів» [50, с. 38]. Основним каналом монетарної експансії будуть державні та комерційні банки, Міністерство фінансів України, Суверенний стабілізаційний фонд.

У контексті використання фіскальних та монетарних інструментів при створенні умов для запуску процесів нагромадження капіталу не слід забувати про важливість взаємодії цих важелів державного впливу. Тобто «для забезпечення фінансової стабільності та сталого економічного зростання необхідне концептуальне переосмислення проведення державної фінансової політики, зокрема взаємодії фіскальної та монетарної складових, які мають різний, а в деяких випадках протилежний характер впливу на економічні процеси» [94, с. 22]. Таким чином, формування необхідних передумов для запровадження національної системи домінуючого нагромадження капіталу потребує чіткої координації державних органів монетарної та фіскальної політики з метою синхронності запровадження заходів, спрямованих на формування необхідного фінансового ресурсу. Серед напрямів, які потребують тісної взаємодії цих органів, є: питання, пов'язані з реструктуризацією державного боргу; питання, пов'язані з формуванням пропозиції державних інвестиційних інструментів у випадку обмеження можливостей комерційних банків щодо заробітку на споживчому кредитуванні; питання корекції грошової маси для зниження внутрішнього попиту на валюту протягом періоду формування валютної «подушки» тощо. Крім того, координація фіскальної та монетарної політики є особливо необхідною в контексті дії факторів економічної нестабільності, оскільки саме злагоджена дія відповідних органів може знижувати негативний вплив як системних, так і унікальних факторів.

У виробничо-науковій сфері на підготовчому етапі мають бути реалізовані заходи, спрямовані на формування передумов для перспективного долучення існуючих виробничих потужностей до архітектоники системи домінуючого нагромадження капіталу України. Для цього пропонується:

- провести інвентаризацію підприємств з метою виявлення існуючих потужностей, які можуть бути залучені до виробництва висококонкурентної продукції;
- виділити напрями промисловості, де є сформований певний потенціал, на основі якого можуть бути створені галузі – драйвери економічного зростання;
- проведення інвентаризації науково-дослідних інститутів з метою виявлення розробок, які можуть бути впроваджені для підвищення рівня технологічності економіки України;
- створення умов для розвитку стартапів в Україні, зокрема надання їм режиму найбільшого сприяння;
- формування конкретних завдань для наукових установ, пов'язаних із розробками, спрямованими на економічне відновлення.

Важливим завданням у контексті економічного розвитку є і збільшення людського потенціалу, оскільки «еміграція працездатного населення, зниження рівня зайнятості та зростання рівня безробіття, а також скорочення чисельності населення є факторами, які знижують забезпеченість робочою силою, що негативно позначається на вагомості трудового внеску у загальне зростання виробництва» [63, с. 316]. Водночас «перехід України до вищих рівнів технологічних укладів, які є доволі наукомісткими, потребує переходу до нової економіки – економіки знань – і відповідного розвитку людського капіталу» [107, с. 204]. Тому науково-освітня орієнтація країни має бути чітко спрямована на потреби формування запропонованої економічної моделі.

Також пропонується здійснити суттєві корективи сфери державних закупівель. Зокрема, пропонується утворення державного органу, який буде здійснювати закупівлю товарів та послуг для всіх державних установ, підприємств та організацій на основі отриманих заявок. Функціонування такого державного органу необхідне для унеможливлення маніпуляцій з державними коштами, для координації державних витрат та зниження сезонної нерівномірності попиту на іноземну валюту в Україні. Передбачається, що

діяльність такого органу вивільнить певний фінансовий ресурс, який буде спрямований на реалізацію заходів щодо відновлення економіки країни.

Серед завдань першого етапу є збільшення експортних доходів держави. Ми виходимо з того, що традиційні експортні доходи України є тим джерелом валютної виручки, яке дасть можливість сформувати валютну «подушку» для переходу на другий етап формування вищезгаданої системи. У зв'язку з цим держава має сприяти та підтримувати традиційних виробників експорту доки в країні не сформуються нові кластери виробництва, що генерують високу додану вартість. Тому з метою нарощення експортної виручки держава має діяти у трьох основних напрямках: 1) підтримка експортерів, які перебувають у важкому фінансовому становищі, шляхом мінімізації оподаткування (ресурс для субсидій відсутній); 2) розвиток системи діагностики трансферного ціноутворення з метою мінімізації можливості звільнення від податків фінансових груп, які в змозі такі податки сплачувати; 3) активізація роботи з торговельних місій щодо можливості виходу на нові ринки з існуючою продукцією.

Крім того, на підготовчому етапі необхідним є здійснення заходів, пов'язаних з нормалізації умов для поживлення ділової активності в середині країни. Для цього необхідними є заходи, спрямовані на зниження корупції в країні, орієнтовані на демонополізацію та формування справедливої судової системи тощо.

Логіка другого етапу формування національної системи домінуючого нагромадження капіталу передбачає відновлення роботи традиційного реального сектору економіки та розвиток агропромислового комплексу як основи формування доданої вартості для переходу на більш високий економічний уклад (третій етап), який дасть можливість покращити структуру економіки, знизити вплив економічної нестабільності на нагромадження капіталу та запровадити безперервність нагромадження у довгостроковій перспективі. Також на етапі стабілізації пропонується безпосередньо розпочати монетарну експансію для фінансування відновлення інфраструктури, яка бере

безпосередню участь у виробничих процесах та має вплив на продуктивність праці та виробничу ефективність. Недопущення негативних наслідків монетарної експансії буде забезпечуватися не тільки сформованою «монетарною подушкою», яка витратиться внаслідок появи «зайвої» гривневої ліквідності на міжбанківському валютному ринку, а й об'єктивними обставинами, пов'язаними зі зниженням швидкості обороту грошової маси в результаті фінансування проектів реального сектору економіки. Таку взаємозалежність дослідив російський вчений В.Назаров [75]. Монетарна експансія для розвитку реального сектору економіки дає можливість реалізовувати проекти без загрози порушення макроекономічної рівноваги на суму, еквівалент якої суттєво перевищує спеціально сформовані для цих цілей валютні ресурси. Це обумовлено тим, що у такій ситуації фактично відбувається пониження ліквідності (а відповідно і швидкості його оборту) капіталу через зміни його форми з грошової у фізичну.

Стовпами економічного відновлення мають стати такі компоненти реального сектору економіки: розвиток енергетики, інфраструктури, аграрного комплексу, відновлення конкурентоспроможності традиційної промисловості, розвиток людського потенціалу. Фінансування потребують й інші сфери, але ми виходимо з того, що обмежені фінансові ресурси треба витратити на проекти, які будуть мати найсуттєвіший вплив на економіку країни. Враховуючи поточний стан справ фінансового сектору України, на цьому етапі передбачається використання ресурсів державних банків та установ. Приватні банки на цьому етапі будуть переважно вирішувати питання відновлення якості кредитних портфелів, а враховуючи звуження споживчого кредитування, цей процес може зайняти досить великий період часу (5-10 років).

Розвиток енергетики розглядається як базовий компонент для підвищення ефективності функціонування економіки та покращення структурних показників платіжного балансу. У структурі імпорту України на енергоносії (нафта, продукти переробки нафти, вугілля, атомне паливо) припадає

приблизно 30% [186]. Для зниження імпорту продуктів енергетичного сектору та підвищення конкурентоспроможності промисловості пропонується:

- нарощення інвестицій у виробництво ядерної енергетики. Це дасть змогу у подальшому збільшити питому вагу атомної енергетики у структурі електроенергії, що виробляється в країні. Враховуючи, що атомна електроенергія є найдешевшою серед усіх видів електроенергії (так, за період 21.03.17-31.03.17 середня ціна продажу електроенергії на Оптовий ринок електроенергії виробниками була для НАЕК «Енергоатом» на рівні 468,6 грн./МВт.г; для ГЕС - на рівні 611,3 грн./МВт.г; для ТЕС - на рівні 2079,2 грн./МВт.г; для виробників, що працюють за зеленим тарифом, - 4677,6 грн./МВт.г.) [187], що виробляється в Україні. Це позитивним чином впливатиме на виробничу собівартість, особливо у сферах, де електроенергія є суттєвим елементом витрат (вилавка сталі та кольорових металів, ЖКГ, електротранспорт тощо);

- збільшення інвестицій у виробництво власного природного газу та нафти є необхідним для подальшого зменшення залежності від імпортного ресурсу. Крім традиційного природного газу, Україна має досить потужні його запаси, що залягають у породах вугілля, а також сланцевого газу. Також в Україні можливе збільшення виробництва нафти, зокрема у західних регіонах країни, щопотребує інвестицій у виробничі потужності;

- відновлення нафтопереробних потужностей. Протягом останніх років Україна фактично повністю імпортує продукти нафтопереробки, зокрема моторне пальне. Причиною цього є відсутність виробничих потужностей, які могли б виробляти пальне екологічного стандарту Євро-5 та Євро-6. Станом на початок 2017 р. в Україні вироблявся тільки дизель Євро-4 та пальне марки А-92 Євро-5 на Шебелинському заводі з переробки газового конденсату і нафти. Також на початку 2017 р. ПАТ «Укртатнафта» було заявлено про плани початку виробництва бензину стандарту Євро-5.

Розвиток інфраструктури передбачає відновлення найбільш важливої транспортної та виробничої інфраструктури для формування належного

ділового середовища в середині країни. Мова йде, по-перше, про відновлення автомобільних доріг та магістралей, розвиток дорожнього обладнання; по-друге, про відновлення енергетичної інфраструктури – ліній електропередачі, трансформаторів, мережевого обладнання; по-третє, відновлення інфраструктури транспортування природного газу, зокрема як магістральних газопроводів, так і газопроводів локального значення. Крім того, перед Україною стоїть завдання модернізації газотранспортної системи з метою сприяння її конкурентоспроможності в аспекті забезпечення транспортування природного газу з РФ до Європи. Незважаючи на будівництво обхідних газопроводів Північний потік – 2 та TANAP, маршрут через Україну є найкоротшим, а отже, модернізація української ГТС необхідна для підтримки його завантаженості, яка приносить Україні близько 2 млрд. дол. США на рік; по-четверте, відновлення інфраструктури ЖКГ для забезпечення можливості належної роботи систем життєзабезпечення підприємств, організацій, домогосподарств в Україні. З іншого боку розвиток інфраструктури буде сприяти підтримці внутрішнього попиту на різноманітні матеріали, які виробляються в країні, таким чином підтримуючи економічне пожвавлення в країні.

Розвиток аграрного комплексу передбачає формування на базі агропромислового комплексу виробничих ланцюжків, призначених для створення готової продукції з високою доданою вартістю, зокрема готових харчових продуктів. Також пропонується розвиток суміжних виробництв, пов'язаних з обслуговуванням аграрного сектору, що включає ремонт та модернізацію техніки та обладнання для агропромислового комплексу, розвиток селекційних підприємств, виробництво біодобрив, використання системи землеробства No-till ("пряма сівба"), виробництво біопестицидів тощо.

«Оскільки спрацьованість основних фондів у галузях промисловості дорівнює 65-75%, а машин і устаткування, обчислювальної техніки і вимірювальних приладів є набагато вищою і в деяких випадках сягає 85-90%» [3, с. 33], відновлення конкурентоспроможності традиційної економіки



передбачає стимулювання приватних власників до підвищення ефективності виробництва різноманітної традиційної експортної продукції України. Мова йде про такі галузі, як чорна та кольорова металургія, хімія, машинобудування тощо. Оскільки держава має обмежений фінансовий ресурс відновлення промислових підприємств, які в основному є приватними, передбачається за рахунок їх власних надходжень. Крім того, актуальним у цьому аспекті є розвиток інструментів фінансового лізингу, який дає можливість оновити виробничі фонди в умовах низького рівня акумуляції тимчасово вільних грошових засобів.

Держава має запропонувати механізми підвищення захисту прав власності для великого бізнесу і одночасно запровадити моніторинг та контроль трансферного ціноутворення. Результатом таких дій має стати перерозподіл ресурсів, які осідають в офшорних юрисдикціях для їх капіталізації з метою оновлення виробничих потужностей.

Завдання щодо розвитку людського потенціалу пов'язано з підготовкою кадрів для створення в Україні високотехнологічного виробництва, яке передбачене третім етапом формування архітекtonіки національної системи домінуючого нагромадження капіталу. У цьому контексті розвиток людського потенціалу охоплює аспекти, пов'язані з підготовкою кадрів для таких сфер економіки, як атомна та альтернативна енергетика, гена інженерія, прикладна фізика (направлення 3D друк), біотехнології, створення штучного інтелекту, - це ті напрями, які могли б забезпечити перехід країни на новий, більш високий технологічний уклад.

У випадку належної реалізації перших двох етапів формування архітекtonіки національної системи домінуючого нагромадження капіталу у країні з'являться передумови для розширення виробництв, які генерують високу додану вартість, характерними рисами якої є ускладнення економіки, поява «нових» її сфер та підвищення питомої ваги праці (сформованої на різних етапах створення продукту) у структурі вироблених товарів та послуг. Саме збільшення питомої ваги виробництва складних продуктів у ВВП буде мати

позитивний ефект з точки зору впливу економічної нестабільності на економіку і нагромадження капіталу. Це пояснюється тим, що такі товари менше схильні до коливання цін щодо попиту на них в результаті дії зовнішніх та внутрішніх негативних факторів, а також тим, що це має підтримувати позитивне сальдо торгового балансу у довгостроковій перспективі (особливий фокус на торговий баланс робиться з причини важливості саме цих надходжень порівняно з іншими за статтями капітального та фінансового рахунків платіжного балансу).

Завданням держави на третьому етапі формування архітектури національної системи домінуючого нагромадження капіталу є забезпечення переорієнтації частини доданої вартості, що формується в країні з поточних потреб та необхідності відновлення традиційної економіки у напрямі вирішення завдань, пов'язаних зі створенням «нової» економіки (переходом на більш високий технологічний уклад).

Передумови для максимізації створення високої доданої вартості в середині країни, навіть в умовах належного виконання двох перших етапів формування архітектури національної системи домінуючого нагромадження капіталу, будуть досить несприятливими. Це зумовлено тим, що на поточному етапі «інноваційні процеси у промисловості мають переважно екстенсивний характер, і нові види продукції освоюються в основному шляхом використання науково-технічних надбань попередніх років. Унаслідок цього частка України у світовому обсязі торгівлі високотехнологічною наукомісткою продукцією залишається дуже незначною – лише 0,1%» [51, с. 103]. Відповідно такий стан справ змінити у короткостроковій перспективі практично не можливо.

Позитивні структурні зміни в економіці, з якими асоціюється перехід на новий економічний устрій, пов'язаний безпосередньо з ускладненням виробництва в середині країни.

Передбачається формування трьох «стовпів», що будуть основною опорою позитивним структурним змінам в економіці на цьому етапі:

- підтримання виробництв «високотехнологічних оазисів»;

- підтримання високотехнологічних виробництв у нових для України сферах (біотехнології, нанотехнології, альтернативна енергетика, прикладна фізика тощо);
- переорієнтація частини доданої вартості, що генерується великим бізнесом на цілі модернізації та відновлення економіки.

Для України доцільно використовувати певний потенціал високотехнологічного виробництва, який країна має, як «високотехнологічних оазисів», напрацювання яких потребують найменших витрат капіталу та часу для формування в їх межах продукції, конкурентної на зовнішніх ринках.

Такими «високотехнологічними оазисами», що можуть сприяти структурним економічним змінам в економіці України, є: оборонно-промисловий комплекс, авіабудування, космічна галузь, промислове машинобудування (виробництво авіадвигунів, компресорів, обладнання для електроенергетики тощо). Відновлення фінансування за цими напрямками виробництва, а також науково-дослідницьких робіт може мати позитивний вплив на економіку країни вже у середньостроковій перспективі. Як пишуть українські вчені В.Лагутін та Ю.Ясько: «Світовий досвід показує, що розробка і впровадження інновацій – це не лише шлях до підвищення конкурентоспроможності окремих підприємств, але й серйозний стимул економічного розвитку країни. В умовах безперервних технологічних змагань найбільші іноземні компанії здійснюють постійне стимулювання інноваційного процесу. Уряди економічно розвинутих країн приділяють постійну увагу інноваційній політиці і стежать за ефективністю інноваційних технологій, що впроваджуються. Реалізуючи стратегію інноваційного розвитку країни, урядові органи створюють необхідні умови для розробки і реалізації інновацій» [59, с.24].

Ще однією сферою зростання економіки України, яка вже фактично інтегрувалась до світової економіки, є інформаційні технології. Цей напрям розвивається в умовах фактичної відсутності підтримки з боку держави і потребує скоріше опосередкованого стимулювання з боку Уряду через розвиток

рівня освіти в Україні за цим напрямом, а також спрощення податкового режиму.

Більш складним завданням є формування нових високотехнологічних кластерів, які необхідні для побудови передової економіки і при цьому в Україні повністю відсутні, або українські розробки, які відстають на декілька десятиліть. До таких сфер ми відносимо біотехнології, нанотехнології, альтернативну енергетику, «зелену економіку». Розвиток таких сфер потребує тісної взаємодії державного та приватного капіталу для забезпечення фундаментальних та прикладних досліджень і у подальшому впровадження у виробництво найсучасніших розробок. Як пише український дослідник В.Романишин: «Нагромадження капіталу у забезпеченні інноваційного розвитку економіки України уявляється у вигляді процесу та сукупності дій, спрямованих на трансформацію наукових досягнень у ході інноваційної діяльності, в реально нові товари та послуги в ринковому просторі, що об'єднує матеріальне виробництво і соціальну сферу» [91, с.55].

У цьому контексті перед державою стоїть завдання щодо пошуку ніш у високотехнологічному поділі праці, які Україна могла б зайняти, виходячи з її можливостей. Враховуючи складність та комплексність високотехнологічних товарів на сучасному етапі, про виробництво готової продукції мова не йде, оскільки такий продукт містить компоненти низки різноманітних виробників, часто з різних країн. Тому передбачається створення підприємств, які спеціалізуються на виробництві окремих деталей, вузлів, матеріалів, які можуть бути включені як компоненти до готових високотехнологічних виробів.

Результатом взаємодії державного та приватного капіталу також має стати поява великої кількості «start-up» проектів у різноманітних напрямках, успіх яких буде сприяти розвитку висококонкурентної економіки. У цьому контексті важливим є долучення українських підприємств до діяльності транснаціональних корпорацій як ланок виробничих ланцюгів. Як пише російський вчений С.Губанов: «Розвиток найпотужніших сучасних економік світу (США, Великобританії, Німеччини, Франції, Японії, Швеції) напряму є

пов'язаним з «економікою ТНК», що забезпечила системну інтеграцію та інклюзивне планове регулювання в рамках власних структур» [19, с. 45].

Переходу на новий економічний уклад має сприяти й подальше удосконалення виробництва традиційними виробниками. Якщо протягом другого етапу формування національної системи домінуючого нагромадження капіталу модернізація була спрямована на підтримання застарілих та зношених виробничих потужностей, на третьому етапі мова йде про принципове удосконалення технологій виробництва. Ми говоримо про інвестування у дослідницько-пошукові роботи, спрямовані на постійне удосконалення якості товарів, що виробляються. А у випадку безперспективності певного традиційного виду виробництва необхідним є пошук перспективних напрямів для інвестування частини генерованої доданої вартості з метою формування нових точок нагромадження промислового капіталу.

Третій етап, крім розвитку виробництв, що генерують високий рівень доданої вартості, передбачає вдосконалення фінансових інститутів, які сприяють перманентному розвитку та модернізації економіки шляхом надання відповідних ресурсів, як результат їх перерозподілу. Також, якщо два попередні етапи були реалізовані належним чином, на третьому етапі слід очікувати розширення доступу України до зовнішнього фінансування та прихід іноземного інвестора, що позитивно впливатиме на досягнення поставлених задач. Результатом реалізації третього етапу формування національної архітекtonіки домінуючого нагромадження капіталу також буде підвищення соціальних стандартів та якості життя через зростання реальних доходів населення, підвищення страхування життя та внесків до банківських установ і системи недержавних пенсійних фондів, розширення можливостей державного бюджету, пов'язаних з витратами соціального призначення.

Таким чином, всеохоплююче нагромадження капіталу пов'язано з послідовною реалізацією запропонованих трьох етапів формування архітекtonіки національної системи домінуючого нагромадження капіталу. В основі «сталості механізмів нагромадження капіталу» лежать якісні структурні

зміни в економіці, які знижують вплив факторів економічної нестабільності. Це відбувається через нарощення виробництва продукції, яка є конкурентоспроможною на світових ринках та зазнає менших впливів циклічності порівняно із примітивною продукцією. А завдяки цьому має позитивний вплив на платіжний баланс країни, знижуючи ризик девальвації національної валюти. Відповідно максимізація створення доданої вартості в середині країни дає той фінансовий ресурс, який потрібний не тільки для підтримання поточних витрат, а й для нагромадження спочатку грошового і промислового (що є першочерговим у контексті позитивних якісних змін), а пізніше індивідуального, інвестиційного, торговельного й глобального капіталу, створює умови для розвитку технологій та людського капіталу.

### **ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3:**

- Економічна нестабільність, яка проявляється серед іншого у порушенні макроекономічної рівноваги, створює умови, через які нагромадження капіталу призупиняється або взагалі спостерігається його звужене відтворення. У зв'язку з цим основною передумовою для нагромадження капіталу є підтримання або відновлення макроекономічної рівноваги. Це і є першочергове завдання держави у контексті створення умов для нагромадження капіталу в середині країни у короткостроковій перспективі. У довгостроковій перспективі основним завданням держави для забезпечення нагромадження капіталу є гарантування структурної перебудови економіки країни, яке розглядається як основа до звуження каналів трансмісії деструктивних економічних факторів на процес нагромадження капіталу.

- Для відновлення макроекономічної рівноваги в період екстремальної економічної нестабільності держава має враховувати об'єктивність появи таких періодів і відповідно «готуватися» до підвищення економічної турбулентності, а також до застосування невідкладних стабілізаційних заходів.

- Невідкладні стабілізаційні заходи мають точковий характер і зорієнтовані насамперед на відновлення макроекономічних пропорцій, зокрема між пропозицією товарів і валюти в країни та об'ємом грошової маси, а також на підтримання фінансового та реального секторів економіки в умовах екстремальної економічної нестабільності.

- Основою підготовчих заходів є формування «національного стабілізаційного капіталу» - фінансового ресурсу, метою накопичення якого є недопущення зниження капіталізації економіки країни у короткостроковій перспективі та сприяння економічним структурним змінам у довгостроковій перспективі.

- Нагромадження капіталу у довгостроковій перспективі, як свідчить найуспішніший світовий досвід, безпосередньо пов'язано з реалізацією низки заходів з боку Уряду для забезпечення таких процесів.

- Перманентність нагромадження капіталу є результатом складних відносин у суспільстві, які пов'язані з побудовою відповідної архітекτονіки, де фінанси виступають скоріше у ролі певної економічної матерії, яка об'єднує увесь механізм сталого нагромадження капіталу.

- Як свідчить світовий досвід, швидкі темпи нагромадження капіталу потребують функціонування відповідної економічної архітекτονіки домінуючого нагромадження капіталу, основними елементами якого є: ринки збуту (зовнішні та внутрішні); сировина та матеріали; трудові ресурси або, у сучасній інтерпретації, енергія; людський капітал (інтелектуальна праця); технології, необхідні для виробництва товарів та послуг з високою доданою вартістю; виробничі фонди, на яких безпосередньо здійснюється виробництво готової продукції та інфраструктура; належно працююча система фінансового перерозподілу, зорієнтована на підтримку стійкості нагромадження капіталів у середині країни (її основні складові: функціонування фінансових посередників, фондового ринку, фіскальна та монетарна політики тощо); активна участь держави та деякі інші.

- Як свідчить світовий досвід, можливості щодо нагромадження капіталу розвиваються, враховуючи ускладнення економіки і розширення її багатоукладності.

- Формування архітекτονіки домінуючого нагромадження капіталу в Україні потребує переорієнтації механізмів державного впливу на поглиблення перерозподілу ВВП країни зі споживання на цілі нагромадження капіталу.

- Формування архітекτονіки домінуючого нагромадження капіталу в Україні охоплює три етапи: підготовчий, етап стабілізації та розвитку, які передбачають структурні зміни в економіці країни в бік її ускладнення та розширення виробництва продуктів з високою доданою вартістю, вихід на нові ринки тощо.



- Формування сталості механізмів нагромадження капіталу асоціюється з побудовою сучасної конкурентоспроможної економіки, в основі якої лежить новий технологічний уклад.

Основні результати досліджень, викладені у розділі, опубліковано автором: [30]; [34]; [39]; [40]; [42]; [43]; [44].

## **ВИСНОВКИ:**

У дисертації запропоновані теоретико-методологічні засади визначення впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу та обґрунтування практичних рекомендацій щодо активізації цього процесу. Результати авторських досліджень тенденцій та закономірностей нагромадження капіталу дозволили відповідно до поставленої мети та завдань, зробити такі висновки й узагальнення методологічного, науково-теоретичного та прикладного характеру.

1. Аналіз еволюції теоретичних підходів до визначення сутності «нагромадження капіталу» засвідчив, що розвиток наукової думки відповідав розвитку самих відносин, пов'язаних з нагромадженням капіталу. Виявлене у ході розроблення періодизації теоретичних підходів до визначення сутності «нагромадження капіталу» поетапне відмежування нагромадження від індивідуального виробництва, зсув його у такі сфери, як банківська діяльність, торгівля, промисловість, а згодом перенесення до сфери діяльності професійних інвесторів, активність яких набула транссекторального виміру та глобального масштабу, сприяло нестабільності як властивості економічних відносин.

2. Поняття «економічна криза», «економічна циклічність» та «економічна нестабільність» хоча і мають низку спільних особливостей, але все ж таки відрізняються між собою. Зокрема, економічна циклічність охоплює як періоди стабілізації в економіці, так і періоди її нестабільності, що відповідно означає, що економічна нестабільність асоціюється скоріше зі спадною фазою економічного циклу. «Економічна криза» є більш широким поняттям за «економічну нестабільність», оскільки цей процес має як відкриту (гостру) фазу, яка супроводжується економічною нестабільністю, так і латентну фазу, пов'язану з формуванням кризових явищ в економіці.

3. Нагромадження капіталу має чіткий зв'язок з процесом економічної динаміки, зокрема, зміна інтенсивності дії факторів економічної нестабільності

впливає на динаміку нагромадження капіталу. Це обумовлено тим, що процес нагромадження капіталу є складним та динамічним, оскільки ґрунтується на розширеному відтворенні капіталу, підтримка якого є необхідною умовою нагромадження. Інтенсифікація дії факторів економічної нестабільності порушує процес відтворення капіталу через створення напруги у макроекономічній системі, пригнічуючи нагромадження. Максимізація дії факторів економічної нестабільності обумовлює макроекономічне розбалансування, припиняє розширене відтворення, таким чином, спричиняючи від'ємні темпи нагромадження капіталу. Етап максимальної дії факторів економічної нестабільності ми розглядаємо як період екстремальної економічної нестабільності.

4. Запропоноване теоретичне обґрунтування впливу економічної нестабільності є релевантним практично для всіх, крім глобального, форм капіталу, що розглядаються у дослідженні. Йдеться про індивідуальний капітал, грошовий капітал, інвестиційний капітал, торговельний капітал, промисловий капітал та глобальний капітал. Однак слід відзначити, що економічні зв'язки суб'єктів нагромадження капіталу мають свої особливості, що визначає відмінності каналів трансмісії факторів економічної нестабільності на різноманітні форми нагромадження капіталу. Спільним залишається те, що звуження сукупного попиту та деформація еквівалентності обміну визначає синхронність динаміки нагромадження капіталу, хоча й з різною амплітудою.

5. Для емпіричного підтвердження деструктивної дії економічної нестабільності на процеси нагромадження капіталу запропоновано методику, що охоплює дослідження кількісних та якісних параметрів змін у нагромадженні капіталу під дією факторів економічної нестабільності. Виявлено, що під дією факторів економічної нестабільності темпи нагромадження капіталу (за виключенням глобального капіталу), взяті у національній валюті (які характеризують кількісні аспекти), демонструють тенденцію до зниження, і навіть можуть набувати від'ємного характеру. Нагромаджений капітал, взятий у доларах США (якісний аспект), під дією

економічної нестабільності демонструє зниження вартості та знецінення. Це підтверджує запропоновані теоретичні засади залежності між нагромадженням капіталу та дією факторів економічної нестабільності.

6. Дослідження структури перерозподілу ВВП через механізми державного бюджету та фінансового посередництва виявило, що економіка України зорієнтована переважно на споживання на шкоду нагромадження. Це безпосередньо проявляється у низькому рівні фінансових витрат, що спрямовуються на потреби розвитку (оновлення основного капіталу, інфраструктури, інвестиції у дослідження та впровадження високих технологій, розвиток людського капіталу). Результатом дефіциту витрат нагромадження є звуження економічної багатоукладності, спрощення економіки, підвищення у її структурі товарів, зорієнтованих на вкрай нестабільні сировинні ринки. Як результат, низький рівень інвестицій за напрямками розвитку, спричиняє розширення каналів трансмісії факторів економічної нестабільності на економіку та зниження перспективи високої динаміки процесу нагромадження капіталу у майбутньому.

7. Базовою умовою для нагромадження капіталу є макроекономічна стабільність, у зв'язку з чим для стимулювання нагромадження капіталу мають використовуватися тактичні та стратегічні заходи. Тактичні заходи необхідні для підтримання макроекономічної рівноваги на випадок інтенсифікації дії факторів економічної нестабільності. Вони передбачають необхідність формування «національного стабілізаційного капіталу», заходи, спрямовані на зниження попиту на іноземну валюту, підвищення її пропозиції, стабілізацію у фінансовому секторі та підтримання підприємств реального сектору економіки. Стратегічні заходи, спрямовані на довгострокову структурну перебудову економіки з метою звуження каналів трансмісії негативних економічних чинників на процес нагромадження капіталу.

8. Для розроблення логіки структурної перебудови економіки проведено дослідження досвіду найбільш успішних країн у питаннях формування архітекτονіки випереджаючого нагромадження капіталу. Було виявлено, що

основними елементами архітектури економіки, що сприяє нагромадженню капіталу, є: ринки збуту (зовнішні та внутрішні); сировина та матеріали; трудові ресурси; людський капітал (інтелектуальна праця); технології, необхідні для виробництва товарів та послуг з високою доданою вартістю; основний капітал, за допомогою яких безпосередньо здійснюється виробництво готових виробів, та інфраструктура; належно працююча система фінансового перерозподілу, зорієнтована на підтримку стійкості нагромадження капіталів у середині країни (її основні складові: функціонування фінансових посередників, фондового ринку, фіскальна та монетарна політики тощо); активна участь держави.

9. Формування архітектури національної системи нагромадження капіталу на першому етапі потребує фінансових ресурсів, для чого передбачається здійснення «національної мобілізації капіталу», одним з елементом якої є вищезгадане формування «національного стабілізаційного капіталу». Побудова національної системи нагромадження капіталу має бути реалізована у три етапи: підготовчий, етап стабілізації та розвитку, які передбачають структурні зміни в економіці країни в бік її ускладнення та розширення виробництва продуктів з високою доданою вартістю, вихід на нові ринки і, як результат, звуження каналів впливу економічної нестабільності на економіку країни. Формування сталості механізмів нагромадження капіталу асоціюється з побудовою національної системи нагромадження капіталу, що має «запобіжники» проти порушення процесів нагромадження капіталу.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про Державний бюджет України на 2016 рік: Закон України від 25 грудня 2015 р. № 928-VIII // Відомості Верховної Ради України, Київ, 2016. № 5. С. 24.
2. Автономова В.С. Австрийская школа в политической экономии: Менгер К., Бём-Баверк Е., Визер Ф. Москва: Экономика, 1992. 493 с.
3. Амоша О.І. Інноваційний розвиток промислових підприємств у регіонах: проблеми та перспективи. Економіка України. 2017. №3. С. 20–34.
4. Аристотель. Сочинения: в 4-х томах / за заг. ред. А. И. Доватура. Москва: Мысль, 1983. 830 с.
5. Баженова О., Баженова Ю. ІРО українських компаній як фактор підвищення конкурентоспроможності національної економіки. Економіка. 2012. №139. С. 14–17.
6. Байнев В.Ф., Винник В.Т. Монетарные факторы наращивания инновационно-промышленного потенциала стран союзного государства и ЕВРАЗЭС. Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского. 2010. №3. С. 405–409.
7. Бачо Р.Й. Сучасний стан розвитку ринку небанківських фінансових послуг України. Науковий вісник Ужгородського університету. 2015. №1. С. 180–183.
8. Бем-Баверк, Ойген фон. Капитал и процент 1884-1889. Избранные труды о ценности, проценте и капитале. М.: Эксмо, 2009. С. 247–812. 912 с.
9. Береславська О. Дисбаланси валютного ринку України. Вісник НБУ. 2013. № 3. С. 3–9.
10. Бернар И. Толковый экономический и финансовый словарь: в 2 т. / пер. с фр. М.: Между-нар. отношения, 1994. 808 с.
11. Блауг М. Теория процента Фишера. М.: Дело, 1994. 627 с.
12. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / пер. с англ. О.В. Буклемишева, науч. ред.: В.С. Автономов, Е.М. Майбурд. М.: Дело Лтд, 1994. 687 с.

13. Близнюк В., Юрик Я. Вплив кризових явищ у національній економіці на модернізаційний потенціал України. Інвестиції: практика та досвід. 2013. №15. С. 34–40.
14. Богдан Т. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності. Вісник НБУ. 2012. 4(194). С. 8–15.
15. Василевский Е.Г., Жамин В.А. История экономических учений: учеб. пособие. М.: Изд-во МГУ, 1989. 368 с.
16. Герасименко А.Г. Аналіз і контроль концентрації суб'єктів господарювання: підручник. Київ.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2012. 484 с.
17. Грабчук О.М. Джерела нестабільності розвитку національної економіки України. Альянс наук: вчений – вченому: м-ли VII міжнар. наук.-практ. конф. Дніпропетровськ, 2012. Том 2. С. 80–83.
18. Грабчук О.М. Фінансове регулювання розвитку економіки України у стані глибокої рецесії. Економічний аналіз: зб. наук. праць; Тернопільський національний економічний університет [голов. редкол. В. А. Дерій]. Тернопіль.: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. Том 18. № 2. С. 134–141.
19. Губанов С. Неоиндустриализация: к вопросу о «вопросе» (некоторые уточнения). Экономист. 2017. №3. С. 43 –53.
20. Дані CBonds.info [Електронний ресурс]. URL: [CBonds.info](http://CBonds.info)
21. Дані Deutsche Bank Research [Електронний ресурс]. URL: <https://www.dbresearch.com/>
22. Дані Financial Times [Електронний ресурс]. URL: <https://www.ft.com/>
23. Дані Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. URL: <https://www.gpw.pl/>
24. Дані з інформаційного порталу Yahoo [Електронний ресурс]. URL: [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com)
25. Дані Першої фондової торгової системи (ПФТС) [Електронний ресурс]. URL: <http://pfts.ua/>

26. Дауэс Ч. Доклад комиссии Дауэса «Финансовое восстановление Германии»/под ред. Н.Н. Любимова. М.: Финансовое издательство, 1925. 268 с.
27. Дзюблюк О.В. Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів. Тернопіль.: Вектор, 2012. 462 с.
28. Дучинська Н.І., Дучинський П.І. Відтворення основних форм капіталу: проблеми збалансованості. Економічний вісник НГУ. 2009. №2. С. 28–33.
29. Дучинська Н. Нагромадження капіталу в умовах трансформації економіки України: монографія. Київ.: ННЦІАЕ, 2007. 400 с.
30. Ємець В. Роль недержавних пенсійних фондів у забезпеченні економічного розвитку країни: світовий досвід та українські реалії. Економіст. 2006. №11. С. 37–39.
31. Ємець В.В. Вплив глобальної економічної нестабільності на нагромадження капіталу в масштабах світової економіки. Сучасні тенденції розвитку світової економіки: зб. м-лів ІХ міжнар. наук.-практ. конференції (м. Харків, 26 травня 2017 р.). Харків: ХНАДУ, 2017. С. 71–72.
32. Ємець В.В. Глобальні фінансові дисбаланси: історична ретроспектива та сучасні прояви. Інвестиції: практика та досвід. 2010. № 20. С. 30–35.
33. Ємець В.В. Динаміка нагромадження капіталу в Україні за умов економічної нестабільності [Електронний ресурс]. Економіка і суспільство. 2017. Випуск 12. С. 3-10. URL: [economyandsociety.in.ua/journal/12\\_ukr/1.pdf](http://economyandsociety.in.ua/journal/12_ukr/1.pdf)
34. Ємець В.В. Еволюція процесів, пов'язаних з нагромадженням капіталу та їх вплив на економічний розвиток України. Актуальні питання сучасної економіки: м-ли VIII всеукр. наук. конф (м. Умань, 24 груд. 2016 р.). Умань: Уманський національний університет садівництва, 2016. Ч.1. С. 51–52.
35. Ємець В.В. Еволюція теоретичних підходів до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу. Бізнес Інформ. 2016. № 5. С. 13–19.
36. Ємець В.В. Інститути небанківського фінансового сектору в системі забезпечення економічної безпеки України. Актуальні проблеми економіки. 2006. №11. С.126–136.



37. Ємець В.В. Методологічні основи та інструменти аналізу деструктивного впливу економічної нестабільності на процеси нагромадження капіталу. Актуальні проблеми економіки. 2017. №4. С.160–165.

38. Ємець В.В. Нагромадження капіталу в умовах фінансової кризи та боргової переобтяженості. Фінансові аспекти розвитку держави, регіонів та суб'єктів господарювання: сучасний стан та перспективи: зб. м-лів. I міжнар. наук.-практ. конференції (м. Одеса, 25-26 грудня 2015 р.). Одеса: ОНУ імені І.І. Мечникова, 2015. С. 40–42.

39. Ємець В.В. Нагромадження капіталу як необхідна передумова розвитку територій. Сталий розвиток територій: проблеми та шляхи вирішення: м-ли VIII міжнар. наук.-практ. конференції (м. Дніпро, 20 жовтня 2017 р.). Дніпро: Дніпровський регіональний інститут державного управління, 2017. С. 60–61.

40. Ємець В.В. Нагромадження капіталу як необхідна умова для побудови постіндустріальної економіки. Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: виклики постіндустріальної економіки: м-ли IV міжнар. наук.-практ. конференції (м. Львів, 18-19 травня 2017 р.). Львів: Національний університет «Львівська політехніка», 2017. С. 160–161.

41. Ємець В.В. Перспективи нагромадження капіталу в Україні в умовах глобальної економічної нестабільності. Сучасні міжнародні економічні відносини: драйвери успіху та виклики розвитку: м-ли XVII міжнародної наук.-практ. конференції (м. Дніпро, 23-24 бер. 2017 р.). Дніпро: Дніпропетровський національний університет ім. Олесь Гончара, 2017. С. 63–66.

42. Ємець В.В. Стратегія розвитку ринків фінансових послуг в контексті вступу України до СОТ. Стратегічна реструктуризація регіональної економіки та соціальної сфери (у контексті вступу України до СОТ): рекомендації III регіональної науково-практичної конференції (м. Вінниця, 30 листоп. 2006 р.).

43. Ємець В.В. Стратегія розвитку ринків фінансових послуг у контексті вступу України до СОТ. Регіональна бізнес-економіка та управління. 2007. № 3. С. 89–94.

44. Ємець В.В. Фінансовий лізинг як чинник стимулювання інвестиційної активності у національній економіці. Актуальні проблеми розвитку економіки регіону: наук. збірник. Івано-Франківськ: Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника, 2007. Вип. 3. Т. 1. С. 232–240.
45. Ємець В.В. Чутливість нагромадженого капіталу до проявів економічної нестабільності. European Cooperation. 2017. Vol. 4(23). P. 28–37.
46. Жаліло Я.А. Системна криза в Україні: передумови, ризики, шляхи подолання. Київ: НІСД, 2014. 132 с.
47. Жданова Л.Л. Відтворення і нагромадження капіталу: теорія, методологія, економічна, політика: монографія. Одеса: Астропринт, 2014. 296 с.
48. Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки [Електронний ресурс]. 2011. URL: [http://www.niss.gov.ua/public/File/2011\\_table/0427Pok\\_dop.pdf](http://www.niss.gov.ua/public/File/2011_table/0427Pok_dop.pdf).
49. Заморожена реформа: Як розпорядитись понад 10 мільйонами га державних сільгоспземель [Електронний ресурс]. URL: <https://voxukraine.org/2016/07/06/yak-rozporadytys-ponad-10-milionamy-ga-ua/>
50. Ігнатюк А., Кульпінський С. Експансійна монетарна політика і можливості відновлення інвестиційного зростання в Україні. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Сер.: Економіка. 2014. №11. С. 33–38.
51. Інноваційна Україна 2020: національна доповідь / за заг. ред. В.М. Гейця та ін. 2015. 336 с.
52. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Эксмо, 2007. 960 с.
53. Кене Ф. Избранные экономические произведения. М.: Соцэкгиз, 1960. 551 с.
54. Кларк Дж. Б. Распределение богатства. М.: Гелиос АРВ, 2000. 367 с.
55. Клейнер Г. Устойчивость российской экономики в зеркале системной экономической теории. Вопросы экономики. 2015. №12. С. 107–123.

56. Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія. Тернопіль: Економічна думка, 2009. 728 с.
57. Кондратьев Н.Д., Яковцев Ю.В., Абалкин Л.И. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения. Избранные труды. М.: Экономика, 2002. 766 с.
58. Ксенофонт. Воспоминания о Сократе. М.: Наука, 1993. 379 с.
59. Лагутін В., Ясько Ю. Вплив конкуренції на інноваційний розвиток та конкурентоспроможність економіки. Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. Сер.: Економіка. 2013. № 10(151). С. 22–26.
60. Ломиворотов Р. Влияние внешних шоков и денежно-кредитной политики на экономику России. Вопросы экономики. 2014. №11. С. 122–139.
61. Людвиг фон Мизес. Теория денег и кредита. Челябинск: Социум, 2012. 808 с.
62. Люксембург Р. Накопление капитала. / под ред. Ш. Дволайского. М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1934. 508 с.
63. Магдич А.С. Напрями трансформації моделі економічного зростання країн ЦСЄ. Економічний нобелівський вісник. 2014. №1. С. 314–322.
64. Макашева Н. Проблема интеграции теорий экономического цикла и равновесия (вторая половина 1920-х–1930-е гг.) и проект теории экономической динамики Н.Д.Кондратьева. Вопросы экономики. 2014. № 1. С. 22–38.
65. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. М.: Издательство политической литературы, 1988. 891 с.
66. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 2. М.: Издательство политической литературы, 1988. 654 с.
67. Маршал А. Принципы экономической науки: в 3 т. М.: Прогресс, 1993. Т. 1. 415 с.
68. Менгер К. Избранные работы. М.: Издательский дом «Территория будущего», 2005. 496 с.
69. Меньшиков С.М., Клименко Л.А. Длинные волны в экономике. Когда общество меняет кожу. М.: Междунар. отношения, 1989. 272 с.

70. Милль Дж. С., Милейковский А.Г., Кочеврин Ю.Б. Основы политической экономии. М.: Прогресс, 1980. Т 1. 595 с.
71. Миськів Г.В. Дослідження етапів становлення кредитного ринку України [Електронний ресурс]. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». 2014. №26. С. 67–72. URL: <http://eprints.oa.edu.ua/3198/1/13.pdf>
72. Міщенко В.І. Вплив банківської кризи на зміну умов банківського кредитування [Електронний ресурс]. Фінансовий простір. № 3(19). 2015. С. 63–69. URL: <http://fp.cibs.ubs.edu.ua/files/1503/15mvivbk.pdf>
73. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін: монографія / за ред. В.С. Стельмаха. Київ.: Центр наукових досліджень Національного банку України, 2009. 404 с.
74. Мочерний С.В., Довбенко М.В. Економічна теорія: підручник. Київ: Видавничий центр “Академія”, 2004. 856 с. (Альма-матер).
75. Назаров В.Н. Возможности и пределы неинфляционной эмисии денег в России. Экономист. 1999. №6. С. 37–44.
76. Науменкова С.В., Міщенко В.І. Розвиток кредитування в посткризових умовах. Банківська справа. 2013. №1. С. 3–19.
77. Національний банк України – Бюлетень НБУ: стат. матеріали, № 3/2007 (168) [Електронний ресурс]. URL: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45085>
78. Національний банк України – Бюлетень НБУ: стат. матеріали, грудень 2015 р. [Електронний ресурс]. URL: <https://www.bank.gov.ua/files/stat.pdf>
79. Національний банк України – Видані кредити та розподіл поточного кредитного портфеля у розрізі регіонів [Електронний ресурс]. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=71741#top](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=71741#top)
80. Національні заощадження та економічне зростання: монографія / [Б.Є. Кваснюк, С.І. Киреєв, А.В. Мар'єнко та ін.]; за ред. Б.Є. Кваснюк; Київ: МП Леся, 2000. 304 с. (НАН України. Ін-т екон. Прогнозування).

81. Нерівність в Україні: масштаби та можливості впливу: монографія / за ред. Е.М. Лібанова. Київ: Інститут демографії та соціальних досліджень імені М.В. Птухи НАН України, 2012. 404 с.
82. Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. Кн. 2: Взгляд из Украины / под ред. В.М. Гейца, А.А. Гриценко; НАН Украины, Ин-т экон. и прогнозир. Киев, 2012. 360 с.
83. Озімковська В. Емпіричне дослідження паритету купівельної спроможності гривні відносно євро, долара і російського рубля. Економіка України. 2012. № 4. С. 32–40.
84. Онищенко В., Манжос С. Регулювання іноземного капіталу в банківській системі: зарубіжний досвід та імплементація його в Україні. Вісник НБУ. 2013. № 11(213). С. 16–21.
85. Орел Ю.Л. Нециклічна криза економіки України в період з 2013 по 2015 роки: причини виникнення та шляхи подолання. Актуальні проблеми державного управління. 2015. № 1. С. 275–280.
86. Основні результати досліджень динаміки оцінок населення свого матеріального стану [Електронний ресурс]. URL: [http://kiis.com.ua/materials/articles/financial\\_situation.pdf](http://kiis.com.ua/materials/articles/financial_situation.pdf)
87. Паєнтко Т.В. Інструменти фіскального регулювання фінансових потоків. Ефективна економіка. 2011. № 5. С. 12–17.
88. Пасхавер О.Й., Верховодова Л.Т., Воронкова Т.Є., Терещенко Н.В. Завершальний етап приватизації в Україні. Київ: Міленіум, 2003. 78 с.
89. Пасхавер О.Й., Верховодова Л.Т., Суплін Л.З. Формування великого приватного капіталу в Україні. Київ: Міленіум, 2004. 90 с.
90. Пластун Л. Особливості впливу інституційних інвесторів на стабільність фондового ринку [Електронний ресурс]. Фінансовий простір. 2013. №1. С. 62–67. URL: <https://fp.cibs.ubs.edu.ua/files/1301/13pvlpot.pdf>
91. Романишин В.О. Нагромадження капіталу у забезпеченні інноваційного розвитку економіки України. Економічний вісник університету. 2017. №33/1. С. 54–62.

92. Реконструктивний економічний розвиток: основні напрями, ефективність і соціальна справедливість: монографічний збірник / за ред. акад. НАН України В.М. Гейця, чл.-кор. НАН України А.А. Гриценка; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». [Електронний ресурс]. К., 2016. 240 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/scc/2.pdf>
93. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. Соч. Т.1. М.: Госполитиздат, 1955. 360 с.
94. Серебрянський Д., Капелюш А. Взаємодія фіскальної та монетарної політики в умовах фінансової стабілізації економіки України. Вісник НБУ. 2015. № 6. С. 22–28.
95. Синяков А., Юдаев К. Политика центрального банка в условиях значительных шоков платежного баланса и структурных сдвигов. Вопросы экономики. 2016. №9. С. 5–39.
96. Сміт А. Добробут націй. Дослідження про природу та причини добробуту націй. / пер. з англ. К.: Port-Royal, 2001. 612 с.
97. Смольский А. Банкротство как общественный институт: возникновение, развитие и особенности функционирования. ЭКОВЕСТ. 2003. №3. С. 601–620.
98. Сорос Д. Алхимия финансов. М.: Инфра-М, 2001. 208 с.
99. Структурні зміни та економічний розвиток України / [В.М. Геєць, Л.В. Шинкарук, Т.І. Артёмова та ін.]; за ред. д-ра екон. наук Л.В. Шинкарук; НАН України, Ін-т екон. та прогнозув. Київ: Ін-т економіки та прогнозув., 2011. 696 с.
100. Ткач О.В. Ендогенні та екзогенні передумови рівноваги платіжного балансу: суть та зміст внутрішньої рівноваги в умовах циклічних змін світової економіки: зб. наук. праць «Економічний форум». 2013. №1. С. 74–80.
101. Туган-Барановский М.И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов. М., 1997. 508 с.
102. Украинские IPO и SPO в 2005-2011 годах [Електронний ресурс]. URL: <http://korrespondent.net/business/rynki/stockmarket/1207835-ukrainskie-ipo-i-spo-v-2005-2011-godah>

103. Уманців Ю. Корпоративні структури у глобальному конкурентному просторі. Київ: ННЦІАЕ, 2012. 410 с.
104. Уманців Ю., Ємець В. Економіка України у координатах глобальних дисбалансів. Вісник НБУ. 2009. №5. С. 32–39.
105. Уманців Ю., Ємець В. Міжнародне портфельне інвестування в контексті фінансової глобалізації. Вісник НБУ. 2008. № 9. С. 26–34.
106. Уманців Ю., Ємець В. Фінансова глобалізація: основні детермінанти та особливості прояву. Банківська справа. 2007. №5. С. 47–64.
107. Фактори макроекономічної нестабільності в системі моделей економічного розвитку: кол. моногр. / за ред. д-ра екон. наук М.І. Скрипниченко; НАН України, Ін-т екон. та прогнозів. Київ: Ін-т економіки та прогнозів., 2012. 720 с.
108. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Москва: Дело ЛТД, 1995. 864 с.
109. Хикс Дж. Р., Энтов Р.М. Стоимость и капитал. М.: Издательская группа «Прогресс», 1993. 488 с.
110. Циганов С.А. Вплив глобалізації світової економіки на розвиток фінансового ринку. Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. 2014. №3. С. 105–115.
111. Цицерон. О старости. О дружбе. Об обязанностях. М.: Наука, 1974. 249 с.
112. Штейн В.М. Гуань-цзы. Исследование и пер. М., 1959. 380 с.
113. Шумпетер Й. Теория экономического развития / пер. с англ. М.: Прогресс, 1982. 455 с.
114. Akyüz, Y. Managing Financial Instability: Why Prudence is not Enough?. DESA Working Paper № 86. 2009.
115. Angus, S. D. The Great Escape Health, Wealth, and the Origins of Inequality. Princeton University Press. 2013. 360 pp.
116. ArcelorMittal “Annual Report 2014” [El. Resource]. URL: <http://corporate.arcelormittal.com/~media/Files/A/ArcelorMittal/investors/annual-reports/2014/Annual-Report-2014.pdf>

117. ArcelorMittal “Annual Report 2015” [El. Resource]. URL: <http://corporate.arcelormittal.com/~media/Files/A/ArcelorMittal/investors/annual-reports/2015/Annual-Report-may-2015.pdf>
118. Babecký, J., Havránek, T., Matějů, J., Smidkova, K., Vašíček, B. Leading Indicators Of Crisis Incidence European Central Bank. European central bank. Working paper series № 1486. Frankfurt am Main., 2012.
119. Bahar, D., Molina, C. A., Santos, M. A. Fool’s Gold: Currency Devaluations and Stock Prices of Multinational Companies Operating in Venezuela. Center for International Development at Harvard University Working paper. 2017. №83.
120. Bayoumi, T. Monetary Policy in the New Normal. IMF staff discussion note. International Monetary Fund, 2014. April.
121. Becker, G. S. Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education. Second Edition NBER.1975.
122. Bernanke, B., Gertler, M. Financial fragility and economic performance. The Quarterly Journal of Economics. 1990. Vol. 105, № 1. P. 87 – 114.
123. Bernard, L., Gevorkyan, A. V., Palley, T. S., Semmler, W. Time scales and mechanisms of economic cycles a review of theories of long waves. Workingpaper series. Political economy research institute University of Massachusetts amherst. 2013. №337. P. 1–21.
124. Bloom, N. The Impact Of Uncertainty Shocks. Econometrica. 2009. Vol, № 3. 77. P. 623–685.
125. Bloomberg Datamonitor Company Profiles [El. Resource]. URL: <https://www.bloomberg.com>
126. Burns A.F., Mitchell W.C. Measuring Business Cycles. New York: National Bureau of Economic Research, 1946.
127. Chow G.C. Economic reform and growth in China Annals of economics and finance. Princeton: Princeton University Press, 2004. №5. P. 127–152.
128. Credit Suisse AG Research Institute “Global Wealth Databook 2016” [El. Resource]. URL: <https://www.credit-suisse.com/ch/en/about-us/research/research-institute/publications.html>



129. Currency and Economic Reform: West Germany After World War II: A Symposium. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. 1979. Sep. P. 374-404.

130. Czech National Bank “Financial stability report 2011/2012” [El. Resource]. URL: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/financial\\_stability/fs\\_reports/fsr\\_2011-2012/fsr\\_2011-2012.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/financial_stability/fs_reports/fsr_2011-2012/fsr_2011-2012.pdf)

131. De Long J.B., Eichengreen B. The Marshall Plan: History’s Most Successful Structural Adjustment Program [El. Resource]. URL: [http://www.j-bradford-delong.net/pdf\\_files/Marshall\\_Large.pdf](http://www.j-bradford-delong.net/pdf_files/Marshall_Large.pdf)

132. De Wolff S. Prosperitats und Depressionsperioden. Der lebendige Marxismus. Jena, 1924.

133. Dietz T., Protsky T., Keller E. Similar but different? The financial crisis in matured Western and emerging Eastern European countries. *Banks and Bank Systems*. 2009. № 4(3).

134. Dooley M. Indonesia: is the light at the end of the tunnel oncoming traffic?. Deutsche Bank Research. 1998. June. P. 67–77.

135. Eichengreen B., Ritschl A. Understanding West German Economic Growth in the 1950s. Berlin: Humboldt-Universität zu Berlin, 2008. (Discussion Paper 2008-068).

136. Fama E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association* New York. 1969. Vol. 25, №2. P. 383–417.

137. Fama E.F., French K.R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*. 2004. Vol. 18, №3. P. 25–46.

138. Fisher I. The theory of interest, as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it. New York: Macmillan, 1930.

139. Francisco A.A., Veiga J. How Does Political Instability Affect Economic Growth? [El. Resource]. IMF Working Paper. WP/11/12. 2011. January. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1112.pdf>

140. Friedman M., Schwartz A.J. Monetary history of the United States, 1867-1960. Princeton: Princeton University Press, 2003.
141. Gelderen J. Springvloed. Beschouwingen over industriële Ontwikkeling en Prijsbeweging. De Nieuwe Tijd, 1913.
142. Gencay R., Salih A. Degree of Mispricing with the Black-Scholes Model and Nonparametric Cures. *Annals Of Economics And Finance*. 2003. № 4. P. 73–101.
143. Goodhart C. Lessons for Monetary Policy from the Euro-Area Crisis. *Journal of Macroeconomics*. 2014. №39. P. 378–382.
144. Gradzewicz M., Growiec J., Kolasa M., Postek L. Poland's exceptional performance during the world economic crisis: new growth accounting evidence. NBP Working paper № 186. Warsaw.: Economic Institute, 2014.
145. Gurtner B. The Financial and Economic Crisis and Developing Countries. *International Development Policy. Revue internationale de politique de développement*. 2010. № 1. P. 189–213.
146. Hansen L.P., Hodrick R.J. Forward Exchange-Rates As Optimal Predictors of Future Spot Rates - An Econometric-Analysis. *Journal of Political Economy*. 1980. Vol. 88, № 5. P. 829–853.
147. Haque A., Younis M. Sociopolitical Instability and Capital Accumulation in Developing Countries: Cross Country pooled data Evidence. *Journal of Social Sciences*. 2007. № 3. P. 208–212.
148. Iyoda M. Postwar Japanese Economy: lessons of economic growth and bubble economy. Osaka.: St. Andrew's University, 2010.
149. Juglar C. Des Crises commerciales de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis. Paris.: Guillaumin et Cii, 1862.
150. Kandil M. Exchange rate fluctuations and economic activity in developing countries: theory and evidence. *Journal of economic development*. 2004. Vol. 29, № 1. P. 85–108.
151. Klein P.G., Schultz T.W. The Human-Capital Approach to Entrepreneurship [El. Resource]. URL: <http://web.missouri.edu/~kleinp/papers/06011.pdf>

152. Korotaev A.V., Tsirel S.V. Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis [El. Resource]. Structure and Dynamics. 2010. Vol. 4, Issue. 1. P. 1–55. URL: <http://www.escholarship.org/uc/item/9jv108xp>
153. Krugman P. Crises: the price of globalization? [El. Resource]. Federal Reserve Bank of Kansas City. Economic Policy Symposium. URL: <https://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/SYMPOS/2000/S00krug.pdf>
154. Kwan K.S. The Korean Miracle (1962-80) Revisited: Myths and Realities in Strategies and Development. In: Asian Industrialisation and Africa: Studies in Policy Alternatives to Structural Adjustment. London: Macmillan, 1995.
155. Laidler D. The price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate [El. Resource]. BIS Working Papers № 136. 2003. September. URL: <http://www.bis.org/publ/work136.pdf>
156. Maginn J.L., Tuttle D.L., McLeavey D.W., Pinto J.E. Managing investment portfolios: a dynamic process: 3<sup>rd</sup> ed. John Wiley & Sons, Inc., 2007. 932 pp. (CFA Institute investment series).
157. Mangram M.E. A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory. Global Journal Of Business Research. 2013. Vol. 7, №1. P. 59–70.
158. Ministry of development of Poland “Responsible development plan” [El. Resource]. URL: [https://www.mr.gov.pl/media/14873/Responsible\\_Development\\_Plan.pdf](https://www.mr.gov.pl/media/14873/Responsible_Development_Plan.pdf).
159. Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis. Working paper № 74. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. 1992.
160. Mishkin F.S. Globalization: A Force for Good? [El. Resource]. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20061012a.htm>
161. Mitchell W.C. Business cycles. Berkley.: University of california press, 1913.
162. Mundell R.A. Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review. 1961. Vol. 51, № 4. P. 657–665.

163. Owen G. Industrial policy in Europe since the second World war: What Has Been Learnt?. London School of Economics ECIPE Occasional Paper. 2012. №1.
164. Palenzuela D.R., Dees S. Savings and investment behaviour in the euro area [El. Resource]. Occasional Paper Series European Central Bank. 2016. № 167. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop167.en.pdf>
165. Pettis M. The Volatility Machine: Emerging Economies And The Threat of Collapse. Oxford University Press. 2001.
166. Phelps E. The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen. American Economic Review. 1961. Vol. 51, № 4. P. 638–643.
167. Piketty T. Capital in the Twenty-First Century. Harvard University Press, 2014.
168. Pindyck R.S. Economic Instability and Aggregate Investment. NBER Macroeconomics Annual. 1993. № 8. P. 259–318.
169. Raiffeisen Bank International “Annual Report 2014” [El. Resource]. URL: [http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/media/832624473864488257-832624426888283369\\_832626886830804019-1154554533506079923-1-2-EN.pdf](http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/media/832624473864488257-832624426888283369_832626886830804019-1154554533506079923-1-2-EN.pdf)
170. Raiffeisen Zentralbank Group “Sustainability report 2015” [El. Resource]. URL: [http://rbg.hypercms.net/ebook\\_RZBGruppe\\_NHBericht\\_2015\\_EN/#/1/](http://rbg.hypercms.net/ebook_RZBGruppe_NHBericht_2015_EN/#/1/)
171. Rioja F., Rios-Avila F., Valev N. The Long Run Effects of Banking Crises on Investment Department of Economics. Andrew Young School of Policy Studies. Georgia State University. 2011. March.
172. Schultz T.W. Investment in Human Capital. The American Economic Review. 1961. Vol. 51, № 1. P. 1–17.
173. Schumpeter J.A. Capitalism, socialism and democracy. New York: Harper & Brother Publishers, 1950.
174. Solow R.M. Technical Progress, Capital Formation, and Economic Growth. The American Economic Review. 1962. Vol. 52, № 2. P. 76–86.
175. Sovereign Wealth Fund Rankings [El. Resource]. URL: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

176. Stern Review. The Economics of Climate Change [El. Resource]. URL: [http://mudancasclimaticas.cptec.inpe.br/~rmclima/pdfs/destaques/sternreview\\_report\\_complete.pdf](http://mudancasclimaticas.cptec.inpe.br/~rmclima/pdfs/destaques/sternreview_report_complete.pdf)
177. Stiglitz J.E. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*. 2000. Vol. 28. №6, P. 1075–1086.
178. The International Bank for Reconstruction and Development “Global monitoring report 2009: A Development Emergency” [El. Resource]. URL: <http://pubdocs.worldbank.org/en/265061442415873351/GMR-2009-Full-Report.pdf>
179. Vivien A.S. French capitalism transformed, yet still a third variety of capitalism. *Economy and Society*. 2003. Vol. 32, № 4. P. 526–554.
180. Walko Z. The Refinancing Structure of Banks in Selected CESEE Countries. *Financial Stability Report*. 2008. № 16. P. 76–95.
181. Williams J.B. *The Theory of Investment Value*. Cambridge.: Harvard University Press, 1938.
182. Winkler A. The Dual Role of Financial Markets in Economic Development: Engine of Growth and Source of Instability [El. Resource]. IPC Working Paper. № 18. Frankfurt. 1998. June. URL: [https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010100/Publikationen/Adalbert\\_Winkler/WP\\_18.pdf](https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010100/Publikationen/Adalbert_Winkler/WP_18.pdf)
183. Xenophon, *De vectigalibus*, ed. E. C. Marchant, *Xenophontis opera omnia*. Marchant. Oxford.: Oxford, 1920 [repr. 1969].
184. Асоціації українських банків: сайт. URL: <http://aub.org.ua/>
185. Бюро статистики праці США: сайт. URL: <https://www.bls.gov/>
186. Державна служба статистики України: сайт. URL: <http://ukrstat.gov.ua/>
187. ДП «Енергоринок»: сайт. URL: <http://www.er.gov.ua/doc.php?f=3321>
188. Міжнародна енергетична агенція (МЕА): сайт. URL: <http://www.iea.org/>
189. Національний банк Польщі: сайт. URL: <http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/srodeken.htm>.
190. Національний банк України: сайт. URL: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)
191. Національна комісія, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг: сайт. URL: <https://nfp.gov.ua/>

192. Української асоціації інвестиційного бізнесу: сайт. URL:  
<http://www.uaib.com.ua/>



**МІНІСТЕРСТВО ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ І ТОРГІВЛІ УКРАЇНИ**  
(Мінекономрозвитку)

вул. М. Грушевського 12/2 м. Київ 01008 тел. 253-93-94, факс 253-63-71  
Web: <http://www.me.gov.ua>, e-mail: [meconomy@me.gov.ua](mailto:meconomy@me.gov.ua), код згідно з ЄДРПОУ 37508596

30.10.2017 № 3013-06/38617-07

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_  
(вх. МЕРТ № 07/43370 від 24.10)

**ДОВІДКА**

про впровадження результатів дисертаційної роботи  
**Ємця Вадима Вікторовича**  
«Нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності»  
(кафедра економічної теорії та конкурентної політики  
Київського національного торговельно-економічного університету)

Довідка видана у підтвердження того, що основні положення, науково-методичні матеріали, висновки та практичні рекомендації, розроблені та сформульовані в дисертаційному дослідженні Ємця В. В. на тему «Нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності», присвячені проблематиці визначення та нівелювання впливу економічної нестабільності на нагромадження капіталу, можуть бути використані департаментом економічної стратегії та макроекономічного прогнозування Міністерства економічного розвитку і торгівлі України при підготовці аналітичних матеріалів, програмних та прогнозних документів економічного і соціального розвитку України, розробленні заходів із вдосконалення державної економічної політики.

На особливу увагу заслуговує розроблена автором методика розрахунку реальної динаміки нагромадженого капіталу під впливом дії деструктивних економічних факторів, та пропозиції стосовно можливих шляхів формування національної системи домінуючого нагромадження капіталу, що передбачає спрямування фінансових ресурсів на цілі, пов'язані з розвитком виробничих фондів, оновлення інфраструктури, формування людського капіталу та створення об'єктів інтелектуальної власності в середині країни.

Директор департаменту  
економічної стратегії та  
макроекономічного прогнозування,

кандидат еконо: М2 Мінекономрозвитку  
Вих. № 3013-06/38617-07 від 30.10.2017 9:42:05

Наталія ГОРШКОВА





**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

вул. Кіото, 19, м. Київ, 02156, тел. (044) 531-47-41, факс (044) 544-39-74, 544-74-14  
e-mail [knteu@knteu.kiev.ua](mailto:knteu@knteu.kiev.ua), код ЄДРПОУ 01566117

19.10.2017 № 3131/20

На № \_\_\_\_\_

**ДОВІДКА**

Видана Ємцю Вадиму Вікторовичу, аспіранту кафедри економічної теорії та конкурентної політики Київського національного торговельно-економічного університету, про те, що він дійсно з 06.03.17 і до сьогодні бере участь у розробленні науково-дослідної роботи на тему № 630/20 «Соціально-економічні ефекти державного регулювання внутрішнього ринку в умовах європейської інтеграції України» (термін виконання – I кв. 2015 р. – IV кв. 2017 р.).

Номер державної реєстрації – НДР № 0115U000567.

Особистий внесок Ємця Вадима Вікторовича:

- досліджено вплив державного регулювання на функціонування внутрішнього ринку, зокрема на процеси нагромадження капіталу в країні;
- запропоновано теоретико-методологічні підходи щодо вдосконалення системи державного регулювання внутрішнього ринку стосовно стимулювання нагромадження капіталу.

Довідка видана для подання до спеціалізованої вченої ради К.26.055.05. Київського національного торговельно-економічного університету.

**Проректор  
з наукової роботи**



**С.В. Мельниченко**

Федоренко О.В.  
(044) 531-74-36





**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

вул. Кіото, 19, м. Київ, 02156, тел. (044) 531-47-41, факс (044) 544-39-74, 544-74-14  
e-mail [knteu@knteu.kiev.ua](mailto:knteu@knteu.kiev.ua), код ЄДРПОУ 01566117

19.10.2017 № 3142/20

На № \_\_\_\_\_

**ДОВІДКА**

Видана Ємцю Вадиму Вікторовичу, аспіранту кафедри економічної теорії та конкурентної політики Київського національного торговельно-економічного університету, про те, що він дійсно з IV кварталу 2015 р. бере участь у розробленні науково-дослідної роботи на тему: «Розвиток конкуренції на внутрішньому ринку України» (термін виконання: I квартал 2013 року – IV квартал 2017 року).

Номер державної реєстрації НДР – 0113U00522.

Особистий внесок Ємця Вадима Вікторовича:

- досліджено вплив нагромадження капіталу окремими суб'єктами на їх конкурентоспроможність на внутрішньому ринку України;
- запропоновано основні напрями стимулювання нагромадження капіталу задля підвищення конкурентоспроможності суб'єктів господарювання на внутрішньому ринку України.

Довідка видана для подання до спеціалізованої вченої ради К.26.055.05 Київського національного торговельно-економічного університету.

Проректор з наукової роботи



С.В. Мельниченко

Фокіна М.В.  
тел. (044) 531-49-73



**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

вул. Кіото, 19, м. Київ, 02156, тел. (044) 531-47-41, факс (044) 544-39-74, 544-74-14  
e-mail [knteu@knteu.kiev.ua](mailto:knteu@knteu.kiev.ua), код ЄДРПОУ 01566117

19.10.2017 № 3143/20

На № \_\_\_\_\_

**ДОВІДКА**

Видана Ємцю Вадиму Вікторовичу, аспіранту кафедри економічної теорії та конкурентної політики Київського національного торговельно-економічного університету, про те, що окремі положення, висновки та пропозиції, що містяться в дисертаційному дослідженні, виконаному на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: «Нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності», застосовувалися у навчальному процесі КНТЕУ під час підготовки лекційних матеріалів навчальних дисциплін – «Основи економічної теорії», «Макроекономічний аналіз», «Історія економіки та економічної думки».

Особистий внесок Ємця Вадима Вікторовича – підготував текст лекцій на теми:

«Капітал сфери товарного обігу» (навчальна дисципліна – «Основи економічної теорії») для студентів освітнього рівня «бакалавр»;

«Макроекономічний аналіз фіскальної політики та державних фінансів» і «Макроекономічний аналіз економічної динаміки» (навчальна дисципліна – «Макроекономічний аналіз») для студентів освітнього рівня «магістр»;

«Формування передумов становлення і розвиток індустріального господарства та їх оцінки представниками економічної думки (XVI – перша половина XIX століття)» (навчальна дисципліна – «Історія економіки та економічної думки») для студентів освітнього рівня «бакалавр».

Довідка видана для подання до спеціалізованої вченої ради К.26.055.05 Київського національного торговельно-економічного університету.

**Проректор з наукової роботи**



**С.В. Мельниченко**

Фокіна М.В.  
тел. (044) 531-49-73

№ 01/09 від 15.06.17

### Довідка

Видана Ємцю Вадиму Вікторовичу, аспіранту кафедри економічної теорії та конкурентної політики Київського національного торговельно-економічного університету.

Колектив Інституту стратегічних досліджень «Нова Україна», ознайомившись з основними науковими результатами, викладеними в дисертаційній роботі аспіранта кафедри економічної теорії та конкурентної політики Київського національного торговельно-економічного університету Ємця Вадима Вікторовича на тему: «Нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності», дійшов висновку, що робота містить низку наукових положень, які є суттєвими у контексті розробки стратегій сталого розвитку України.

Зокрема, запропонований автором науково-методичний підхід, може сприяти удосконаленню механізмів нагромадження капіталу в країні та забезпечити безперервність розширеного відтворення капіталу в межах національної економіки. Запропоновані рекомендації дозволять сформувати фінансовий ресурс задля модернізації економіки, розвитку інноваційних кластерів, підвищення її конкурентоспроможності і зниження її чутливості до внутрішніх та зовнішніх негативних чинників. Загальним результатом реалізації таких заходів буде підвищення загального рівня та якості життя населення в Україні.

Довідка видана для подання до спеціалізованої вченої ради К.26.055.05 Київського національного торговельно-економічного університету.

Директор

А.Єрмолаєв





Україна, 51650  
Дніпропетровська обл.  
Верхньодніпровський р-н  
смт. Дніпровське  
вул. Олександра Островського,

Р/р 26004301002771  
в ВТБ Банк м.Київ  
МФО 321767  
ідентифікаційний код 00383372

Примальна: (+3805658) 47-111  
Факс (+3805658) 47-123  
E-mail: secretary@dkpk.dp.ua

Вантажний вагони  
Підніпровська залізниця  
ст Дніпровська, код 456207

Контейнери і баваж:  
ст. Тритузна, код 455901

№ 01/989 від « 24 » гесовтня 2017р.  
На № \_\_\_\_\_ від « \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 20\_\_\_\_.

**Довідка**  
**про використання у діяльності**  
**ПрАТ «Дніпровський крохмалепатоковий комбінат»**  
**наукових розробок**  
**Ємця Вадима Вікторовича**

Наукові результати та практичні рекомендації, сформовані за результатами дисертаційного дослідження аспіранта кафедри економічної теорії та конкурентної політики Київського національного торговельно-економічного університету Ємця Вадима Вікторовича, які спрямовані на сприяння нагромадження капіталу в умовах економічної нестабільності, були застосовані у діяльності ПрАТ «Дніпровський крохмалепатоковий комбінат». Так, зокрема, формуючи власну стратегію, на підприємстві були використані нароби щодо необхідності забезпечення постійного оновлення виробничих засобів, розширення виробничої бази, підвищення кваліфікації персоналу за для сприяння розвитку підприємства і таким чином підтримання конкурентоспроможності продукції на внутрішньому та зовнішньому ринках.

Довідка видана для подання до спеціалізованої вченої ради К.26.055.05 Київського національного торговельно-економічного університету.

Генеральний директор



П.А.Шванц

## ПЕРІОДИЗАЦІЯ ЕТАПІВ ЕВОЛЮЦІЇ ТЕОРЕТИЧНИХ ПІДХОДІВ ЩОДО РОЗКРИТТЯ ЕКОНОМІЧНОЇ СУТНОСТІ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ

Етапи проходження суспільством у рамках цивілізаційного підходу розвитку історії	Сутність економічних відносин у рамках формаційного підходу, що відповідають етапам цивілізаційного підходу розвитку суспільства	Етапи еволюції теоретичних підходів щодо розкриття економічної сутності нагромадження капіталу, які відповідають етапам цивілізаційного та формаційного підходам розвитку суспільства	Період домінування етапу еволюції теоретичних підходів щодо розкриття економічної сутності нагромадження капіталу	Домінуюча сфера нагромадження капіталу	Основна функція нагромадження капіталу
I. Космогенний	Рабовласницький	Індивідуально-суспільної значущості нагромадження капіталу	період до н.е. – V ст.н.е.	Індивідуальний капітал, торговий, лихварський	Збереження та примноження
	Феодалний	Нагромадження грошових капіталів	з VI ст. до XVI ст.	Торговий капітал	Оборотні засоби
				Фінансово-банківський капітал	Примноження
Грошовий капітал (національний капітал)	Зростання добробуту				
II. Індустріальний	Феодалний (перехідний)	Промислово-виробничої спрямованості капіталу	з середини XVII ст. до кінця XVIII ст.	Промисловий капітал	Розширене виробництво
	Капіталістичний (соціалістичний в окремих країнах)	Інвестиційної-орієнтованості капіталу	з середини XIX ст. до 70-х років XX ст.	Інвестиційний капітал, спекулятивний капітал	Універсальна ділова активності
III. Постіндустріальний (стосується розвинутих країн)	Капіталістичний	Глобально-інтенсивної спрямованості капіталу	з 70-х років XX ст. до нинішнього часу	Глобальний капітал	Максимізація ефективності

**Джерело:** розроблено автором дисертаційної роботи на основі джерел, наведених у параграфі 1.1.

## ПЕРІОДИЗАЦІЯ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

З розпадом СРСР в Україні почалося «дрифтування» капіталу, який був зосереджений під контролем держави до переходу його у приватні руки. При цьому, якщо говорити про грошові активи, певний період мала місце ситуація, яка характеризувалася відсутністю його адекватної оцінки, як результат відсутності стабільної національної валюти, яка б могла бути використана як мірило вартості капіталу. Що стосується грошового капіталу, він був повністю зруйнований і втратив свою купівельну спроможність назавжди. У новій незалежній Україні практично єдиною сферою нагромадження була сфера індивідуального капіталу, яка поповнювалася насамперед за рахунок приватизації державної та комунальної власності. На першому етапі після розпаду СРСР таких форм, як грошовий капітал, інвестиційний та глобальний капітал, не було взагалі. Промисловий та торговий капітал були представлені у вигляді «перехідних залишків», що отримала країна після розпаду СРСР.

Перший період нагромадження капіталу в Україні можна охарактеризувати як етап інституалізації приватного нагромадження (1991-1994 рр.). Його можна визначити як період юридичного та інституціонального оформлення передумов для початку формування приватних капіталів в умовах сильної економічної нестабільності. Зусилля влади були спрямовані, з одного боку, на започаткування процесів роздержавлення, з іншого боку, було створене законодавче та інституційне середовище для розвитку приватної підприємницької ініціативи та започаткування приватних фінансових установ.

Розпад СРСР обумовив колапс союзної валюти – карбованця. Для перезапуску економіки країні потрібна була нова власна валюта. Восени 1992 р. Уряд України прийняв рішення про відмову від використання радянського карбованця, який до того часу практично повністю знецінився. Сам процес нагромадження за умови відсутності власної грошової одиниці в обігу міг

відбуватися лише у викривлених формах, що й мало місце в Україні у подальшому. У кінці 1992 р. в Україні введено власну грошову одиницю – купонокарбованець, яка не змогла належним чином виконати навіть функцію засобу обміну та платежу, про нагромадження взагалі мова не йде. У підсумку за період 1992-1996 рр. середній рівень зростання грошової маси в Україні становив приблизно 715% [190], а середній рівень інфляції - приблизно 2555% [186]. Як результат, населення повністю втратило будь-які заощадження у грошовій формі.

В умовах відсутності збалансованої грошової системи для забезпечення процесу перерозподілу державних активів був розроблений механізм, який передбачав використання приватизаційних сертифікатів. Приватизаційні сертифікати – цінний папір, емітований державою, давав можливість його власнику брати участь у роздержавленні майна. Передбачалось, що 70% державного майна буде приватизовано із залученням приватизаційних сертифікатів і ще 30% – за грошові кошти.

Крім того, саме у цей період були реалізовані такі важливі кроки на шляху формування ринкової структури, як становлення Національного банку України, запуск міжбанківського валютного ринку, забезпечення приходу іноземного капіталу в банківський сектор України, а також утворення перших кредитних спілок [71, с. 68]. У 1993 р. в Україні з'явився перший великий банк зі 100% французьким капіталом – «Креді Ліоне Україна» [84, с. 18].

Незважаючи на амбіційні плани щодо широкої приватизації, в перші роки функціонування економіки незалежної України владі вдалося лише розпочати процес роздержавлення, а також створити інституційне поле та інфраструктури для початку «широких» процесів приватного нагромадження. Для надання поштовху цим процесам вкрай необхідним було реформувати грошову систему, а також наростити темпи роздержавлення.

Другий період нагромадження, який можна визначити як етап стихійно нагромадження промислового капіталу (1995-1998 рр.), характеризується масовою приватизацією державних активів, що заклало фундамент до вкрай

нерівномірного їх розподілення і в подальшому до олігархізації економіки. «Темпи приватизації вдалося прискорити порівняно з попереднім етапом в середньому в 4,2 раза. За 1995—1998 рр. приватизовано майже 50 тис. об'єктів, у тому числі понад 11000 середніх і великих підприємств» [88, с. 12; 13].

У 1995 р. в Україні вже діяло 230 банків, найбільше за всю історію незалежної України. У період 1995-1998 рр. в країні збільшується кількість іноземних банків, яким видається перспективним український ринок. Протягом цього періоду в Україні з'являється 11 банків з іноземним капіталом, з яких 6 із 100% належали іноземному інвестору. Саме цей період у новітній історії України можна розглядати як початковий етап проникнення та формування глобального капіталу.

Важливою для подальшого розвитку небанківського фінансового сектору була страхова реформа, проведена у 1996 р. Верховна Рада прийняла нову редакцію Закону України «Про страхування», який упорядкував діяльність страхових компаній та запровадив досить жорсткі вимоги для отримання ліцензій, щоб здійснювати страхову діяльність. У результаті в Україні, де нараховувалось майже 700 страхових компаній у 1996 р., їх кількість знизилась приблизно на третину, що розглядалося, як позитив, оскільки значна частина страхових компаній була залучена до сумнівних схем, пов'язаних з незаконним обігом валюти та побудовою «фінансових пірамід». Відзначимо, що у 1998 р. в Україні з'явилась перша міжнародна страхова компанія “QBE Україна”, яка є дочірньою компанією австрійської групи “QBE”.

У цей період у реальному секторі економіки спостерігався прихід й іноземного капіталу, який сприяв росту валового накопичення основного капіталу на середньому рівні 17,2 % у 1995-1998 рр., тоді як прямі іноземні інвестиції у період 1996-1998 рр. зростали на середньому на рівні 60% на рік [186].

Після повного руйнування грошових капіталів з розпадом СРСР більшість населення України ще досить довгий період часу не мали практичної можливості здійснювати заощадження, а відповідно й нагромадження. Як



свідчать дані Київського міжнародного інституту соціології щодо результатів опитування населення про матеріальне становище домогосподарств, саме 1995-1998 рр. були одними з найскладніших у сенсі матеріальної забезпеченості населення. Так, у 1998 р. частка серед опитаних, яким не вистачає грошей навіть на їжу, сягнула рекорду 52%, у 1997 р. – 48%, у 1996 р. – 36%, у 1995 р. – 37% [86]. При цьому частка населення, яка могла дозволити собі придбати дорогі речі та дозволити все, що забажає, не перевищувала 1% серед опитаних. У таких умовах нагромадження домогосподарствами були на мінімальному рівні, що підтверджують й інші дані. Так, рівень зростання реальної заробітної плати населення у 1995 р. становив 10,6%, у той час, як у 1996 р. знизився на 3,4%, у 1997 р. – 3,4%, а в 1998 р. був на рівні мінус 3,8% [186].

Третій період швидкого нагромадження приватних капіталів (1999-початок 2008 рр.) починається з кризового 1999 р., який характеризувався перманентною девальвацією національної валюти та пригніченням економічного зростання в країні. Разом із тим уже з 2000 р. почалося досить суттєве зростання економіки країни, яке було перерване лише у 2009 р. Саме у цей період (у 2006 р.) економіка України сягнула та перевищила показник 1990 р. Тоді дехто навіть заговорив про «економічне диво» в Україні.

Іншою характерною особливістю цього етапу є нарощення темпів нагромадження практично всіх форм приватного капіталу. І якщо протягом попереднього періоду нагромадження приватного капіталу відбувалось насамперед за рахунок перерозподілу державних активів, до цього фактору долучаються такі, як масовий прихід іноземного інвестора та підвищення ринкової вартості активів, що складають капітал.

У цей період спостерігається поступове відновлення економіки не тільки після фінансової кризи 1998 р. а й після десятиріччя економічної турбулентності, пов'язаної з трансформаційними процесами, які мали місце в Україні.

У цей період (1999-2008 рр.) заробітна плата населення демонструвала безпрецедентно високі темпи зростання, середній темп якої становив приблизно

12% [186], а депозити домогосподарств, кумулятивне зростання яких не переривалось увесь період, виросли майже в 50 разів з 4,4 млрд. грн. у 1999 р. до 217 млрд. грн. у 2008 р. Схожу тенденцію продемонструвало і перманентне зростання роздрібного товарообігу, який номінально виріс у 20 разів з 22,1 млрд. грн. у 1999 р. до 449,3 млрд. грн. у 2008 р. [190].

Зростання доходів та заощаджень населення мало місце на тлі промислового відновлення країни. У 1999-2000 рр. у світовій економіці розпочався новий сировинний «суперцикл», який закінчився у 2008 р. Цей період не випадково збігається з часовими рамками запропонованого нами етапу швидкого нагромадження приватних капіталів, оскільки перманентне зростання на сировинних ринках обумовило мультиплікативний ефект у вигляді зростання світового попиту та цін на широкий спектр товарів. Маючи досить значні виробничі потужності у таких сферах, як чорна та кольорова металургія, хімія, машинобудування, агропромисловий комплекс, Україна змогла наростити поставки на зовнішні ринки. У цей період низка фінансово-промислових груп почали «переформатовувати» свій бізнес з метою впровадження західних корпоративних стандартів і в подальшому виході на міжнародні ринки капіталів для залучення більш дешевих фінансових ресурсів. У результаті низка українських підприємств реального сектору здійснили вихід на ринки капіталів як з метою IPO, так і з ціллю розміщення власних корпоративних облігацій. Серед основних IPO українських компаній цього періоду відзначимо такі: «XXI Вік» (Лондонська біржа, 2005 р., залучено 139 млн. дол. США), «Укрпродукт» (Лондонська фондова біржі, 2005 р., залучено 11 млн. дол. США), «Надрабанк» (Франкфуртська фондова біржа, 2006 р., залучено 53 млн. дол. США), «Ferrexpo AG» (Лондонська фондова біржа, 2007 р., залучено 420 млн. дол. США), «DUPD» (Фондова біржа Відня, 2007 р., залучено 209 млн. дол. США), «ТММ» (Франкфуртська фондова біржа, 2007 р., залучено 105 млн. дол. США), «Кернел» (Варшавська фондова біржа, 2007 р., залучено 218 млн. дол. США), «МХП» (Лондонська фондова біржа, 2008 р., залучено 323 млн. дол. США), «Cadogan Petroleum Plc» (Лондонська фондова

біржа, 2008 р., залучено 274 млн. дол. США), «Мрія Agro Holding» (Франкфуртська фондова біржа, 2008 р., залучено 274 млн. дол. США) та інші [20].

Найбільш наочним був притік глобального капіталу у фінансовому секторі. Так, у 2005 р. 93% банку «Аваль» було куплено австрійською фінансовою групою «Raiffeisen Int» за 1 млрд. дол. США, у 2007 р. 95% «Укрсоцбанку» придбала італійська група «UniCredit» за 2,07 млрд. дол. США; у 2006 р. 51% «Укрсиббанку» було продано глобальній фінансовій групі «BNP Paribas»; у 2006 р. 99,9% «Індексбанку» було продано глобальній фінансовій групі «Crédit Agricole» за 220 млн. євро; у 2007 р. 100% «ТАС-Комерцбанк» й «ТАС-Інвестбанк» були продані шведському «Swedbank» за 735 млн. дол. США.; у 2008 р. 60% банк «Форум» купив німецький «Commerzbank» за 600 млн. дол. США та інші [102].

Банківський сектор почав активно виходити на зовнішні ринки для отримання більш дешевого фондування. При цьому банки активно використовували як механізми залучення кредитних ресурсів через емісію єврооблігацій, так і синдиковані та субординовані кредити. Найбільш активними банками, які залучали зовнішні фінансові ресурси у період 1999-2008 рр., були такі фінансові установи: «ПриватБанк», «Укрсоцбанк», «Укрсиббанк», «Райффайзен Банк Аваль», банк «Форум», «Альфа-банк», «ПУМБ», «Укрексімбанк», «Ощадбанк» тощо [184].

Загальним підсумком розвитку банківського сектору у результаті внутрішніх і зовнішніх факторів стало нагромадження банківського капіталу, яке виявилось у зростанні активів банківського сектору України (у період 2000-2008 рр. сумарні активи банківського сектору зросли у 26,5 раза за 33,6 млрд. грн. до 892,5 млрд. грн.) [184].

Зростання нагромадження капіталів та прихід іноземного інвестора спостерігався й у страховому секторі. У досліджуваний період в Україні спостерігалось досить активне зростання кількості страхових компаній, а разом з ними і активів страхових компаній. Так, якщо у 1999 р. в Україні

нараховувалось всього 263 страхові компанії, у 2008 р. їх кількість збільшилась до 469 (відзначимо, що 2008 р. був поворотним, після якого кількість страхових компаній в Україні почала зменшуватися). Сукупні активи страховиків України у 2001 р. становили приблизно 3 млрд. грн. До 2008 р. вони вирости у 14 разів та становили 41,9 млрд. грн. (тут також прослідковується тенденція до перманентного зростання у цей період). Так, у 2002 р. почала працювати дочірня компанія страхової групи зі США "Alico AIG Life Україна", у 2005 р. австрійська Vienna Insurance Group придбала СК «Княжа» (пізніше була перейменована у «Княжа Вієнна Іншуранс Груп»), у 2006 р. французький банк «BNP Paribas» придбав СК «Український страховий альянс», у 2006 р. австрійська «UNIQA Group» домовилася про поетапну купівлю СК «Кредо-Классик», у 2006 р. нідерландська страхова група Fortis купила в Україні СК «Еталн-Життя», у 2006 р. італійська Generali Group увійшла до капіталу СК «Гарант-Лайф» тощо [191].

Розвиток корпоративного сектору, масовий прихід іноземного капіталу, підвищення платоспроможності населення та держави, стабілізація валютного курсу сприяли появі передумов для розвитку інституціональних інвесторів в Україні за зразком розвинутих країн. Перша редакція Закону України «Про інститути спільного інвестування» була прийнята у 2001 р., однак реально система запрацювала лише з 2004 р., коли активи інститутів спільного інвестування були сформовані на рівні 1,9 млрд. грн. Розвитку інститутів спільного інвестування сприяло і прийняття Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення», перші активи недержавні пенсійні фонди змогли сформувати у 2005 р. на рівні 72,3 млн. грн. [192]. Запуск нормативно-правової бази щодо функціонування інституціональних інвесторів сприяло появі в країні внутрішнього портфельного інвестиційного капіталу і відповідно підвищенню попиту на цінні папери. Основним фондовим майданчиком України став «Фондова біржа «ПФТС», об'єм торгів якої у 1999 р. становив 988,4 млн. грн., у 2008 р. виріс до 45,9 млрд. грн. [25] Відзначимо, що у період активного зростання активів інститутів спільного інвестування в Україні основними

компаніями на ринку були українські, які обслуговували як вітчизняних, так і іноземних клієнтів. Перед початком фінансової кризи 2008 р. (у кінці другого кварталу 2008 р.) у п'ятірці лідерів компаній з управління активами інституційних інвесторів за об'ємами активів жодної компанії нерезидента не було (на першому місці була інвестиційна компанія «КІНТО» з 770 млн. грн. під управлінням фондів невенчурних інститутів спільного інвестування). Разом з тим на ринок вийшла низка компаній з іноземним капіталом, які здійснювали досить широкий спектр операцій на фондовому ринку України. Зокрема, у 2000 р. була заснована інвестиційна компанія “Dragon Capital”, яка у 2007 р. продала приблизно 20% своєї долі одному з найбільших інвестиційних банків у світі “Goldman Sachs”; у 2007 р. з'явилася одна з найбільших інвестиційних компаній «Тройка Діалог», яка стала найбільшим торговцем на фондовому ринку, також на фондовий ринок України вийшли компанії з іноземним капіталом з управління активами такі, як КУА «Райффайзен Аваль» (2007 р.), КУА «УкрСиб Ессет Менеджмент» (2003 р.), КУА «ОТП Капітал» (2007 р.) та інші [192].

Таким чином, на етапі нагромадження приватних капіталів спостерігається суттєве нарощення нагромадженого капіталу практично всіма суб'єктами, що здійснюють нагромадження, та в усіх основних формах нагромадження. Однак унікальною особливістю цього періоду була фактична поява в Україні інституту інституційного інвестора як вищої форми прояву процесів нагромадження. Іншою особливістю цього періоду було поглиблення інтеграції України до світової економіки через такі канали, як закріплення України на різноманітних зовнішніх ринках (продукції агропромислового комплексу, металургії, хімії), вихід українських потужних підприємств на зовнішні фондові майданчики з метою розміщення акцій та облігацій, прихід в Україну потужних міжнародних корпорацій, передусім це стосується банківського сектору. Всі ці процеси сприяли пришвидшенню процесів нагромадження капіталу в Україні.

Четвертий період згортання процесів нагромадження приватних капіталів починається з кінця 2008 р. по теперішній час). Точкою відліку початку четвертого етапу у запропонованій нами періодизації етапів нагромадження капіталу в Україні можна вважати вересень 2008 р., коли з'явилась інформація про банкрутство одного з найбільших інвестиційних банків не тільки у США, а й у світі - Lehman Brothers. Після чого на світових фінансових та сировинних ринках розпочався відтік капіталів і, як результат, різкий їх обвал. Банкрутство Lehman Brothers, на наш погляд, було скоріше проявом проблем економіки США, ніж причиною. Спричинивши високий рівень економічної нестабільності у глобальній економіці, фінансова криза 2008-2009 рр. мала безпосередні наслідки на економіку України, зокрема на процеси нагромадження капіталу в країні. Українська економіка зазнала деструктивної дії одразу декількох потужних факторів. По-перше, падіння цін на основні сировинні товари, що експортуються Україною (сталь, залізна руда, азотні добрива, пшениця), спричинило зниження надходження експортної виручки до країни швидшими темпами, ніж знижувалися витрати на імпорт товарів; по-друге, зупинився притік інвестиційного та іноземного грошового капіталу через банківські та небанківські канали руху капіталу; по-третє, почався відтік спекулятивного капіталу з країни.

В останні роки в Україні спостерігається й зниження присутності глобального капіталу. При цьому це стосується як залучення іноземного капіталу за кордоном через IPO та розміщення облігацій, так і реального виходу на український ринок глобальних корпорацій у різних сферах. Як пишуть О.Баженова та Ю.Баженова, які вивчають аспекти IPO українськими компаніями: «Світова фінансово-економічна криза 2007-2008 рр. спричинила значне скорочення кількості IPO українських компаній, оскільки однією з умов первинного розміщення акцій є стабільність міжнародних фінансових ринків» [5, с. 17].

Кількість українських IPO з 2008 р. скоротилась до мінімуму, а починаючи з 2014 р. практично жодна українська компанія не заявляла щодо

таких планів. При цьому велика кількість українських крупних компаній в останні декілька років зазнали реструктуризації за своїми зобов'язаннями за єврооблігаціями. Через реструктуризацію єврооблігацій України пройшли такі компанії, як «XXI век» (2009 р.), «ИСД» (2011 р.), «Интерпайп» (2011 р.), «Метінвест» (2016 р.), «Укрзалізниця» (2015 р.), «ДТЕК» (2015 р.), «Укресімбанк» (2015 р.), «Ощадбанк» (2015 р.), агрохолдинг «Trigon Agri» (2016 р.), «Приватбанк» (2015 р.), «UkrLandfarming» (2016 р.), «Ferrexpo» (2015 р.) та інші [20].

Крім того, у досліджуваний період з України пішли компанії, що представляли великий зарубіжний капітал в Україні, зокрема у 2010 р. «HSBC» (банківська сфера), у 2012 р. «SEB Group», «Commerzbank» та «Societe Generale» (всі три банківська сфера), у 2013 р. «AES Corporation» (електроенергетика), у 2015 р. «Wizz Air» (авіаперевезення), у 2015 р. «Chevron» та «ExxonMobil» (нафтогазова сфера) та інші [20].

Таким чином, у період починаючи з кінця 2008 р. до теперішнього часу в Україні спостерігається поступове згортання процесів нагромадження капіталів, загострення якого відбулось у 2014-2015 рр.

**СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ****Статті у наукових фахових виданнях:**

1. Ємець В.В. Інститути небанківського фінансового сектора у системі забезпечення економічної безпеки України. Актуальні проблеми економіки. 2006. №11. С.126–136 (0,5 друк. арк.).
2. Ємець В. Роль недержавних пенсійних фондів у забезпеченні економічного розвитку країни: світовий досвід та українські реалії. Економіст. 2006. №11. С. 37–39 (0,35 друк. арк.).
3. Ємець В.В. Фінансовий лізинг як чинник стимулювання інвестиційної активності у національній економіці. Актуальні проблеми розвитку економіки регіону: науковий збірник. Івано-Франківськ: Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника, 2007. Вип. 3. Т. 1. С. 232–240 (0,5 друк. арк.).
4. Уманців Ю.М., Ємець В.В. Фінансова глобалізація: основні детермінанти та особливості прояву. Банківська справа. 2007. №5. С. 47–64 (у співавторстві; 1,4 друк. арк.; особистий внесок автора – дослідження аспектів стосовно витоків фінансової глобалізації та стану участі України у процесах фінансової глобалізації. – 0,65 друк. арк.).
5. Ємець В.В. Стратегія розвитку ринків фінансових послуг у контексті вступу України до СОТ. Регіональна бізнес-економіка та управління. 2007. № 3. С. 89–94 (0,37 друк. арк.).
6. Уманців Ю.М., Ємець В.В. Міжнародне портфельне інвестування в контексті фінансової глобалізації. Вісник Національного банку України. 2008. №9. С. 26–34 (у співавторстві; 1,13 друк. арк.; особистий внесок автора – ретроспективний аналіз процесів фінансової глобалізації та дослідження перспектив розвитку портфельного інвестування в Україні. – 0,5 друк. арк.).
7. Уманців Ю.М., Ємець В.В. Економіка України у координатах глобальних дисбалансів. Вісник Національного банку України. 2009. №5. С. 32–39 (у співавторстві; 1,0 друк. арк.; особистий внесок автора – дослідження впливу зовнішніх факторів на формування кризових явищ в Україні. – 0,42 друк. арк.).



8. Ємець В.В. Глобальні фінансові дисбаланси: історична ретроспектива та сучасні прояви. Інвестиції: практика та досвід. 2010. № 20. С. 30–35 (0,36 друк. арк.).

**Статті у наукових періодичних виданнях інших держав та публікації у виданнях України, які включені до міжнародних наукометричних баз:**

9. Ємець В.В. Еволюція теоретичних підходів до розкриття економічної сутності нагромадження капіталу. Бізнес Інформ. 2016. № 5. С. 13–19 (zareestrovano u takikh міжнародних наукометричних базах даних: Ulrichsweb Global Serials Directory, Index Copernicus, Directory of Open Access Journals, CiteFactor, Scientific Indexing Services, Advanced Science Index, Open Academic Journals Index, GetInfo, BASE, InfoBase Index, OpenAIRE, World Cat, SUNCAT Union Catalogue, COPAC Union Catalogue, Open Access Library, J-Gate, Академия Google, Research Bible; 0,8 друк. арк.).

10. Ємець В.В. Методологічні основи та інструменти аналізу деструктивного впливу економічної нестабільності на процеси нагромадження капіталу. Актуальні проблеми економіки. 2017. №4. С. 160–165 (zareestrovano u takikh міжнародних наукометричних базах даних: EBSCOhost, EconLit, ABI/Inform (by ProQuest); 0,4 друк. арк.).

11. Ємець В.В. Динаміка нагромадження капіталу в Україні за умов економічної нестабільності [Електронний ресурс]. Економіка і суспільство. 2017. Випуск 12. С. 3–10 (zareestrovano u міжнародній наукометричній базі «Index Copernicus»); 0,6 друк. арк.). URL: [economyandsociety.in.ua/journal/12\\_ukr/1.pdf](http://economyandsociety.in.ua/journal/12_ukr/1.pdf)

12. Ємець В.В. Чутливість нагромадженого капіталу до проявів економічної нестабільності. European Cooperation. 2017. Vol. 4(23). P. 28–37 (zareestrovano u міжнародній наукометричній базі «Index Copernicus»); 0,65 друк. арк.).

**Наукові праці у збірниках матеріалів конференцій:**

13. Ємець В.В. Нагромадження капіталу в умовах фінансової кризи та боргової переобтяженості. Фінансові аспекти розвитку держави, регіонів та

суб'єктів господарювання: сучасний стан та перспективи: зб. м-лів. I міжнародної науково-практичної конференції (м. Одеса, 25-26 грудня 2015 р.). Одеса: ОНУ імені І.І. Мечникова, 2015. С. 40–42 (0,12 друк. арк.).

14. Ємець В.В. Еволюція процесів, пов'язаних з нагромадженням капіталу, та їх вплив на економічний розвиток України. Актуальні питання сучасної економіки: м-ли VIII всеукраїнської наукової конференції (м. Умань, 24 грудня 2016 р.). Умань: Уманський національний університет садівництва, 2016. Ч.1. С. 51–52 (0,1 друк. арк.).

15. Ємець В.В. Перспективи нагромадження капіталу в Україні в умовах глобальної економічної нестабільності. Сучасні міжнародні економічні відносини: драйвери успіху та виклики розвитку: м-ли XVII міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 23-24 березня 2017 р.). Дніпро: Дніпропетровський національний університет ім. Олеся Гончара, 2017. С. 63–66 (0,2 друк. арк.).

16. Ємець В.В. Нагромадження капіталу як необхідна умова для побудови постіндустріальної економіки. Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: виклики постіндустріальної економіки: м-ли IV міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 18-19 травня 2017 р.). Львів: Національний університет «Львівська політехніка», 2017. С. 160–161 (0,09 друк. арк.).

17. Ємець В.В. Вплив глобальної економічної нестабільності на нагромадження капіталу в масштабах світової економіки. Сучасні тенденції розвитку світової економіки: зб. м-лів IX міжнародної науково-практичної конференції (м. Харків, 26 травня 2017 р.). Харків: ХНАДУ, 2017. С. 71–72 (0,1 друк. арк.).

18. Ємець В.В. Нагромадження капіталу як необхідна передумова розвитку територій. Сталий розвиток територій: проблеми та шляхи вирішення: м-ли VIII міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 20 жовтня 2017 р.). Дніпро: Дніпровський регіональний інститут державного управління, 2017. С. 60–61 (0,13 друк. арк.).

## РОЗРАХУНОК ДИНАМІКИ РЕАЛЬНОГО ОБМІННОГО КУРСУ УКРАЇНИ У 2004-2016 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Інфляція в США, середньорічна (a)	2,7%	3,4%	3,2%	2,8%	3,8%	-0,4%	1,6%	3,2%	2,1%	1,5%	1,6%	0,1%	1,3%
2. Інфляція в Україні, середньорічна (b)	12,3%	10,3%	11,6%	16,6%	22,3%	12,3%	9,1%	4,6%	-0,2%	0,5%	24,9%	43,3%	12,4%
3. Середньозважений обмінний курс грн./дол.США на кінець року (c)	5,3	5,05	5,05	5,05	7,7	7,95	7,94	7,98	8,06	8,11	11,96	21,9	25,6
4. Коефіцієнт відношення рівня інфляції в Україні та США, щорічний (d)=(1+a)/(1+b)	1,09	1,07	1,08	1,13	1,18	1,13	1,07	1,01	0,98	0,99	1,23	1,43	1,11
5. Коефіцієнт відношення рівня інфляції в Україні та США, накопичувальним підсумком (e) = d(0)*d(1)*d(2)*...*d(n)	1,1	1,2	1,3	1,4	1,7	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	2,5	3,5	3,9
6. Реальний обмінний курс порівняно з базови періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (f) = c*e	5,8	5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2	100,1
7. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (g) = c*d	5,8	5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4	28,4

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185] та [190].

## ДИНАМІКА НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ НАСЕЛЕННЯ В УКРАЇНІ У 2004-2016 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Реальний обмінний курс порівняно з базовим періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (а)	5,8	5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2	100,1
2. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (b)	5,8	5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4	28,4
3. Валові заощадження населення у вкладах та придбаних цінних паперах, млрд.грн.(с)	39,5	69,2	114,9	163,5	214,3	285,1	418,4	501,5	587,5	694	725	728	718,7
4. Валові заощадження населення у вкладах та придбаних цінних паперах, базовий показник, млрд.дол.США (d) = (с)/(а)	6,8	11,7	18,0	22,6	16,5	18,9	25,8	30,4	36,0	42,7	24,6	9,4	7,2
5. Валові заощадження населення у вкладах та придбаних цінних паперах, ланцюговий показник, млрд.дол.США (е) = (с)/(b)	6,8	12,8	21,0	28,5	23,6	31,8	49,1	62,0	74,6	86,4	49,3	23,2	25,3
6. Приріст базового показника,% (f) = d(n)/d(0)		72,4%	164,6%	232,0%	142,2%	176,8%	278,8%	345,7%	428,9%	527,1%	261,4%	38,4%	5,3%
7. Приріст ланцюгового показника, % (g) = e(n)/e(n-1)		88,5%	63,8%	35,7%	-17,2%	34,7%	54,3%	26,4%	20,3%	15,9%	-42,9%	-52,9%	8,9%

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [190] та [186].

## ДИНАМІКА АКТИВІВ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ У 2004-2016 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Реальний обмінний курс порівняно з базовим періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (а)	5,8	5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2	100,1
2. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (b)	5,8	5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4	28,4
3. Активи банківської системи, млрд.грн.(с)	134,3	213,8	340,2	599,4	926,1	880,3	942,1	1054,3	1127,2	1278,1	1316,9	1254,4	1256,3
4. Активи банківської системи, базовий показник, млрд.дол.США (d) = (с)/(а)	23,2	36,3	53,4	83,0	71,3	58,3	58,1	63,9	69,2	78,7	44,7	16,3	12,5
5. Активи банківської системи, ланцюговий показник, млрд.дол.США (e) = (с)/(b)	23,2	39,7	62,3	104,6	102,1	98,2	110,5	130,3	143,1	159,2	89,6	40,0	44,2
6. Приріст базового показника,% (f) = d(n)/d(0)		57%	130%	258%	208%	151%	151%	176%	198%	240%	93%	-30%	-46%
7. Приріст ланцюгового показника, % (g) = e(n)/e(n-1)		71%	57%	68%	-2%	-4%	13%	18%	10%	11%	-44%	-55%	10%

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185] та [190].

## ДИНАМІКА ОБОРОТНИХ АКТИВІВ ТОРГОВЕЛЬНИХ ПІДПРИЄМСТВ У 2004-2015 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. Реальний обмінний курс порівняно з базовим періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (а)	5,8	5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2
2. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (b)	5,8	5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4
3. Оборотні активи торговельних підприємств, млрд.грн. (с)	192,8	239,2	334,8	466,4	597,6	650,7	736,7	858,5	915	930,5	968,6	1186,5
4. Оборотні активи торговельних підприємств, базовий показник, млрд.дол.США (d) = (с)/(а)	33,3	40,6	52,6	64,6	46,0	43,1	45,5	52,0	56,1	57,3	32,9	15,4
5. Оборотні активи торговельних підприємств, ланцюговий показник, млрд.дол.США (е) = (с)/(b)	33,3	44,4	61,3	81,4	65,9	72,6	86,4	106,1	116,1	115,9	65,9	37,8
6. Динаміка базового показника, % (f) = d(n)/d(0)			58%	94%	38%	29%	37%	56%	69%	72%	-1%	-54%
7. Динаміка ланцюгового показника, % (g) = e(n)/e(n-1)			38%	33%	-19%	10%	19%	23%	9%	0%	-43%	-43%

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [186] та [190].

## ДИНАМІКА НЕОБОРОТНИХ АКТИВІВ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ У 2004-2015 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. Реальний обмінний курс порівняно з базовим періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (а)	5,8	5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2
2. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (b)	5,8	5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4
3. Необоротні активи промислових підприємств, млрд.грн. (с)	261,9	285,3	325,1	404,4	491,3	546,8	583,4	659,3	957,3	1033	1068,1	1154,2
4. Необоротні активи промислових підприємств, базовий показник, млрд.дол.США (d) = (с)/(а)	45,2	48,4	51,0	56,0	37,9	36,2	36,0	39,9	58,7	63,6	36,3	15,0
5. Необоротні активи промислових підприємств, ланцюговий показник, млрд.дол.США (e) = (с)/(b)	45,2	53,0	59,5	70,6	54,2	61,0	68,4	81,5	121,5	128,6	72,6	36,8
6. Динаміка базового показника,% (f) = d(n)/d(0)		7,2%	12,9%	23,9%	-16,2%	-19,9%	-20,3%	-11,6%	30,0%	40,8%	-19,7%	-66,9%
7. Динаміка ланцюгового показника, % (g) = e(n)/e(n-1)		17,2%	12,4%	18,6%	-23,3%	12,6%	12,2%	19,1%	49,1%	5,9%	-43,5%	-49,3%

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [186] та [190].

## ДИНАМІКА АКТИВІВ СТРАХОВИХ КОМПАНІЙ У 2004-2016 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Реальний обмінний курс порівняно з базовим періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (а)	5,8	5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2	100,1
2. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (b)	5,8	5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4	28,4
3. Активи страхових компаній, млрд.грн. (с)	20	20,9	24	32,2	41,9	41,9	42,5	48,1	56,2	66,4	70,3	60,7	56,1
4. Активи страхових компаній, базовий показник, млрд.дол.США (d) = (с)/(а)	3,5	3,5	3,8	4,5	3,2	2,8	2,6	2,9	3,4	4,1	2,4	0,8	0,6
5. Активи страхових компаній, ланцюговий показник, млрд.дол.США (e) = (с)/(b)	3,5	3,9	4,4	5,6	4,6	4,7	5,0	5,9	7,1	8,3	4,8	1,9	2,0
6. Динаміка базового показника, % (f) = d(n)/d(0)		3%	9%	29%	-6%	-20%	-24%	-16%	0%	18%	-31%	-77%	-84%
7. Динаміка ланцюгового показника, % (g) = e(n)/e(n-1)		12%	13%	28%	-18%	1%	7%	19%	20%	16%	-42%	-60%	2%

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [190] та [191].



## ДИНАМІКА АКТИВІВ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ У 2004-2016 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Реальний обмінний курс порівняно з базовим періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (а)	5,8	5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2	100,1
2. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (b)	5,8	5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4	28,4
3. Активи ІСІ, млрд.грн. (с)	1,9	6,9	17,1	40,8	63,3	82,5	105,9	126,8	157,2	177,5	206,4	236,2	230,2
4. Активи ІСІ, базовий показник, млрд.дол.США (d) = (с)/(а)	0,3	1,2	2,7	5,6	4,9	5,5	6,5	7,7	9,6	10,9	7,0	3,1	2,3
5. Активи ІСІ, ланцюговий показник, млрд.дол.США (е) = (с)/(b)	0,3	1,3	3,1	7,1	7,0	9,2	12,4	15,7	20,0	22,1	14,0	7,5	8,1
6. Динаміка базового показника,% (f) = d(n)/d(0)		257%	719%	1622%	1388%	1565%	1893%	2243%	2842%	3234%	2039%	834%	601%
7. Динаміка ланцюгового показника, % (g) = e(n)/e(n-1)		291%	144%	127%	-2%	32%	35%	26%	27%	11%	-36%	-46%	8%

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [190] та [192].

## ДИНАМІКА АКТИВІВ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ У 2004-2016 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Реальний обмінний курс порівняно з базовим періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (а)		5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2	100,1
2. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (b)		5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4	28,4
3. Активи НПФ в управлінні, млн.грн. (с)		71,3	231,4	272,9	448,1	532,6	630,6	639,0	773,9	725,4	838,8	928,2	1 029,0
4. Активи НПФ, базовий показник, млн.дол.США (d) = (с)/(а)		12,1	36,3	37,8	34,5	35,2	38,9	38,7	47,5	44,7	28,5	12,0	10,3
5. Активи НПФ, ланцюговий показник, млн.дол.США (е) = (с)/(b)		13,2	42,4	47,7	49,4	59,4	74,0	79,0	98,2	90,3	57,1	29,6	36,2
6. Динаміка базового показника,% (f) = d(n)/d(0)			200%	212%	185%	191%	222%	220%	292%	269%	136%	-1%	-15%
7. Динаміка ланцюгового показника, % (g) = e(n)/e(n-1)			220%	12%	4%	20%	24%	7%	24%	-8%	-37%	-48%	22%

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [190] та [192].

## «РЕАЛЬНА» ДИНАМІКА ВВП УКРАЇНИ У 2004-2016 рр.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Реальний обмінний курс порівняно з базовим періодом (2004 р.), грн./дол.США на кінець року (а)	5,8	5,9	6,4	7,2	13,0	15,1	16,2	16,5	16,3	16,2	29,4	77,2	100,1
2. Реальний обмінний курс для ланцюгових розрахунків (рік до року), грн./дол.США на кінець року (b)	5,8	5,4	5,5	5,7	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	8,0	14,7	31,4	28,4
3. ВВП України у фактичних цінах, млрд.грн. (с)	357,5	457,3	565,0	751,0	990,8	947,0	1079,3	1300,0	1404,7	1465,2	1586,9	1979,5	2383,2
4. ВВП перерахований з використанням реального обмінного курсу, базовий показник, млрд.дол.США (d) = (с)/(а)	61,7	77,6	88,7	103,9	76,3	62,7	66,6	78,8	86,2	90,2	53,9	25,7	23,8
5. ВВП перерахований з використанням реального обмінного курсу, ланцюговий показник, млрд.дол.США (e) = (с)/(b)	61,7	84,9	103,5	131,1	109,2	105,6	126,6	160,7	178,3	182,5	107,9	63,1	83,9
6. Динаміка базового показника, % (f) = d(n)/d(0)		25,9%	43,8%	68,5%	23,7%	1,6%	8,0%	27,7%	39,7%	46,3%	-12,6%	-58,4%	-61,4%
7. Динаміка ланцюгового показника, % (g) = e(n)/e(n-1)		37,6%	21,9%	26,7%	-16,7%	-3,3%	19,8%	27,0%	10,9%	2,3%	-40,8%	-41,5%	32,8%

Джерело: побудовано та розраховано автором на основі даних [185], [186] та [190].

## СИСТЕМАТИЗАЦІЯ ДОСВІДУ НАЙУСПІШНІШИХ КРАЇН ЩОДО НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ, ЯКИЙ Є АКТУАЛЬНИМ ДЛЯ УКРАЇНИ

Елементи	Актуальний для України досвід формування елементів механізму нагромадження капіталу
<b>Німеччина</b>	
<i>Ринки збуту</i>	Політика, спрямована на експансію експорту через виробництво конкурентоспроможних товарів
<i>Сировина та матеріали</i>	Розробка власних копалин, імпорт насамперед сировини та матеріалів для перекриття «вузьких місць»
<i>Трудові ресурси / енергія</i>	Використання власної робочої сили, постійні інвестиції у технології, спрямовані на зниження собівартості виробництва е/е як важливого елементу собівартості у промисловості
<i>Людський капітал</i>	Розвиток власної системи освіти
<i>Технології</i>	Подальший розвиток вже існуючих виробничих технологій
<i>Виробничі фонди та інфраструктури</i>	Власне виробництво обладнання, його імпорт з інших країн Європи та США. Орієнтація на фінансування секторів економіки, де країна має вже напрацьований потенціал
<i>Система фінансового перерозподілу</i>	Створення податкового ландшафту, який сприяє спрямуванню фінансових ресурсів на потреби розвитку економіки (через спрощення податкової системи, стимулювання заощаджень, безпосередня участь центрального банку у програмах, спрямованих на відновлення економіки тощо)
<i>Участь держави</i>	Активна участь держави як модератора та координатора розвитку економіки
<b>Франція</b>	
<i>Ринки збуту</i>	Проведення політики, спрямованої на підтримку власного виробника на внутрішньому ринку, і лобіювання інтересів на зовнішніх ринках
<i>Сировина та матеріали</i>	Розробка власних копалин, імпорт виключно критично необхідних сировини та матеріалів з інших країн Європи та США
<i>Трудові ресурси / енергія</i>	Використання внутрішніх трудових ресурсів, використання дешевої робочої сили у країнах, колишніх колоніях, у випадку, якщо це є більш доцільно, ніж зробити в середині країни
<i>Людський капітал</i>	Розвиток системи освіти, а також системи наукової діяльності при університетах
<i>Технології</i>	Сформоване потужне дослідницьке ядро, пріоритетними напрямками дослідження були: енергетична, космічна, авіаційна, телекомунікаційна сфери економіки. Створено агенції, які займалися науковими дослідженнями. Підтримка приватно-державного партнерства з боку держави
<i>Виробничі фонди та інфраструктури</i>	Власне виробництво та імпорт обладнання. Стимулювання до укрупнення капіталу великих виробничих підприємств, що сприяло випереджальному нагромадженню виробничого капіталу
<i>Система фінансового перерозподілу</i>	Активна участь держави у фінансуванні відновлення реального сектору економіки та інфраструктури. Розвиток державних банків та системи пенсійного страхування, фінансові ресурси яких спрямовувались на підтримку розвитку в країні. Формування фінансової системи, орієнтованої на спрямування державних та приватних фінансових капіталів на потреби створення конкурентної економіки
<i>Участь держави</i>	Досить значна участь держави «державний капіталізм» (на першому етапі відновлення економіки), крім того запровадження системи індикативного планування з метою формування пріоритетів розвитку держави. Орієнтація на максимізацію формування доданої вартості в середині країни як основи для формування фондів розвитку.
<b>Японія</b>	
<i>Ринки збуту</i>	Орієнтація на ринки збуту розвинутих країн (на початковому етапі США, пізніше

	Європи). Долучення до міжнародних торговельних об'єднань.
<i>Сировина та матеріали</i>	Імпорт переважно «базової», мінімально обробленої сировини
<i>Трудові ресурси / енергія</i>	Залучення власних трудових ресурсів. Розбудова власного диверсифікованого енергетичного комплексу
<i>Людський капітал</i>	Розбудова власної системи освіти на основі імплементації кращих прикладів розвинутих країн
<i>Технології</i>	Трансфер технологій з боку США на початковому етапі, розвиток власної дослідницької інфраструктури на базі вузів та при потужних виробничих холдингах
<i>Виробничі фонди та інфраструктури</i>	Імпорт усього необхідного обладнання на початковому етапі та поступове нарощення виробництва обладнання в середині країни. Сприяння формуванню потужних виробничих холдингів
<i>Система фінансового перерозподілу</i>	Запровадження державної програми, зорієнтованої на підтримання високого рівня заощаджень у країні, проведення політики низького відсотка, розвиток власного фінансового сектору та фондового ринку, активне залучення державних інструментів для перерозподілу коштів для нагромадження. Використання золотовалютних резервів нацбанку для підтримки економічного відновлення
<i>Участь держави</i>	Активна участь держави у координуванні процесів розвитку країни. Зокрема, запровадження системи пріоритетів економічного розвитку. Орієнтація на підтримку позитивного торговельного балансу у довгостроковій перспективі
<b>Південна Корея</b>	
<i>Ринки збуту</i>	Експортна зорієнтованість з фокусом на ринки розвинутих країн
<i>Сировина та матеріали</i>	Використання власної сировини та імпорт виключно критично необхідної сировини та матеріалів
<i>Трудові ресурси / енергія</i>	Залучення власних трудових ресурсів, розвиток енергетичного сектору і відповідної інфраструктури (портів, СПГ-терміналів, сховищ тощо)
<i>Людський капітал</i>	Розвиток системи освіти, спрямованої на максимальне залучення всього населення, і стимулювання постійного оновлення знань
<i>Технології</i>	Трансфер технологій на початковому етапі, розвиток власних дослідницьких центрів, а також формування дослідницьких осередків у межах потужних виробничих конгломератів
<i>Виробничі фонди та інфраструктури</i>	Імпорт необхідного обладнання на початковому етапі. Одночасно з рухом у бік ускладнення виробництва у країні відбувалось розширення виробництва обладнання для виробничих потреб. Формування потужних вертикально інтегрованих виробничих конгломератів
<i>Система фінансового перерозподілу</i>	Використання субсидій, податкових послаблень, пришвидшених норм амортизації, виділення пільгових кредитів для фінансування імпорту сучасного обладнання та необхідних матеріалів. Стимулювання заощаджень і подальших інвестицій. Запровадження обмежень на імпорт споживчих товарів, на розміщення фінансових ресурсів інвестиційного призначення на рахунках банків. Створення бар'єрів для експорту товарів та матеріалів, які є необхідними в середині економіки країни
<i>Участь держави</i>	Активна участь держави у процесах, пов'язаних з відновленням економіки та нагромадженням капіталу. Використання протягом декількох десятиліть підходу «таргетування галузі та продукту», що означає виокремлення пріоритетної галузі, яка має розвиватися пришвидшеними темпами. Підтримка приватної ініціативи, спрямованої на розвиток виробничої діяльності, і пригнічення приватної ініціативи, спрямованої на неефективне використання ресурсів країни
<b>Китай</b>	
<i>Ринки збуту</i>	Експортна орієнтованість. Максимальне представлення на глобальному ринку. Розвиток внутрішнього ринку
<i>Сировина та матеріали</i>	Використання власної сировини та імпорт виключно критично необхідної сировини та матеріалів
<i>Трудові ресурси / енергія</i>	Залучення власних трудових ресурсів та розбудова енергетичного сектору на основі вугілля власного виробництва, пізніше розвиток атомної енергетики
<i>Людський капітал</i>	Розвиток національної системи освіти за зразком СРСР
<i>Технології</i>	Трансфер технологій, який мав місце паралельно з лібералізацією економіки й іноземними інвестиціями у виробництво. Розбудова широкої дослідницької інфраструктури під жорстким контролем держави
<i>Виробничі фонди та інфраструктури</i>	На першому етапі імпорт обладнання з СРСР, пізніше імпорт із розвинутих країн та самостійне виробництво примітивного обладнання. Розвиток ключової інфраструктури в

<i>інфраструктури</i>	регіонах (автобанів, портів, залізниць)
<i>Система фінансового перерозподілу</i>	Запровадження та ефективний контроль за роботою фінансової інфраструктури, що сприяло притоку в реальний сектор економіки заощаджень населення та коштів іноземних портфельних інвесторів; забезпечення надійної системи гарантування прав власності для іноземних інвесторів, що сприяло приходу глобального капіталу до країни; використання спеціальних вільних зон для стимулювання економічного пожвавлення в окремих територіях; державний контроль імпорту для недопущення відтоку капіталу на «непродуктивні» потреби; державний контроль ціноутворення на підприємствах та обмеження трансферного ціноутворення; скасування імпортних мит на товари та матеріали, які закуповувались для їх використання під час створення товарів на експорт
<i>Участь держави</i>	Державний капіталізм, який трансформувався у ринковоорієнтований державний капіталізм
<b>Польща</b>	
<i>Ринки збуту</i>	Орієнтація на максимальну присутність на глобальному ринку і поглиблення участі у міжнародному поділі праці
<i>Сировина та матеріали</i>	Використання власних ресурсів та імпорт необхідних ресурсів
<i>Трудові ресурси / енергія</i>	Використання власних трудових ресурсів та залучення трудових ресурсів із сусідніх країн. Розвиток власного диверсифікованого енергетичного сектору (виробництво е/е з вугілля, газу, мазуту, альтернативних видів палива та джерел енергії)
<i>Людський капітал</i>	Розвиток власної системи освіти
<i>Технології</i>	Переважно трансфер-технології з країн ЄС та США
<i>Виробничі фонди та інфраструктури</i>	Імпортовані з країн ЄС та США за рахунок грантів, а також у результаті надходження іноземних інвестицій та кредитів. В останній період спостерігається формування передумов для консолідації активів виробничих підприємств для створення польських транснаціональних корпорацій.
<i>Система фінансового перерозподілу</i>	Створення умов для заощаджень населення, а також для участі населення у капіталі компаній. Забезпечення кредитування економіки за низькими відсотковими ставками. Суттєва питома вага компоненту розвитку у державному бюджеті Польщі. Розвиток фінансового сектору, зокрема забезпечення перерозподілу суттєвої частки ВВП на напрями, пов'язані з підтримкою виробництва в середині країни
<i>Участь держави</i>	Держава виконує роль модератора процесів, пов'язаних з розвитком економіки і нагромадженням капіталу. Спрямування зусиль держави на розширення виробництва товарів з високою доданою вартістю

**Джерело:** підготовлено автором дисертаційної роботи за джерелами, наведеними у параграфі 3.2.