

О. С. Білоусова,
*доктор економічних наук,
провідний науковий співробітник відділу державних фінансів,
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», м. Київ*

ОЦІНКА ВПЛИВУ РИЗИКІВ НЕСТАБІЛЬНОСТІ НА РІВЕНЬ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ТА ФІНАНСОВОГО ПОТЕНЦІАЛУ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

Розвиток інвестиційного та фінансового потенціалу національної економіки є однією з передумов забезпечення у середньостроковій перспективі стійкості державних фінансів та фінансово-економічної стабільності загалом. На темпи нарощення інвестиційного потенціалу, джерела фінансування основного капіталу, вартість та умови залучення інвестиційних ресурсів, а також на рівень фінансового потенціалу та резерви його збільшення впливають ризики нестабільності, спричинені глобальними економічними, екологічними та геополітичними викликами.

Ризики нестабільності, які мають місце у звичайних умовах функціонування, значно розширюються у період воєнних дій та поглиблюються через ризики невизначеності, зокрема через: загальну гуманітарну кризу; руйнування соціальної, комунальної та виробничої інфраструктури; припинення господарської діяльності, евакуацію промислових підприємств із зони активних бойових дій; призупинення вітчизняними підприємствами експортних операцій; зменшення доступної для посіву площі; відсутність ресурсів для поточного відновлення об'єктів критичної інфраструктури та післявоєнної повномасштабної відбудови та реконструкції.

Спрямування бюджетних коштів на поточні пріоритетні видатки та призупинення фінансування видатків розвитку; припинення господарської діяльності підприємств призводить до зменшення фінансового потенціалу та інвестиційних можливостей для відновлення виробництва. За оцінками МВФ у 2022 р. падіння реального ВВП України становитиме 10%; податкові надходження скоротяться на 109 млрд грн, порівняно з 2021 р.; капітальні витрати бюджету скоротяться у тричі – до 1,3% ВВП [1, с.11].

Макроекономічні ризики воєнного періоду поширюються на інші країни через підвищення цін на такі товари, як продукти харчування,

енергоносії, сировина і матеріали, що призведе до подальшого зростання інфляції. Це знизить рентабельність операційної діяльності підприємств і на фоні інших економічних наслідків торгової війни 2018-2019 рр. та карантинних обмежень (2020-2021 рр.) через пандемію Covid-19 негативно впливатиме на темпи економічного зростання багатьох країн.

Дослідження інвестиційного та фінансового потенціалу національної економіки, його змін під впливом ризиків нестабільності за звичайних економічних умов розвитку, а також ризиків воєнного періоду дозволить у післявоєнні часи оцінювати економічні втрати потенціалу та обсяги необхідної фінансової підтримки для відновлення економіки та забезпечення економічного зростання.

Фінансовий та інвестиційний потенціал національної економіки відображає її здатність фінансувати відбудову інфраструктурних об'єктів, відновлення діяльності підприємств, а також процеси, пов'язані зі: створенням інновацій, з оновленням існуючих виробничих потужностей, а також нематеріальних активів; розвитком освітнього, наукового та інформаційного потенціалу.

Інвестиційний потенціал підприємств відображає збільшення або оновлення основного капіталу, а фінансовий потенціал – сукупність власних і залучених фінансових ресурсів, достатніх для ведення операційної та інноваційної діяльності, підвищення кваліфікації працівників, виконання інших зобов'язань соціальної відповідальності [2]. Згідно з методологією Євростату інвестиційна норма визначається шляхом ділення обсягу валового нагромадження основного капіталу (The European System of National and Regional Accounts (ESA 2010), код: P.51g) на обсяг валової доданої вартості ((ESA 2010), код: B1g) та відображає частку інвестицій підприємств в основний капітал (будівлі, обладнання тощо) в обсязі створеної в процесі виробництва доданої вартості [3; 4].

Проведений нами аналіз показав, що у 2011–2020 рр. у постсоціалістичних країнах Європи інвестиційна норма коливалася від 15,8% (у Литві у 2012 р.) до близько 30% (у Болгарії, Румунії, Словаччині та Чеській Республіці у 2011 р.). У багатьох країнах спостерігалось збільшення інвестиційної норми у 2020 р., порівняно з 2011 р., зокрема у Естонії з 28,1% до 30,9% на 2,8 в.п.; Латвії з 24,8% до 25,7% на 0,9 в.п.; Литві з 16,0% до 19,2% на 3,2 в.п.; Угорщині з 24,8% до 29,8% на 5 в.п.; Хорватії з 25,8% до 26,9% на 1,1 в.п. (табл.1).

Таблиця 1

**Рівень нагромадження основного капіталу сектором нефінансових корпорацій постсоціалістичних країн (інвестиційна норма),
% від доданої вартості**

Країни	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Середнє значення за 2011–2020
Болгарія	31,7	31,5	29,6	26,1	24,5	22,8	23,8	–	–	–	27,1
Естонія	28,1	29,3	28,4	25,7	23,6	23,9	23,7	22,8	24,2	30,9	26,1
Латвія	24,8	28,9	28,2	25,5	22,7	21,5	21,9	21,8	24,5	25,7	24,6
Литва	16,0	15,8	16,9	17,5	18,0	19,0	19,5	20,6	21,1	19,2	18,4
Польща	21,6	21,6	21,6	22,1	22,9	21,5	20,4	21,2	21,8	18,5	21,3
Румунія	31,7	32,0	29,0	27,4	26,8	25,1	21,2	21,0	29,1	–	27,0
Словаччина	29,6	24,7	24,8	24,0	25,6	25,5	25,6	24,8	26,5	22,7	25,4
Словенія	22,5	20,9	22,4	19,5	19,0	19,6	21,2	21,4	21,3	20,2	20,8
Угорщина	24,8	23,9	25,3	25,8	23,3	24,5	26,3	28,1	31,9	29,8	26,4
Хорватія	25,8	24,8	24,9	25,1	26,3	28,6	28,8	27,6	27,4	26,9	26,6
Чеська Республіка	30,1	30,4	30,0	28,3	28,6	28,4	29,0	29,1	29,7	28,0	29,2
У середньому	26,1	25,8	25,6	24,3	23,8	23,7	23,8	23,8	25,8	24,7	–
Україна*	26,7	30,7	26,7	21,8	19,6	22,4	23,7	25,9	25,4	18,3	24,1

Примітка: * – 2014-2020 рр. без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополя, частини зони проведення АТО.

Джерело: складено і розраховано за даними [5-7]

За нашими розрахунками, проведеними за методологією Євростату з використанням витратного підходу, в Україні рівень нагромадження основного капіталу сектором нефінансових корпорацій зменшився з 26,7% у 2011 р. та 30,7% у 2012 р., до 18,3% у 2020 р. або на 8,4 в.п. та 12,4 в.п., відповідно.

До економічної кризи, пов'язаної з карантинними обмеженнями та боротьбою з пандемією Covid-19, у 2019 р., порівняно з попереднім роком, інвестиційний потенціал збільшено в Естонії, Латвії, Литві, Польщі, Румунії, Словаччині, Угорщині та Чеській Республіці на 0,5-8,1 в.п.

В Україні у 2019 р. рівень нагромадження основного капіталу, порівняно з 2018 р., зменшився на 0,5 в.п. В Україні у 2015 р. та 2020 р. інве-

стиційна норма становила 19,6% та 18,3%, відповідно, що було одним із найгірших показників не тільки серед постсоціалістичних країн, які характеризуються значними обсягами фінансування інфраструктурних проєктів і модернізації реального сектору економіки, але й порівняно з розвинутими країнами Європи.

Середнє значення рівня нагромадження основного капіталу за 2011–2020 рр. становив від 18,4% у Литві до 29,2% у Чеській Республіці. Інвестиції (зокрема, у основний капітал) є одним із трьох стовпів пріоритетів економічної політики ЄС разом із фіскальною відповідальністю та структурними реформами [8]. Європейська комісія заохочує фінансування інвестицій у Європі за допомогою широкого спектру фінансових програм та інструментів. При цьому надавачами допомоги оцінюється фінансовий потенціал підприємства та його здатність до інвестування. За методологією Євростату рівень валового прибутку нефінансових корпорацій розраховується у відсотках як відношення валового операційного надлишку до валової доданої вартості (відношення валового прибутку (або змішаного доходу) від операційної діяльності ((ESA 2010), код: B2g–B3g) до обсягу валової доданої вартості ((ESA 2010), код: B1g) [4]. Цей показник рентабельності показує частку доданої вартості, створеної під час виробничого процесу, яка оплачує формування основного капіталу [7]. Аналіз частки валового прибутку в доданій вартості підприємств постсоціалістичних країн виявляє досить високі значення цього показника: у середньому за 2011–2020 рр. по таких країнах він становив від 34,9% у Словенії, а у Литві, Румунії та Словаччині – перевищував 50% (табл. 2).

В Україні в середньому за 2011–2020 рр. прибутковість операційної діяльності підприємств становила 41,7%, що є більшим за рівень валового прибутку у Словенії та Хорватії, проте меншим від відповідних показників інших постсоціалістичних (Болгарії, Естонії, Латвії, Литви, Польщі, Румунії, Словаччини, Угорщини та Чеської Республіки) так і розвинутих країн Європи.

Поряд з цим, у 2011–2016 рр. збільшення прибутковості (як основного джерела інвестицій в основний капітал) з 37,9% до 53,7% на 15,8 в.п. не привело до збільшення основного капіталу. Показник інвестиційної норми у 2016 р. зменшився на 4,3 в.п., порівняно з 2011 р., та становив 22,4%. Це свідчить про те, що підвищення валового прибутку (а отже, і зростання власних фінансових ресурсів підприємств), незважаючи на значні інве-

Таблиця 2

**Рівень валового прибутку підприємств постсоціалістичних країн*,
% від доданої вартості**

Країни	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Середнє значення за 2011–2020
Болгарія	51,2	51,0	48,6	47,1	49,3	48,0	48,2	–	–	–	49,1
Естонія	49,2	48,9	48,6	47,2	44,7	44,2	45,2	44,6	43,3	41,9	45,8
Латвія	51,2	52,4	50,6	48,7	45,1	43,0	45,5	40,6	38,8	35,0	44,8
Литва	58,3	58,4	57,7	56,4	53,0	50,5	50,5	49,5	47,7	47,9	53,0
Польща	50,1	50,1	50,2	50,1	51,3	49,2	47,7	45,9	47,0	50,1	49,2
Румунія	55,4	58,0	57,0	56,8	57,2	54,1	53,5	52,5	52,8		55,3
Словаччина	58,8	59,3	58,9	58,0	57,5	54,9	52,3	49,9	48,9	47,7	54,6
Словенія	33,3	33,6	35,1	35,6	35,3	34,9	35,7	35,1	34,4	36,3	34,9
Угорщина	43,1	42,4	44,3	46,4	48,0	46,0	45,5	45,3	45,2	45,9	45,2
Хорватія	38,3	37,6	38,6	38,0	38,3	38,0	38,8	37,4	38,0	35,9	37,9
Чеська Республіка	47,3	46,8	47,0	49,1	49,7	48,7	47,2	44,9	45,0	45,0	47,1
У середньому	48,7	48,9	48,8	48,5	48,1	46,5	46,1	44,6	44,1	42,8	–
Україна*	37,9	32,4	32,0	38,5	47,3	53,7	49,3	45,4	40,7	39,8	41,7

Примітка: * – 2014–2020 рр. без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополя, частини зони проведення АТО.

Джерело: складено і розраховано за даними [5; 7]

стиційні потреби, не зумовлює збільшення інвестицій та інвестиційного потенціалу України. З 2016 р. рівень валового прибутку щорічно зменшувався – з 53,7% до 49,3% у 2017 р. (на 4,4 в.п.), 45,4% у 2018 р. (на 3,9 в.п.), 40,7% у 2019 р. (на 4,7 в.п.), 39,8% у 2020 р. (на 0,9 в.п.) За 2016–2020 рр. прибутковість операційної діяльності зменшилася на 13,9 в.п.

Зовнішні й внутрішні виклики та ризики нестабільності значно впливають на рівень інвестиційного та фінансового потенціалу національної економіки. Ідентифікацію ризиків погіршення інвестиційного та фінансового потенціалу пропонуємо проводити за факторним підходом, базуючись на визначеннях економічної сутності потенціалу. Виходячи з такого змісту поняття «інвестиційний потенціал», на його зміни (потенціалу) впливають такі ризики нестабільності:

- скорочення попиту та зміни економічних умов функціонування підприємств на зовнішньому та внутрішньому ринках;
- зменшення доходів від реалізації продукції, товарів, робіт та послуг; обсягу грошових коштів, акумульованих для інвестиційної діяльності;
- недоступність довгострокових кредитів, збільшення вартості позикових коштів, інші ризики кредитного ринку;
- відсутність або скорочення прямих іноземних інвестицій; збитки від операцій з інвестиційною нерухомістю;
- втрати (неефективного і нецільового використання) ресурсів від державної підтримки інвестиційної діяльності (зокрема, від податкових пільг).

Акцентуючи увагу на оновленні основного капіталу, можна додатково ідентифікувати ризики погіршення інвестиційного потенціалу, зокрема, що пов'язані з нестабільністю на ринках новітнього обладнання, технологій та інновацій.

Основою для прийняття інвестиційних рішень і здійснення капітальних витрат є наявність фінансового потенціалу. Беручи до уваги визначення фінансового потенціалу, можна окреслити ризики його формування та використання. На фінансовий потенціал впливають такі ризики: зменшення доходів; зменшення рентабельності господарської діяльності; збільшення та несвочасне погашення боргів, зокрема заборгованості, що обліковується в іноземній валюті; виведення капіталу за межі країни; понаднормативний приріст дебіторської заборгованості підприємства, що створює ризики погіршенням ліквідності.

Ці ризики виникають через недосконалу систему управління грошовими потоками, низьку ефективність операційної діяльності, відволікання грошових ресурсів у довгострокові фінансові інвестиції (при нестачі грошових коштів для обслуговування власного виробництва та інвестицій) [9].

Відсутність належної фінансової взаємодії держави та підприємств посилює вищенаведені ризики та поширює їх негативний вплив на національну економіку. У післявоєнний період необхідність відбудови і реконструкції підприємств зумовлюють об'єднання на взаємовигідних умовах інвестиційних ресурсів держави, підприємств, міжнародних фінансових організацій та інших можливих інвесторів. При цьому можуть виникати ризики інвестиційного співробітництва.

Таким чином, на інвестиційний та фінансовий потенціал впливають такі основні ризики: збитковість підприємств, високий рівень боргової

залежності, наднормативні дебіторська заборгованість та зобов'язання; не достатність власного капіталу, низький рівень конкурентоспроможності на внутрішньому та зовнішніх ринках.

Зовнішні виклики та ризики нестабільності поглиблюють внутрішні економічні ризики, які через прямі та непрямі канали впливу негативно позначаються на рівні інвестиційного та фінансового потенціалу національної економіки та стані економічної безпеки загалом.

Список використаних джерел:

1. Ukraine: Request for Purchase under the Rapid Financing Instrument and Cancellation of Stand-by Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF Country Report. No 22/74. March 2022. 37 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/03/10/Ukraine-Request-for-Purchase-under-the-Rapid-Financing-Instrument-and-Cancellation-of-Stand-514148>
2. Білоусова О.С. Інвестиційний потенціал економіки України та країн ЄС. *Науковий вісник Національної академії статистики, обліку та аудиту*. 2017. № 1–2. С. 60–67.
3. Financing investment. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment_en
4. The European System of National and Regional Accounts. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/esa-2010/overview>
5. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>
6. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/>
7. Eurostat. Profit share of non-financial corporations. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina520&plugin=1>
8. Martínez-Carrascal C., Ferrando A. The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area. 2008. Documentos de Trabajo. N 0820. 38 p. URL: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/08/Fic/dt0820e.pdf>
9. Шаблиста Л.М. Вплив фінансової кризи на стан оборотного капіталу підприємств реального сектору економіки та шляхи нейтралізації її негативних наслідків. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2013. С. 81–87.