

DOI: [10.32702/2307-2105-2019.12.7](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2019.12.7)

УДК 330.3

*I. В. Крючкова,
д-р екон. наук,
головний науковий співробітник Інституту економіки та прогнозування НАН України
ORCID: 0000-0002-5429-0870*

СТРУКТУРНІ ПЕРЕДУМОВИ АКТИВІЗАЦІЇ ІНВЕСТУВАННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

*Iryna Kryuchkova
Doctor of Economics, Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine*

STRUCTURAL PREREQUISITES OF ACTIVIZATION OF INVESTMENT OF UKRAINE'S ECONOMY

У статті наведено результати дослідження ресурсного забезпечення валового нагромадження основного капіталу в економіці України. Виявлено макроструктурні причини низького рівня головного національного джерела інвестицій - валового заощадження. Обґрунтована доцільність у найближчі роки підтримувати такий розподіл валового наявного доходу між інституційними секторами, який забезпечить суттєве підвищення рівня валового заощадження відносно ВВП. Це призведе до відносного гальмування темпів зростання споживчих витрат, але ресурсно підтримає пришвидшення темпів валового нагромадження основного капіталу та ВВП. Доведено, що в зазначений період темпи приросту ВНОК повинні не менш, ніж удвічі перевищувати темпи приросту ВВП, як то спостерігалось в 2000-2007 рр., коли було більше резервних виробничих потужностей і менший знос виробничих засобів. Недоліки із загальним ресурсним забезпеченням інвестиційних процесів в Україні супроводжують негативні тенденції у формуванні фінансових ресурсів в розрізі видів економічної діяльності, особливо промислових, що гальмує позитивні структурні зміни у виробництві. Сучасні фінансові ринки в Україні також не створюють умов для підвищення рівня фінансування капітальних інвестицій. Ринок ОБГЗ мотивує потенційних інвесторів вкладати свої кошти у купівлю високоприбуткових державних цінних паперів, що в умовах низького рівня державних капітальних витрат стає додатковим чинником звуження інвестиційних джерел.

The article presents the results of the study of the resource provision of gross fixed capital formation in the Ukrainian economy. Macrostructural reasons for the low level of the main national source of investment - gross saving have been identified. Thus, in 2009-2013 there was a significant fall in the level of gross disposable income of the non-financial corporations sector, which was a decisive factor in the increase in the negative balance of property income. The economy has created a vicious circle where sectoral resource deficits have led to new and new borrowings, and they, in turn, to an increase in interest payments, which led to a fall in the level of sectoral gross saving. As a result, non-financial corporations slowed their investment activity and accumulated their internal and external debt during this period. The result of structural distortions in the distribution of gross

disposable income between institutional sectors of the economy was a decrease in investment resources in the economy as a whole, which affected the level of gross fixed capital formation and the increase in net borrowing. It is reasonable in the coming years to maintain the sectoral distribution of gross disposable income, which will allow to raise the level of gross saving relative to GDP. This will lead to a relative slowdown in the growth rate of consumer spending, but will provide a faster acceleration in the rate of gross fixed capital formation and GDP. It is proved that during this period GCF growth rates should be no less than twice more than GDP growth rate, as observed in 2000-2007, when there were more reserve production facilities and less depreciation of production facilities. Disadvantages with the overall resource provision of investment processes in Ukraine are accompanied by negative tendencies in the formation of financial resources by type of economic activities, especially industrial ones, which slows down the positive structural changes in production. The current financial markets in Ukraine also do not create the conditions for raising the level of financing of capital investments. High-yield domestic government bonds motivate potential investors to invest in government a security, which, in the context of low levels of government capital spending, becomes an additional factor in narrowing investment sources.

Ключові слова: *валове заощадження; валове нагромадження основного капіталу; валовий наявний дохід; розподіл доходів; інституційні сектори економіки; складові валового заощадження; чисте кредитування; чисте запозичення.*

Keywords: *gross savings; gross fixed capital formation; gross disposable income; revenue sharing; institutional sectors of the economy; components of gross saving; net lending; net borrowing.*

Постановка проблеми. Відновлення інвестиційних джерел розвитку економіки України є ключовим питанням виходу економіки на траєкторію високих темпів економічного зростання. За період з 2000 – 2019 рр в умовах високої турбулентності відбувалися значні коливання макроагрегатів, що формують джерела інвестування розвитку. Так, якщо у 2004 році рівень валового заощадження досяг 30,7% валового наявного доходу (ВНД), то у 2013 відбулося його падіння до - 9,8% із відповідними трансформаціями в моделях відтворення ВВП. Водночас брак валового заощадження порівняно із валовим нагромадженням капіталу призводив до зростання запозичень, що зумовлювало хронічне накопичення боргів із негативним впливом на перспективи відновлення джерел зростання і розвитку. Тому серед індикаторів, що сигналізують про ймовірні загрози макроекономічної дестабілізації є зростання чистих запозичень в інституційних секторах економіки та в економіці в цілому. Нарощення витрат на обслуговування державного боргу відкладає у часі підвищення рівня бюджетних капітальних витрат, в той час, як економіка потребує масштабного відновлення інфраструктури. При прийнятті управлінських рішень, подібних до випуску ВВП-варантів, відсутній макроструктурний аналіз їх наслідків з огляду на ризики дестабілізації та важливість підтримки балансів в доходах і витратах інституційних секторів економіки та в економіці в цілому, що саме має забезпечити формування достатніх інвестиційних джерел зростання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Генезису теорії валового заощадження, починаючи з класиків політичної економіки, до теоретичних обґрунтувань ендогенізації норми заощаджень у моделях економічного зростання, а також детальному розгляду складових валового заощадження було присвячено цьогорічну статтю автора [1]. Проблемі ресурсного забезпечення інвестиційних потреб в економіці України, виявленню макроструктурних причин низького рівня валового заощадження, структурі інвестицій та негативному впливу боргового навантаження на перспективи інвестиційної динаміки присвячено декілька монографій та статей [2-8]. У Міністерстві розвитку економіки, торгівлі і сільського господарства України приблизно два рази на рік здійснюється аналіз інвестиційної діяльності в Україні, частині констатації змін в обсягах та структурі ПІІ, у освоєнні капітальних інвестицій та їх джерел [9]. Однак у фаховому середовищі, а також в економічному блоці уряду практично відсутній регулярний моніторинг та поточний аналіз генерації фінансових джерел інвестиційних процесів, особливо у розрізі чинників, що на них впливають.

Постановка завдання. Метою статті є аналіз формування валового заощадження в розрізі інституційних секторів економіки, чинників впливу на рівень валового заощадження та структурних передумов його підвищення з метою прискорення зростання валового нагромадження капіталу у перспективі.

Виклад основного матеріалу. Головним інвестиційним ресурсом в економіці будь-якої країни є валове заощадження, але за умови його нестачі учасники інвестиційних процесів (інституційні сектори економіки) вдаються до внутрішніх і зовнішніх запозичень. Впродовж 2004-2013 рр в Україні відбулося суттєве зниження рівня валового заощадження (ВЗ) з 30,7 (2004) до 9,8% (2013) відносно ВНД, що суттєво знизило здатність економіки не тільки до розвитку, а й до самовідтворення. Як видно з рис.1, головною причиною

зазначеного тренду стало зменшення частки ВЗ сектору нефінансових корпорацій (НК), відповідно - з 14,4 до 1,2% до ВВП. Подібне значне зниження рівня ВЗ сектору НК спостерігалось в період трансформаційної кризи у 1996 році, коли була досягнута найнижча риска падіння економіки України [7].

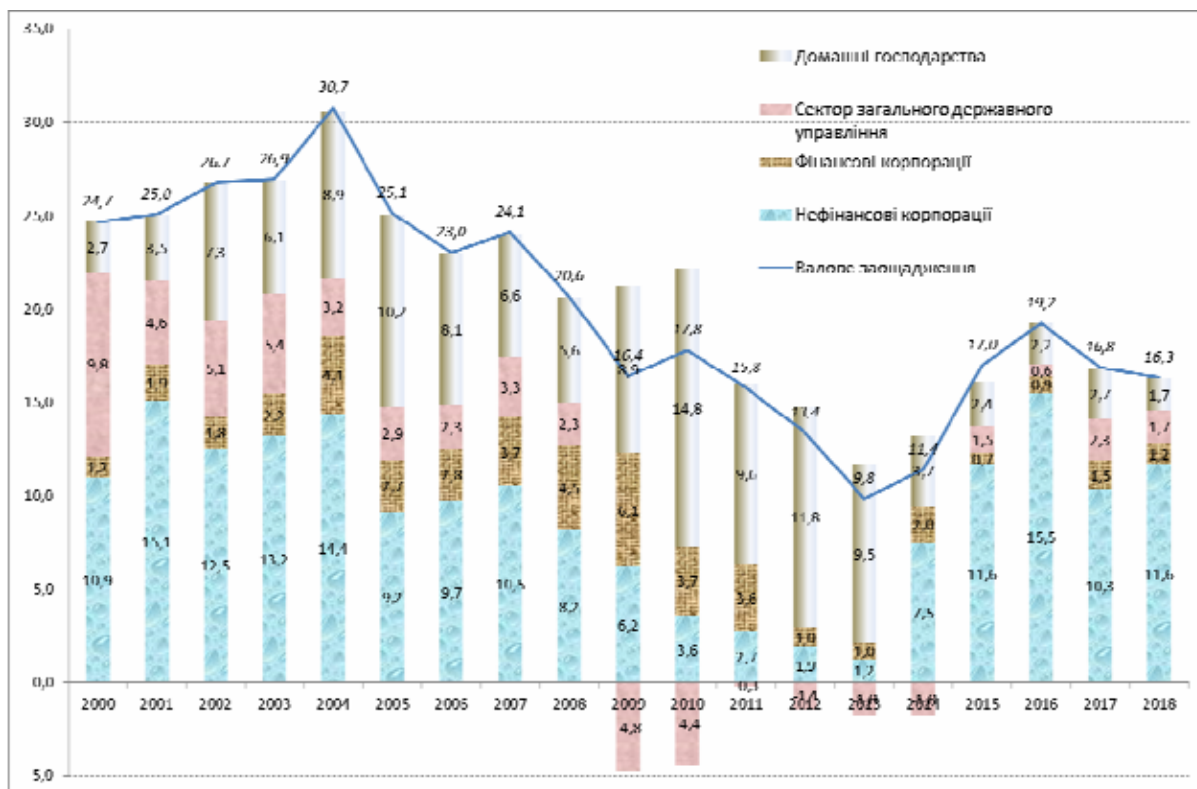


Рис. 1. Валове заощадження інституційних секторів економіки у % до ВВП

Джерело: розраховано автором за даними [10;11]

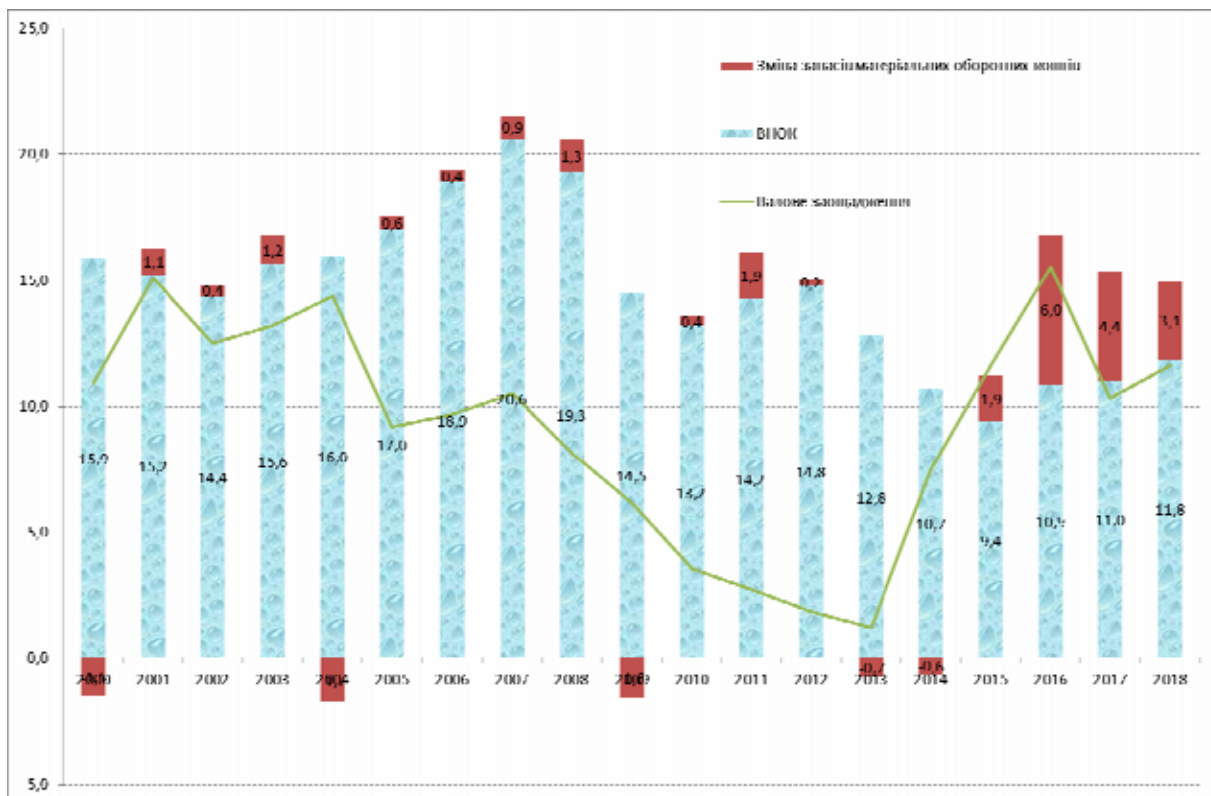


Рис. 2. Показники сектору нефінансових корпорацій у % до ВВП

Джерело: розраховано автором за даними [10;11]

Як результат таких структурних деформацій інвестиційні ресурси сектора НК та його здатність до самофінансування капіталоутворення докорінно зменшилися, що вплинуло на рівень секторного валового нагромадження основного капіталу (ВНОК) і зростання чистих запозичень. Як видно з рис.2 у найгіршому 2013 р. валове заощадження дозволило ледь покрити секторний ВНОК. Тобто решту інвестиційних витрат прийшлося здійснити за рахунок капітальних трансфертів, внутрішніх та зовнішніх запозичень. Загалом за період 2010-2013 рр. секторні запозичення, або секторний фінансовий дефіцит склав у середньорічному обчисленні більше 10% валового наявного доходу загалом.

Визначальним чинником зазначеного падіння рівня ВНОД сектора НК стало зростання від'ємного сальдо доходів від власності. З рис. 3 видно, що саме значний відтік коштів по каналу доходів від власності (у 2009-2013 рр в середньорічному обчисленні становив 12,2% ВНОД) призвів до падіння рівня секторного ВНОД. В економіці створилося порочне коло, коли секторний ресурсний дефіцит призводив до нових і нових запозичень, а вони, у свою чергу - до нарощення виплат процентів, що зумовлювало падіння рівня секторного ВЗ. В результаті за цей період нефінансові корпорації загальмували свою інвестиційну активність і накопичили зовнішній борг щорічно від 2 до 11 млрд. дол. США.

До 2013 року зовнішній борг інших секторів економіки (обрахований за методологією МВФ), які представляють головним чином нефінансові корпорації, більш за все зростав по торгових кредитах та авансах і довгострокових кредитах, але у 2014 та 2015 за даними НБУ [12] відбулося несподіване масштабне зменшення боргів, відповідно на 14,4 млрд. дол. США (еквівалентно -171,3 млрд. грн.) та на 8,7 млрд. дол. США (еквівалентно -188,9 млрд. грн.), що дестабілізувало валютний ринок та прискорило інфляцію. Таке погашення боргів мало ґрунтуватися на адекватному прирості секторного валового заощадження, або інших джерелах (наприклад, продажу активів). Але за даними СНР України 2014 р. валових заощаджень нефінансових корпорацій не вистачило навіть на повне покриття секторного капіталоутворення. Тобто сектор НК не тільки не мав «надлишкових» коштів для повернення старих боргів, але й наростив нові.

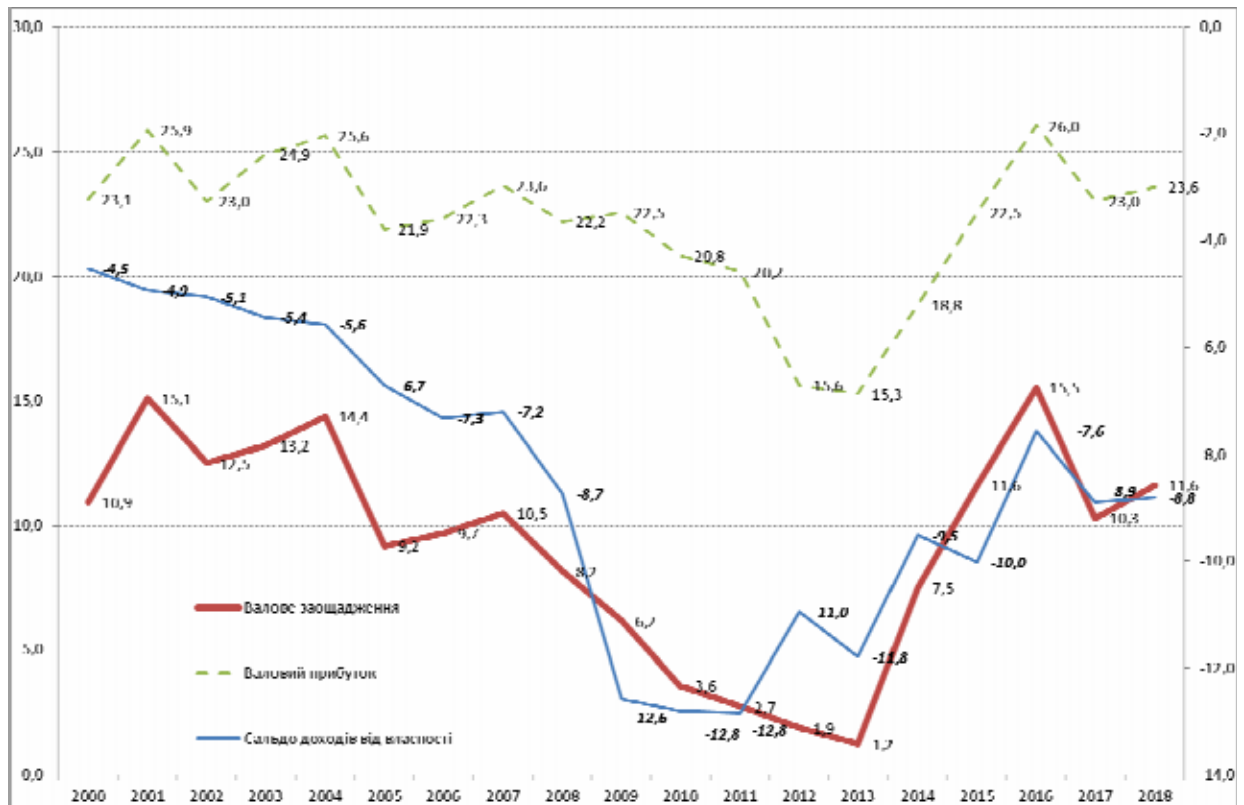


Рис. 3. Валове заощадження та валовий прибуток сектора нефінансових корпорацій, % ВНОД (ліва шкала), сальдо доходів від власності, % ВНОД (права шкала).

Джерело: розраховано автором за даними [10;11]

У 2015 році ситуація дещо змінилась і нефінансові корпорації вперше за багато років отримали невеличкий надлишок валового заощадження після своїх капітальних витрат на рівні 0,4% ВВП, але і цей мізерний ресурс не є співставним із обсягами скорочення секторних зовнішніх боргів, а саме - на рівні 9,6% ВВП (в перерахунку по середньорічному курсу долара США).

Зазначений статистичний парадокс масштабного зменшення секторного боргу в умовах відсутності ресурсного забезпечення можна було б пояснити тим, що в самому секторі у прибуткових підприємств було отримано відповідні за обсягами доходи, що дозволило здійснити такі трансакції, в той час, як збиткові – наростили значні борги. Однак у 2014 році чистий прибуток прибуткових підприємств України (за мінусом

підприємств фінансової та страхової діяльності) становив 182,3 млрд.грн., а по усіх підприємствах в цілому фінансовий результат був загалом від'ємний [13].

Тобто в реальному секторі навіть у прибуткових підприємств не було ресурсу співставного із обсягами зменшення боргу. Втрата заощаджень по каналу погашення зовнішніх боргів 2014 та 2015 рр, призвело не тільки до ресурсного виснаження країни, але й до стрибкоподібної валютної та цінової дестабілізації.

Таблиця 1.
Структурні зміни у рівнях валового заощадження, % до ВВП

	2018				2019		2018	2019	Зміни, в.п.
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	1+2 кв.	1+2 кв.	
Економіка в цілому	9,8	15,4	24,7	16,2	2,4	8,6	12,8	5,7	-7,1
Нефінансові корпорації	6,7	10,1	15,5	14,5	4,1	6,2	8,5	5,2	-3,3
Фінансові корпорації	3,7	-2,0	2,2	1,3	1,9	-4,0	0,6	-1,3	-1,9
Сектор загального державного управління	0,7	3,9	3,2	-0,3	0,5	6,9	2,4	3,9	1,5
Домашні господарства	-1,3	3,5	3,7	0,7	-4,0	-0,3	1,2	-2,0	-3,3
Некомерційні організації, що обслуговують домашні господарства	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,1

Джерело: розраховано автором на базі [11]

Ретроспективний аналіз падіння загального рівня валового заощадження та глибоких інвестиційних криз в Україні показує, що саме формуванням фінансових дисбалансів у основних учасників ринку, особливо в секторах НК та ЗДУ зазвичай було головною їх причиною. Тому бажаний перехід до інноваційно-інвестиційної моделі відтворення ВВП може відбутися лише за умови створення такого розподілу валового наявного доходу між інституційними секторами економіки, який забезпечить зменшення дисбалансів та оздоровлення фінансових балансів в усіх інституційних секторах економіки (особливо в секторах нефінансових корпорацій та ЗДУ) із відповідним впливом на підвищення рівня валового заощадження та рівня ВНОК.

Серед основних індикаторів європейського табло загроз макроекономічних дисбалансів включені показники чистого кредитування і чистого запозичення в розрізі інституційних секторів економіки. В Україні у 2019 р. за сумою 1 та 2 кварталів сектор нефінансових корпорацій здійснив перехід від дефіциту свого балансу (чисте запозичення у відповідному періоді 2018 р. становило 1,5%) до профіциту (чисте кредитування становило 3,1% ВВП). Можна було б радіти таким змінам, але це сталося на тлі зниження рівня секторного валового заощадження з 8,5 до 5,2% ВВП. Зазначене зниження позначилося на падінні рівня валового заощадження загалом: з 12,8 до 5,7% ВВП (Табл.1), а також на падінні приростів ВНОК з 20,3 та 17,6% (у першому та другому кварталах 2018р. до відповідних кварталів 2017 року) до -17,4 та 7,9% у 2019р. [розраховано автором на базі 11]. У разі відсутності зворотного структурного зсуву в бік зростання ВВП корпорацій до 13-14% ВВП є небезпека не тільки продовження падіння темпів зростання ВНОК, але й занурення в нову інвестиційну кризу у перспективі.

Факторами, що вплинули на зазначене зменшення частки ВЗ сектору НК (у % до ВВП) порівняно із відповідним періодом попереднього року стали: зниження частки валового прибутку - на 4,7 в.п.(з 21,7 до 17 %); зниження частки отриманих соціальних допомог, крім допомоги у натурі на 0,5 в.п.; збільшення частки сплачених інших поточних трансфертів на 0,2 в.п.

Факторами, що стримували падіння частки ВЗ сектору НК стали: зменшення частки негативних чистих доходів від власності на 1,6 в.п. та зниження частки поточних податків на доходи, майно тощо на 0,4 в.п.

Слід звернути увагу на те, що таке структурне зниження валового прибутку відбулося у результаті його номінального скорочення на 10% в умовах номінального зростання оплати праці на 26%. Тобто мало місце структурне витіснення валового прибутку оплатою праці, хоча розмір мінімальної заробітної плати за цей період не змінювався.

В умовах зазначеного падіння рівня валового заощадження (на 7,1 в.п.) основним джерелом зафіксованого зростання рівня ВНОК (з 15,8 до 17,8 в.п.) стало зменшення запасів матеріальних оборотних коштів (на 7,5 в.п.). Тобто у першому півріччі 2019 р. приріст ВНОК, хоч і мав місце, але не за рахунок приросту ВЗ, а за рахунок структурного зсуву у складових капіталоутворення.

В секторі загального державного управління (ЗДУ) рівень ВВП майже не змінився, а частка валового заощадження зросла на 1,5 в.п. за рахунок відповідного зменшення частки кінцевих споживчих витрат. При цьому рівень секторного ВНОК підвищився лише на 0,1 в.п.

Статистично зафіксовано, що в Україні у період економічного зростання (2000-2007рр) темпи валового нагромадження основного капіталу майже удвічі випереджали динаміку ВВП, чого не спостерігається в розвинених країнах світу, де більший резерв виробничих потужностей та кращий стан виробничих фондів дозволяє синхронізувати динаміку ВНОК та ВВП. Але в Україні моральне та фізичне зношення основних засобів звужило резервні виробничі потужності, що не дозволяє виробникам адекватно реагувати на прирости

сукупного попиту. Результатом є зменшення присутності вітчизняних виробників на власному ринку. Наприклад, у споживанні населення імпортна складова зросла з 19,1% у 2002р. до 27,5% у 2017р., розраховано автором на базі [14]. Водночас Україна втрачає свої позиції у світовій торгівлі, а за даними Євростату в обсягах імпорту товарів до ЄС з інших країн її частка становить менше 1% [15].

У реальному секторі економіки за умови відсутності статистичної інформації стосовно валового заощадження в розрізі ВЕД, ми можемо оцінити асиметрію у структурах чистого прибутку та капітальних інвестицій. Так на прикладі промисловості ми бачимо, що у 2018 р. у добувній промисловості було отримано 78% чистого прибутку промислових підприємств в цілому (у переробній – 25%), в той час як капітальні інвестиції становили, відповідно 30% (у переробній - 48%). У січні-червні 2019 р. зазначені показники майже не змінилися [13;16]. Звідси видно, що розподіл прибутків серед промислових видів економічної діяльності не сприяє позитивним структурним змінам в капітальних інвестиціях і виробництві на користь розвитку переробної промисловості.

Виходячи із значних структурних розбіжностей між формуванням чистого прибутку та капітальних інвестицій в промисловості, можна зробити висновок, що для їх компенсації вкрай необхідною стає кредитна підтримка інвесторів з боку банківської системи. За даними НБУ залишки кредитів, наданих депозитними корпораціями (крім Національного банку України) нефінансовим корпораціям впродовж 2019 року скорочувалися і у вересні знизилися у річному обчисленні на 13,5%¹. При цьому за станом на кінець вересня 35% загального кредитування прийшлося на оптову та роздрібну торгівлю та ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів з них – 77% до одного року. Підприємствам переробної промисловості було надано 24% від загального обсягу кредитування, з них 38% до 1 року, 47% від 1 року до 5 років і лише 15% - більше 5 років [17]. Тобто такий стан із внутрішнім кредитуванням реальної економіки не можна назвати інвестиційно спрямованим, оскільки цей ресурс поки що працює здебільше на фінансову підтримку поточних операцій.

Щодо зовнішніх запозичень, то після досягнення піку наприкінці 2013 року на рівні 76,6 млрд. доларів США борг інших секторів економіки знижувався, і на кінець червня 2019 р. становив 50,6 млрд. доларів США. Тобто скоротився на 26 млрд. доларів США головним чином по: довгострокових кредитах (на 10 млрд. доларів США), торгових кредитах і авансах (на 10,7 млрд. доларів США) і по боргових цінних паперах (на 4,7 млрд. доларів США) [12]. Скорочення зовнішнього боргу підприємств можна було б назвати позитивною тенденцією, але не на етапі виходу країни з інвестиційної кризи та потребі у додаткових ресурсах для позитивних структурних зрушень. Тому поточні тенденції щодо зменшення внутрішніх та зовнішніх запозичень реального сектора економіки є індикаторами недовіри фінансових ринків до перспектив розвитку економіки України. Водночас НБУ звітує про зростання портфелю кредитів населенню майже на 30% у річному вимірі [18], що додатково підігріває споживчий, а не інвестиційний попит.

Ще одним із зовнішніх джерел нарощення ВНОК у перспективі можуть стати ПІІ. За період з 2014 по 2018 год прями інвестиції (акціонерний капітал) зменшилися з рівня 53704 до 32292 млн.дол.США. а за січень-червень 2019 р. – збільшилися на 836,6 млн.дол.США головним чином за рахунок Кіпру (389), Нідерландів (295,1), РФ (145,5) і Швейцарії (100,3) [19]. Зазначені процеси говорять про те, що в найближчій перспективі не можна розраховувати на ПІІ, у якості вагомого джерела зростання ВНОК, і лише за умови якісних змін у інвестиційному середовищі та нарощенні ВНОК за рахунок національних заощаджень можна буде очікувати на суттєвий притік ПІІ в Україну.

Приріст ПІІ може відбуватиметься по усіх трьох складових. По-перше, це продовження реінвестування доходів у нефінансових корпораціях під іноземним контролем. По-друге - прями іноземні інвестиції у акціонерний капітал, включаючи паї у філіях, акції у дочірніх компаніях та у партнерів, та інші внески у капітал (у вигляді матеріальних та нематеріальних активів), що сприятиме підвищенню технологічного потенціалу країни та конкурентоспроможності національної економіки. І по-третє – залучення коштів через боргові інструменти, що включатимуть: фінансування інвестиційних проектів міжнародними фінансовими організаціями; кредити і позики, отримані дочірніми підприємствами від материнських компаній, так і кредити і позики, надані їм дочірніми підприємствами; торгові та інші кредити, які мають місце між прямими інвесторами і їх зарубіжними відділеннями, дочірніми компаніями і асоційованими підприємствами.

З огляду на необхідність у наступні роки підтримувати високі темпи приросту ВНОК із не менш, ніж двократним перевищенням темпів ВВП у середньорічному вимірі за період 2020-2030, приріст валового заощадження (ВЗ), а відповідно і ВНОК (за умови імпортозаміщення із ефектом зменшення від'ємного сальдо зовнішньої торгівлі) мають перевищувати приріст споживання. Нагадаємо, що за період економічного зростання 2000-2007 рр середньорічні темпи приросту ВВП становили біля 8, а ВНОК - 14%. При цьому рівень валового заощадження та ВНОК становили, відповідно: 25,8 та 21,5% ВВП. У період 2008-2018 середньорічні темпи ВВП та ВНОК знизилися до, відповідно: 99 та 98%, а рівні ВЗ та ВНОК впали до, відповідно – 16 та 17,2% [20].

У 2019 році структурні зміни відбуваються у зворотному напрямку. У першому півріччі 2019 року під впливом зростання валового наявного доходу населення та споживчих кредитів зафіксовано підвищення загального обсягу споживчих витрат до рівня ВВП, що означає загрозу повернення до формування споживацької моделі розвитку із усіма негативними тенденціями насичення ринку імпортними товарами і послугами.

¹ Частково це пояснюється курсовими різницями із-за ревальвації гривні.

Перехід до інвестиційної моделі із високими темпами ВНОК залежить не тільки від підвищення рівня ВЗ, але й зовнішніх запозичень, оскільки у найближчі роки в залежності від ступеня прискорення капітальних витрат буде більший, або менший розрив між рівнями валового заощадження та ВНОК. За умови досягнення високих темпів приросту ВВП (як то було в 2000-2007 рр.) рівень валового заощадження поступово підвищиться до параметрів, що дозволить не тільки ресурсно забезпечувати ВНОК, але згодом перейти до погашення зовнішніх боргів. Але стабільне підвищення рівня валового заощадження передбачає недопущенням нових падінь рівня ВЗ нефінансових корпорацій, який в зазначений період має підтримуватися в межах 12-14% ВНД². При цьому секторний ВНОК має підвищитися з 11,8% у 2018р. до 14-15%, що потребує запозичень. Тому позитивними лаговими індикаторами поживлення інвестиційних процесів буде підвищення ВНД сектора НК до зазначеного рівня та нарощення його кредитування.

За даними статистичного аналізу останнім часом у ряді європейських країн, перш за все в Норвегії, Швеції, Фінляндії, Бельгії, Німеччині, спостерігається підвищення рівня ВЗ нефінансових корпорацій до 13–16% загального ВНД, а загалом по країнах ЄС – 11,5% (у середньорічному вимірі за 2002–2017 рр.) [розраховано автором на базі 21]. Це частково пояснюється збільшенням їхніх витрат на інфраструктурні та соціальні проекти в межах посилення соціальної відповідальності бізнесу, а також у партнерстві з державою, що видно із підвищення частки нефінансових корпорацій у ВНОК. Для європейських країн підтримка ВНД нефінансових корпорацій на рівні 11,5% дозволяє сектору самому забезпечувати свої капітальні витрати без накопичення боргів.

На рівень заощадження в секторі загального державного управління впливає бюджетна політика, що регламентує індивідуальні, колективні та капітальні державні витрати. У період з 2002–2008 рр. у 28 країнах ЄС середньорічна частка валового заощадження сектора ЗДУ у ВНД становила 1,8%, у 2009–2011 рр. – мінус 1,1%, у 2012–2017 – 1,3%. У більшості країн ОЕСР для фінансування своїх інвестицій державний сектор вдається до запозичень, оскільки рівень секторних заощаджень не покриває секторне капіталоутворення. Рівень валового нагромадження основного капіталу в секторі ЗДУ коливається близько позначки 4% ВВП у скандинавських країнах, а у Франції, Польщі, Угорщині та в середньому по країнах ОЕСР за період 2003–2015 рр. у середньорічному обчисленні становив 3,6% ВВП (у той час, як секторні споживчі витрати – 19%) Для країн ЄС характерним є той факт, що за умови підвищення ВНД сектора ЗДУ до позначки 23,2% ВНД чисті запозичення знижуються до 0,8%. Тобто за умови підвищення секторного ВНД до рівня 24% сектор стане бездефіцитним із поточними витратами на рівні 20,5% і капітальними на рівні 3,5% ВНД.

В Україні в 2000-2007 р. у секторі ЗДУ рівень ВЗ та рівень ВНОК у середньорічному обчисленні становили, відповідно - 4,6 та 2,9% ВНД; а у 2008-2018 рр, відповідно: мінус 0,6 та 2% [розраховано автором на базі 10]. В наступні роки сектор ЗДУ повинен стати повноцінним інвестором, а рівень секторного ВНОК має підвищитися до європейських 3,5 – 4% ВНД. Але для такого структурного маневру в найближчі роки зберігатиметься деякий розрив між секторним валовим заощадженням та ВНОК. За так умов бажано підвищення секторного ВНД до вищезазначеного середньоєвропейського рівня. Так чи інакше щорічне підвищення рівня ВНОК в секторі ЗДУ потребує корекції бюджетної політики в напрямку збільшення частки капітальних витрат.

Однак зазначене прискорення валового нагромадження капіталу залежить не тільки від щорічного приросту ВВП та ВЗ, а також від вирішення проблеми з майбутніми виплатами за ВВП-варантами. За розрахунками І.Богдана за умови зростання реального ВВП у найближчі 5 років на 40% за п'ять років (у середньорічному вимірі це приріст -7%), то нові зобов'язання держави лише за ВВП-варантами становитимуть понад 12 млрд дол. Що разом із високою вартістю обслуговування наявного боргу змусить сектор ЗДУ перебувати у замкненому колі запозичень і погашень [5]. Але найгіршим для економіки результатом стане новий канал втрати ресурсів розвитку, оскільки наслідком приросту ВВП більше 3% будуть значні виплати держави за ВВП-варантами, що зменшить інвестиційні ресурси уряду і країни, а це у свою чергу впливатиме на загальноекономічну динаміку в подальші роки.

Висновки

Сьогоднішнє вирішення проблем ресурсного забезпечення інвестиційного розвитку України значною мірою залежить від внутрішнього перегрупування доходів між учасниками ринку. Адже на загальний рівень валового заощадження та ефективність його використання впливає розподіл ВНД між інституційними секторами економіки, особливо частка ВНД сектору нефінансових корпорацій, яка у найближчій перспективі має становити 14-15% і не повинна знижуватися нижче 12% ВНД. Водночас сектор ЗДУ потребує підвищення свого рівня ВЗ та досягнення секторного ВНОК на рівні 3,5-4% ВВП, що потребує підтримки частки секторного ВНД – на рівні 23–24% ВНД загалом. Це залежить не тільки від виваженої фіскальної та тарифної

² У період 2000–2007 рр. підтримувався необхідний для інвестицій рівень валового наявного доходу і, відповідно, – валових заощаджень нефінансових корпорацій, який у середньорічному обчисленні становив 12% від загального ВНД. Це позитивно вплинуло не тільки на інвестиційний потенціал, але й на кредитоспроможність під приємств. У результаті загальний рівень валових заощаджень підвищився, що забезпечило випереджальну інвестиційну динаміку відносно загальноекономічної (2,8 проти 1,8 раз за період)

політики, а й від результатів детінізації та деофшоризації економіки із ефектом зменшення витоку капіталу в інші країни світу. Адже із-за великого сегменту тіньової економіки сектор не отримує значної частки доходів.

Досвід виходу України після першої хвилі інвестиційної кризи показав, що національні джерела розвитку було швидко відновлено за рахунок випереджального підвищення рівня валового прибутку нефінансових корпорацій. У поточному році під впливом падіння валового прибутку нефінансових корпорацій відбулося зниження валового заощадження, що разом із браком довгострокового кредитування загальмувало інвестиційну динаміку, а це обов'язково негативно вплине на загальноекономічну динаміку. Тому вкрай необхідно пришвидшити формування базового структурного вектора з високим рівнем ВЗ та ВНОК (% ВВП), без чого не вийти на стабільні та високі темпи економічного зростання.

Недоліки із загальним ресурсним забезпеченням інвестиційних процесів в Україні супроводжують негативні тенденції у формуванні фінансових ресурсів в розрізі видів економічної діяльності, особливо промислових, що гальмує позитивні структурні зміни у виробництві. Так в добувній промисловості із-за високої рентабельності утворюється надлишок фінансових результатів порівняно із капітальними інвестиціями, в той час, як у переробній промисловості дефіцит власних коштів змушує підприємства вдаватися до запозичень, що збільшує секторні борги та витрати на їх обслуговування і, відповідно - зменшує ресурси розвитку.

Сучасні фінансові ринки в Україні також не створюють умов для підвищення рівня фінансування капітальних інвестицій. Ринок ОВГЗ мотивує потенційних інвесторів вкладати свої кошти не в індустріальний розвиток, а у купівлю високоприбуткових державних цінних паперів.

Майбутнє підвищення рівня валового заощадження сектора ЗДУ залежить від вирішення проблеми з ВВП-варантами, а також від виваженої соціальної політики. В найближчій перспективі підвищення рівня ВЗ стримуватиме темпи приросту споживчих витрат. Це означає, що і частка ВНД сектора домашніх господарств має дещо знизитися але не нижче 62% ВНД загалом. Тому на даному етапі важливо, щоб приріст доходів населення розподілявся на користь найменш заможних верств населення і дозволив зменшити загальний рівень бідності.

Література.

1. Крючкова І.В. Норма валового заощадження: теорія та практика. *Економіка і прогнозування*. 2019, 3: с.7-39 URL: <https://doi.org/10.15407/eip2019.03.007>.
2. Чинники і тренди економічного зростання в Україні: кол. моногр. / під ред. М.І.Скрипніченко та інш.; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». Київ, 2018. 386 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/mg/302.pdf>.
3. Національні заощадження та економічне зростання: кол. моногр. / під ред. Б.С.Кваснюк та інш.; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогноз.». Київ: МП «Леся», 2000. 304 с.
4. Єрина А. Інвестиційний процес в Україні: сучасний стан і шляхи активізації. Економічний аналіз. 2012 рік. Випуск 10. Частина 1. с.160-164 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/escan_2012_10%281%29_35.
5. Богдан І. Фіскальна дисфункція. Дзеркало тижня: 2019, вип.45 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: https://zn.ua/macrolevel/fiskalnaya-disfunkciya-337024_.html.
6. Богдан І. В., Свиридовська А. О. Реструктуризація зовнішнього державного боргу 2015 року та її наслідки для фіскального простору України. *Фінанси України*. - 2019. - № 7. - С. 52-71.
7. Крючкова І. Макроструктурні чинники інвестиційних криз в економіці України впродовж 1991-2015. *Економіка і прогнозування*.2016/1: с.23-40.
8. Крючкова І.В. Макроструктурний дизайн економіки України та країн ОЕСР. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 3. С. 7–28.
9. Інвестиційна діяльність в Україні. Офіційний сайт Міністерства розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України. - - [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.me.gov.ua/?lang=uk-UA>. (Дата звернення: 13.10.2019).
10. Національні рахунки України. Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Дата звернення: 11.02.2019).
11. Квартальні національні рахунки за інституційними секторами. Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. (Дата звернення: 14.08.2019).
12. Зовнішній борг. Офіційний сайт НБУ. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external#4>. (Дата звернення: 17.11.2019).
13. Формування чистого прибутку (збитку) підприємств за видами економічної діяльності у 2018 році. Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Дата звернення: 10.10.2019).
14. Таблиці «витрати-випуск» за відповідні роки. Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Дата звернення: 15.06.2019).
15. International trade in goods. Eurostat. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database> Дата звернення: 11.06.2019).

16. Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності за 2018 рік. Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. (Дата звернення: 15.10.2019).

17. Грошово-кредитна статистика. Офіційний сайт НБУ. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms>. (Дата звернення: 29.07.2019).

18. Огляд банківського сектору. Офіційний сайт НБУ. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.bank.gov.ua/news/all/banki-prodovjuyut-aktivno-kredituvati-naselennya-ta-otrimuvati-rekordni-pributki--oglyad-bankivskogo-sektoru>. (Дата звернення: 11.11.2019).

19. Прямі інвестиції (акціонерний капітал) в економіці України/з України: за країнами світу; країнами ЄС; видами економічної діяльності; по регіонах. Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. (Дата звернення: 21.10.2019).

20. Зміна обсягу валового внутрішнього продукту у відповідні роки. Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. (Дата звернення: 11.11.2019).

21. Non-financial accounts by sectors. / OECD. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=SNA_TABLE14A_SNA93&lang=en#. (Дата звернення: 11.01.2019).

References.

1. Kryuchkova, I. (2019), “The rate of gross savings: theory and practice”. *Ekon. prognozuvanna*, vol. 3, pp.7–39. <https://doi.org/10.15407/eip2019.03.007>

2. Skrypnichenko, M.I. (2018), *Chynnyky i trendy ekonomichnoho zrostantyia v Ukraini* [Factors and trends of economic growth in Ukraine], DU «In-t ekon. ta prohnozuv. NAN Ukrainy», Kyiv, Ukraine, available at: <http://ief.org.ua/docs/mg/302.pdf> (Accessed: 11 Dec 2019).

3. Kzasnyuk, B. Y. (2000), *Natsional'ni zaoshchadzhennya ta ekonomichne zrostantyia* [National Savings and Economic Growth], DU «In-t ekon. ta prohnozuv.». МР «Lesya», Kyiv, Ukraine.

4. Yerina, A.(2012), “Investment process in Ukraine: current state and ways of activation”. *Ekonomichnyy analiz*, vol. 10, no. 1, pp.160-164, available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecan_2012_10%281%20p_p29_35 (Accessed: 11 Dec 2019).

5. Bogdan, I. (2019), “Fiscal dysfunction”, *Dzerkalo tyzhnya*, vol.45, available at: https://zn.ua/macrolevel/fiskalnaya-disfunkciya-337024_.html (Accessed: 11 Dec 2019).

6. Bogdan, I. and Sviridovskaya, A.(2019), “Restructuring of the external public debt of 2015 and its consequences for the fiscal space of Ukraine”, *Finansy Ukrainy*, vol.7, pp.52-71 .

7. Kryuchkova, I. (2016), “Macrostructural factors of investment crises in the economy of Ukraine during 1991-2015”, *Ekon. prognozuvanna*, vol. 1, pp.23–40.

8. Kryuchkova, I. (2016), “ Macrostructural design of the economies of Ukraine and OECD countries”, *Ekon. prognozuvanna*, vol.3, pp.7–28.

9. Ministry of Economic Development Trade and Agriculture of Ukraine (2019), “Investment activity in Ukraine”, available at: <http://www.me.gov.ua/?lang=uk-UA> (Accessed 13 Dec 2019)

10. State Statistics Service of Ukraine (2019), “National Accounts of Ukraine”, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua>. (Accessed 11 Dec 2019)

11. State Statistics Service of Ukraine (2019), “Quarterly national accounts by institutional sectors”, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Accessed 14 Dec 2019)

12. National bank of Ukraine (2019), “External debt”, available at: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external#4>, (Accessed 15 Dec 2019)

13. State Statistics Service of Ukraine (2019), “Formation of net profit (loss) of enterprises by type of economic activity in 2018”, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Accessed 10 Dec 2019).

14. State Statistics Service of Ukraine (2019), “Input-Output table”, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Accessed 15 Dec 2019).

15. Eurostat (2019), “International trade in goods”, available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, (Accessed 11 Dec 2019).

16. State Statistics Service of Ukraine (2019), “Capital investment by kinde of economic activity in 2018”, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Accessed 15 Dec 2019).

17. National bank of Ukraine (2019), “Monetary statistics”, available at: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms>, (Accessed 15 Dec 2019).

18. National bank of Ukraine (2019), “Overview of the banking sector”, available at: <https://www.bank.gov.ua/news/all/banki-prodovjuyut-aktivno-kredituvati-naselennya-ta-otrimuvati-rekordni-pributki--oglyad-bankivskogo-sektoru>, (Accessed 11 Dec 2019).

19. State Statistics Service of Ukraine (2019), “Direct investment (equity) in the economy of Ukraine / from Ukraine: by countries of the world; EU countries; types of economic activity; by region”, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. (Accessed 15 Dec 2019).

20. State Statistics Service of Ukraine (2019), “Change in the volume of gross domestic product in the relevant years”, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Accessed 11 Dec 2019).

21. OECD (2019), “Non-financial accounts by sectors”, available at https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=SNA_TABLE14A_SNA93&lang=en#. (Accessed: 11 Dec 2019).

Стаття надійшла до редакції 17.12.2019 р.