

УДК 336.276

Н. Г. Синютка,
старший викладач кафедри фінансів,
Національний університет "Львівська політехніка", м. Львів

РИНОК СУБСУВЕРЕННИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ: РЕСУРСНІ ДЖЕРЕЛА ДЛЯ РОЗВИТКУ

N. Synyutka,
Senior lecturer of the department of Finance, National university Lviv Polytechnic, Lviv

THE SUB-SOVEREIGN BORROWING MARKET OF UKRAINE: THE RESOURCES FOR DEVELOPMENT

Розглянуто сучасний стан ринку муніципальних облігацій в Україні, охарактеризовано його структуру та динаміку розвитку. Наголошено на критичній залежності прогресу місцевих запозичень від наявності і достатності ресурсної бази. Проаналізовано активи домогосподарств, приватні перекази та заощадження населення, оцінено фонди інституціональних інвесторів України в якості перспективних джерел фінансових ресурсів для формування та провадження муніципальної боргової політики територіально-адміністративних одиниць. Детерміновано основні деструктивні чинники: законодавчі обмеження, відсутність преференційного оподаткування для доходів від місцевих цінних паперів. Встановлено позитивний взаємозв'язок між розвитком ринку місцевих боргів та суміжних ринків капіталу. Запропоновано стратегічні вектори удосконалення фіскальної політики в напрямі створення преференційного режиму оподаткування доходів інвесторів від вкладень у місцеві облігації.

The current state of the municipal bond market in Ukraine is examined, its structure and the dynamics of development are described. The critical dependence on the availability and the adequacy of the resource base for sub-sovereign borrowing progress is emphasized. The assets of households, private remittances and savings are analyzed, the assets of institutional investors Ukraine are evaluated as a perspective source of financial resources for the formation and realization of municipal debt policy of territorial-administrative units. Legal restrictions, lack of preferential taxation for income from municipal securities are determined as the main destructive factors. The positive correlation between the development of the local debt market and related capital markets is confirmed. The strategic vectors for fiscal policy improvement are outlined: towards a preferential regime of taxation for income from investments in local bonds.

Ключові слова: муніципальні кредити, субсуверенні запозичення, ринок субнаціональних цінних паперів, борг муніципалітетів, ефективність муніципальної боргової політики, місцевий борг.

Key words: municipal loans, sub-sovereign borrowing, the market of municipal securities, debt or municipalities, the efficiency of municipal debt policy, local debt.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Державні і муніципальні облігації є значимою ланкою ринку цінних паперів сучасної України та чинять вирішальний вплив на його динамічний розвиток. Ринок державних цінних паперів має недооцінений потенціал як додаткове джерело фінансування бюджетного дефіциту. Активність держави на фінансовому ринку знижує потреби в прямій емісії грошей, дозволяє уникати нагромадження зовнішніх боргів, знижує витрати на їх обслуговування. З іншої сторони, державні облігації дозволяють знижувати ризиковість ринків, уникати інвестиційних втрат, мають стабілізуючий ефект щодо таких фінансових інститутів, як страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування. За таких умов ринок державних і місцевих цінних паперів потребує детального наукового вивчення, створення правової, інформаційної та організаційної бази для його розбудови.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Враховуючи нерозвиненість інституту субсуверенного кредиту України в порівнянні із ринком державних боргів і позик корпоративного сектору, проблематика муніципальних облігацій вузько представлена в працях вітчизняних вчених. Дослідження українських науковців С. Юрія, В. Федосова, А. Крисоватого, О. Кириленко, О. Білоуса, Н. Кравчук, В. Базилевича охоплюють проблематику функціонування ринку державних цінних паперів, а вивчення ринку муніципальних облігацій відходить на другий план. Місцеві облігації виступають другорядним, а не самостійним об'єктом досліджень, зокрема, не приділяється увага виявленню можливих джерел для розвитку власне ринку субнаціональних цінних паперів.

Водночас західні вчені та практики Т. Тер-Мінасян, Б. Даффлон, П. Дворакова протягом двох останніх десятиліть інтенсивно вивчають проблематику субнаціональних боргових зобов'язань, в тому числі на прикладі постсоціалістичних країн Східної та Центральної Європи. В їхніх працях наголошується на ефективності муніципального кредиту як інструменту структурних та технологічних перетворень в економіках регіонів. На жаль, через недоступність узагальненої інформації, а також невідповідність міжнародних і вітчизняних статистичних стандартів щодо цього сектору Україна не є об'єктом таких досліджень.

МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою даного дослідження є аналіз інформації щодо сектору муніципальних облігацій України за 2003—2014 роки, оцінка сучасного стану розвитку ринку місцевих цінних паперів, детермінація наявних проблем і тенденцій боргової політики. Важливим є також дослідження потенціалу суміжних ринків інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, коштів домогосподарств в якості джерел фінансового ресурсу для активізації розвитку ринку муніципальних облігацій, а також вивчення характеру взаємозв'язку між ринками.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Незважаючи на стійку дефіцитність місцевих бюджетів, в Україні упродовж останніх двох десятиліть субнаціональні позики як альтернативне джерело доходів органів місцевого самоврядування не одержали належного поширення. Основною тенденцією ринку муніципальних облігацій в Україні

Таблиця 1. Порівняльна динаміка джерел фінансових ресурсів із обсягами місцевих облигацій України за 2008—2014 рр.

	Період						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Прямі іноземні інвестиції в Україну, млн дол. США	10913	4816	6495	7207	8401	4499	410
Приватні перекази з-за кордону, млн дол. США	6177	5370	5862	7019	7526	8537	6489
Кошти населення в банках на кінець року, млрд грн.	217,9	210,0	270,7	306,2	364,0	433,7	418,1
Обсяг емітованих місцевих запозичень (облігацій), млрд грн.	0,98	0,37	0	0,58	5,68	0	2,63

Джерело: складено автором на основі даних Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України [7; 8; 9].

є його нерівномірне зростання та структуризація, а також повільне просування практики місцевих запозичень з центру на периферію. Так, 21 муніципалітетом та АР Крим у 2003—2014 роках здійснено 67 емісій місцевих облигацій на загальну суму 11020,6 млн грн. [1; 2]. Якщо порівняти загальний обсяг емітованого місцевого боргу у вигляді облигаційних позик за 2003—2014 роки із сумарним обсягом доходів місцевих бюджетів за аналогічний період, а саме: 791,7 млрд грн., то облигаційні позики становитимуть 1,4 % доходної бази місцевого самоврядування [3]. Обсяги емісії муніципальних цінних паперів до показника ВВП у 2014 році складають 0,7 % [4]. Це надзвичайно мало, адже досвід центрально- і східноєвропейських країн із транзитивною економікою таких, як Чехія, Польща, Словаччина, Естонія свідчить про можливість досягнення місцевими запозиченнями рівня 2—5 % ВВП без суттєвих загроз для фінансової стабільності [5, с. 307].

Кількість і обсяги емісії істотно коливаються в окремих періодах — від повної відсутності місцевих запозичень у 2010 і 2013 роках до пікових — 5,68 млрд грн. у 2012 р. і 2,63 млрд грн. у 2014 р. [1, 2]. Середній обсяг емісії облигацій становить 164,5 млн грн., що могло б свідчити про успіхи місцевої боргової політики в Україні. Якщо ж виключити із загального обсягу внутрішні емісії місцевих цінних паперів облигаційні позики Києва (8,19 млрд грн. або 74,3% ринку) — найбільшого і найдосвідченішого гравця, то обсяг позики на 1 емісію для решти позичальників скоротиться до 48,8 млн грн. Отже, інструмент муніципального кредиту в умовах гострої дефіцитності місцевих бюджетів України залишається нестабільним і фрагментарним джерелом фінансування інвестиційних проектів. Водночас саме за рахунок позикових коштів формується суттєва частка доходів місцевих бюджетів європейських країн — 10% у Франції та Іспанії, 13% — у Бельгії [5, с. 307; 6, с. 159—162].

Глибина регіонального проникнення муніципальних облигацій теж невисока: серед 19 емітентів лише 17 муніципалітетів (без АР Крим та Києва) на фоні загалом 184 міст обласного значення в Україні або 9,2%. Серед емітентів переважають адміністративні і потужні промислові центри: Київ, Львів, Одеса, Харків, Запоріжжя, Вінниця та ін. Майже не представлені на ринку малі міста.

Процес розбудови ринку місцевих запозичень в Україні є одним з невідкладних завдань в контексті імплементації інституту місцевого самоврядування. За умов надшвидкого зростання суверенного та субсуверенного боргу та загалом переддефолтного стану економіки України постає надважливе питання: хто може виступити позичальником і якою буде вартість запозичень? Україна та її муніципалітети не можуть залучити кошти на зовнішніх ринках з огляду на чинні кредитні рейтинги, збройний конфлікт на сході держави, оскільки ймовірність одержати кошти невисока, а вартість ресурсу надмірна. Залишається надія лише на співпрацю із міжнародними фінансовими організаціями. Україна та її муніципальні одиниці готові одержувати кошти від іноземних донорів, не зробивши при цьому жодних кроків із залучення коштів від власних громадян.

Як свідчить динаміка обсягів приватних переказів і заощаджень населення (табл. 1), вони можуть виступити джерелом інвестиційного ресурсу всередині країни. Приватні грошові перекази — це міжнародні перекази та потоки ресурсів до домогосподарств (у грошовій та натуральній формі), що надходять з інших країн та пов'язані з тимчасовою або постійною міграцією населення.

Як видно з таблиці 1, приватні перекази громадян в Україну протягом 2009—2012 років майже дорівнювали обся-

гу прямих іноземних інвестицій, а у кризових 2009, 2013, 2014 роках перевищували їхній рівень. Причому якщо у 2013—2014 рр. прямі іноземні інвестиції демонструють рекордний спад, то приватні перекази продовжують зростати на 14—15 % щороку. Згідно з статистикою НБУ співвідношення обсягів грошових переказів до ВВП у 2014 р. становило 4,1% [9, с. 2]. Динаміка грошових переказів за 2014 рік об'єктивно зменшилася у порівнянні із 2013 р. на 24% до 6489 млн доларів США, проте все ж перевищує обсяги прямих іноземних інвестицій за аналогічний період більше, як у 15 разів. Таким чином, приватні перекази з-за кордону для домашніх господарств є стабільним джерелом доходів у валюті, яке

об'єктивно не залежить від кризових ситуацій в Україні.

Як бачимо, залишок коштів населення у банківських установах протягом 2008—2014 років теж активно зростає — з 217,9 млрд грн. станом на 01.01.2009 р. до 418,1 млрд грн. на 01.01.2015 р. або майже удвічі. Зрозуміло, що кошти фінансових установ поповнюються в тому числі і з приватних переказів з-за кордону. Водночас муніципалітети України в умовах постійно триваючої незбалансованості бюджетів спромоглися залучити у 2008—2014 рр. лише 10,24 млрд грн. (табл. 1) за рахунок місцевих облигаційних позик, що складає 2,4 % від наявних коштів населення в банках за станом на 01.01.2015 року. Причому муніципальні облигації реалізовувалися виключно юридичним особам без залучення коштів домогосподарств і населення. Отже, муніципальні органи влади недооцінювали і продовжують недооцінювати потенціал фінансового ресурсу власних громадян. Замість пасивного очікування запозичень від світової спільноти місцевим радам доцільно здійснювати зважені кроки на внутрішньому ринку капіталу.

На макроекономічному рівні формування та успішну імплементацію муніципальної боргової політики слід провадити в таких векторах:

- створення транспарентної інформаційної політики щодо умов придбання цінних паперів, емітованих місцевими органами влади, їх обігу та гарантій погашення, наприклад, через спеціальні веб-стандарты поширення інформації
- подолання недовіри приватних інвесторів до інституту місцевого самоврядування, в тому числі муніципальних позик, за рахунок запровадження державних гарантій для населення (наприклад, виплата в межах 200 тис. грн. як для банківських депозитів).

Другий напрямок слід реалізувати у вигляді преференційної моделі оподаткування, а саме: звільнення доходів, отриманих у вигляді відсотків за муніципальними облигаціями, від податків на доходи для населення. Новації будуть особливо актуальними з огляду на Закон України "Про внесення змін до Податкового кодексу України", яким з 03 серпня 2014 р. була запроваджена 15-відсоткова ставка податку на доходи фізичних осіб, отриманих у вигляді процентів на банківські вклади (депозити). Такі нововведення, а також загальна нестабільність банківської системи вже призвели до суттєвого відтоку депозитів домогосподарств упродовж 2014—2015 років. У 2015 році ставка податку для пасивних доходів законодавчо збільшена до 20 % від суми доходу, що в сумі із 1,5%-вим військовим збором зменшує доходи особи вже на 21,5%. Запропонований підхід до перерозподілу податкового навантаження між видами інвестиційних інструментів наразі не вплине на доходи бюджету — адже приватні інвестори не вкладають у боргові цінні папери місцевих органів влади. Закономірно, що при зростанні таких інвестицій втрати бюджету також пропорційно зростатимуть.

Залучення інвестицій від фізичних осіб є доволі трудомістким та складним процесом, який вимагає значних часових і рекламних затрат до настання моменту окупності проекту. Тому для швидкого поступального розвитку ринок муніципальних цінних паперів потребує наявності інституціональних інвесторів, якими на глобальних ринках капіталу є інвестиційні фонди — інститути спільного інвестування (ІСІ) та недержавні пенсійні фонди (НПФ). Такі інвестори з'явилися на українському ринку у 2004 році після запровадження відповідного законодавства, яке регулює процеси інвестування. Інвестиційні регулятивні правила і обмеження, встановлені Законами України для різних типів інституціональних інвесторів, які впливають на їхні інвестиції у муніципальні облигації, потребують окремого дослідження.

Таблиця 2. Розподіл інвестиційних активів сектору НПФ між джерелами, 2006–2014 роки

Період	Закумульовані активи НПФ на кінець періоду, млн грн.	Межа інвестицій – 20%, млн грн.	Фактичні вкладення в муніципальні ЦП, млн грн.	Інші інвестиції до загальних активів, %		
				ЦП Уряду	банківські депозити	облігації корпоративного сектору
2006	137,4	27	1,4	1,5	34,1	39,1
2007	280,6	56	4,1	1,3	38,6	24,0
2008	612,2	122	6,7	3,6	56,3	22,6
2009	857,9	172	7,0	16,4	40,0	18,9
2010	1 144	229	5,1	14,9	34,7	15,4
2011	1 387	277	7,4	15,1	29,5	25,0
2012	1 660	332	3,2	11,9	34,5	31,2
2013	2 090	418	10,7	11,5	36,4	31,0
2014	2 469	494	2,7	15,3	38,6	27,6

Джерело: розраховано автором за даними Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [11].

Заклавиши десять років тому законодавчий механізм створення та розвитку нагромаджувальної складової системи пенсійного забезпечення, який загалом відповідає Директивам ЄС, Україна ще очікує на політичні зміни, які б запровадили накопичувальний рівень державної пенсійної системи. Закон України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" хоч і запроваджує 10%-ву межу від загальної вартості пенсійних активів на інвестиції Накопичувального фонду в муніципальні облігації, але досі не працює. В свою чергу, формування сучасної пенсійної системи теж неможливе без сталого економічного зростання та розвитку фондового ринку для забезпечення широких можливостей ефективного управління пенсійними активами.

Норми статті 49 Закону України "Про недержавне пенсійне забезпечення" обмежують інвестиції недержавних пенсійних фондів (НПФ) в муніципальні облігації 20 відсотками загальної вартості пенсійних активів [10, с. 4]. Метою інвестування пенсійних активів є, в першу чергу, збереження пенсійних заощаджень громадян. Тому стратегія інвестування НПФ є консервативнішою у порівнянні з іншими фінансовими установами. Особливого значення набуває вибір інвестиційних інструментів, використовуючи які НПФ забезпечуватимуть захист грошових коштів населення. Так, станом на 01.01.2015 р. сегмент недержавного пенсійного забезпечення України представлений 76 НПФ [11]. Глибина проникнення на ринок незначна: НПФ представлені у 9 регіонах, в тому числі у м. Києві зареєстровано 75 % всіх учасників ринку. Загальна вартість нагромаджених у НПФ упродовж 2004–2014 рр. пенсійних активів неprinципова для фінансової системи і становить 2,47 млрд грн. або 0,2 % ВВП [11]. Розглянемо підсумки інвестиційної активності НПФ упродовж 2006–2014 рр. в таблиці 2.

У відповідності до чинного законодавства вкладення інвестактивів у цінні папери, виплати за якими гарантуються АР Крим та місцевими радами, не можуть перевищувати 494 млн грн. (20% від 2,47 млрд грн.) у 2014 р. Натомість фактично такі вкладення досягають лише 2,7 млн грн. або 0,1 % від вартості активів НПФ. Максимальні обсяги інвестування та їхня періодичність у 2009, 2011, 2013 роках відповідає пікам активності місцевих рад щодо емісії облігацій упродовж 2008, 2011–2012 рр.

Як впливає з аналізу, цінні папери муніципалітетів не складають конкуренції облігаціям уряду. Так, інвестиції НПФ в урядові і місцеві облігації за 2006–2007 роки не перевищували 1,5 % вартості пенсійних активів, причому у 2007 р. вкладення у муніципальні цінні папери навіть незначно переважали над урядовими. Тенденція до збільшення частки державних облігацій спостерігається з 2008 року, що пов'язано зі світовою фінансовою кризою та активізацією емісії державних облігацій України. З того часу спостерігаємо ефект витіснення місцевих запозичень з ринку НПФ

— урядові облігації охоплюють до 16,4% від пенсійних активів на протигагу 0,1–0,8% у місцевих позик. Щоправда, вкладення НПФ в облігації українських емітентів (корпоративний сектор) і банківські депозити є значно вагомішими — в сукупності близько двох третин ринку (табл. 2).

Отже, норма закону про 20%-ву межу вкладень НПФ в субнаціональні облігації наразі існує формально і не впливає на ринок муніципального кредиту — не обмежує, не регулює, але й не стимулює. На нашу думку, це є свідченням незацікавленості та певної упередженості інвесторів. Негативну роль відіграє і фактор географічного розташування: біржі та інвестори сконцентровані у столиці, а муніципалітети — емітенти розпорознені по всій території України. Також це наслідок непередставленості цінних паперів місцевих органів влади на організованих торговель-

них майданчиках, біржових торгах тощо. Так, у 2014–2015 роках на ринку в обігу практично немає облігацій, виплати за якими гарантуються міськими радами. Більшість емітованих позик закінчилися по термінах у 2012–2013 роках, а нові не випускалися. Загалом домінування короткотермінових облігацій (70% обсягу терміном від 1 до 3 років) на ринку місцевих цінних паперів гальмує його розвиток. А дефіцит цінних паперів, що вільно обертаються на ринку, та операцій з ними перешкоджає установленню їхньої об'єктивної вартості та доходності, провокує недостатнє використання потенціалу цінних паперів як інструменту ліквідної застави. Натомість для успішної реалізації локальних і регіональних інфраструктурних проектів ринок потребує довгострокових запозичень, терміном хоча б від 5 років.

З метою підтримки розвитку ринку корпоративних облігацій та облігацій місцевих позик Національний банк України зберігає за ними статус фінансових інструментів, які можуть використовуватись як застава під час здійснення операцій із рефінансування банків НБУ.

Таким чином, ринок муніципального кредиту упродовж 2004–2014 рр. втратив можливість залучення 0,5 млрд гривень на ринку фондів недержавного пенсійного забезпечення і спрямування їх в розвиток місцевої інфраструктури. НПФ у глобальній економіці є безцінним джерелом т.зв. "довгих" і відносно недорогих грошей — саме тих, яких гостро потребують муніципальні інвестиції. В свою чергу, місцеві запозичення могли б знизити ризиковість інвестицій НПФ. Все ж кошти недержавного нагромаджувального пенсійного забезпечення залишаються перспективним джерелом для розвитку ринку субнаціональних позик в Україні. Значення муніципальних цінних паперів особливо зростає в умовах сучасної кризи банківського сектору, коли запроваджено 50 тимчасових адміністрацій у комерційних банках України, що загрожує НПФ втратою значної суми активів громадян, розміщених в банківських депозитах.

Щодо інститутів спільного інвестування (ІСІ), попередньо закон накладав виключно кількісні обмеження у розмірі 10%-вої межі від загальної вартості активів, інвестованих фондами, для розміщення в облігаціях місцевих позик. Станом на 01.01.2013 р. облігації місцевих позик у зведеному портфелі цінних паперів ІСІ становили 12,4 млн грн. або 0,02 % загальної вартості портфеля ІСІ України [12], а могли б посідати 10% або 5,16 млрд грн. Сукупна вартість цінних паперів у портфелях ІСІ на початок 2013 року становила 51,62 млрд грн. [12].

Протягом 2013 р. в структурі активів ІСІ відбуваються різкі зміни — вартість облігацій місцевих позик спадає до нерепрезентативного 1,2 млн грн. або 0,002% загальної вартості портфеля ІСІ. Це пояснюється новою редакцією статті 48 Закону "Про ІСІ", що фактично унеможливило співпрацю обох ринків з 01 січня 2014 р. [13, с. 3]. Обмеження стосуються

відразу декількох площин: не можна інвестувати в муніципальні цінні папери більше 40 % загальної вартості активів ІСІ при одночасній забороні інвестувати понад 10 % загальної вартості активів ІСІ у цінні папери органів місцевого самоврядування одного випуску. До складу активів спеціалізованого фонду грошового ринку можуть входити боргові ЦП або облігації місцевих позик, строк погашення яких не перевищує двох календарних років. Загальна вартість облігацій місцевих позик та облігацій підприємств не може перевищувати 30 відсотків загальної вартості активів спеціалізованих інвестфондів. Спеціалізованим фондам грошового ринку забороняється інвестувати в облігації місцевих позик, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою [13, с. 3]. На жаль, експоненціально зростаючі суверенні запозичення України створили державний борг, який вже поставив країну на межу дефолту. Так, в лютому 2015 р. міжнародна рейтингова агенція Fitch знизила довгостроковий рейтинг України в іноземній валюті з рівня "ССС" до "СС", незважаючи на прогнозовану фінансову допомогу з боку МВФ [15, с. 1]. Відповідно будуть переглянуті і субсуверенні рейтинги українських муніципалітетів — позичальників, які й без того далекі від інвестиційного.

Результати таких нововведень не забарилася і миттєво знайшли відображення у кількісних показниках ринку ІСІ — вже станом на 30.09.2014 р. облігації місцевих позик скоротилися до 476 тис. грн. або 0,0009% у зведеному портфелі цінних паперів ІСІ [12]. Політична нестабільність, криза державності, військова агресія на сході, анексія окремих територій, падіння економіки та необхідність кардинальних структурних реформ тільки ускладнюватимуть умови діяльності ІСІ в Україні надалі.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження підтвердило нестабільність та фрагментарність інструменту муніципального кредиту в умовах гострої дефіцитності місцевих бюджетів України. Першопричиною цього є відсутність визначеної стратегії і місцевої боргової політики, що спричиняє проблеми не лише у становленні інституту муніципального кредиту, але й загалом у розбудові інституту місцевого самоврядування в Україні. Іншими перешкодами є суттєві законодавчі обмеження, відсутність преференційного оподаткування для фінансових інвестицій, неналежна робота позичальників щодо пошуку інституціональних інвесторів та залучення коштів від домогосподарств. Муніципалітети України зосередилися на пасивному очікуванні коштів від міжнародних донорів і не намагаються проводити власну боргову політику.

Як наслідок, ринок муніципальних облігацій упродовж 2004—2014 років втратив можливість залучення "довгих" грошей у інституціональних інвесторів: на ринках фондів недержавного пенсійного забезпечення і фондів спільного інвестування для спрямування їх у розвиток місцевої інфраструктури. Натомість місцеві запозичення могли б знизити ризиковість вкладень інституціональних інвесторів.

Зважаючи на позитивний світовий досвід, муніципальні облігаційні позики залишаються перспективним інструментом для фінансування об'єктів регіональної інфраструктури України. Значення муніципальних цінних паперів як низькоризикових активів зростатиме в умовах сучасної кризи фінансового сектору, що загрожуватиме інституціональним інвесторам втратою коштів, розміщених в банківських депозитах і облігаціях корпорацій.

Література:

1. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня — грудня 2014 року // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
2. Реєстр місцевих запозичень та місцевих гарантій [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=68447
3. Показники виконання Зведеного і Державного бюджету України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=77427
4. Валовий внутрішній продукт України у фактичних цінах за 2014 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>
5. Dafflon B., Beer-Toth K. Managing local public debt in transition countries: An issue of self-control / B. Dafflon // Financial Accountability & Management. — 2009. — № 25(3). — P. 305—314.
6. Fiscal Federalism in Theory and Practice / T. Ter-Minassian, editor. — Washington: International Monetary Fund, 1997. — 683 p.

7. Річні звіти НБУ [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=8253030>

8. Динаміка обсягів приватних грошових переказів в Україну // Грошові перекази в Україні за 2014 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=11905899

9. Монетарний огляд НБУ. Аналітична записка // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58037

10. Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення" № 1057-IV від 09.07.2003 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>

11. Інформація про стан і розвиток недержавного пенсійного забезпечення України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/content/stan-i-rozvitok-npzh.html>

12. Квартальні та річні огляди ринку ІСІ Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html

13. Закон України "Про інститути спільного інвестування" № 5080-VI від 05.07.2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

14. Fitch Downgrades Ukraine's FC IDR to 'CC'; Affirms LC IDR at 'CCC' [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.fitchratings.com/creditedesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=979727&cm_sp=RussiaUkraine-_research

15. What Lies Beneath: The Statistical Definition of Public Sector Debt / R. Dippelsman, C. Dziobek. — Washington: International Monetary Fund, 2012. — 21 p.

References:

1. National Securities and Stock Market Commission (2015), "Background on the development of the stock market of Ukraine for January-December 2014", available at: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics> (Accessed 11 February 2015).
2. Ministry of Finance of Ukraine (2015), "Register of local borrowings and local guarantees" available at: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=68447 (Accessed 17 February 2015).
3. Ministry of Finance of Ukraine (2015), "Performance indicators of the State and the consolidated budget of Ukraine", available at: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=77643 (Accessed 02 February 2015).
4. State Statistics Service of Ukraine (2014), "Ukraine's GDP in current prices", available at: <http://www.ukrstat.gov.ua> (Accessed 02 March 2015).
5. Dafflon, B. Beer-Toth, K. (2009) "Managing local public debt in transition countries: An issue of self-control", Financial Accountability & Management, vol.25(3), pp. 305-314.
6. Ter-Minassian, T. (1997), Fiscal Federalism in Theory and Practice, International Monetary Fund, Washington, USA.
7. National bank of Ukraine (2015), "Annual reports NBU", available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=8253030> (Accessed 08 March 2015).
8. National bank of Ukraine (2015), "Dynamics of private money transfers to Ukraine", available at: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=11905899 (Accessed 30 March 2015).
9. National bank of Ukraine (2015), "NBU Monetary Review, Policy Brief", available at: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58037 (Accessed 09 April 2015).
10. The Verkhovna Rada of Ukraine (2003), The Law of Ukraine "On private pension provision", available at: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15> (Accessed 17 February 2003).
11. National Commission for State Regulation of Financial Services Markets (2015), "Information on the state and development of private pension Ukraine", available at: <http://nfp.gov.ua/content/stan-i-rozvitok-npzh.html> (Accessed 02 April 2015).
12. Ukrainian Association of Investment Business (2015), "Quarterly and annual reviews CII Market", available at: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html (Accessed 02 May 2015).
13. The Verkhovna Rada of Ukraine (2012), The Law of Ukraine "On Collective Investment Institutions", available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17> (Accessed 05 July 2012).
14. The official site of Fitch Group (2015), "Fitch Downgrades Ukraine's FC IDR to 'CC'; Affirms LC IDR at 'CCC'" available at: https://www.fitchratings.com/creditedesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=979727&cm_sp=RussiaUkraine-_research (Accessed 13 February 2015).
15. Dippelsman, R. Dziobek, C. (2012), What Lies Beneath: The Statistical Definition of Public Sector Debt, International Monetary Fund, Washington, USA.

Стаття надійшла до редакції 31.05.2015 р.