

## **ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ МУНІЦИПАЛЬНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ДЛЯ НАСЕЛЕННЯ УКРАЇНИ**

Державний бюджет України характеризується сьогодні гострим дефіцитом фінансових ресурсів, необхідних для реалізації урядом інвестиційно-інноваційних проектів як невід'ємної складової розширеного відтворення національної економіки. На муніципальному рівні ситуація є ще складнішою: задекларований законодавцем децентралізаційний вектор розвитку місцевого самоврядування гальмується не лише обмеженими обсягами власних коштів, а й принципово вищим (порівняно із центральною владою) рівнем вимог для отримання права на залучення зовнішніх ресурсів для розвитку територій. Як засвідчує іноземний досвід, вагомим джерелом коштів місцевих бюджетів з метою їх інвестиційного спрямування могли б натомість стати надходження від реалізації муніципальних облігацій (облігацій місцевої позики). Слід відзначити, що найпотужнішими постачальниками таких коштів у переважній більшості розвинутих країн світу, серед яких США та майже усі країни ЄС, є фізичні особи, які спрямовують на придбання муніципальних облігацій частину власних заощаджень. В Україні ж ситуація є зовсім іншою: фізичні особи майже нічого не знають про можливості інвестування у облігації місцевої позики, надаючи перевагу іншим формам вкладання коштів.

Ще класики економічної теорії (А. Сміт, Д. Рікардо) відзначали, що джерелом інвестицій населення виступають заощадження: чим більше фінансових ресурсів має індивід, тим більш схильним він є до заощаджень. В Україні теоретичні і практичні засади трансформації заощаджень населення у інвестиції набули розвитку у ХХІ ст., їхньому вивченню присвячено монографії та праці таких науковців, як О. Ватаманюк [1], Н. Дацій [2], І. Добровольська [3], Л. Примостка [4], Т. Кізима [5] та ін. Додаткового дослідження при цьому потребують питання оцінювання схильності населення до заощаджень у формі фінансових активів та придбання облігацій місцевих позик, зокрема, що за умов активізації цього процесу дозволить забезпечити територіальні громади додатковими ресурсами, необхідними для фінансування їх інвестиційних видатків. Дана проблема набуває особливої актуальності в умовах наявності широкого переліку альтернативних напрямів вкладання коштів, серед яких: банківські депозитні вклади, нерухомість, іноземна валюта, державні цінні папери.

Трансформація заощаджень фізичних осіб у інвестиції – це механізм перетворення грошових ресурсів таких економічних суб'єктів на фінансові та нефінансові активи з метою отримання доходу у майбутньому [6, с. 74]. Практична дія даного механізму безпосередньо пов'язана з процесами формування та використання доходів домогосподарств, обсяги яких якраз і визначають верхню межу (потенціал) інвестування. Неабиякою при цьому лишається роль держави, яка, використовуючи наявні у її розпорядженні важелі монетарної і податкової політики,

впливає не лише на обсяги заощаджень населення, а й на схильність до їх здійснення (табл. 1). Показник схильності до заощаджень характеризує частку доходів населення, яку воно спрямовує на заощадження.

Таблиця 1

**Схильність населення до заощаджень в Україні**  
(складено і розраховано на основі даних Держкомстату України [7-8])

Показники	Значення показника за роками						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Доходи населення, млрд. грн.	1101,2	1266,8	1457,9	1548,7	1516,8	1735,9	2002,4
Витрати населення, млрд. грн.	939,3	1143,6	1310,6	1432,5	1486,0	1722,9	2020,8
Заощадження населення, млрд. грн., у т. ч.	161,9	123,1	147,3	116,3	30,8	13,0	-18,4
у формі фінансових активів, млрд. грн.	142,3	123,0	147,2	110,9	27,9	13,0	-9,3
Схильність до заощаджень	0,147	0,097	0,101	0,075	0,020	0,007	-0,009
Гранична схильність до заощаджень	-	-0,190	0,145	-0,254	-1,597	-0,075	-0,105
Схильність до заощаджень у формі фінансових активів	0,129	0,098	0,103	0,072	0,018	0,009	-0,005
Гранична схильність до заощаджень у формі фінансових активів	-	-0,088	0,155	-0,323	-1,551	-0,054	-0,082

Як бачимо з табл. 1, обсяги заощаджень фізичних осіб в Україні перманентно знижуються протягом останнього десятиліття, що є особливо помітним після 2013 р. Це пов'язано з кризовими явищами в економіці (надвисокий рівень інфляції, значна девальвація національної валюти), викликаними, у тому числі, анексією АР Крим та воєнними діями на Сході країни. Як результат, це призвело до витрачання фізичними особами раніше накопичених заощаджень (у 2016 р. абсолютна величина заощаджень характеризується від'ємним значенням). Погіршення граничної схильності населення до заощаджень протягом 2013-2016 рр. свідчить про суттєве постійне звуження інвестиційної спроможності фізичних осіб. Даний висновок підтверджує також наявна структура доходів і витрат домогосподарств України, представлена у табл. 2.

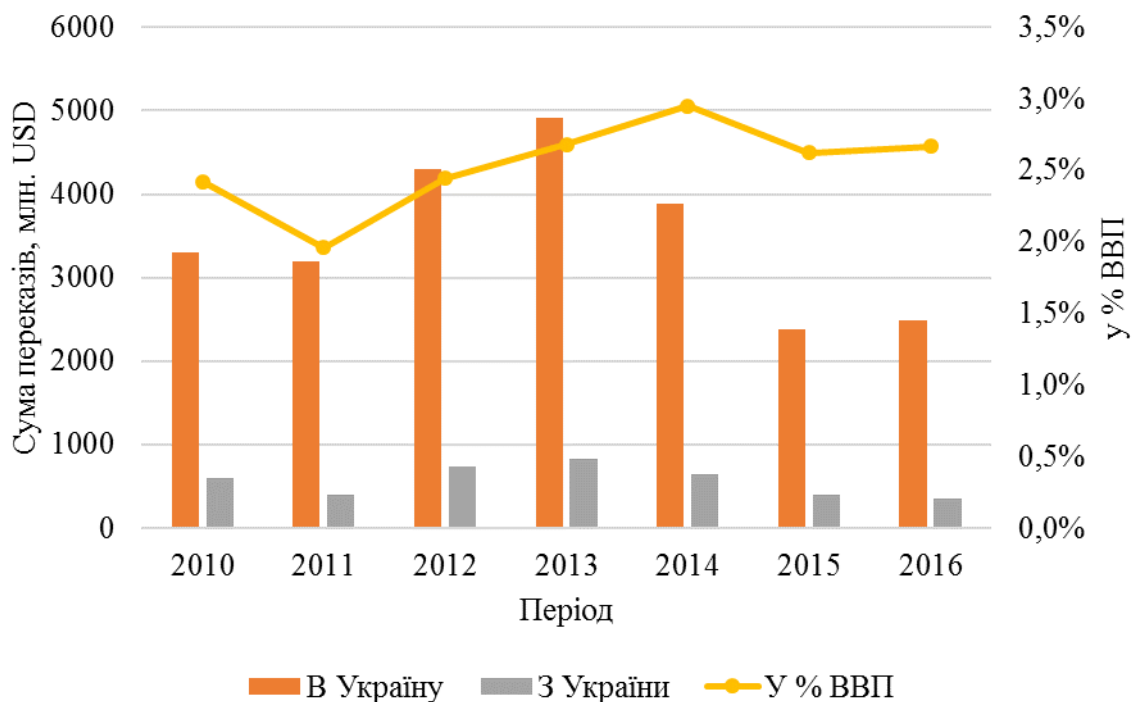
Таблиця 2

**Структура доходів і витрат домогосподарств України**  
(складено на основі даних Держкомстату України [7-8])

Показники	Значення показника за роками						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Сукупні ресурси в середньому за місяць у розрахунку на одне	3481,0	3853,9	4144,5	4470,5	4563,3	5231,7	6238,8

домогосподарство, грн.							
Загальні доходи на одне домогосподарство, грн., з них:	3369,8	3708,2	4031,9	4331,0	4470,9	5122,0	6095,0
доходи від власності, %	1,5	1,6	1,6	1,4	1,0	1,1	1,5
Сукупні витрати в середньому за місяць у розрахунку на одне домогосподарство, у т. ч. грн.	3073,3	3458,0	3592,1	3820,3	4048,9	4952,0	5720,4
споживчі сукупні витрати, %	89,9	90,1	90,8	90,2	91,6	92,9	93,2
неспоживчі сукупні витрати, %, у т. ч.	10,1	9,9	9,2	9,8	8,4	7,1	6,8
купівля нерухомості, %	0,5	0,6	1,0	0,9	0,1	0,2	0,3
купівля акцій, сертифікатів, валюти, вклади до банків, %	2,6	2,8	3,5	3,3	3,0	2,3	2,4

Як бачимо з табл. 2, неспоживчі витрати домогосподарств щорічно знижуються і сягнули у 2016 р. лише 6,8% їх сукупного обсягу. Ще гіршою є ситуація із здійсненням інвестиційних витрат: на купівлю цінних паперів, валюти та вкладання коштів у депозити у 2016 р. українські домогосподарства витрачали лише 2,4% своїх сукупних доходів. Зауважимо, однак, що наведені показники ураховують лише дані офіційної статистики, лишаючи поза увагою наявні неофіційні доходи. Натомість, за інформацією Мінекономрозвитку України, у I кварталі 2017 р. рівень тіньової економіки склав майже 37% офіційного ВВП [9], а значення даного показника, розраховане за методом «витрати населення – роздрібний товарооборот» виявилось ще вищим, сягнувши рівня 55% [9]. Додатковим свідченням наявності накопичених заощаджень населення може бути показник обсягу переказів фізичними особами в Україну коштів з-за кордону (рис. 1).



**Рис. 1. Суми міжнародних переказів грошових коштів населення (складено на основі річних звітів НБУ [10])**

Як видно з рис. 1, Україна є країною-реципієнтом транскордонних переказів: надходження коштів до країни майже у 7 разів перевищує показник їх вибуття. Зазначене пов'язане з трудовою міграцією громадян України, які виїжджаючи за кордон, отримують там додаткові заробітки та пересилають їх у подальшому членам своїх родин. Такі кошти, хоча й фіксуються банківськими установами, в офіційній статистиці доходів населення не відображаються.

Таким чином, автори дійшли висновку, що незважаючи на складні економічні реалії у країні, фізичні особи в Україні мають певні обсяги офіційно не врахованих заощаджень, які могли б бути використані з метою інвестування та отримання додаткових доходів. Основними формами заощаджень при цьому можуть виступити різноманітні інструменти (рис. 2).



**Рис. 2. Форми заощаджень домогосподарств**

Найпоширенішими формами заощадження коштів населення в Україні є банківські депозити, купівля іноземної валюти, придбання нерухомості з метою

передання її в оренду, купівля облігацій внутрішньої державної позики. Операції з придбання населенням муніципальних цінних паперів практично не здійснюються. Аналізуючи причини непопулярності таких вкладень далі здійснене їх порівняння з названими альтернативними формами інвестування. При цьому для аналізу взято лише найбільш близькі до муніципальних цінних паперів форми заощаджень: банківські депозити та облігації внутрішньої державної позики. Зазначені вкладення, як і інвестиції у муніципальні цінні папери є строковими фінансовими інструментами та потребують помірних обсягів заощаджень. Вкладання коштів у придбання нерухомості не може розглядатися як альтернатива купівлі МЦП, оскільки передбачає наявність у інвестора значних коштів з великим горизонтом планування. Крім того, сьогодні ринок нерухомості через складну ситуацію на Сході країни фактично перебуває у стагнації, що додатково звужує можливості інвестування за даним напрямом. Купівля ж іноземної валюти розглядається населенням у якості форми не стільки інвестування, скільки уникнення ризику втрати своїх заощаджень (особливо в умовах девальвації гривні у 2014-2016 рр.).

Широку популярність серед населення у якості форми інвестування наявних заощаджень має розміщення коштів на депозитах. Основними параметрами, які хвилюють потенційного вкладника, є сума внеску, валюта внеску, термін внеску, ставка дохідності, ступінь захисту внесків від їх імовірної втрати. У даному контексті банки фактично відповідають усім побажанням своїх клієнтів: право самостійного встановлення суми та валюти внеску, періоду інвестування, який може коливатися від кількох днів до кількох років з можливістю пролонгації, а за певних умов – й дострокового розірвання договору з поверненням суми вкладу та частини нарахованих відсотків, привабливі відсоткові ставки і що особливо важливо – гарантування державою відшкодування за вкладом, включаючи відсотки в разі недоступності вкладу, у розмірі вкладу, але не більше 200 тис. грн. [11]. Крім того, процедура оформлення депозиту є максимально спрощеною: це можна зробити, відвідавши найближче відділення банку а маючи доступ до мережі Інтернет – і зовсім не виходячи з власної домівки. На противагу депозитам, вкладання коштів у муніципальні цінні папери виглядає значно менш привабливим для потенційних інвесторів. Так, інформація щодо наявних у продажу облігацій місцевої позики є важко доступною для фізичних осіб, а здійснення операцій щодо їх придбання суттєво ускладнене чи принаймні таким бачиться через слабку поінформованість населення з даного питання. Порівняння ставки дохідності за депозитами та муніципальними цінними паперами також виявляється не на користь останніх: ставки емісій, за якими відбувалося рефінансування попередніх випусків муніципальних цінних паперів, були зафіксовані на рівні 15,2%, що в середньому на 5-6 відсоткових пунктів нижче, аніж на той час дохідність за банківськими депозитами (з 2015 р. фондові біржі практично призупинили торгівлю облігаціями місцевих позик – менше 1% торгів на фондовому ринку [12]). Враховуючи, що умови оподаткування доходів від розміщення коштів на депозитах та від володіння облігаціями місцевої позики не відрізняються, наявна різниця є суттєвою. Зрештою, відомі факти оголошення дефолтів окремих міст (наприклад, у 1998 р. м. Одеса), а також введення мораторію на погашення боргу (у 2015 р. м. Київ [13]) також не сприяють підвищенню довіри до муніципальних цінних паперів. У цій ситуації

питання про вибір інвестора між придбанням фактично незабезпечених цінних паперів та розміщенням коштів на гарантованих державою депозитах є скоріше риторичним. Крім того, все ще низький рівень прозорості у діяльності органів місцевого самоврядування, особливо порівняно з банківськими установами, обмежує інвесторів у отриманні інформації, необхідної для виваженого рішення про інвестування у муніципальні цінні папери. Так, огляд офіційних веб-сайтів міських рад міст – центрів областей України свідчить про недостатню представленість у відкритому доступі інформації щодо стану і обсягів місцевих боргів, показників ефективності реалізації місцевої боргової політики, ефективності використання залучених коштів. Зауважимо, що підвищення прозорості державного і муніципального управління є одним з найважливіших напрямів у рамках інтеграції України до європейської спільноти. Натомість, більшість веб-сайтів банківських установ містять багато різноманітної інформації щодо їх депозитного портфелю, показників фінансової стійкості та стабільності.

Зауважимо, що обсяги депозитів населення, зосереджені у банківській системі країни, є доволі вагомими (табл. 3).

Таблиця 3

**Обсяги депозитів фізичних осіб у банках України**  
(складено на основі звітів НБУ [14])

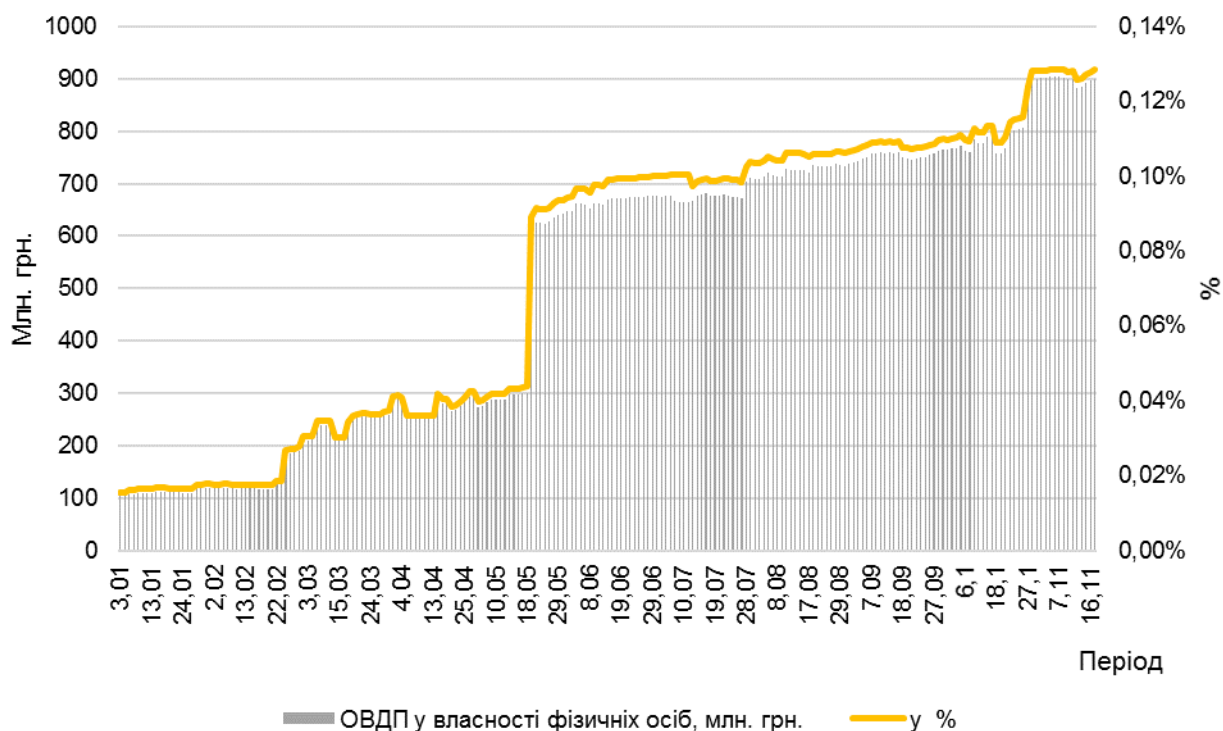
Період*	Обсяг депозитів, млрд. грн.	у т. ч. за строками						у т. ч. за валютою			
		на вимогу		до року		більше року		гривня		інші	
		млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%
2010	275,09	66,16	24,1	99,97	36,3	108,96	39,6	142,92	52,0	132,17	48,0
2011	310,39	70,92	22,8	104,44	33,6	135,03	43,5	160,53	51,7	149,86	48,3
2012	369,26	77,15	20,9	125,56	34,0	166,55	45,1	186,77	50,6	182,49	49,4
2013	441,95	87,72	19,8	121,34	27,5	232,89	52,7	257,83	58,3	184,12	41,7
2014	418,13	100,17	24,0	135,63	32,4	182,33	43,6	200,86	48,0	217,28	52,0
2015	410,90	112,52	27,4	176,41	42,9	121,96	29,7	198,88	48,4	212,02	51,6
2016	444,68	129,64	29,2	171,49	38,6	143,55	32,3	209,60	47,1	235,08	52,9
2017	459,40	150,15	32,7	155,53	33,9	153,73	33,5	231,83	50,5	227,57	49,5

\* дані за 2017 р. представлені станом на 01 жовтня

Як бачимо з табл. 3, незважаючи на посилення інфляційних та девальваційних процесів в останні роки та очищення банківського сектору, обсяги депозитів фізичних осіб у банківській системі України мають тенденцію до зростання. Станом на 1 жовтня 2017 р. депозити населення становлять 459,4 млрд. грн. або майже 17,3 млрд. доларів США. Навіть не враховуючи розміщені у валюті та короткострокові депозити, лишається 77,6 млрд. грн. – це кошти, які потенційно

могли надійти на ринок муніципальних облігацій та забезпечити у подальшому додаткове фінансування й розвиток відповідних територій.

Що стосується наступного альтернативного об'єкта спрямування заощаджень населення – облігацій внутрішньої державної позики, то відзначимо, що у 2017 р. відбувається поступове зростання ролі фізичних осіб у придбанні даних цінних паперів (рис. 3).



**Рис. 3. Обсяги інвестування населення у ОВДП у 2017 р.**  
(складено на основі звітів НБУ [14])

Як бачимо з рис. 3, станом на 16 листопада 2017 р. частка фізичних осіб у структурі інвесторів у ОВДП склала близько 0,12%, однак у абсолютному вимірі з початку року відбулося її зростання зі 104 до близько 900 млн. грн, або майже у 8,7 рази. Тобто спостерігається підвищення зацікавленості населення у державних цінних паперах, незважаючи на відносно низький рівень доходності ОВДП на первинному ринку (рис. 4).

Як бачимо з рис. 4, на українському ринку ОВДП з 2014 р. спостерігається ситуація, коли доходність за короткостроковими паперами перевищує їх середньозважену доходність (яка ураховує доходність за середньо- та довгостроковими паперами). Тобто доходність за короткостроковими ОВДП є більшою за доходність довгострокових паперів. Це свідчить про зниження довіри інвесторів до українських державних цінних паперів, що пов'язується зі складним макрофінансовим становищем держави після анексії АР Крим та воєнних дій на Сході країни.



**Рис. 4. Динаміка дохідності за ОВДП в Україні на первинному ринку**  
(складено на основі звітів НБУ [14])

Дані табл. 4 демонструють середньозважені показники фактичної дохідності облігацій внутрішньої державної позики в 2017 р.

Таблиця 4

**Середньозважена фактична дохідність ОВДП України у 2017 р.**  
(складено на основі звітів НБУ [10])

Період 2017 р.	Дохідність ОВДП, % річних		
	Довгострокові	Середньострокові	Короткострокові
Січень	–	16,49	16,37
Лютий	18,00	16,64	15,77
Березень	10,27	15,97	15,43
Квітень	–	15,92	15,72
Травень	19,50	15,60	16,42
Червень	15,24	16,95	17,44
Липень	14,95	15,47	15,86
Серпень	16,71	15,61	15,25
Вересень	15,44	15,42	15,25
Жовтень	15,78	15,27	15,39
Листопад	16,61	15,63	18,33

Порівнюючи фактичну дохідність ОВДП (табл. 4) з дохідністю муніципальних облігацій (15,2 % річних для МЦП міста Києва – дохідність до погашення<sup>1</sup>), можна

<sup>1</sup> Ринкову дохідність за МЦП неможливо визначити, оскільки на сьогодні торги на біржовому ринку за такими паперами не ведуться (раніше здійснювалися на біржі ПФТС).



констатувати близькість даних показників; це означає, що премія за ризик для муніципальних облігацій встановлена на мінімальному рівні (за умови, що ринкова ставка за МЦП м. Києва перевищує ставку до погашення). Враховуючи, що державні облігації України є найменш ризикованим об'єктом вкладання коштів в Україні, установлення близьких за значенням ставок дохідності за облігаціями державної та місцевих позик робить останні неконкурентоспроможними: незначна додаткова дохідність муніципальних цінних паперів не відповідає ризику, який бере на себе інвестор, вкладаючи кошти у такі фінансові інструменти. Правомірність зробленого висновку підтверджується тим, що імовірність непогашення ОВДП державою як позичальником коштів зведена до мінімуму (відмова від власних зобов'язань означає оголошення дефолту, чого будь-яка країна прагне уникати), тоді як часткова чи повна відмова від своїх зобов'язань муніципалітетів, як зазначено вище, є цілком можливою.

Таким чином, за результатами проведеного дослідження авторами складено висновок щодо відсутності бажання фізичних осіб в Україні до вкладання своїх заощаджень у муніципальні цінні папери. Такий стан речей спричинений, по-перше нестабільністю економічної ситуації в Україні (високий рівень інфляції, девальвація національної валюти) та викликаним нею зниженням фінансової спроможності фізичних осіб внаслідок воєнних дій на Сході та анексії АР Крим, а отже фактичним браком коштів для використання в інвестиційних цілях; по-друге, низькою привабливістю облігацій місцевих позик у порівнянні з конкуруючими альтернативними формами вкладання коштів (банківські депозити, ОВДП); по-третє, низькою поінформованістю населення щодо можливостей придбання муніципальних облігацій та складністю здійснення таких операцій; по-четверте, відсутністю належних гарантій повернення вкладених фізичними особами коштів; по-п'яте, нерозвиненістю фондового ринку України у цілому, по-шосте, низьким рівнем прозорості діяльності органів місцевого самоврядування.

Підвищення зацікавленості фізичних осіб у муніципальних облігаціях є можливим за умови:

більшої поширеності практики використання державного гарантування повернення коштів, вкладених у облігації місцевої позики, та запровадження реального механізму захисту прав інвесторів у муніципальні цінні папери;

підвищення ліквідності муніципальних цінних паперів або запровадження принципу обов'язковості викупу у інвестора придбаних ним раніше цінних паперів відповідною місцевою радою (за бажанням інвестора);

розгляду можливості звільнення доходів, отриманих від інвестування в муніципальні цінні папери, від обкладання податком на доходи фізичних осіб. Такий захід може бути використаний як тимчасовий та використовуватися до моменту забезпечення стійкого зростання обсягів купівлі інвесторами муніципальних облігацій;

активного просування у засобах масової інформації та мережі Інтернет матеріалів щодо можливості придбання муніципальних облігацій з акцентуванням уваги на соціальному ефекті вкладання коштів населення у розвиток свого міста;

забезпечення повної прозорості діяльності муніципальної влади в Україні, зокрема муніципальних фінансів;

забезпечення макроекономічної стабільності у державі.

### **Літературні джерела:**

1. Ватаманюк О.З. Заощадження в економіці України: макроекономічний аналіз: монографія / О.З. Ватаманюк. – Львів: Львів. нац. ун-т ім. І. Франка, 2007. – 536 с.
2. Дацій Н.В. Державна інвестиційна політика на національному та галузевому рівнях: теорія, методологія, практика : моногр. / Н.В. Дацій. – Донецьк : Юго-Восток, 2010. – 426 с.
3. Добровольська І. Складові залучення заощаджень населення на депозитні рахунки банку / І. Добровольська // Банківська справа. – 2013. – № 1. – С. 122–127.
4. Регулювання діяльності банків в умовах глобальних викликів: монографія / за ред. д-ра екон. наук, проф. Л. О. Примостки. - К. : КНЕУ, 2012. – 459 с.
5. Кізіма Т.О. Фінанси домогосподарств: сучасна парадигма та доміанти розвитку: [монографія] / Т.О. Кізіма. – К. : Знання, 2010. – 431 с.
6. Носова Є. Заощадження домогосподарств як джерело інвестиційних ресурсів в Україні / Є. Носова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2015. - №2(167). – С.73–80.
7. Інформація про структуру сукупних ресурсів домогосподарств України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/gdvdg\\_rik/XLS/str\\_res2010\\_xls\\_u.zip](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/gdvdg_rik/XLS/str_res2010_xls_u.zip)
8. Інформація про структуру сукупних витрат домогосподарств України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/gdvdg\\_rik/XLS/strukt2010\\_xls\\_u.zip](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/gdvdg_rik/XLS/strukt2010_xls_u.zip)
9. Загальні тенденції тіньової економіки в Україні (Мінекономрозвитку України) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/Documents/Download?id=236bfd6e-429c-42f8-97a3-10368d4c8902>
10. Річні звіти НБУ за 2010-2016 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=58023](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58023)
11. Закон України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» №4452-VI від 23.02.2012 р. (станом на 28.11.2017 р.) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/4452-17>
12. Річний звіт НКЦПФР за 2016 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://old.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1499943860.pdf](http://old.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1499943860.pdf)
13. Закон України «Про особливості здійснення правочинів з державним, гарантованим державою боргом та місцевим боргом» №436-VII від 19.05.2015 р. (станом на 28.11.2017 р.) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/436-19/paran15#n15>
14. Грошово-кредитна та фінансова статистика НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#1](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1)
15. Франченко О.Л. Використання заощаджень населення в інвестування економіки країни через структури фондового ринку / О.Л. Франченко // Економічний часопис-XXI. – 2010. – № 9–10. – С. 26–29.

16. Стукало Н.В. Сучасні детермінанти регіонального розвитку / Н.В. Стукало, М.І. Деркач // Економіка розвитку. – 2012. – №3(63). – С. 22–27.