

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

СИНЮТКА НАТАЛІЯ ГЕННАДІЇВНА

УДК 336.276

**ФОРМУВАННЯ ТА ІМПЛЕМЕНТАЦІЯ
МУНІЦИПАЛЬНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ**

Спеціальність 08.00.08 — гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
Крисоватий Андрій Ігорович
доктор економічних наук, професор

Тернопіль – 2016

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ	3
ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ МУНІЦИПАЛЬНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ	12
1.1. Муніципальні запозичення: соціально-економічна сутність та структура.....	12
1.2. Концептуальні засади формування муніципальної боргової політики	36
1.3. Світовий досвід управління запозиченнями на рівні органів місцевого самоврядування	62
Висновки до розділу 1	79
РОЗДІЛ 2. ПРАГМАТИЗМ РЕАЛІЗАЦІЇ МУНІЦИПАЛЬНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ.....	81
2.1. Моніторинг взаємозв'язків фіскальної та боргової політики на національному та локальному рівнях.....	81
2.2. Оцінка тенденцій розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні	96
2.3. Джерела формування, структура й аналіз ефективності муніципальної боргової політики міст Києва та Львова.....	123
Висновки до розділу 2.....	145
Розділ 3. ОРІЄНТИРИ ФОРМУВАННЯ ТА ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ МУНІЦИПАЛЬНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ	147
3.1. Моделювання боргового потенціалу міських бюджетів як компоненти муніципальної боргової політики.....	147
3.2. Перспективи розвитку муніципальних запозичень адміністративно-територіальних одиниць	168
3.3. Вектори формування муніципальної боргової політики в контексті фіскальної децентралізації	183
Висновки до розділу 3.....	193
ВИСНОВКИ.....	195
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	200
ДОДАТКИ.....	223

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

АКБ	—	акціонерний комерційний банк
АРК	—	Автономна республіка Крим
ВВП	—	валовий внутрішній продукт
ВР	—	Верховна Рада
ДК	—	державна корпорація
ДП	—	державне підприємство
ЄБРР	—	Європейський банк реконструкції та розвитку
Євростат (Eurostat)	—	European Statistical Office — статистична організація Європейської Комісії
ЄІБ	—	Європейський інвестиційний банк
ЄКР	—	єдиний казначейський рахунок
ЄС	—	Європейський Союз
ІСІ	—	інститут спільного інвестування
КБ	—	комерційний банк
КМУ	—	Кабінет Міністрів України
КП	—	комунальне підприємство
КУА	—	компанія з управління активами
ЛКП	—	Львівське комунальне підприємство
ЛМКП	—	Львівське міське комунальне підприємство
МБРР	—	Міжнародний банк реконструкції та розвитку
МВФ	—	Міжнародний валютний фонд
НАК	—	Національна акціонерна компанія
НБУ	—	Національний банк України
НЕФКО	—	Північна екологічна фінансова корпорація
НПФ	—	недержавний пенсійний фонд
ПАТ	—	публічне акціонерне товариство
УДППЗ	—	Українське державне підприємство поштового зв'язку
ЦП	—	цінні папери
Е5Р	—	Фонд Східноєвропейського партнерства з енергоефективності та довкілля
ESA	—	European System of National and Regional Accounts
SNA	—	System of National Accounts of the United Nations
USAID	—	Агентство США з міжнародного розвитку

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Імплементация ратифікованої Угоди про Асоціацію між ЄС та Україною передбачає децентралізацію та розширення повноважень місцевих органів влади, автономізацію соціально-економічних процесів, збалансований розвиток на локальному рівні урядування. Перераховані виклики нерозривно пов'язані із трансформацією загальнодержавної фіскальної політики. Неможливість радикального скорочення бюджетних видатків, істотного перегляду їх структури за умов поглиблення кризових явищ в економіці та політичної нестабільності актуалізує проблему пошуку джерел ресурсів неподаткового походження для фінансування цих видатків, які б не обмежували економічного зростання окремих територій, регіонів та держави в цілому.

На противагу наведеним стратегічним орієнтирам надмірна централізація бюджетних ресурсів України упродовж усього періоду її існування, неприйнятна і часто непрозора конструкція міжбюджетних відносин спричинили системний характер дефіцитності бюджетів місцевих рад, позбавили їх можливості провадити самостійну інноваційно-інвестиційну політику. Водночас потреба невідкладного оновлення локальної виробничої та соціальної інфраструктури спонукала міста до пошуку альтернативних, нетрадиційних інструментів фінансування програм місцевого економічного розвитку. Одним із способів вирішення перерахованих завдань стало використання інструменту місцевих запозичень та формування боргової політики муніципалітетів.

З іншого боку, внаслідок функціонування місцевих запозичень створюються й негативні фіскальні та соціально-економічні ефекти для місцевих бюджетів. Зловживання запозиченнями та нераціональне використання коштів загрожують органам місцевого самоврядування надмірним борговим тягарем та оголошенням дефолтів, продукують нові

горизонтальні дисбаланси в національних економіках у вигляді нерівномірного, асиметричного розвитку регіонів.

Тому проблема раціонального, економічно виправданого вибору між борговим та податковим способом фінансування бюджетних видатків, формування та імплементація ефективної муніципальної боргової політики стає фундаментальною для теорії і практики місцевих фінансів.

Актуальності дослідженню додає стрімке зростання державного боргу України та видатків на його обслуговування внаслідок неспішності загальнонаціональної боргової політики, розгортання глобальної боргової кризи у світі.

Концептуальні основи теорії муніципальної боргової політики розглядали відомі зарубіжні вчені: А. Сміт, Р. Барро, Д. Б'юкенен, А. Вагнер, Е. Домар, Д. Кейнс, А. Лернер, Р. Масгрейв, Д. Рікардо, Дж. Стігліц, М. Фрідман, Е. Хансен та ін. Дослідження практики субсуверенних зобов'язань у глобальній та національній економіках трансформуються у теоретичні пошуки в роботах В. Андрущенко, Є. Балацького, Т. Богдан, О. Василика, А. Гальчинського, М. Гапонюка, Б. Данилишина, Б. Даффлона, Б. Дем'янишина, О. Кануто, О. Кириленко, В. Кравченка, Дж. Крейга, А. Крисоватого, І. Луніної, Л. Лью, В. Опаріна, В. Падалки, А. Сбрагії, П. Свяневича, В. Суторміної, І. Сторонянської, Т. Тер-Мінасян, В. Федосова, Х. Циммермана.

Слабкий поступальний розвиток інституту субнаціональної боргової політики в Україні спонукає до ґрунтовних наукових досліджень у цьому секторі. Адже незважаючи на множинність та багатогранність теоретичних підходів щодо вивчення проблематики субсуверенного боргового інструментарію, сучасні демографічні та політичні тенденції, зокрема зростання ролі та значення міст як центрів нової географії прийняття рішень в розумінні Державної стратегії регіонального розвитку України – 2020, диктують необхідність визначення меж їхньої боргової спроможності та оцінки ефективності боргової політики для уникнення можливих негативних

наслідків. Наукове обґрунтування орієнтирів для формування муніципальної боргової політики та її імплементації як перспективного джерела фіскальної автономії міських рад є принциповим в контексті реалізації адміністративно-територіальної реформи та децентралізації в Україні.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є складовою науково-дослідних робіт кафедри податків та фіскальної політики Тернопільського національного економічного університету за комплексними темами: «Сучасна парадигма фіскальної політики України в умовах формування суспільства сталого розвитку» (державний реєстраційний номер 0112U007882), «Фіскальний простір сталого соціально-економічного розвитку держави» (державний реєстраційний номер 0111U010359), «Напрями формування податкової політики України в контексті фіскальної децентралізації та розширення бази оподаткування» (державний реєстраційний номер 0115U002335). У межах цих тем автором розроблено теоретичні підходи і практичні рекомендації щодо вдосконалення боргової політики на загальнодержавному та локальному рівнях.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методологічних засад формування муніципальної боргової політики та визначення пріоритетних напрямів її вдосконалення в сучасних умовах.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення низки завдань теоретичного і прикладного характеру:

- на основі аналізу вітчизняного та зарубіжного досвіду обґрунтувати соціально-економічну сутність муніципальних запозичень та визначити можливості їх використання для стимулювання економічного розвитку на місцевому рівні;
- обґрунтувати концептуальні засади формування муніципальної боргової політики для визначення основних напрямів її імплементації;

- здійснити аналіз світового досвіду управління запозиченнями на локальному рівні та виявити перспективи його впровадження у вітчизняну практику;
- оцінити взаємозв'язки фіскальної та боргової політики на національному і локальному рівнях в контексті доцільності застосування боргового інструментарію наповнення місцевих бюджетів;
- відстежити основні тенденції у розвитку муніципальних запозичень в Україні, визначити їх відповідність глобальним трендам для виявлення проблемних аспектів та розробки пропозицій щодо їх усунення;
- проаналізувати джерела формування та структуру місцевого боргу ряду українських міст в контексті визначення ефективності їх боргової політики;
- визначити потенціал запозичень міських бюджетів як боргової межі муніципалітетів з використанням економіко-математичного моделювання;
- виявити можливості розвитку муніципальних запозичень в Україні на основі аналізу наявних джерел запозичень для адміністративно-територіальних одиниць;
- окреслити вектори реалізації муніципальної боргової політики в контексті адміністративно-територіальної реформи та фіскальної децентралізації в Україні.

Об'єктом дослідження є муніципальна боргова політика.

Предметом дослідження є теоретичні і практичні аспекти формування та імплементації муніципальної боргової політики в Україні.

Методи дослідження. Теоретичною основою дослідження є сучасні наукові погляди щодо концептуальних засад муніципальної боргової політики та її впливу на інвестиційні можливості територій. У дисертаційній роботі використано такі методи та прийоми: порівняльно-історичного аналізу – при вивченні еволюції поглядів на сутність місцевих запозичень, муніципальної боргової політики; порівняльного аналізу, систематизації та узагальнення – для оцінювання фіскально-боргових стратегій українських

міст; методи аналогії та групування, статистичного аналізу – при дослідженні основних тенденцій розвитку ринку муніципальних запозичень України; методи економіко-математичного оцінювання – для визначення індикаторів ефективності боргової політики та моделювання боргового потенціалу бюджетів міст.

Інформаційною базою дисертаційного дослідження є законодавчі та нормативно-правові акти з питань боргового фінансування міст України; результати досліджень генезису ринку муніципальних запозичень, опубліковані в наукових виданнях; статистичні матеріали Міністерства фінансів України, Державної казначейської служби України, Державної служби статистики України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, а також офіційна звітність статистичної організації Європейської Комісії, Міжнародного Валютного фонду, Європейського банку реконструкції та розвитку, інших міжнародних організацій.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в теоретичному обґрунтуванні засад формування муніципальної боргової політики та розробці науково-практичних рекомендацій щодо перспектив її ефективної імплементації в контексті фіскальної децентралізації. Основні положення, що визначають наукову новизну дисертаційної роботи, полягають у такому:

удосконалено:

– тлумачення муніципальної боргової політики як циклічного, мультифункціонального, багатостадійного процесу, який здійснюють місцеві органи влади, маючи повноваження щодо залучення боргових ресурсів, та визначають напрями їх використання з метою стимулювання інвестиційно-інноваційної активності суб'єктів господарювання. На відміну від наявних, такий підхід до імплементації муніципальної боргової політики дасть змогу обґрунтувати боргову стратегію міст для забезпечення інвестиційно-інноваційного зростання;

– трактування поняття боргової спроможності муніципалітетів як здатності субнаціональних утворень виконувати власні боргові зобов'язання,

уникаючи процедур реструктуризації, рефінансування боргу, не допускаючи нагромадження заборгованості, коригувань структури доходів і видатків бюджету. Це дозволить передбачити динаміку обсягів боргу та видатків на його обслуговування, забезпечити їхню керованість;

– застосування інтегрованого моніторингу місцевих бюджетів з врахуванням боргового інструментарію, що ідентифікує взаємозв'язки загальної дефіцитності бюджетів та структури їх видатків. На противагу традиційним, такий підхід дав змогу виявити різновекторність впливів дефіцитності на обсяги захищених, інвестиційних статей, що проявляється в збереженні поточних видатків і рестрикції інвестицій та мотивує муніципалітети до використання запозичень, які носять цільовий характер і не можуть бути скорочені;

– визначення потенціалу запозичень бюджетів міст як межі заборгованості муніципалітетів, що дозволило змодельовати можливий обсяг залучення міськими бюджетами ресурсів для провадження інвестиційно-інноваційної діяльності;

набули подальшого розвитку:

– методичні підходи до оцінки використання муніципальних боргових інструментів через визначення середньої реальної ставки обслуговування місцевих позик, що дало можливість виявити тенденцію до зростання вартості обслуговування боргу на рівні муніципалітетів. На основі зазначеного підходу визначено рівень реальних ставок як критерію доцільності та перспективності використання інструментарію муніципальної боргової політики;

– визначення ефективності муніципальної боргової політики міст на основі оцінки загальних видатків місцевих бюджетів на обслуговування боргу. Встановлено, що існуючий рівень ефективності муніципальної боргової політики дозволяє здійснити переорієнтацію із загальнодержавної на муніципальну боргову політику для забезпечення відповідності критеріям суверенної боргової безпеки;

– вектори вдосконалення муніципальної боргової політики в контексті адміністративно-територіальної реформи та фіскальної децентралізації в Україні, такі як: міжмуніципальне співробітництво при реалізації масштабних інвестиційних проектів, уніфікація фіскальних повноважень міст районного та обласного підпорядкування, об'єднаних територіальних громад. Це дозволить зміцнити доходну частину бюджетів міст районного значення, територіальних громад та створити підґрунтя для імплементації ними політики місцевих запозичень.

Практичне значення одержаних результатів. Розроблені у дисертації методичні та практичні рекомендації автора можуть використовуватися Міністерством фінансів України, Державною казначейською службою України, органами місцевого самоврядування у процесі застосування інструментарію муніципальної боргової політики для наповнення бюджетів та інвестиційного спрямування бюджетних видатків.

Окремі наукові результати дослідження були впроваджені у діяльність Департаменту економічної політики Львівської міської Ради (довідка № 23-вих-779 від 30.10.2015 р.), Львівської обласної державної адміністрації (довідка № 5/18-7486/0/2-15/1-10 від 02.11.2015 р.), Асоціації міст України (довідка № 3-174 від 10.11.2015 р.), Міністерства фінансів України (довідка № 31-14000-11/256 від 30.11.2015 р.).

Результати дисертаційного дослідження використовуються у навчальному процесі Національного університету «Львівська політехніка» при викладанні дисциплін «Бюджетна система», «Місцеві фінанси», «Бюджетний менеджмент» (довідка № 67-01-1953 від 04.11.2015 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є результатом особистого наукового дослідження. Основні положення дисертації, висновки та пропозиції розроблені автором самостійно. Із наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише ті ідеї та положення, які є результатом особистої роботи здобувача.

Апробація результатів дисертаційного дослідження. Основні наукові результати дисертаційного дослідження апробовано на 9 міжнародних науково-практичних конференціях, зокрема: «Управління соціально-економічним розвитком країни та регіонів: соціальні, економічні та фінансові проблеми в умовах глобалізації» (м. Дніпропетровськ, 2014 р.), «Наукові засади ресурсозбереження в системі антикризового управління і відтворення економіки» (м. Хмельницький, 2015 р.), «Перспективи економічного і соціального розвитку національних економік в умовах глобалізації та регіоналізації» (м. Дніпропетровськ, 2015 р.), «Проблеми сучасної економіки» (м. Запоріжжя, 2015 р.), «Проблеми економіки: нові ринки та нові напрямки розвитку» (м. Дніпропетровськ, 2015 р.), «Євроінтеграція економіки України: виклики та рішення» (м. Дніпропетровськ, 2015 р.), «Економіка, підприємництво та бізнес-культура: трансформації в умовах розвитку інновацій» (м. Херсон, 2015 р.), «Теоретичні та практичні аспекти розвитку менеджменту, обліку та аудиту» (м. Сімферополь, 2015 р.), «Проблеми формування та реалізації конкурентної політики» (м. Львів, 2015 р.).

Публікації. Основні результати дисертаційного дослідження опубліковано у 15 наукових працях, з них: 5 – статей у фахових виданнях України обсягом 4,0 д.а. (з яких 2 видання включені до реєстру міжнародних наукометричних баз), 1 стаття – у науковому періодичному виданні іншої держави (Німеччина), 9 праць апробаційного характеру. Загальний обсяг публікацій, що належать особисто автору, становить 6,2 д.а.

Обсяг і структура дисертації. Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг роботи становить 199 сторінок друкованого тексту, містить 20 таблиць, 16 рисунків. 4 додатки розміщено на 30 сторінках. Список використаних джерел налічує 201 найменування та охоплює 23 сторінки.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ МУНІЦИПАЛЬНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Муніципальні запозичення: соціально-економічна сутність та структура

У сучасній економічній науці, а особливо в умовах глобальної та окремих локальних боргових криз, не припиняється наукова, суспільна та політична дискусія щодо сутності державних і муніципальних запозичень та впливу таких боргів на розвиток економіки та інфраструктури.

Європейська хартія місцевого самоврядування гарантує органам місцевої влади право на власні адекватні фінансові ресурси [40, с. 2] та розпорядження ними в рамках суверенної економічної політики. Такі обсяги бюджетних ресурсів повинні корелювати з повноваженнями, що делегуються місцевим урядовим утворенням конституцією чи іншим законом. Бюджети органів місцевого урядування мають бути диверсифікованими та мати здатність до зростання в разі розширення функцій і завдань територіальних адміністрацій. Наявність доступу до національного ринку позикового капіталу також є обов'язковим чинником для здійснення муніципальними утвореннями власної інвестиційної діяльності [40, с. 3]. На нашу думку, це і є основною ідеєю, формулюванням загальноєвропейського права міст на здійснення місцевих запозичень.

Міжнародним правовим джерелом для розвитку місцевих позик є всевітня Декларація місцевого самоврядування, яка була прийнята 26 вересня 1985 р. в Ріо-де-Жанейро Всесвітнім Об'єднанням органів місцевого самоврядування на XXVII Міжнародному конгресі. За цим документом місцеві органи влади повинні мати право на власні фінансові ресурси, регулярні та періодичні, обов'язково відокремлені від коштів інших рівнів державної влади і управління

[27, с. 66]. Передбачається вільне розпорядження такими грошовими надходженнями в межах муніципальних повноважень. Обов'язковим стає право місцевих органів влади брати участь у розробці правил стосовно пропорційного і справедливого розподілу коштів. Використання одноразових субсидій та інших фінансових інструментів, що призначені для фінансування спеціальних проектів або інституцій, також гарантується.

У розвиток глобальної та загальноєвропейської тенденції після набуття незалежності Україною в 1991 р. також було відновлено інститут місцевого самоврядування, його право на самовизначення і, що важливо, — фінансову автономію. Повноваження субнаціональних урядів знайшли своє відображення в Конституції України, Законах України «Про місцеве самоврядування в Україні», «Про власність», «Про бюджетну систему», «Про цінні папери та фондову біржу» та інших нормативно-правових актах незалежної держави [49, 51, 69]. Ми вважаємо, що більшість цих правових норм існували формально та декларативно аж до 2014 р., коли в Україні був даний старт справжнім, а не удаваним процесам бюджетної децентралізації та адміністративної реформи, що покликані забезпечити реальні права територій на самостійний та сталий розвиток.

Розвиток теоретико-концептуальних засад місцевих запозичень розпочинався в складі теорій загальнодержавного боргу. І лише з XIX ст. трансформується в самостійні пошуки. На нашу думку, це об'єктивний процес, адже незважаючи на появу Магдебурзького права як ключового документу для становлення міського урядування ще у 1235 р., боргові проекти муніципалітетів існують лише впродовж останніх двохсот років.

Зокрема, фінансист І. Озеров у своїй роботі «Основы финансовой науки» одним із перших, ще на початку XX ст., у вітчизняній академічній термінології означив категорію «комунальний кредит», яка стала прообразом сучасного поняття місцевих запозичень. Вчений розглядав їх в якості невід'ємної складової формування місцевих фінансів. Також узагальнив і систематизував чинні в XIX ст. в Англії, Бельгії, Франції, Італії та Росії

системи залучення кредитних ресурсів [91, с. 360–371]. В. Твердохлебов розцінював державний кредит як домінуючий рушій прогресу у випадках, коли урядові інституції використовуватимуть його для господарських потреб [140, с. 401].

Водночас інший відомий економіст того періоду В. Лебедев не був прибічником місцевого боргу, натомість обґрунтовано доводив, що заради збереження самостійності та автономності місцевого урядування постійним правилом для нього має стати «життя по засобах», без будь-яких спроб вирішувати непосильні для нього завдання [75, с. 39].

Російський учений М. Орлов обидва методи фінансування суспільних потреб — податки і позики — вважав рівноцінними. На його погляд, концептуальним питанням для фінансової науки є встановлення рівноваги між цими методами, причому властивістю позик є свобода, а податків — насилля, примушування [93, с. 27–28].

Економічний зміст муніципальних запозичень (боргу) полягає в отриманні суб'єктами місцевої влади базового рівня коштів до бюджету території на умовах поверненості, платності й строковості, унаслідок чого виникають зобов'язання місцевого самоврядування перед кредиторами. Муніципальний кредит (запозичення, борг) також можна трактувати як систему взаємовідносин між двома та більше юридичними суб'єктами з поворотної, платної і строкової передачі фінансових ресурсів, одна з яких — орган місцевого самоврядування [71, с. 298].

Місцевий борг є повноправним елементом загальнодержавного, або публічного боргу і відрізняється від суверенного переважно суб'єктністю залучення коштів — позичальником виступає базова ланка органів державного управління, так звані субсуверенні (субнаціональні, місцеві) уряди в глобальній економічній термінології або органи місцевого самоврядування — у вітчизняній практиці. Тому приходимо до висновку, що основні концепції та постулати теорії загальнодержавного боргу видатних вчених А. Сміта, Р. Барро, М. Блауга, Д. Б'юкенена, А. Вагнера, Е. Домара,

Д. Кейнса, А. Лернера, П. Леруа-Больє, Р. Масгрейва, К. Маркса, Ф. Модільяні, Д. Рікардо, Дж. Стігліца, М. Фрідмана, Е. Хансена, Д. Юма та ін. можна екстраполювати на його місцеву компоненту з окремими застереженнями.

У дослідженнях сутності загальнодержавного боргу об'єктивно домінують кілька течій, у тому числі класична, кейнсіанська, теорія суспільного вибору. Представники класичного напрямку А. Сміт, Ж.-Б. Сей, Д. Юм вважають наявність державного боргу негативним проявом державних фінансів. Так, Д. Юм застерігає, що державний борг в змозі знищити націю [3, с. 202], А. Сміт також передрікає ймовірне банкрутство європейських держав (націй) як позичальників при збільшенні державної заборгованості, оскільки державне споживання по суті своїй є неефективним, непродуктивним [132, с. 554]. Ж.-Б. Сей вдається до алегоричних порівнянь державного боргу зі зброєю, «..що страшніша за порох..» [3, с. 203], а Т. Мальтус порівнює борг із раковою пухлиною. З чого ми можемо зробити висновок, що категорія публічного боргу насправді належить до високо ризикових інструментів фінансової політики. А муніципалітети та інші субсуверенні одиниці державного урядування в результаті зловживань заборгованістю теж не уникнуть неплатоспроможності, дефолту або банкрутства.

Окремий погляд з цього питання мав К. Маркс, який наполягав на перетворенні загалом «непродуктивних грошей» у продуктивну силу — «капітал» через застосування категорії внутрішнього державного боргу. Оплата й обслуговування державної заборгованості відбуватиметься за рахунок новоствореної вартості різноманітних активів [82, с. 753–755].

Не такий категоричний у своїх поглядах німецький вчений А. Вагнер, який сформулював закон про постійне зростання державних потреб, що має соціально-політичні, історичні та економічні передумови. Як наслідок, держава змушена запозичати додаткові кошти, але їхнє використання апріорі є продуктивним та необхідним. [4, с. 51]. Позитивною вважали практику державних запозичень такі видатні науковці, як Ф. Небеніус [181, с. 456] та К. Дітцель [168, с. 298].

У свою чергу, Дж. Кейнс схвалював застосування державного кредиту в якості фактора, що розширює сукупний попит і споживання в суспільстві, заохочує інвестиції тощо. На його думку, зростання державного боргу для суспільства є меншим злом, ніж наявність безробіття і відповідне скорочення споживання товарів і послуг [137, с. 317–318].

Основоположною ж щодо боргу держави, на нашу думку, є теорема еквівалентності Д. Рікардо. Так, згідно з сформульованою ним концепцією, скорочення податків, що фінансується шляхом державних позик, не є багатством для держави і не впливає на багатство індивідів, тому не тягне за собою підвищення їхнього споживання або інвестицій. Причиною є те, що додаткові державні запозичення в майбутньому доведеться оплачувати за рахунок підвищення загального рівня оподаткування, що знівелює ефект від попереднього скорочення податків. Теорія еквівалентності Рікардо також обумовлює, що фінансування дефіциту через отримання позик має обмежувальний вплив на ВВП, аналогічно як і фінансування його через зростання податків. Бюджетний дефіцит — це державні від'ємні заощадження, що, у свою чергу, спричиняють зростання приватних заощаджень.

Ця теорія продовжена американським економістом Робертом Дж. Барро [152, с. 952]. Вона є основою гіпотези «боргової нейтральності» (*debt neutrality*), яка полягає в тому, що здійснювана державними інститутами фіскальна політика (*fiscal policy*) не може впливати на такі основні економічні змінні, як рівень зайнятості чи обсяги виробництва. Професор економіки Гарвардського університету Роберт Дж. Барро переводить наукову дискусію в паралельну площину і акцентує увагу на питанні: що краще для держави — менші бюджетні витрати чи більші доходи. І він, і М. Фрідман обґрунтовано вважають, що реальною ціною уряду є його витрати, а не податки [145, с. 497]. Таким чином, ми приходимо до важливого висновку про первинність саме бюджетних видатків, які фінансуються або за рахунок поточних податків, або за рахунок позик, що складуть майбутні податки, і мають практично такий же вплив на економічні показники, як і поточні податки.

На нашу думку, розумний і зважений підхід у дослідженнях боргу вимагає балансу обидвох наукових підходів — як монетаристського, так і кейнсіанського. Менші витрати публічного сектору генерують менший контроль. Збільшення податків передбачає більший контроль. Таким чином, політики, що виступають за слабший контроль, намагаються скоротити дефіцит бюджету за рахунок скорочення витрат. Водночас політичні сили, які виступають за збільшення контролю, перекриватимуть бюджетний дефіцит за рахунок підвищення рівня оподаткування або залучення позик.

Американець Г. Роузен вважає проблему правильного вибору між борговим і податковим фінансуванням фундаментальною для теорії і практики суспільних фінансів сьогодення [190, с. 456], у чому ми його беззастережно підтримуємо.

Важливими є дослідження А. Лернера щодо принципової різниці між внутрішнім і зовнішнім державним боргом. Адже у випадку внутрішнього державного боргу «..майбутнє покоління платитиме само собі, якщо обслуговуватиме державний борг..» [176, с. 22], перерозподіл фінансових ресурсів відбуватиметься між різними групами соціуму, тому внутрішні запозичення не є загрозою для держави та її органів влади на місцях. А от зовнішні залучення фінансових ресурсів справді накладають серйозні матеріальні зобов'язання на націю, адже нащадки нинішнього покоління будуть змушені розраховуватися своїми майбутніми доходами та добробутом. А. Лернер стає не таким категоричним, коли йдеться про залучення зовнішнього публічного боргу для фінансування капітальних видатків (інвестицій), які, на його погляд, за рахунок приросту національного доходу все ж таки можуть стати джерелом погашення відсотків і принципалу. Ідеї А. Лернера вкрай актуальні сьогодні, адже найбільшу загрозу для державної безпеки України несуть саме зовнішні борги, номіновані у вільноконвертованій валюті, які за нестабільного валютного курсу, слабкості національної грошової одиниці зростають експоненціально.

Проблематику державного кредиту досліджували вітчизняні вчені періоду ХІХ ст. – поч. ХХ ст., зокрема М. Алексеєнко, М. Бунге, В. Твердохлебов, М. Мітіліно та ін. М. Мітіліно наголошував на наявності в держави «..величезного майна, що забезпечує її зобов'язання..», а отже, правильно трактував одну з основних підстав для виникнення державного кредиту — легітимної застави [87, с. 145]. І. Патлаєвський, М. Мітіліно не вважають державні борги чимось одномоментним, незвичайним, а закономірно відносять їх до складу державного господарства [87, с. 125–127]. М. Бунге відводив державі та владним інституціям роль посередника між інвесторами-капіталістами та позичальниками на ринку державних позик [16, с. 355].

Принциповою відмінністю між боргом центрального уряду та запозиченнями місцевих органів влади, на наш погляд, є фактор наявності конституційно закріплених повноважень держави щодо друку національної грошової одиниці, тобто право на їх емісію та розрахунки за зобов'язаннями. Місцеві уряди такої можливості не мають, тому питання погашення взятих зобов'язань набуває для них особливої гостроти. Муніципалітет може лише реструктуризувати чи рефінансувати наявні борги. Саме така принципова особливість розмежовує державний і комунальний кредит. Саме це підвищує цінність державних облігацій для інвесторів проти вартості цінних паперів місцевих урядових інституцій.

На межі ХХ–ХХІ ст. держава в особі центральних органів влади втрачає суверенне право впливати на економічні процеси, центрами прийняття важливих політичних і суспільних рішень під впливом теорій суспільного вибору, фіскального федералізму стають великі і малі міста. Міста — найважливіша в умовах урбанізації та метрополізації адміністративно-територіальна одиниця будь-якої демократичної держави, яка виокремлюється в межах країни і забезпечує виявлення та агрегування індивідуальних уподобань громадян. Важливими юридичними джерелами, які конкретизують базові аспекти розвитку міст, є Маастрихтський договір, Європейська хартія урбанізму (1993 р.). Основою моделі вченого Ч. Тібу

виступила неможливість забезпечення державою всіх побажань та уподобань індивідів щодо суспільних благ унаслідок розмірів території у зв'язку з дефектами управління високоорганізованих систем. Наявність автономних субнаціональних органів управління є об'єктивно та організаційно обумовленою. Лише тоді індивідуальні потреби виборців — споживачів публічних послуг можуть бути задоволені [198, с. 84–85]. Вважаємо, що гіпотеза Ч. Тібу переважно пояснює необхідність і доцільність бюджетної, фіскальної, суспільної децентралізації в економічному ракурсі та є надзвичайно актуальною для України.

Сучасні економісти Д. Стігліц, А. Сбрагія розглядають муніципальне державне запозичення як засіб розподілу в часі фінансового або фіскального навантаження, що виникає внаслідок значних державних видатків, витрати на які сплачуватимуть як майбутні, так і нинішні платники податків [193, с. 466–467; 192, с. 200]. Довгостроковий борг, за рахунок якого профінансовані інвестиційні чи інфраструктурні видатки, у свою чергу, принесе вигоди також різним поколінням — як майбутньому, так і нинішньому населенню території. Таким чином, борг або запозичення стає надто важливою економічною категорією, оскільки відіграє вирішальну роль у фінансуванні критично необхідних суспільству муніципальних послуг.

Так, А. Сбрагія наголошує на історичності процесу формування (генезису) муніципальних запозичень, оскільки розбудова інфраструктури чи підтримка економічного розвитку постійно вимагали від міських чиновників позичення коштів та їхнього інвестування [192, с. 202]. Насправді, життєво важливі послуги є ядром урбаністичного порядку, правил проживання в місті і вони критично залежать від капітальних інвестицій. З нею солідарний М. Перрі, на його думку, колапс або серйозне пошкодження суспільних інфраструктурних систем, наприклад, водогону чи тепломереж, піддає небезпеці життя і здоров'я населення міста [185, с. 24–27]. Більше того, П. Петерсон значимість ролі інвестування з боку місцевого самоврядування окреслює як допомогу у встановленні високих стандартів міського життя та

якості муніципальної інфраструктури. А метою таких процесів має стати як недопущення вимивання, утікання господарюючих суб'єктів із конкретного міста, так і залучення нових підприємств та підприємців до нього [185, с. 38].

Окремі науковці, зокрема, Р. Багл, Т. Конлен, Х. Ледд вбачають у місцевих позиках важливий механізм для фінансування політики економічного розвитку великих міст [162, с. 99].

Наявні вітчизняні і зарубіжні дослідження з питань місцевих запозичень і боргу також аналізують чинні інституціональні обмеження щодо них: правила збалансованості бюджетів, законодавчі регуляторні акти з питань місцевих позичок, порядок обліку та звітності, запровадження адміністративного контролю, одержання кредитних рейтингів тощо. Крім того, активно дискутуються наслідки надмірного боргового фінансування місцевих видатків (актуальний приклад — банкрутство муніципалітету Детройта в США у 2013 р.) або заходи, які можуть бути спрямовані проти цього.

Труднощі — уявні чи справжні — та ризики запозичень створили повсюдну недовіру до боргового джерела фінансування. Для швейцарського вченого Б. Даффлона запозичення є високо ризиковим інструментом фіскальної політики, який потребує жорсткого контролю для всіх учасників та стадій процесу. Водночас він визнає їх найпростішим варіантом мобілізації необхідних грошових коштів для інвестиційних проектів в короткотерміновій перспективі, причому муніципалітети повинні демонструвати бюджетну дисципліну та відповідальність [167, с. 307–312]. М. Онофрей турбується з приводу додаткових витрат на розвиток сектору публічних фінансів, створення спеціальних інституцій, які натомість не приносять прямої матеріальної вигоди громадам [153, с. 2]. З іншого боку, зміцнюється думка на користь загалом позитивної ролі боргу в сучасній системі місцевих фінансів. Так, на думку П. Дворакової борг може відігравати вирішальну роль у модернізації регіональних економік, створенні

й оновленні конкретних виробництв, забезпеченні зайнятості населення тощо [170, с. 2].

Отже, міста все більше покладаються на боргове фінансування, починаючи з кінця 70-х років ХХ ст., у відповідь на певні зміни, що відбуваються зовні й не залежать від них. Вивчення структури та напрямів таких впливів, детермінація політичних, економічних і соціальних чинників надало потужний імпульс до наукових пошуків у сфері місцевих запозичень і місцевої боргової поведінки. Академічні аргументи проти величезних бюджетних дефіцитів уперше сформульовані науковцями теорії суспільного вибору Д. М. Б'юкененом та Р. Вагнером у 1977 р. в роботі «Демократія в дефіциті: політична спадщина лорда Кейнса» [156]. Вони розглядали триваючі дефіцити державних фінансів як прояв так званих «урядових або державних провалів», тобто урядової недієздатності, неспроможності забезпечити ефективну роботу, якісний розподіл і використання суспільних ресурсів. Незважаючи на визнання державного боргу загальнонаціональною проблемою, використання дефіцитного фінансування на місцевому рівні ще тільки очікувало на рівнозначний рівень наукової уваги до себе. Значимість місцевих запозичень як наукової проблеми була визнана в США в 1992–1993 рр., коли проведені статистичні дослідження підтвердили емісію муніципальних цінних паперів у сумі 12 млрд дол. США, а загальні надходження до місцевих бюджетів від усіх власних податкових джерел склали 23 млрд дол. за цей же рік.

Функціонування інструменту субсуверенних запозичень є доволі суперечливим джерелом доходу бюджетів, оскільки вони пов'язані з так званою «ілюзією безкоштовного обіду» для виборців і прагненням політиків різного рівня здійснювати щонайбільші видатки за час їхньої каденції, оплачувати які громада буде згодом [157, с.86; 166, с.18–19]. Іншою важливою теоретичною проблемою стало визначення прийнятності боргу в якості джерела фінансових ресурсів для інвестиційних цілей. Еквівалентність розподілу між поколіннями громади досліджували теоретики наукової течії

фіскального федералізму Р. Масгрейв та У. Оутс [180, с. 135; 184, с.97], які вважали абсолютно справедливим, що кожне покоління, яке буде користуватися матеріальними благами, створеними за рахунок емітованого боргу, заплатить належну частку коштів, яка відповідатиме частці одержаних благ. Однозначно погоджуємося з таким твердженням, адже ситуація, за якою тільки нинішнє покоління оплатить повну вартість проекту з пролонгованою дією в часі, покладе на це покоління зайвий фінансовий тягар.

Лауреат Нобелівської премії, американський економіст і професор Дж. Стігліц у праці «Економіка державного сектора» поглибив дослідження проблематики теоретичного обґрунтування справедливого розподілу доходів і витрат від субсуверенних боргів між різними поколіннями. Найважливішими, на наш погляд, його висновками є такі: суспільство має прийняти обґрунтоване рішення щодо доцільності політики запозичень як таких на всіх рівнях бюджетної системи; також потрібно вирішити питання про правильність підходів щодо переміщення доходів у часі, тобто між поколіннями, — у напрямку до нинішнього покоління чи від нього [193, с. 246]. Аргументи проти зазначеного вище твердження зводяться до думки, що прийдешні покоління платників податків нестимуть власне фіскальне навантаження, достатнє й без додаткових зобов'язань від предків. Ми вважаємо принциповим моментом, щоб інфраструктурний чи соціальний проект, профінансований за кошти позики, функціонував не менше терміну самого запозичення за умов створення механізму взаємної відповідальності поколінь.

У безпосередньому зв'язку з попередніми аргументами М. Олсон основним принципом фіскальної рівнозначності вважає досягнення ефективності в розподілі та асигнуванні ресурсів, що має на меті не лише відповідність уподобань різних поколінь, але й співпадіння інтересів усіх зацікавлених груп: платників податків, одержувачів вигод та чиновників, які приймають рішення про запозичення [183, с. 164–167]. Якщо інвестиції в довготермінові активи фінансуються шляхом емісії боргу, то має бути

досягнутий консенсус як між поколіннями, так і поміж суспільними групами: споживачів послуг, одержувачів вигод, податкоплатників та політиків, що приймають рішення щодо позики. На нашу думку, така домовленість між чиновниками та платниками податків може бути досягнута винятково у випадку незростання рівня поточного оподаткування (як важлива вигода для останніх). Загалом такі процеси сприятимуть зростанню політичної підзвітності місцевого урядування як перед платниками податків (платять за виконання функцій місцевої влади), так і перед населенням.

У ракурсі поглядів на взаємозв'язок між муніципальним боргом та вигодами (недоліками) від прискорення місцевого розвитку, на наш погляд, залишаються справедливими кейнсіанські постулати регулювання економічних процесів через підвищення обсягів сукупного попиту за рахунок державних запозичень. Адже вони фінансуються за рахунок приватних заощаджень, що в майбутньому сприятиме збільшенню податкових надходжень. Твердження Дж. М. Кейнса, що капітальні видатки мають фінансуватися винятково за рахунок запозичень, а поточні видатки — через збільшення податків [63, с. 332] і сьогодні є актуальною. Послідовник кейнсіанства Е. Хансен вважав, що місцеві запозичення є рівнозначним способом фінансування видатків на рівні з податковими джерелами. Боргові ресурси не позначаються на співвідношенні між суспільним споживанням і заощадженнями, крім того, вони можуть і повинні використовуватися для згладжування коливань в економічних циклах. Отже, борговий інструментарій фінансування суспільних благ може за своїм функціональним призначенням не тільки доповнювати, а й конкурувати з податковим [147, с. 410]. Водночас, місцеві запозичення не повинні спричиняти негативний вплив на платоспроможність територіальної громади через надмірні обсяги емітованих боргових зобов'язань.

Запозичення справді забезпечують швидку реалізацію програм капітального розвитку, які могли б затягнутися на довгі роки у випадку фінансування з поточних надходжень бюджету. Прискорення розвитку

локальної інфраструктури приносить територіальним громадам додаткові вигоди, як-от: зростання поточних бюджетів (у т. ч. за рахунок заощаджень на утриманні, скороченні споживання енергії від технічних новацій), підвищення рівня задоволення громадян наданими послугами. Водночас запозичення відкривають нові можливості для економічного прогресу територій, забезпечують випереджальне зростання обсягів комунальних послуг у короткостроковому періоді.

Унаслідок функціонування місцевих запозичень створюються фіскальні та соціально-економічні ефекти для місцевих бюджетів. Оскільки обсяги витрат муніципалітетів на капітальні видатки істотно коливаються з року в рік, загострюється проблема встановлення стабільного і достатнього рівня місцевого оподаткування. Тому зловживання запозиченнями та нераціональне використання коштів загрожують муніципалітетам надмірним борговим тягарем та оголошенням дефолтів. Німецький дослідник Х. Циммерман вважає, що для муніципалітетів зі слабкою податковою базою обслуговування муніципального боргу призведе до того, що вони не впораються з фінансуванням обов'язкових витрат. Боргове фінансування для таких муніципалітетів, на його думку, є найгіршим способом вирішення проблем. «Бідні» муніципалітети у разі отримання кредитів лише погіршуватимуть свою фінансову позицію, оскільки їх проблеми є наслідком здійснення обтяжливих соціальних платежів, а не інвестицій. «Багаті» муніципалітети, натомість, не повинні випереджати інших за рахунок додаткових інвестицій, які фінансуються за рахунок запозичень, адже це провокує нові горизонтальні дисбаланси в національних економіках [148, с. 138]. На думку Б. Вейнгаста, м'які державні бюджетні обмеження дозволяють муніципальним одиницям жити «не по засобах», у борг та заохочувати корупцію [200, с. 54]. А безумовний порятунок центральним урядом фінансово проблемних субнаціональних одиниць навіть заподіює суспільству моральну шкоду.

Запозичення іноді трактуються як компонента міжбюджетних відносин, зокрема, коли кредитором у боргових операціях є національний уряд, держава, а позичальником - субсуверенні інституції, органи місцевого самоврядування. Позитивним аспектом таких короткострокових і середньострокових позичок є безоплатність користування ними для муніципальних утворень, негативним — сприяння їхньому узалежненню від центрального бюджету, до певної міри прихована втрата фіскальної автономії. Адже наявність навіть короткострокових і середньострокових боргів відбивається на балансових показниках міст, погіршує їхню фінансову позицію, кредитні рейтинги, а отже знижує можливості використання інших боргових інструментів.

Сучасні вітчизняні наукові дослідження стосовно проблем запровадження боргових фінансів на місцевому рівні розпочалися одночасно з формуванням місцевого сегменту державного боргу в 1995 р. Ураховуючи незначні суми місцевого кредиту порівняно з обсягом державного боргу та ВВП, його другорядність у доходній базі місцевого самоврядування проблематика муніципальних запозичень не дістала широкого розвитку в працях українських учених. Так, у дослідженнях вітчизняних економістів В. Андрущенка, Є. Балацького, О. Василика, А. Гальчинського, М. Гапонюка, С. Герчаківського, Б. Данилишина, В. Дем'янишина, О. Кириленко, А. Крисоватого, І. Луніної, В. Опаріна, В. Суторміної, І. Сторонянської, Л. Тарангул, В. Федосова, С. Юрія та ін. зосереджена увага на окремих проблемах формування місцевих бюджетів, їх незбалансованості, необхідності включення до їхнього складу боргової складової. В. Суторміна та В. Федосов обґрунтовано визначають кінцевим пріоритетом фіскальної політики збалансування економіки держави в цілому. Для цього уряд повинен мати повноваження на використання інструментів бюджетного дефіциту і профіциту [134, с. 231]. Український учений А. Крисоватий передбачає одночасне застосування податкових та боргових інструментів, які рівноцінно можуть бути використані для фінансування витрат бюджету: «...оподаткування діалектично поєднується з борговим

інструментарієм наповнення бюджету задля ефективного фінансування суспільно необхідних видатків та забезпечення оптимального функціонування соціально-економічної системи держави...» [73, с. 326]. В. Кравченко характеризує місцеві запозичення в контексті комунального кредиту, під яким розуміє систему відносин між двома юридичними особами з поворотної, платної і строкової передачі фінансових ресурсів, одна з яких — орган місцевого самоврядування [71, с. 201]. О. Кириленко під борговою політикою місцевого самоврядування розуміє «...сукупність заходів щодо здійснення і обслуговування місцевих запозичень, управління місцевим боргом з метою вирішення проблем територіальних громад...». Окрім позитивних рис місцевих запозичень О. Кириленко наголошує на їхніх негативних проявах, таких як: додаткові зобов'язання бюджету щодо обслуговування боргу, виникнення нових ризиків, згортання зусиль щодо пошуку резервів розширення доходної частини бюджету [3, с. 154]. І. Сторонянська наголошує на доцільності застосування муніципальних запозичень в якості інструменту підтримки економічного розвитку окремих територій [135, с. 47].

Щодо термінології в цій сфері економічної науки, існує повноцінний синонімічний ряд, що представляє запозичення місцевого рівня в державних фінансах. Представники вітчизняної економічної школи О. Василик, О. Кириленко, А. Крисоватий, І. Луніна, Л. Тарангул, В. Федосов, С. Юрій найчастіше використовують терміни «місцеві запозичення», «запозичення органів місцевого самоврядування», «боргові зобов'язання місцевих органів влади», «місцева позика», «комунальний кредит», «місцеві гарантії» або «місцеві борги». Це пов'язано, насамперед із застосуванням юридичної термінології державного та місцевих бюджетів відповідно до адміністративно-територіального поділу України. На нашу думку, категорія «місцевого боргу» є не синонімічною, а похідною, вторинною від поняття «місцевих запозичень». Зрозуміло, що місцеві запозичення призводять до формування місцевого боргу, який, у свою чергу, є структурним елементом місцевих запозичень.

Дослідження сутності поняття «місцеві запозичення» є неповним без детального аналізу даного інструменту з урахуванням вимог бюджетного законодавства та тенденцій розвитку місцевих фінансів в Україні. Основоположним документом у цій галузі є Бюджетний кодекс України.

Так, згідно з п. 16 ст. 2 Бюджетного кодексу України «гарантований Автономною Республікою Крим чи територіальною громадою міста борг — це загальна сума боргових зобов'язань суб'єктів господарювання — резидентів України щодо повернення отриманих і непогашених станом на звітну дату кредитів (позик), виконання яких забезпечено місцевими гарантіями» [17]. У свою чергу, п. 33 ст. 2 Бюджетного кодексу України розглядає місцеві запозичення як «операції з отримання до бюджету Автономної Республіки Крим чи міського бюджету кредитів (позик) на умовах повернення, платності та строковості з метою фінансування бюджету Автономної Республіки Крим чи міського бюджету» [17], а місцевий борг — як загальну суму боргових зобов'язань АРК чи територіальної громади міста з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають унаслідок місцевого запозичення.

Бюджетний кодекс також регламентує процедуру обслуговування місцевого боргу як операції щодо здійснення плати за користування кредитом (позикою), сплати комісій, штрафів та інших платежів, пов'язаних з управлінням місцевим боргом. До таких операцій не належить погашення місцевого боргу, а погашення місцевого боргу — операції з повернення позичальником кредитів (позик) відповідно до умов кредитних договорів та / або випуску боргових цінних паперів [17].

На противагу таким підходам, у світовій фінансовій академічній літературі поширене використання термінів «муніципальні» запозичення, «регіональні запозичення», запозичення штатів, автономних округів та інших суб'єктів федерацій. Для узагальнення запозичень місцевого самоврядування та органів влади рівня, нижчого, ніж державний, широко практикуються терміни субнаціональних і субсуверенних запозичень. Так, Т. Тер-Мінасян застосовує

дефініцію «субнаціональні запозичення» або «запозичення субнаціональних урядів» (subnational government borrowing) [172, с. 156], економісти А. Берку, Б. Даффлон, М. Онофрей використовують термін «місцевого боргу» (local public debt) та «субсуверенні запозичення» (sub-sovereign borrowing) [153, 167], дослідниця П. Дворакова — поняття «муніципального боргу» (municipal public debt) [170]. Субнаціональні інститути влади включають штати, провінції, федеральні округи, краї, регіони, райони, міста і містечка, муніципальні ресурсні компанії, шкільні райони та інші спеціально створені урядові утворення. За Конституцією України та законодавством про місцеве самоврядування систему адміністративно-територіального устрою складають: АРК, області, райони, міста, райони в містах, селища і села [49].

В економічній науці та практиці створена і постійно вдосконалюється методологія щодо статистики державного боргу та його структурних елементів як економічної категорії. Економісти-аналітики МВФ К. Дзьобек і Р. Діппельсман присвятили окреме дослідження питанням економічної та статистичної методології дефініції загальнодержавного боргу та його компонент [201, с. 8–9]. На погляд цих науковців, світова термінологія у сфері державних боргів залишається недостатньо чіткою та зрозумілою, методологія обрахунку показників боргових зобов'язань надто різниться для різних країн, що фактично унеможлиблює проведення оцінки та порівняльного аналізу боргового навантаження.

Засадничим документом у цій галузі фінансів для країн є Міжнародна Система національних рахунків (System of National Accounts of the United Nations (1993, SNA) та Європейська система національних і регіональних рахунків (European System of National and Regional Accounts, ESA95) [85], дефініції яких, правила підрахунку й узагальнення статистичних показників переважно ідентичні. За такими методологіями в глобальних практиках, зокрема, розрізняють загальний, або сукупний борг державного фінансового сектору (Government consolidated gross debt), який, у свою чергу, за ознакою позичальника поділяється на такі субрівні:

- державний борг (Central government debt), або борг національного (центрального) уряду;
- регіональний борг (State government debt), або борг регіональних чи обласних бюджетів, борги штатів, провінцій, федеральних утворень;
- місцевий борг (Local government debt), який містить борги муніципальних одиниць;
- борг держфондів: соціальних і Пенсійного (Social security funds debt).

На противагу західній статистичній класифікації українська методологія поділу запозичень має спрощений характер, відповідає національному бюджетному законодавству та містить тільки два субрівні — державний і місцевий борг, що загалом відповідає державному та місцевому боргу за європейською методологією підрахунку [17, с. 2]. В українських реаліях немає регіонального (федерального) боргу та боргів державних соціальних фондів, адже норми Бюджетного кодексу України необґрунтовано обмежують права таких суб'єктів на запозичення, водночас покриваючи їх дефіцитність дотаціями з держбюджету [17, с. 2]. І зарубіжні, і вітчизняні дослідники нарівні з терміном «місцеві запозичення» застосовують термін «муніципальні запозичення», що відповідає світовим дефініціям і дає можливість здійснювати компаративний аналіз світового й українського боргових ринків.

Термін «місцеві» або «локальні» запозичення об'єднує борги міст, містечок та ін. територіальних утворень. Якщо врахувати, що позики в Україні дозволені лише суб'єктам виконавчої влади, що мають статус міста, у тому числі містам обласного значення (підпорядкування) та АРК; не передбачена емісія боргу обласними чи районними ланками бюджетної системи України, коректним терміном для нашого дослідження може бути термін «муніципальні» або «місцеві» запозичення.

Проаналізувавши зазначене, приходимо до думки, що універсальним терміном у цій галузі фінансової науки та фінансового права має стати поняття «субсуверенні» або «субнаціональні» запозичення, тобто позики, що одержуються всіма органами місцевої влади базового рівня та іншими

громадськими (публічними) інституціями, що перебувають у підпорядкуванні федерального чи центрального уряду.

Окремо потрібно наголосити на питанні умовного статусу окремих категорій місцевих запозичень (боргів). Так, згідно з п. 16 ст. 2 Бюджетного кодексу України детального вивчення вимагає дефініція гарантованого АРК чи територіальною громадою міста боргу, тобто загальної суми боргових зобов'язань суб'єктів господарювання — резидентів України щодо повернення отриманих і непогашених станом на звітну дату кредитів (позик), виконання яких забезпечено місцевими гарантіями [17]. Право ВР АРК та міських рад на гарантії щодо повного або часткового виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання визначається нормами ст. 17, 18 Бюджетного кодексу України [17]. До суб'єктів господарювання належать житлово-комунальні підприємства — резиденти України, що розташовані на відповідній території та в її межах забезпечують реалізацію інвестиційних програм, мета яких — розвиток комунальної інфраструктури або впровадження ресурсоощадних технологій. Порядок надання місцевих гарантій затверджено Постановою КМУ «Про затвердження Порядку надання місцевих гарантій» від 14.05.2012 р. № 541. Для ефективного використання гарантій як інструменту муніципальної боргової політики Бюджетний кодекс України передбачає надання суб'єктами господарювання майнового або іншого забезпечення за кредитом і / або оплати за їх одержання до відповідного місцевого бюджету.

У світовій практиці є аналогічний інструмент «місцевих гарантій», які вважають умовним боргом аж до моменту його переходу в розряд реальних місцевих зобов'язань, якщо настане дефолт (неплатоспроможність, банкрутство) фактичного позичальника. Чинним трендом у розвитку муніципальних запозичень у глобальних практиках є реалізація місцевих проектів комунальними підприємствами, при цьому місцеві органи влади в сфері позикових відносин виступають лише гарантами.

Місцева або муніципальна позика як економічне явище, процес має власний життєвий цикл. Такий цикл, у свою чергу, складається з окремих процедур:

1. Підготовка (прийняття рішення про позика, рейтингування).
2. Емісія та первинне розміщення цінних паперів (акумуляція коштів, отриманих від випуску облігацій) або оформлення кредиту.
3. Освоєння отриманих коштів (фінансування та реалізація конкретних програм і проектів).
4. Обертання позики на біржовому та позабіржовому ринках, обслуговування кредитного рейтингу.
5. Відшкодування отриманих від позики коштів — повернення вкладених коштів і отримання доходу (у разі реалізації рентабельного проекту) або нагромадження бюджетних коштів для погашення заборгованості за позикою (у разі реалізації некомерційної, соціально значимої програми).
6. Погашення позики або рефінансування, реструктуризація в разі необхідності.

Місцеві позики класифікуються за різними ознаками (див. рис. 1.1):

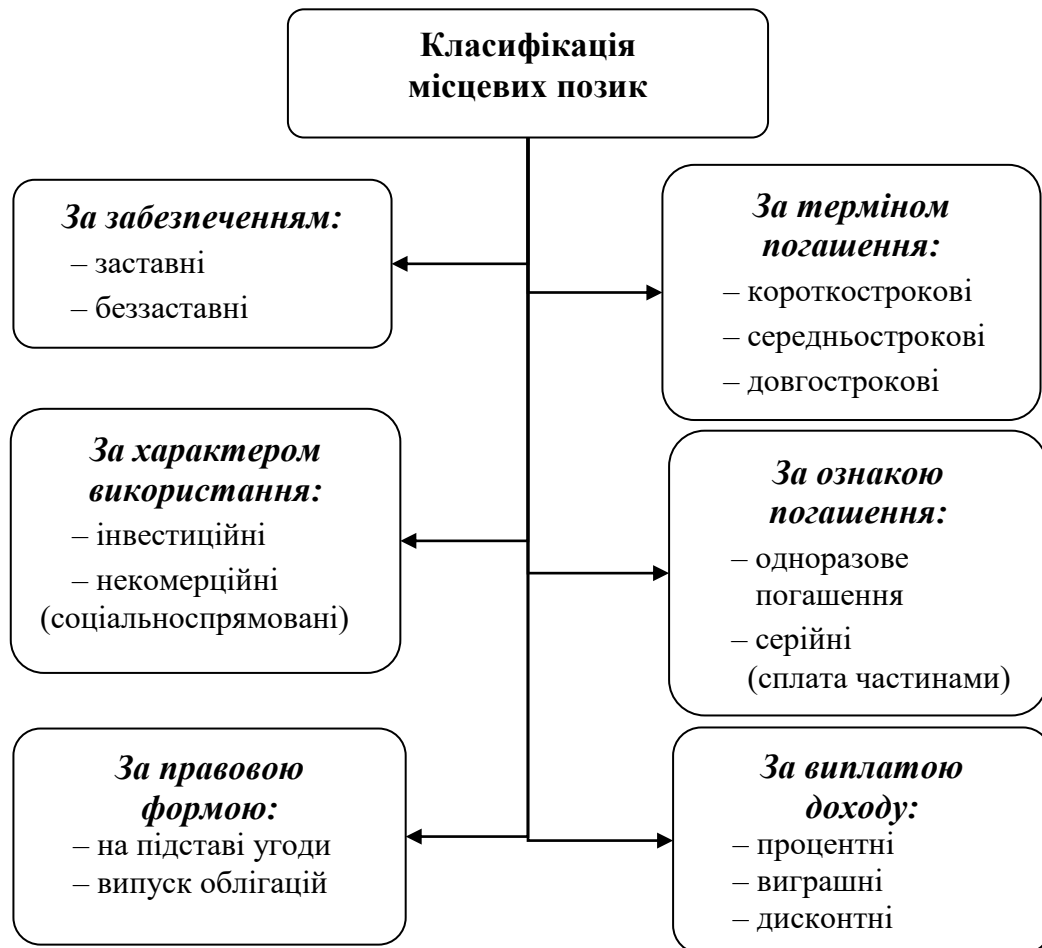


Рис. 1.1 Класифікація місцевих позик

Джерело: складено автором самостійно.

Згідно зі світовими стандартами, до муніципальних запозичень слід відносити боргові цінні папери та кредити, термін обігу яких становить понад один рік [201, с. 3]. Позики з меншим періодом обертання переважно не мають інвестиційного спрямування, а використовуються для фінансування тимчасових касових розривів під час виконання бюджетів.

Субнаціональні запозичення залежно від особливостей оформлення кредитних відносин поділяються на форми, або інструменти, які, у свою чергу, мають додаткові класифікаційні групи. Усього основних інструментів місцевих позик є три (див. рис. 1.2), розглянемо їх.

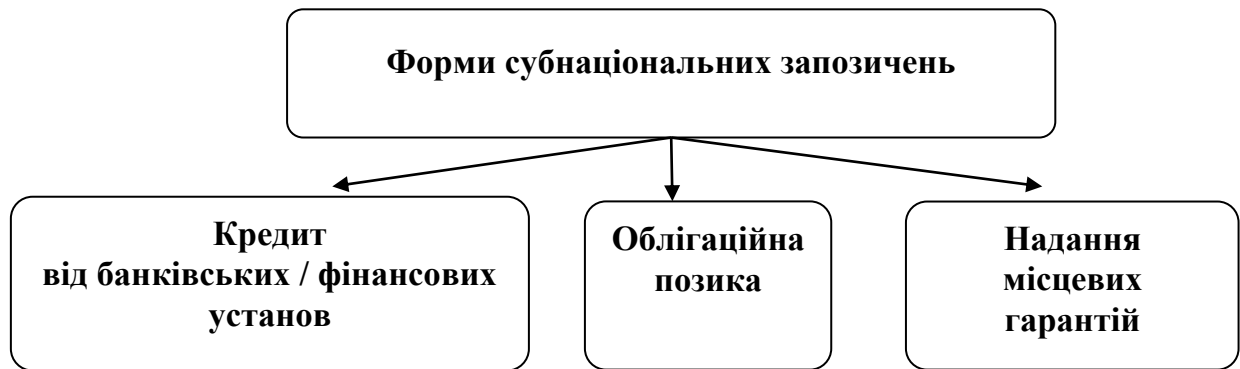


Рис. 1.2. Форми субнаціональних запозичень

Джерело: складено автором самостійно.

1. Кредит від банківських та інших фінансових установ-донорів (ЄБРР, МБРР, НЕФКО) — залучення позикових коштів шляхом укладання кредитних відносин з комерційним банком чи іншою фінансовою установою на умовах повернення, терміновості та платності.

2. Облігаційна позика — емісія облігацій муніципальної позики — цінних паперів з терміном обігу понад один рік [201, с. 3]. Облігації є інструментом фондового ринку, залучені кошти спрямовуються в розвиток необоротних капітальних активів, а проекти, під які емітуються облігації, мають інвестиційну спрямованість.

3. Надання гарантій. Механізм дії місцевої гарантії такий: позику одержує не муніципалітет, а комунальне підприємство, на яке покладається відповідальність щодо реалізації інфраструктурного чи соціального проекту, обслуговування позики, повернення ресурсів, тому суми фактичних запозичень та витрати на їх обслуговування не обтяжують муніципальні баланси. Сума запозичення та витрат на його обслуговування переходить в розряд муніципального боргу за гарантією тільки у випадку неспроможності корпоративного позичальника розрахуватися по позиці.

Маючи часто різні назви, інструменти муніципального боргу однорідні за своїм економічним змістом, оскільки являють собою боргові зобов'язання органів місцевої влади базового рівня перед кредиторами — населенням, юридичними особами, міжнародними донорами тощо [70, с. 505].

При виборі форми муніципальної позики для емітента вирішальними факторами є вартість обслуговування боргу та достатність фінансових ресурсів на ринку. Однак, якщо в зарубіжній практиці наявність розвиненого фінансового ринку передбачає, що позикові можливості ринку завжди перевищують потреби емітента, то в сучасній Україні емітент має справу з відсутністю фінансових ресурсів в необхідному йому обсязі на внутрішньому ринку капіталів. Кожна окрема форма муніципального запозичення має відповідну сферу застосування: банківські кредити використовуються для покриття короткострокових касових розривів, дефіциту муніципального бюджету, облігаційні позики — для фінансування довгострокових капіталовкладень, гарантії — для гарантування наданих комунальним і муніципальним підприємствам позик [67, с. 151]. У сучасних вітчизняних реаліях використання банківського кредиту недоцільне у зв'язку з надмірною дорожнечою ресурсів, внутрішнє розміщення довгострокових облігаційних позик неможливе через загалом короткостроковий характер ринку запозичень, а також відмовою міст від обслуговування кредитних рейтингів. Під час емісії муніципального боргу, за твердженням Т. Богдан, О. Кириленко органи місцевої влади вирішують широкий спектр завдань [67, с. 155]:

1. Фіскальні: згладжування нерівномірності надходження податків до бюджету; фінансування поточних витрат (покриття дефіциту бюджету); рефінансування попередніх позик.

2. Соціальні: побудова нових соціально-культурних об'єктів для вдосконалення територіального розвитку.

3. Інвестиційні: фінансування за рахунок позик інфраструктурних проектів, удосконалення виробничих, транспортних, комунальних мереж.

Місцеві запозичення можна також розглядати як перерозподіл фінансового ресурсу між приватними заощадженнями та державними заощадженнями в рамках національної фінансової системи окремої країни, перетік коштів зі сфери приватного капіталу до капіталу державного. Тому

обов'язковою передумовою функціонування ринку місцевого боргу є наявність чистих (нетто) заощаджень в окремих суб'єктів ринку.

Крім того, фінансування у вигляді муніципальних запозичень закономірно генерує виникнення різноманітних ризиків, найважливіший з яких ризик неплатоспроможності. Упродовж 90-х років ХХ ст. такі країни як Бразилія, Індія, Мексика, Росія, Туреччина і Угорщина зазнали субнаціонального фіскального стресу та пережили локальні боргові кризи, що спричинило посилення регуляторного законодавства у галузі субнаціональних запозичень і пов'язаних з ними ризиків. Розвинуті країни, такі як Франція чи США, мали власний досвід субсуверенних дефолтів, які стали поштовхом до створення систем регулювання таких ризиків.

Підсумовуючи наведені наукові гіпотези та ідеї, вважаємо, що місцеві запозичення можуть і повинні стати альтернативним ресурсом наповнення місцевих бюджетів України, доповненням до податкових та неподаткових джерел доходів. Водночас муніципальні запозичення, борг необхідні винятково як короткотерміновий інструмент вирішення проблем розвитку окремих територіально-адміністративних одиниць. У решті місцеві інвестиції можуть фінансуватися з інших джерел, таких як: трансферти з державного бюджету, місцеві податки, гранти від іноземних донорів, додаткові податки зі споживачів. Власні ж доходи муніципальних (в українській практиці — територіально-адміністративних) одиниць дозволяють зберегти автономію в місцевій інвестиційній політиці.

Найважливіший наш висновок полягає в тому, що власне зростаюча роль місцевого боргу одночасно і для розвитку, і для інфраструктурних цілей стає потенційною загрозою для міст. Акцентуємо, що саме одномоментне залучення значних сум боргу може спричинити фіскальний стрес, а навантаження від суттєвих виплат на обслуговування боргів накладатиме обмеження вже на поточний бюджет. Зрозуміло, що пов'язані з боргом видатки закріплені юридичними зобов'язаннями перед кредиторами, тому підлягають безумовному погашенню.

1.2. Концептуальні засади формування муніципальної боргової політики

На певному етапі генезису, а саме: у 1970–1980-х рр. у США, а пізніше в інших країнах муніципальні запозичення перестають бути дискретним одномоментним економічним явищем, а перетворюються на циклічний мультифункціональний і багатостадійний фінансовий процес [159, с. 219–221]. У цьому контексті належить говорити вже про муніципальну боргову поведінку органів місцевої влади, а відтак — і про муніципальну боргову політику.

Муніципальна боргова поведінка як загальна неконтрольована сукупність проведених муніципальних запозичень окремої територіальної одиниці має важливі політичні й демографічні аспекти. Поштовхом до такого фінансового процесу стали процеси швидкої урбанізації та метрополізації міських утворень в кінці ХХ століття. Для забезпечення поглинання міграції мільйонів людей метрополіями та міськими агломераціями постало питання величезних інфраструктурних інвестицій у водо- та теплопостачання, каналізування та водовідведення, енергопостачання, вивезення, переробку та утилізацію побутових і виробничих відходів тощо.

У свою чергу, муніципальну боргову політику розглядаємо як цілеспрямований процес управління борговими ресурсами самостійних адміністративно-територіальних утворень — запозиченнями, установлення державного і місцевого адміністративного контролю над ними для досягнення визначеного результату — фінансування інвестицій. Об'єктом такого управління буде безпосередньо місцевий борг та інвестиційні проекти, а суб'єктами — органи місцевої і центральної влади.

Відповідно до Бюджетного кодексу України, існує лише процес «...управління місцевим боргом як сукупність дій, пов'язаних із здійсненням запозичень, обслуговуванням і погашенням місцевого боргу, інших

правочинів з місцевим боргом, що спрямовані на досягнення збалансованості бюджету та оптимізацію боргового навантаження...» [17].

На наш погляд, поняття муніципальної боргової політики значно ширший процес, ніж просто управління позикою. Цей процес передбачає планування та прогнозування сум боргу, проходження муніципалітетами процедур рейтингування, обслуговування кредитних рейтингів, визначення і мінімізацію ризиків окремих інвестиційних проектів, проведення консультацій і досягнення консенсусу з виборцями та платниками податків, що проживають на даній території, проведення референдумів, зборів громад та ін. До неї входять також етапи реструктуризації та рефінансування боргу, якщо певна інвестиційна програма виявиться неуспішною.

На думку теоретиків суспільного вибору Дж. Б'юкенена, Р. Вагнера та їх послідовників, місцеві муніципальна боргова поведінка і політика насамперед обґрунтовуються зовсім не економічними, а двома політичними факторами: прогресивною ідеологією та фазою електорального циклу. Ці чинники негативно впливають на боргову поведінку муніципалітетів (в українській політичній традиції — місцевих рад) аж до виникнення неплатоспроможності, а, у свою чергу, наявність заборгованості впливає на взаємодію політичної ідеології та електорального циклу [157, с. 111–113].

Базовим принципом для обґрунтованої муніципальної боргової політики є так зване «золоте правило» запозичень: інвестувати можна лише в прибуткові соціальні й інфраструктурні проекти [166; 167, с. 310–312; 172, с. 159–160]. Це правило вимагає балансу або профіциту поточного бюджету і дозволяє використовувати запозичення тільки для інвестиційних цілей. Мало того, необхідне правове підґрунтя для створення нетто-заощаджень муніципалітетами — тобто кошти міського бюджету, не використані в поточному році (економія), мають не вилучатися до центрального бюджету, а залишатися в його розпорядженні на наступний фінансовий рік. Представимо «золоте правило» у вигляді математичних формул і бюджетних залежностей, які дадуть наглядне пояснення основоположним тезам.

Перед здійсненням будь-яких нових інвестицій з бюджету розвитку, поточний бюджет муніципалітету виразимо за допомогою формули 1.1:

$$S = T - Exp, \quad (1.1)$$

де T — поточні податкові надходження бюджету;

Exp — поточні бюджетні видатки;

S — чисті (нето-) заощадження, залишок вільних бюджетних коштів окремої території на бюджетному рахунку в казначейській службі, позитивний залишок на поточному бюджетному рахунку в розумінні Європейської системи національних і регіональних рахунків (ESA95). За ESA95, це — початковий баланс на поточному рахунку бюджету за мінусом відсоткових платежів і розтермінування основної суми наявних боргів [171].

Якщо $T = Exp$, то поточний бюджет є збалансованим. Тоді чисті заощадження нульові, а перспектив щодо фінансування нових інвестиційних проектів немає. Щоб уможливити інвестиції, результат операції має бути $S > 0$. Якщо ж припускаємо, що визначена інвестиційна програма фінансується з кількох джерел, то її бюджет розраховується за формулою 1.2:

$$\Delta I = \Delta L + F, \quad (1.2)$$

де ΔI — приріст інвестицій (додаткові інвестиції);

ΔL — приріст запозичень (позика);

F — інші джерела фінансування відповідно до інвестиційної програми (податки і додаткові тарифи на послуги, внутрішні субвенції, іноземні гранти, кошти донорів тощо).

Змішана форма фінансування є найпоширенішою практикою муніципалітетів у світі, хоч це й не завжди відповідає теоретичним постулатам. Гранична сума запозичення (борговий потенціал) у таких випадках може бути узагальнена за формулою 1.3:

$$\Delta L = \frac{S - ((Mp + Ep) - (Rp + Gp))}{i + d}, \quad (1.3)$$

де Mp — витрати на технічне обслуговування нового активу в заданому році, що створений за рахунок приросту інвестицій ΔI (згенеровані приростом інвестицій);

Ep — поточні витрати в заданому році, пов'язані із наданням державних послуг, що генеруються з приросту інвестицій ΔI ;

Rp — надходження від експлуатації наявних активів (у т. ч. кошти від застосування тарифів, продажу квитків, спонсорські внески);

Gp — кошти (субсидії, дотації, гранти) на експлуатацію активу, одержані від інших державних органів-учасників інвестиційної програми;

i — відсоткова ставка для запозичення ΔL ;

d — коефіцієнт зносу, норма амортизації вартості об'єкту, що збудований за кошти від приросту інвестицій ΔI . Розраховується таким чином: якщо термін корисної дії інвестиційного активу складає 20 років, то $d = 0,05$.

У кінцевому підсумку, залежності 2 і 3 зводяться до формули 1.4:

$$\Delta L = \frac{S - ((Mp + Ep) - (Rp + Gp))}{i + d} + F, \quad (1.4)$$

Наші висновки з наведених економічних і математичних залежностей викладені нижче.

По-перше, розрахунок можливого приросту інвестицій розпочинається з аналізу чистих заощаджень бюджету території після вирахування витрат на обслуговування і погашення вже наявних боргів. Крім того, кошти, що продукуються активами від попередніх інвестицій, також не виключаються з розрахунків. Місцевий орган влади може ініціювати нові інвестиційні видатки тільки у випадку наявності достатніх коштів (чистих заощаджень) на поточному рахунку.

По-друге, майбутні витрати на обслуговування нових активів Mp , а також майбутні поточні витрати, пов'язані з наданням державних послуг, що виникають з приросту інвестицій Ep (або витрати, що генеруватимуться приростом інвестицій ΔI) також мають враховуватися. Немає сенсу

приступати до нового інвестування, якщо обсяги бюджету не дозволять державним органам оплатити вартість майбутніх витрат, що генеруються приростом інвестицій ΔI .

Це твердження є базовим, але тільки на перший погляд. На практиці є чимало прикладів ініціації інвестування без попередніх прорахунків нових бюджетних видатків наступних періодів. У майбутньому бюджеті такі затрати знижуватимуть S (чисті заощадження), адже витрататимуться на $(i + d)$ — сплату відсоткових платежів та інших видатків.

З іншого боку, місцеві державні інституції можуть одержати додаткові надходження R_p (оплату за квитки, спонсорські внески) або субсидії, дотації, гранти на експлуатацію активу, одержані від інших державних органів — учасників інвестиційної програми — G_p . Такі доходи зменшуватимуть затрати на обслуговування нового інвестиційного активу.

По-третє, формула також показує, що приріст запозичень ΔL приносить додаткові фінансові затрати $(i + d)$, які також необхідно включити до складу майбутніх поточних видатків. Якщо інвестування відбувається винятково за кошти запозичень ΔL ($F = 0$) і неможливо розрахувати інші компоненти ($M_p, E_p, R_p, G_p = 0$), тоді формула має такий вигляд:

$$\Delta L = S / (i + d). \quad (1.5)$$

Таким чином, внутрішній зміст запозичень у контексті «золотого правила» зводиться до формул [166], які розраховуються не з доходів і видатків муніципального бюджету, а методом оцінки активів–пасивів (доходів–витрат) індивідуального проекту. Здебільшого чинні законодавчі обмеження місцевого боргу виходять із прив'язки до показників доходів і видатків бюджету.

На нашу думку, при плануванні та прогнозуванні щорічних інвестиційних програм на рівні окремої ланки місцевого самоврядування доцільно використовувати саме метод деталізації можливих вигод і затрат кожного проекту. Замість цього у вітчизняній, а часто й глобальній

фінансовій практиці детермінантою муніципальної боргової політики є політичні впливи на суспільний вибір кожного окремого муніципалітету між підвищенням ставок місцевого оподаткування та залученням позичкового ресурсу для покриття зростаючих потреб у бюджетному фінансуванні видатків. У такому аспекті вибір чи невібір емісії боргу стає частиною фіскальної політики територіального органу влади.

Характер здійснення муніципальної боргової політики в кожній окремо взятій країні визначається, на наш погляд, передусім моделлю загальнодержавного контролю над борговими процесами місцевого рівня, також формою державного устрою та рівнем децентралізації урядових повноважень. Західні вчені О. Кануто, Д. Крейг, Л. Лью, Т. Тер-Мінасян у сфері управління субсуверенним, чи субнаціональним боргом виділяють функціонування загалом чотирьох моделей державного контролю [159, с. 225; 172, с. 157]. У таких моделях, серед іншого, відображаються різноманітні підходи в конституційних засадах, рівень політичного та адміністративного контролю національного та федеральних урядів над субнаціональними владними одиницями, загальна для країни традиція щодо фінансової дисципліни, наявність чи відсутність серйозних макроекономічних та фіскальних дисбалансів, чинний стан розвитку фінансових ринків країни. Такі особливості в підходах щодо субсуверенних запозичень досить умовно можуть бути згруповані в чотири широкі категорії, адже більшість країн застосовує суміш із них. Такими категоріями є такі:

- державний контроль, заснований винятково чи в основному на засадах ринкової дисципліни, — ринкова модель;
- контроль над боргом, заснований на взаємодії (співробітництві) урядів різного рівня — модель взаємодії;
- контроль, що ґрунтується на певних правилах — законодавча або законодавчо-орієнтована модель;
- адміністративна або директивна модель контролю.

Тімоті Лейн у 1993 р. у праці «Ринковий порядок» [175, с. 63–68] зробив свій внесок до визначення концептуальних засад ринкової моделі контролю. Власне ринкова модель контролю над субсуверенними боргами, де надмірні запозичення можуть попереджуватися або зростанням ринкових премій (ставок, відсотків, дисконтів, маржі), або прямим вилученням субнаціональних позичальників з ринку боргового фінансування внаслідок порушення ними ринкової дисципліни.

Концептуальними засадами ринкової моделі контролю, за пропозиціями Т. Лейна, є: абсолютно відкриті і вільні ринки, в ідеалі — навіть без встановлених нормативів регулювання для фінансових посередників, які б змогли поставити субнаціональні урядові інституції в положення привілейованих позичальників перед іншими суб'єктами. Крім того, важлива відсутність жодних державних / суверенних гарантій для субнаціональних позичальників, розвинутий ринок субнаціональних цінних паперів і застав, повне розкриття фінансової позиції субнаціональних позичальників [175, с. 68].

Ми погоджуємося із зазначеними вище чинниками, адже відсутність прямих чи опосередкованих, явних або прихованих урядових гарантій для муніципальних запозичень відповідає вимогам здорової фіскальної політики та пониженню можливих моральних ризиків. У той час як встановлення такого законодавства є прогресом у розмежуванні суверенного та субсуверенного ризиків, усе ж наявна ймовірність неспроможності муніципалітетів розрахуватися по своїх боргових зобов'язаннях сприяє прийняттю додаткових регулюючих норм для посилення позиції і захисту кредиторів у випадках місцевих дефолтів. Відкритість ринків капіталів, зокрема, відсутність обмежень для фінансових посередників як держателів субнаціональних облігацій полягає в такому: багато урядів здійснили істотний прогрес в лібералізації ринків капіталу, хоча окремі обмеження продовжують заважати вільному руху капіталу, наприклад, мінімальні і максимальні вимоги вкладень у державні цінні папери, регуляторні акти, що

попереджують емісію специфічних типів фінансування, гарантії чи хеджувальні інструменти для субсуверенних цінних паперів.

Повний доступ до інформації щодо фінансового стану субнаціональних позичальників полягає в її розкритті через механізми звітності та моніторингу фінансової інформації разом із даними про вже емітований субнаціональний борг, можливості його повернення. На думку Р. Діппельсмана, незважаючи на загальний прогрес у цьому напрямі для більшості країн, консолідована інформація про місцеві та регіональні борги або відсутня взагалі, або залишається вкрай обмеженою [201, с. 3].

У свою чергу, модель директивного або адміністративного контролю над місцевими запозиченнями, варіюється в діапазоні від покрокових погоджувальних процедур для муніципалітетів аж до абсолютного відсторонення їх від боргового ринку. У такій моделі центральний уряд може встановлювати контроль над місцевими позиками у двох векторах: або застосовуючи деталізований процес їхнього поетапного погодження безпосередньо з урядом чи через його агентів, або обмежуючи види ресурсів для таких запозичень (наприклад, дозволивши місцевим органам влади позичати кошти винятково від центрального уряду для спеціальних потреб).

Прямий контроль на субсуверенним боргом з боку центрального уряду, на нашу думку, страждає від двох основних недоліків. Так, рішення щодо залучення коштів на місцевому рівні будуть переважно політично вмотивовані загальнодержавною владою, водночас залишатимуться економічно необґрунтованими, навіть не вигідними для муніципалітетів. По-друге, деталізоване погодження всіх транзакцій місцевих запозичень із центральним урядом може утвердити і кредиторів, і позичальників в думці щодо існування прихованих, неявних державних гарантій, а також переконати, що національний уряд точно втручатиметься у випадках субнаціональних дефолтів. У підсумку центр прийняття рішень по муніципальних позиках за такої моделі може зміщуватися від місцевих урядів до державної влади, мотивація запозичень — надміру політизуватися,

страждати від зниження економічної ефективності, нівелювати роль громад в управлінні територіально-адміністративною одиницею. Це країни: Бразилія, Великобританія, Греція, Естонія, Китай, Норвегія, Угорщина, Україна та багато інших, причому ця група найчисельніша (*Додаток А*).

У середині спектру поміж директивною та суто ринковою системами формуються третя та четверта моделі державного контролю. Наближеною до моделі ринкового контролю є модель взаємодії між урядами різних рівнів. За такої моделі обмеження на заборгованість субнаціональних органів влади, муніципалітетів не встановлюються законом або центром, але досягаються шляхом консенсусу в переговорах і домовленостях між федеральною ланкою і підпорядкованими їй урядами.

Варіанти такого регулювання можна знайти в окремих європейських країнах, зокрема, Скандинавії, а також в Австралії. За такого підходу субнаціональні органи влади активно задіяні у формуванні макроекономічних показників і ключових фінансових параметрів, що тісно пов'язані між собою. Як наслідок, забезпечується узгодження цільових показників дефіциту бюджетів різних рівнів, визначаються спільні напрями фіскальної політики, що сприятимуть зростанню доходної і видаткової частин бюджетів. Водночас спеціальні обмеження накладаються на фіскальні інструменти окремих субнаціональних юрисдикцій. У більшості країн, які використовують модель державного регулювання боргу на основі взаємодії, перемовини обов'язково є двостороннім процесом між центром і ланками місцевого урядування. А в Австралії такий процес є багатостороннім і функціонує у вигляді спеціально створеної Позикової Ради, до складу якої входять усі штати країни [172, с. 165].

Остання модель — заснована на законодавстві; за нею ринок субнаціональних запозичень функціонує в межах законодавчого та інституціонального поля. Такі законодавчі й інституціональні рамки ґрунтуються на засадах макроекономічної та фіскальної стабільності, прозорості та ринкової ефективності.

Основними компонентами законодавчої нормативно-правової бази для субнаціональних запозичень є:

- розподіл бюджету на компоненти (поточну і капітальну), закріплення ресурсних джерел за кожною з них;
- визначення терміну «державного (публічного) боргу»;
- спеціальні обмеження щодо сум запозичень чи боргу;
- суверенні чи субсуверенні урядові гарантії;
- відповідальність місцевих урядів перед кредиторами — примусове звернення стягнення на майно чи кошти, процедури дефолту, банкрутства тощо.

Отже, закономірно доходимо висновку, що розвиток впорядкованого і ефективного субнаціонального фінансового ринку, формування місцевої боргової політики критично залежить від законодавчої, регуляторної та інституціональної нормативно-правової бази, в умовах якої оперують різноманітні учасники ринку. Роль такого допоміжного середовища полягає в створенні основи, бази для появи ринку, де приватні інвестори і фінансові посередники зможуть конкурувати за фінансові ресурси від власників заощаджень.

Якщо проаналізувати чинні моделі державного контролю, то стає зрозуміло, що в більшості країн світу держава не бере на себе відповідальності за зобов'язаннями органів місцевого самоврядування, однак водночас центральні уряди забезпечують загальну фінансову стабільність. Тому держава в особі її центральних органів влади змушена регулювати, обліковувати, контролювати, обмежувати) ринок муніципальних запозичень (Додаток А, табл. 1.1):

**Групування країн відповідно до моделей
державного контролю над субсуверенними запозиченнями**

Країна	Моделі державного регулювання*				
	Ринкова	Взаємодії	Адміністративна	Законодавчорієнтована	Запозичення заборонені
Австралія		+			
Австрія			+		
Білорусь					+
Бельгія		+			
Болгарія				+	
Великобританія			+		
Данія		+			
Естонія			+		
Іспанія			+		
Італія				+	
Канада	+				
Латвія			+		
Литва			+		
Мексика			В		З
Нідерланди				+	
Німеччина				+	
Норвегія			+		
Польща				+	
Португалія	+				
Росія	+				
США	+				
Угорщина			+		
Узбекистан					+
Україна			+		
Франція	+				
Чехія				+	
Швейцарія				+	
Швеція	+				
Японія			В		З

* В — запозичення на внутрішньому ринку; З — на зовнішніх ринках.

Джерело: складено автором за даними [160, 161, 165, 172].

У контексті наукових узагальнень постають такі проблеми:

- визначення чинників, що впливають на превалюючу модель державного регулювання як компоненти місцевої боргової політики;
- встановлення взаємозв'язку між моделлю контролю і загальним обсягом емітованого місцевого боргу, рівнем субнаціональної заборгованості.

На нашу думку, принциповими факторами, що визначають функціонування певної моделі державного контролю над боргами місцевих урядів, є політичні та територіально-адміністративні впливи. Так, у державах з недемократичними формами правління запозичення субсуверенного рівня переважно заборонені законодавчо. Прикладами можуть бути Азербайджан, Албанія, Вірменія, Таджикистан та ін. (*Додаток А*, табл. 1.1). Держави, що стали учасниками процесу муніципальних запозичень нещодавно, обирають законодавчо орієнтовану модель — Болгарія, Польща, Румунія. До цієї ж групи належать високорозвинені європейські країни — Нідерланди, Німеччина, Італія. Для них така модель обґрунтована історичністю, генезисом формування законодавчого поля країни [172, с. 164].

Адміністративну форму контролю обирають як держави з унітарним устроєм, так і федеративні. Такий контроль набуває різноманітних форм і методів, разом із встановленням щорічних лімітів на запозичення для окремих юрисдикцій, погодження кожної окремої операції, їх термінів і умов, напряму використання коштів. Контроль може бути зосереджений на стадії, що передує запозиченню, а може охоплювати увесь період існування боргу через застосування моніторингу. Зрозуміло, що така модель контролю є характерною здебільшого для унітарних країн, а не федеральних утворень. До цієї моделі тяжіють більшість країн розвинутої демократії, адже світові процеси фіскального федералізму тільки набувають обертів упродовж останнього десятиліття ХХ ст. й на початку ХХІ ст.

У свою чергу, модель взаємодії (співробітництва) має зрозумілі переваги в заохоченні діалогу та обміну інформацією між різними рівнями

врядування. Вона спричиняє зростання усвідомлення місцевими політиками наслідків їхнього фіскального вибору на макроекономічному рівні. Як виглядає з табл. 1.1, така модель найкраще функціонує в країнах консервативних, із укоріненою культурою фіскальної дисципліни (Австралія, Бельгія, Данія). Така система може бути неефективною в умовах нерозвинутого ринку чи слабкої позиції економічного та фінансового менеджменту центрального уряду.

Як підсумок наведених аргументів, пропонуємо позицію, за якою державна фіскальна та муніципальна боргова політика — як діалектично пов'язані процеси — повинні мати достатню автономію, розвиток другої компоненти не може надмірно обмежуватися центральною владою країни. Проте така автономність можлива в принципі тільки в державах з розвинутими демократичними процедурами, а не в країні з надмірною концентрацією ресурсів, фінансів, повноважень у центральному апараті влади. Такою, на жаль, залишається сьогодні Україна. Тому, на нашу думку, тільки після необхідних політичних, конституційних, адміністративних і, як наслідок, законодавчих та нормативних змін може утворитися й розвинутися фінансова автономія окремих територій та міст.

Боргова політика муніципалітетів може бути розглянута і в іншому контексті — як управлінська діяльність, спрямована на визначення засад і напрямів формування, використання, погашення та обслуговування ресурсів, залучених як борг. Приведення державної та муніципальної боргової політики на відповідних рівнях державного та місцевого управління має за мету сприяння стабільному економічному розвитку, стимулювання приросту ВВП та досягнення повної зайнятості, стримування інфляційних процесів, забезпечення фінансування соціальних програм, формування достатніх обсягів кредитних ресурсів для розвитку підприємницької діяльності, залучення необхідних обсягів і відповідної структури іноземних інвестицій та ін. Для досягнення поставлених цілей використовуються певні методи управління державним боргом. В умовах транзитивної економіки

завдання такого управління значно ускладнюються. Причиною є незбалансованість між різними елементами політичної, адміністративної і фінансової системи, хронічний дефіцит фінансових ресурсів як на макроекономічному, так і на мікроекономічному рівнях, нестійкість позицій держави на міжнародних ринках та ін.

З такого погляду, муніципальна боргова політика — це комплекс заходів органу державної влади базового рівня — муніципалітету, спрямований на безперервний процес управління місцевим боргом, для досягнення наперед визначених результатів. Основна мета провадження місцевої боргової політики — це досягнення бездефіцитності відповідного бюджету території чи громади [14, с. 591].

Муніципальна боргова політика є невід'ємною складовою державної фіскальної політики. Боргова політика відображає суб'єктивну сторону функціонування боргових ресурсів. Адже механізм функціонування боргової ланки фінансів, організація боргових відносин і рух позикового капіталу хоча і підпорядковані об'єктивним закономірностям розвитку, але їх організують конкретні суб'єкти, які поєднують як загальні суспільні інтереси «за логікою колективних дій» М. Олсона [183, с. 164–167], так і власні політичні амбіції, керуються різноманітними чинниками політичного, економічного та гуманітарного характеру.

Тому боргова політика є переплетенням ситуативних інтересів окремих політичних партій і владних структур, центральних і місцевих органів влади, комерційних організацій, інвесторів, платників податків, населення, громадських об'єднань тощо. З такого погляду, місцева боргова політика — це спільна цілеспрямована діяльність держави та органів місцевого самоврядування, комерційних структур у сфері формування, розподілу та використання боргових ресурсів задля поставленої мети.

Аналіз наведених визначень дозволяє сформулювати власне тлумачення муніципальної боргової політики. Отже, під муніципальною борговою політикою розуміємо циклічний мультифункціональний та багатостадійний

процес, підконтрольну національному уряду комплексну діяльність місцевих органів влади, які мають повноваження щодо залучення боргових ресурсів, надання гарантій та визначають напрями їх використання з метою стимулювання інноваційної та інвестиційної активності на території певної підпорядкованої адміністративної одиниці, забезпечують на базовому бюджетному рівні управління боргом та згенерованими ним ризиками, здійснюють заходи з його обслуговування (за необхідності — рефінансування, реструктуризацію) та погашення.

Окремо слід виділити боргову політику комунальних підприємств і організацій, які одержують запозичення під місцеві гарантії (гарантії муніципалітетів або міських рад — в українському правовому полі). Їхня боргова політика за своєю економічною суттю уособлює мікрорівень боргової політики або боргову політику суб'єктів господарювання. Такий борг є умовним за своєю суттю для муніципалітету, і лише у випадку дефолту комунальної структури і недостатності заставного майна переходить у прямий (безпосередній) борг місцевого органу влади.

У глобальній фіскальній практиці існує також регіональна боргова політика як політика запозичень на рівні суб'єктів федерації, штатів, регіонів. У зв'язку з певними національними особливостями конституційного, адміністративного та бюджетного законодавства регіональні запозичення в Україні неможливі, а отже й немає підґрунтя для формування та реалізації регіональної боргової політики. Саме Бюджетним Кодексом, ухваленим 2001 р. і зміненим у 2010–2015 рр., визначаються базові критерії, за якими міста мають право на отримання та використання боргового капіталу. Правом запозичати наділені саме міста, оскільки вони мають у своєму розпорядженні легітимну заставу під борг — комунальне майно. За Конституцією України навіть концептуально не існує районної та обласної власності, а в районних та обласних рад, державних адміністрацій натомість є лише право поточного управління і розпорядження спільним майном територіальних громад [69]. Упродовж існування незалежності України

залишаються невизначеними територіальні межі адміністративно-територіальних утворень, а отже і не визначена приналежність земель як основного і беззаперечного ресурсу територій. Відсутність ключового права власності — відсутність легітимного предмету застави — заперечення права на запозичення: такою є логіка побудови чинного Бюджетного Кодексу України та бюджетних правовідносин. Іншою базовою вимогою для виникнення та формування боргової політики регіону або штату є наявність такого адміністративного утворення в законодавстві країни. У країнах Європейського Союзу регіональна боргова політика є у федеральних державах — регіональні запозичення представлені в 4 країнах: Австрії, Німеччині, Іспанії, Італії [194]. На нашу думку, у процесі сучасної децентралізації та формування дієздатних громад є всі підстави для створення законодавчих засад для субсуверенних запозичень районними та обласними ланками бюджетної системи, а також ситуативних об'єднань кількох муніципалітетів у вигляді міжмуніципального співробітництва. Об'єднання кількох громад могло б спричинити позитивний ефект масштабування при реалізації інвестиційного проекту, у якому зацікавлені кілька територіально-адміністративних одиниць, наприклад побудова дороги між містами. Сучасні обласні державні адміністрації виконують функції загальнодержавної влади на місцях, а здійснювати регіональні запозичення могли б виконавчі органи обласних рад після їх створення в процесі конституційної реформи.

Українська практика на даний момент також не знає запозичень державних соціальних та пенсійних фондів, водночас така практика представлена в окремих країнах ЄС, зокрема, Франції і Литві. З чого можемо зробити висновок, що відповідні соціальні фонди в розвинутих європейських економіках теж відчувають дефіцит фінансових ресурсів. Пенсійний фонд України протягом усього часу його існування є перманентно дефіцитним, проте держава продовжує регулювати його дефіцитність винятково через виділення дотацій з державного бюджету.

Муніципальна боргова політика нерозривно пов'язана з інноваційною та інвестиційною політикою територіально-адміністративних утворень. Адже «золоте правило» основною метою запозичень встановлює фінансування винятково прибуткових інвестиційних та інноваційних проєктів [166, с. 50]. Це правило покладено в основу місцевих запозичень ст. 74 Бюджетного кодексу України. Загалом муніципальна боргова політика складається з окремих елементів, які у сукупності представляють її структуру. Ми оцінюємо боргову стратегію найважливішою складовою політики. Розроблення боргової стратегії повинно ґрунтуватися на принципах забезпечення економічного зростання території за рахунок модернізації інфраструктури, переорієнтування на довгострокову перспективу (понад 5 років), врахування факторів боргової стійкості (спроможності), гнучкість форм та інструментів для маневрування в умовах постійних змін зовнішнього середовища [14, с.78]. Узагальнимо вищесказане на рис.1.3:

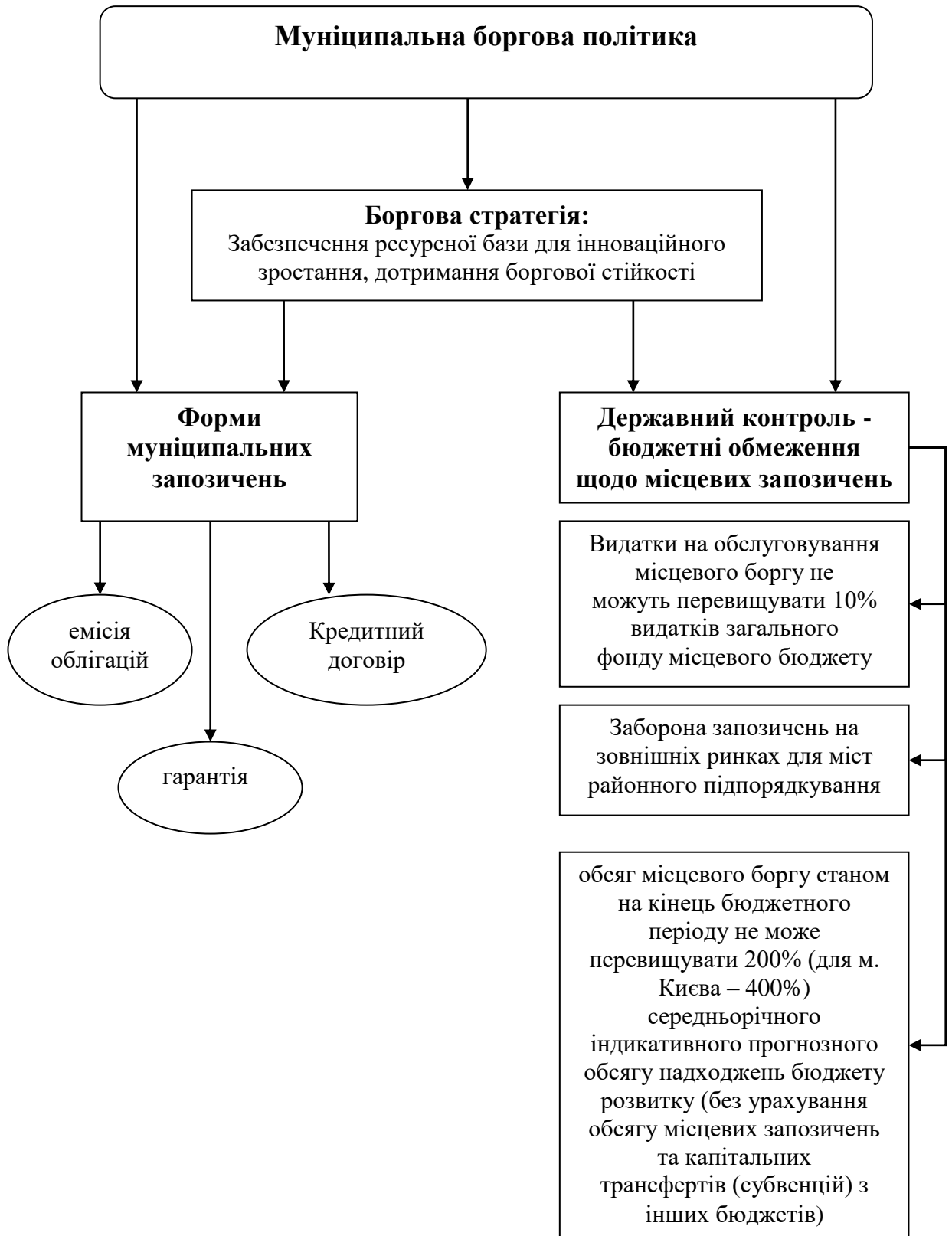


Рис.1.3. Структура муніципальної боргової політики

Джерело: складено автором самостійно

Як видно з рис.1., муніципальна боргова політика має свою стратегію і тактику. Серед академічної спільноти немає однаковості у визначенні стратегічної мети боргової політики. Як впливає з вітчизняних економічних досліджень, зокрема, професора А. Гальчинського, стратегією боргової політики має стати використання запозичень як інструменту інноваційного економічного зростання [28, с. 29–31]. Можливими напрямками провадження боргової політики органів влади всіх рівнів, на думку вченого, є фінансування відповідального природокористування, демонополізація видобутку корисних копалин, реалізація технічних новацій, розвиток енергозберігаючих технологій, стимулювання діяльності технопарків тощо. А. Вавілов, Г. Трофімов визначають стратегічною метою будь-яких запозичень мінімізацію витрат на обслуговування державних боргів у своїй стратегії максимального суспільного добробуту [20, с. 62–67], А. Кіреєв принциповою ціллю вважає стаке економічне зростання [64, с. 382], В. Данілов — рівноважне зростання за рахунок поєднання двох інструментів — оподаткування та запозичень [35, с.75]. Ю. Матвеева, В. Тітков вважають, що цілі боргового фінансування є комплексними, зокрема, підтримка чинної політичної системи суспільства, мінімізація трансакційних витрат та відсоткових платежів в обслуговування боргу, уникнення загроз для національної безпеки [83, с. 149].

Стратегічною метою управління місцевим боргом, на думку Р. Даффлона, є забезпечення комплексного фінансового «здоров'я» децентралізованої урядової одиниці, для чого бюджетна відповідальність має принаймні корелювати з бюджетною дисципліною [167, с. 319]. Ці два терміни є близькими, оскільки обидва націлені на посилення фінансового менеджменту в практичній діяльності. Проте різними за змістом: якщо дисципліна є реактивною, то відповідальність — проактивною, дієвою. Теоретично, бюджетна дисципліна може навіть витіснити бюджетну відповідальність. Це випадок, коли національний уряд встановлює певні фіскальні правила, можливо слабкі і недостатні, водночас чиновники та політики місцевого рівня

вірять, що просте дотримання встановлених правил забезпечить їм виважений місцевий фінансовий менеджмент. На наше переконання, основний смисл бюджетної відповідальності полягає саме в мотивуванні місцевого керівництва на здійснення грамотного планування та фінансування проектів у найкращий спосіб, тобто ще до того, як зовнішні правила можуть бути застосовані урядом країни. У такому розумінні, навіть найсуворіші законодавчі і нормативні зобов'язання з центру не здатні повністю підмінити бюджетну відповідальність базової ланки влади. Хоча навряд чи національні бюджетні фінансові обмеження можуть бути занадто суворими.

Обидва терміни — бюджетна відповідальність та бюджетна дисципліна — пов'язані також із поняттям підзвітності. За визначенням, у випадку дотримання бюджетної дисципліни місцеві органи виконавчої влади підзвітні національному уряду. У той же час вони підзвітні і територіальній громаді, яка їх обрала. Тому підзвітність має розумітися місцевим керівництвом насамперед як ефективність при складанні і виконанні фінансових планів, відповідність інвестиційних проектів інтересам громади, витрачання бюджетних коштів на зрозумілі та потрібні виборцям програми, зведення до мінімуму непродуктивних витрат. Місцеві органи влади відповідальні перед платниками податків за збалансований бюджет, а також підзвітні за витрачання грошей платників податків на реальні та потрібні проекти. Таким чином, стратегічною метою муніципальної боргової політики має бути ефективне управління активами–пасивами територіальної громади, а не формальне слідування муніципалітетами певним бюджетним критеріям, установленими центральною владою.

Якщо узагальнити всі наведені міркування щодо стратегічної мети боргової політики, то основною концепцією та стратегічною метою муніципальної боргової політики вважаємо забезпечення ресурсної бази для інноваційно-інвестиційного зростання та досягнення боргової стійкості місцевих фінансів.

У свою чергу, боргову стійкість визначаємо як спроможність субнаціональних урядових утворень виконувати власні боргові зобов'язання — як поточні, так і майбутні, прямі й гарантовані, вчасно і в повному обсязі, уникаючи реструктуризації та рефінансування боргу, не допускаючи нагромадження заборгованості (побудови «фінансової піраміди») і не вдаючись до значних коригувань структури доходів і видатків конкретного бюджету.

В основі концепції боргової стійкості є заборона на скорочення захищених статей видатків місцевих бюджетів, соціальні та політичні обмеження щодо непомірних запозичень, заборона реструктуризації чи рефінансування місцевих боргів відповідно до ст. 18, 74 Бюджетного кодексу України. Управління суспільним боргом неможливе без систематичного поточного оцінювання та аналізу боргової стійкості та визначення критичних рівнів боргових індикаторів на перспективу. Фактори боргової стійкості місцевих фінансів узагальнено на рис. 1.3.

Муніципальна боргова політика має свою тактику, яка полягає, на наш погляд, в інтегруванні індивідуальних інвестиційних проектів у загальнодержавний та місцевий бюджетні процеси. У такому розумінні процедури муніципальної боргової та місцевої інвестиційної політики слід гармонізувати та синхронізувати.

В основі концепції боргової стійкості є заборона на скорочення захищених статей видатків місцевих бюджетів, соціальні та політичні обмеження щодо непомірних запозичень, заборона реструктуризації чи рефінансування місцевих боргів у відповідності до ст.18, 74 Бюджетного кодексу України. Управління суспільним боргом неможливе без систематичного поточного оцінювання та аналізу боргової стійкості та визначення критичних рівнів боргових індикаторів на перспективу. Фактори боргової стійкості місцевих фінансів узагальнено на рис.1.4:

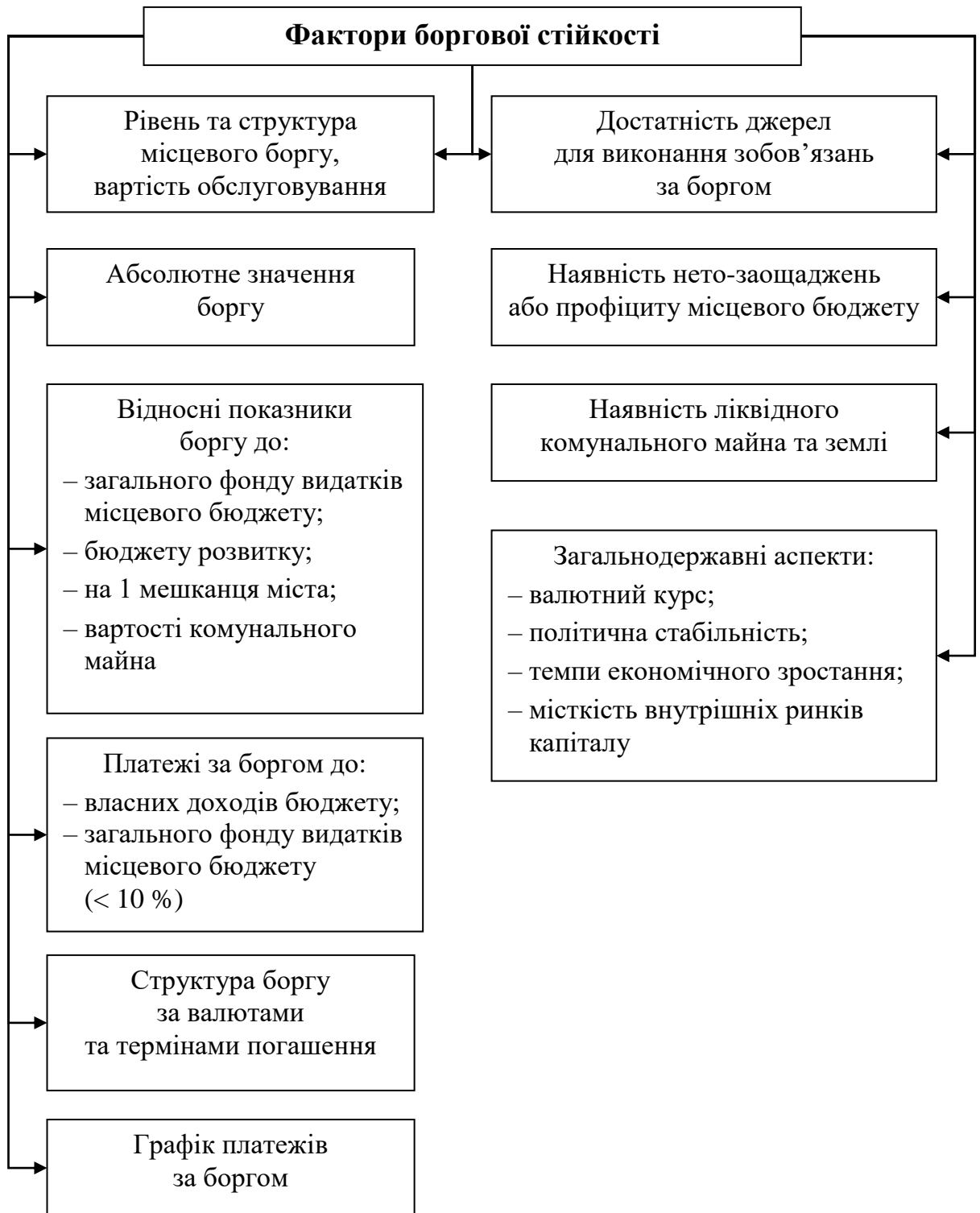


Рис. 1.4. Структура та фактори боргової стійкості

Джерело: складено автором самостійно

Муніципальна боргова політика поділяється на такі етапи:

1. *Підготовчий* — прийняття органом місцевої влади принципового рішення про вихід на ринки капіталу для досягнення бездефіцитності, залучення інвестиційного ресурсу. Таке рішення в умовах вітчизняного

законодавства обов'язково затверджується на сесії міської ради, можливі також попередні громадські слухання. У випадку прийняття позитивного рішення місто забезпечує одержання кредитного рейтингу в спеціалізованих ринкових інституціях на підставі договірних правовідносин. Кредитний рейтинг у такому випадку виступає інструментом ефективної комунікації з інвесторами.

2. *Основний* — безпосереднє здійснення емісії облігацій чи залучення інших форм позикових ресурсів (кредит, муніципальна гарантія). На цьому етапі відбуваються всі погоджувальні процедури з Міністерством фінансів, оформлюється Проспект емісії [107, 108]. Після проведення обов'язкових конкурсних процедур визначають інвестора, який надає фінансування органу територіальної влади. Водночас здійснюється комплекс заходів щодо створення передумов макроекономічної стабільності в короткостроковому та довгостроковому періодах. До цього етапу належить і обслуговування місцевого боргу — операції щодо здійснення плати за користування кредитом (позикою), сплата комісій, штрафів та інших платежів, пов'язаних з управлінням державним місцевим боргом, обслуговування кредитного рейтингу міста та випуску цінних паперів. Під час основного етапу відбувається реалізація інфраструктурного чи соціального проекту за кошти, одержані від інвестора. До цього етапу також можуть належати процеси рефінансування та реструктуризації боргів.

3. *Заклучний* — погашення позики (боргу), операції з повернення позичальником кредитів (позик) відповідно до умов кредитних договорів та / або випуску боргових цінних паперів.

Ми погоджуємося з Т. Богдан, Т. Єфименко, О. Кириленко, що основними принципами ефективного управління місцевим боргом є: а) безумовність, прозорість для громади територіальної одиниці; б) наукове обґрунтування доцільності місцевих запозичень, визначення ризиків; в) забезпечення конкурсних процедур для відбору інвестиційних проектів та виконавців; г) формування позитивного іміджу позичальника; ґ) відповідальність органів місцевого самоврядування перед громадою та кредиторами;

- д) постійний моніторинг і контроль за станом місцевого боргу;
- е) максимізація ефекту від місцевих запозичень [14, с. 148; 67, с. 157–158].

На нашу думку, до вищенаведених принципів слід додати:

- 1) відповідність місцевої боргової політики інтересам громади;
- 2) забезпечення фінансової стабільності та незалежності (автономності) бюджету територіальної одиниці;
- 3) співфінансування проектів із різних джерел, у т. ч. емісії боргу;
- 4) оптимізація структури місцевого боргу щодо його раціональності, тобто переважання внутрішнього боргу над зовнішнім;
- 5) мінімізація ризиків та витрат на обслуговування місцевого боргу;
- 6) сприяння розвитку внутрішнього ринку місцевих запозичень через процедури рейтингування, створення кредитних історій.

Підсумовуючи усе сказане вище, пропонуємо власний цикл муніципальної боргової політики (див. рис. 1.5).

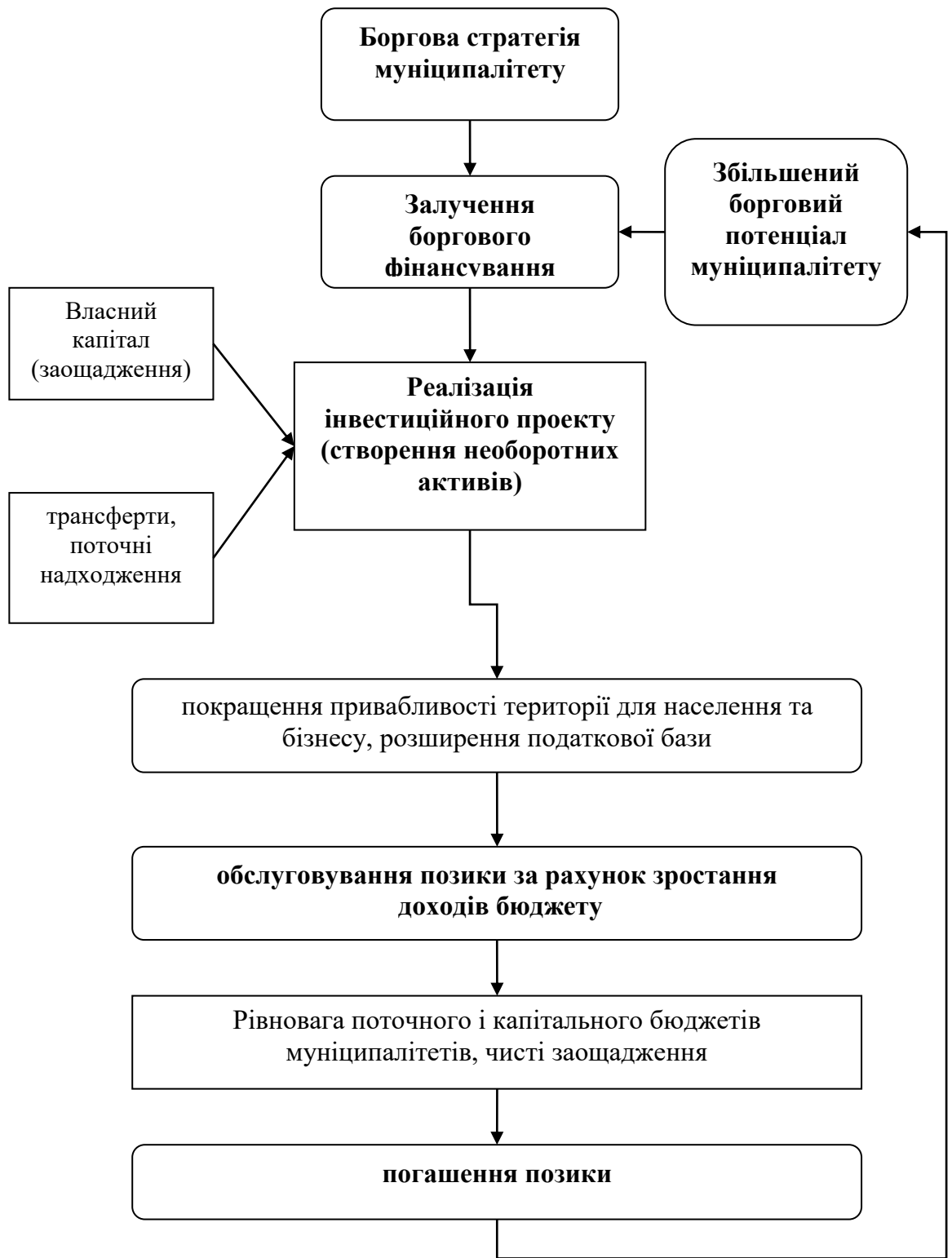


Рис. 1.5. Цикл муніципальної боргової політики

Джерело: складено автором самостійно.

Згідно з наведеним рисунком, ефективна і обґрунтована муніципальна боргова політика розпочинається з етапу створення інвестиційної стратегії муніципалітету, у якій на наступні 5–10 років пріоритетною буде

інвестиційна діяльність. Ми наполягаємо саме на поглибленні горизонту планування і прогнозування інвестиційних проектів. Поряд із цим, в Україні є безліч перспективних інвестиційних ідей, є програми, які перебувають в різних фазах реалізації. Інвентаризація таких проектів, синхронізація та гармонізація інвестиційних і боргових процесів у кінцевому підсумку сприятиме раціональному використанню наявних ресурсів. У такому ракурсі інвестиційна політика муніципалітетів спроможна сформулювати цілі та проекти для економічного зростання територій, а боргова політика — забезпечити їх ресурсною базою.

На підставі продуманого й обрахованого інвестиційного проекту розпочинається його реалізація, яка фінансуватиметься або із запозичень, або з дотацій на розвиток, поточних трансферт, власних заощаджень, або із сукупності цих джерел. За наявності в схемі фінансування власного капіталу чи запозичень, муніципалітет зобов'язаний відобразити у фінансовому кошторисі затрати на обслуговування боргу, знос, амортизацію активу тощо. Слід також урахувати майбутні видатки на утримання й обслуговування, що генеруватиме новостворений актив. Необхідно включити до розрахунку економії від застосування енергоощадних і ресурсозберігаючих технологій, можливі доходи від такого активу (продаж квитків, застосування нових тарифних ставок), безповоротні гранти від інших суб'єктів. Урахування додаткових вигод і витрат допоможе збалансувати бюджет території за «золотим правилом», коли надходження та видатки будуть врівноважені у фіскальному році.

Такі дії з побудови об'єктів інфраструктури створюють нові можливості для населення та бізнесу, тобто зростає загальна привабливість території для членів інших територіальних громад. У середньо- та довгостроковій перспективі це є поштовхом для припливу нових платників податків до юрисдикції, що відтак розширює базу оподаткування, сприяє зростанню надходжень від місцевих податків, інших зборів з користувачів. Перелічені процеси зміцнюють муніципальний бюджет, дозволяють збалансувати його компоненти — поточні та капітальні видатки (загальний та спеціальний

фонди — в українській фінансовій науці), сформувати чисті заощадження, які трансформуються або в новий інвестиційний проект, або витрати на соціальний захист чи освіту, або джерело для скорочення рівня місцевого оподаткування. Зростання інвестиційного потенціалу муніципалітету завершує поточний цикл боргової політики і розпочинає наступний.

1.3. Світовий досвід управління запозиченнями на рівні органів місцевого самоврядування

Для побудови ефективної муніципальної боргової політики в Україні доречним є вивчення зарубіжного досвіду місцевих запозичень, що нагромаджувався століттями. Найповніше глобальна практика субсуверенних запозичень була вивчена і деталізована в працях Д. Брунорі, О. Кануто, Дж. Крейга, Л. Лью, Т. Тер-Мінасян лише наприкінці 90-х рр. ХХ ст., а також Б. Даффлона, П. Дворакової, П. Свяневича та ін. на початку ХХІ ст.

Важливість регіонального і місцевого боргу, а також боргу квазідержавних підприємств у глобальному аспекті зростає. У Бразилії субнаціональний борг нараховує близько 30 % від загального нетто-боргу державного сектору. Борги штатів Індії складають близько 27 % від ВВП (а враховуючи борги місцевих компаній, що здійснюють енерго- та водопостачання й також належать штатам, ще більше). Зростання частки субсуверенних фінансів у загальних обсягах державних фінансів не обмежується у федеральних країнах. У Франції за муніципалітетами обліковується понад 70 % обсягу державного інвестування. Навіть у країнах, де ставлення до фіскальної децентралізації неоднозначне, а часто і негативне, територіально-адміністративні одиниці звітують про зростання частки місцевих державних інвестицій, наприклад до рівня 50 % в Індонезії та Туреччині [159, с. 219–220].

Для розуміння необхідності управління місцевими борговими процесами доцільно узагальнити три глобальних структурних тренди у світі загалом впродовж трьох десятиліть (приблизно від 1985 до 2015 рр.). Ці тренди

призвели до зростання частки субсуверенних державних фінансів, у тому числі борги територіально - адміністративних одиниць як частки загальнодержавного публічного боргу.

По-перше, сповідування принципів фіскального федералізму та бюджетна децентралізація в багатьох країнах надали місцевим урядам (територіям, муніципалітетам та іншим територіальним утворенням) цілий спектр повноважень щодо витрачання бюджету, права на збільшення його доходної частини та можливості щодо емісії боргу. Одночасно з доступом суверенних держав до фінансових ринків муніципалітети теж одержали вихід на внутрішні фінансові ринки, а згодом — і на глобальний ринок капіталу.

По-друге, муніципальні запозичення — це економічний (фіскальний) прояв демографічної тенденції щодо масової міграції із сільських поселень до міст. Безпрецедентні масштаби урбанізації в країнах, що розвиваються, потребують широкомасштабного фінансування міської інфраструктури для забезпечення поглинання містами потоку мігрантів із сільської місцевості. Запозичення муніципалітетів уможливають користування результатами капітальних інвестицій невідкладно, уже, без довгого очікування допоки необхідні нагромадження від поточних доходів бюджету будуть закумульовані для фінансування. Інфраструктурні інвестиції будуть корисними і для прийдешніх поколінь, отже, вони теж мають розділити ці витрати. Виходячи з таких міркувань, фінансування інфраструктури за рахунок субнаціональних боргових ресурсів є справедливим варіантом для всіх користувачів, що належать до різних поколінь та соціальних груп. Оплата вартості реалізації інфраструктурного проекту таким чином відповідає життєвому циклу активів, що були профінансовані за рахунок емісії боргу. Основними платниками виступають бенефіціари — одержувачі вигод від проекту — тобто населення конкретної території.

По-третє, субнаціональний борговий ринок в країнах, що розвиваються, проходить через виняткові трансформації. Приватний капітал починає відігравати важливу роль у таких країнах, як Польща, Румунія,

Чехія, Росія. Безпрецедентно загострюється конкуренція між субнаціональними цінними паперами та традиційними банківськими позиками як основними формами запозичень, відбувається міграція місцевих запозичень із прямої в умовну, латентну форму місцевих гарантій. Навіть незважаючи на тимчасові труднощі, викликані глобальною фінансовою кризою та нестабільністю, муніципальні цінні папери залишаються пріоритетним напрямком вкладення коштів для інвесторів.

У світовій практиці, незважаючи на розмаїття форм та інструментів субнаціонального боргового ринку, усе ж таки домінує думка щодо обов'язковості його зовнішнього регулювання з боку держави. Апологети дисципліни фінансового ринку [175, с. 63] заперечують таку необхідність з міркувань достатньої жорсткості та ефективності санкцій (наприклад, підвищення купонних ставок, пониження кредитних рейтингів). На наш погляд, це справедливо лише за умов істотного зростання заборгованості муніципалітетів в цілому по країні. Банки можуть не надати кредити окремим містам, які надто багато позичають, вибудовують фінансові піраміди. У випадку низького кредитного рейтингу ринок може відмовитися від придбання облігацій або вимагатиме вищу маржу. Ми оцінюємо наведені аргументи як спірні з підстав недостатності, некоректності та неадекватності інформації, яка є в розпорядженні кредиторів. Окремі інвестори не вбачають реальних ризиків неповернення кредиту органами місцевого самоврядування.

Банкрутство місцевого урядування в більшості країн є теоретично можливим, але з політичних міркувань недоцільним і на практиці застосовується рідко. Наведені обґрунтування дають підстави стверджувати, що зовнішнє регулювання і контроль над місцевими позиками як структурна компонента муніципальної боргової політики є необхідним та позитивним явищем.

У більшості європейських країн запозичення для покриття операційних видатків суворо заборонені: в Австрії, Великобританії, Данії, Франції, Німеччині, Італії, Норвегії, Іспанії та Швейцарії. Щоправда, цього загального

правила дотримують не завжди. У Швейцарії кантон може приймати рішення про обов'язкове збільшення ставки муніципального податку у випадку виникнення бюджетного дефіциту, якщо безпосередньо муніципалітет не вирішує проблему [172, с. 164–165]. У цілому в європейських країнах виділяємо два засадничих правила регулювання запозичень:

- правила адміністративного контролю запозичень (у тому числі, з індивідуальними лімітами, дозволами, граничними обсягами позик);
- правила контролю рівня заборгованості та поточного бюджету (передбачають ресурси на обслуговування боргу щодо капітальних вкладень).

Перший метод успішно реалізований в Данії, де основним принципом є заборона більшості варіантів запозичень за окремими винятками. У Великобританії реалізована модель адміністративних обмежень і встановлення граничних обсягів боргу для кожного конкретного місцевого органу самоврядування. У Швейцарії кожний проект капітальних видатків, якій не вкладається в річний бюджет, виноситься на місцевий референдум, а також потребує врегулювання з кантоном [172, с. 164–165]. Із перерахованих прикладів для України є доцільним запровадження досвіду Великобританії щодо щорічних меж боргової експансії в розрізі тих міст, які вже працюють із інструментом позик, замість сценарію щоразового погодження та одержання дозволу від міністерства фінансів. Інші процедури ми оцінюємо як надміру обтяжливі і складні для реалізації у вітчизняних реаліях.

Другий метод використовується в Німеччині, де місто зобов'язується довести, що запозичення не спровокує виникнення поточного дефіциту під час запланованого погашення боргів у наступні чотири роки. У загальному, ми підтримуємо поглиблення горизонту планування та прогнозування — і не лише для оптимізації боргового навантаження, але для усіх процедур муніципальної боргової політики, бюджетного процесу, інвестиційної політики тощо. Це дасть можливість узгодити всі перспективні інвестиційні проекти України, які перебувають в різних фазах реалізації, синхронізувати

інвестиційну і боргові політики, а в кінцевому підсумку — раціонально використати наявні ресурси.

У Франції у 80-х роках ХХ ст. національний уряд суттєво лібералізував усі форми попереднього контролю під час децентралізаційної реформи. Закон захищає місцеві органи влади від процедур банкрутства, тому ризики для банків мінімальні. Префект (у вітчизняній адміністративній моделі — голова обласної державної адміністрації) щороку перевіряє законність місцевих запозичень і у випадку встановлення порушень передає матеріали до Регіональної аудиторської палати. Коефіцієнт співвідношення заборгованості до поточного профіциту бюджету має бути нижчим за відношення суми заборгованості до щорічної суми обслуговування боргу. Тобто поточний профіцит бюджету має покривати суму боргу, яка щорічно повертається [115, с. 59]. Наведений аналіз дає підстави стверджувати про ймовірну дієвість та ефективність французької моделі в умовах України, особливо, якщо врахувати спорідненість наших децентралізаційних реформ, унітарну форму державного устрою, подібний рівень децентралізації управління, подібність територіально-адміністративного устрою.

Позитивною могла б стати імплементація досвіду Іспанії, де одержання дозволу на довгострокові запозичення необхідне для випадків, коли загальна сума боргу перевищує 110 % річних поточних доходів або минулорічний бюджет міста був дефіцитним. Погодження Мінфіну також необхідне для облігацій та емісії боргу в іноземній валюті.

Як бачимо, прогресивні європейські країни відходять від суворого адміністративного контролю за невеликими позиками, натомість концентрують увагу в напрямі зростання обсягів боргу, а отже, і ризиків. Упровадження ризикоорієнтованих моделей контролю дає економію бюджетних ресурсів, робочого часу та ін.

На наш погляд, у контексті запровадження боргового інструментарію в місцеві фінанси України найпоказовішим є порівняння вітчизняної практики муніципальних запозичень із динамікою цього процесу в країнах — нових

членах ЄС (Польщі, Чеській Республіці, Угорщині, Латвії, Болгарії та ін.). Адже у 2000-х роках як Україна, так і зазначені вище держави мали приблизно однаковий спектр політичних, економічних та соціальних проблем, суттєву централізацію фінансового і бюджетного секторів тощо. За два десятки років ми опинилися в різних за ступенем розвитку групах: одні країни демонструють швидкий поступальний рух в забезпеченні потреб громадян суспільними благами, інші — залишаються слабкорозвиненими сировинними економіками.

Так, органи місцевого самоврядування і муніципалітети, місцеві уряди тощо в країнах з транзитивною економікою регулярно здійснюють запозичення фінансових ресурсів з величезного розмаїття джерел. До них належать і запозичення від центральних урядів, позики між бюджетами, позики від місцевих, регіональних та загальнодержавних фінансових інституцій, кошти з внутрішнього та зовнішніх фінансових ринків від випуску внутрішніх облігаційних позик чи євробондів. Здавалось би, що це вказує на широку варіативність практики муніципальних запозичень в умовах суворого адміністративного контролю над боргом, проте більшою мірою це відображає ступінь розвитку фінансових ринків і прогрес в інших сферах фіскальних відносин. В окремих пострадянських країнах навпаки, одночасно з низьким або й нульовим загальним рівнем місцевих запозичень існує стійкий зростаючий тренд до збільшення дефіцитів місцевих бюджетів, нагромадження боргів і позикових гарантій. За таких умов доцільно проаналізувати досвід розвинутих європейських країн щодо перенесення боргової компоненти з національного рівня на субнаціональний.

Узагальнимо наявну інформацію щодо місцевого боргового ринку країн Євросоюзу, для чого розрахуємо показник місцевого боргу на особу в євро та відносні показники співвідношення боргу до ВВП, частки місцевих запозичень у відсотках до загальної суми державного боргу в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

**Місцевий борг у країнах Євросоюзу, Норвегії та України
на початок 2014 р.**

Країна	Показники місцевого боргу		
	на душу населення, євро	співвідношення місцевого боргу і ВВП, %	співвідношення місцевого і загальнодержавного боргу, %
Австрія	1533	4,0	4,1
Бельгія	2005	5,7	5,1
Болгарія	65	1,2	6,3
Великобританія	1603	5,0	5,8
Греція	161	1,0	0,6
Данія	3332	7,4	16,7
Естонія	514	3,6	32,7
Ірландія	1127	3,0	2,5
Іспанія	901	4,0	4,3
Італія	2308	8,5	6,7
Кіпр	334	1,6	–
Латвія	675	5,9	15,4
Литва	234	2,0	5,1
Люксембург	1842	2,2	9,4
Мальта	9	0,1	0,1
Нідерланди	3349	8,7	12,5
Німеччина	1807	5,3	6,7
Норвегія	–	–	40,5
Польща	439	4,2	7,2
Португалія	1022	6,3	4,6
Румунія	181	2,5	6,7
Словаччина	303	2,2	4,1
Словенія	356	2,0	2,9
Угорщина	158	1,6	2,0
Фінляндія	2991	8,1	14,4
Франція	2786	8,6	9,5
Хорватія	154	1,5	2,3
Чехія	396	2,8	6,4
Швеція	3351	7,5	18,1
Україна	22,7	0,9	2,2

Джерело: розраховано автором за даними [21,52,194, 195].

Такі показники є інформативнішими для аналізу, оскільки абсолютні суми запозичень не дають цілісної статистичної картини, адже країни

Єврозони є надто різними за кількістю населення, економічним потенціалом та територіально-адміністративним поділом, державним устроєм тощо.

Так, за даними електронного ресурсу Євростату станом на початок 2014 р. спостерігається зростання абсолютних величин місцевого боргу у всіх без винятку країнах ЄС [194]. Ймовірно, така ситуація є вимушеною, оскільки за підсумками 2013 р. вже 18 із 28 країн-членів ЄС за показниками державного боргу не відповідають Маастрихтським критеріям, тобто борг перевищує 60 % ВВП. І лише для 10 країн суми державного боргу перебувають в інтервалі від 10,1% до 54,7 % [194]. Таким чином, структурний зсув в бік місцевої боргової компоненти може бути обумовлений саме бажанням національних урядів країн ЄС виконати вимоги Маастрихтських критеріїв, не припиняючи при цьому залучати позикові ресурси.

Якщо проаналізувати суму місцевого боргу країн ЄС у розрахунку на душу населення (табл. 1.2), то виявляється, що найбільші абсолютні суми запозичень сконцентрували розвинуті ринкові країни Швеція, Нідерланди і Данія — відповідно 3351, 3349 і 3332 євро на людину. Ще в 11 країнах місцеві боргові ресурси на особу перевищують або наближаються до 1000 євро (наприклад, Франція, Фінляндія, Італія та ін.). Показовим є факт, що всі ці країни також є представниками Західної та Північної Європи. Країни — «нові» члени ЄС натомість демонструють помірковане зростання муніципальних боргів, суми місцевих запозичень на одиницю населення не досягають 700 євро (Латвія, Естонія, Польща, Чехія, Болгарія). Отже, боргове навантаження на громадянина в країнах Центральної і Східної Європи щонайменше удвічі нижче боргового навантаження країн-представників «старої» Європи. Незважаючи на загальну пересторогу щодо запозичень у країнах Центральної та Східної Європи, у Чеській Республіці, Польщі, Угорщині та Естонії протягом 2005–2015 рр. невпинно зростає частка використання боргових інструментів для фінансування суспільних капіталовкладень. На думку чеської дослідниці П. Дворакової, це завдячує

комплексу чинників. По-перше, навички боргового менеджменту та розуміння бюджетної відповідальності органів місцевого самоврядування швидко прогресують в європейських країнах. По-друге, регіональні економіки стають міцнішими, що проявляється в розширенні податкової бази — основної гарантії майбутньої платоспроможності муніципалітетів. По-третє, покращення загальної макроекономічної картини відчутно знизило для вищевказаних країн відсоткові ставки по запозиченнях. Такі зміни передбачають мінімізацію ризиків, що «прив'язані» до запозичень, що в кінцевому підсумку відкрило найкращі фінансові ринки для кредитоспроможних муніципалітетів [170, с. 5].

Для 26 країн з 28 дійсних членів Євросоюзу, а також Норвегії продовжується загальний тренд щодо переважання боргів центральних урядів — у середньому 75 % від загальної суми боргу державного сектору [194]. Отже, і в Західній Європі спрацьовує правило пріоритетності загальнодержавних інтересів над регіональними потребами, першочерговості загальнодержавного боргу над локальними кредитами; саме центральні уряди в Центральній та Східній Європі (за винятком Чехії та Естонії) емітували переважну частину свого державного боргу, витіснивши таким чином муніципалітети з фінансових ринків. Водночас протягом 2005–2015 рр. складається нова тенденція щодо зростання співвідношення місцевого боргу і загальнодержавного — у Норвегії — до 40,5 %, Естонії — 32,7 %, Швеції — 18,1 %, Данії — 16,7 %, у Фінляндії — до 14,4 %, Нідерландах — 12,5 %, Латвії — 15,4 %, Румунії — до 6,7 %. У Польщі це співвідношення досягає рівня 7,2 %, що вже відповідає середньому співвідношенню для «старих» членів ЄС — від 7 % до 9 %. Першопричиною таких статистичних даних Польщі стало агресивне залучення місцевих позик для розвитку інфраструктури в процесі підготовки до проведення фінальної частини чемпіонату по футболу Євро-2012. Країни — «нові» члени Євросоюзу переважно демонструють незначне співвідношення місцевих боргів до консолідованого боргу державного сектору, у межах від 2 % до 4 % (Угорщина — 2,0 %, Хорватія — 2,3 %, Словаччина —

4,1 %). Співвідношення місцевого державного боргу і загального державного боргу в країнах Центральної та Східної Європи залишається найнижчим у Європі.

Картина щодо місцевих запозичень є неповною без боргів регіональних урядів, які мають значну частку в структурі сукупного державного боргу Німеччини (29,9 %) та Іспанії (18,8 %) і незначну — в Австрії та Бельгії [194]. Регіональний борг (або борг окремих суб'єктів федерацій) дозволений бюджетним законодавством загалом лиш у цих країнах Європи, що обумовлюється специфікою федеративного державного устрою та високим рівнем децентралізації фінансових систем.

Порівняльна статистика щодо місцевих запозичень у 2013 р. (табл. 1.2) засвідчує крайню неоднорідність, навіть асиметричність муніципального боргового ринку країн Європи. Так, показник місцевого боргу у відношенні до ВВП істотно коливається: від 0,1 % для Мальти, 1,0 % для Греції до 8,5 % для Італії, 8,6 % — Франції, 8,7 % — Нідерландів. Такі країни, як Словаччина, Литва, Чехія тяжіють до медіанних значень із відповідними показниками боргу до ВВП 2,2 %, 2,0 % і 2,8 %. У 2013 р. була лише одна країна в Центральній та Східній Європі — Латвія, у якій рівень місцевих запозичень становив 5,9 % від показника національного ВВП, що відповідає середнім показникам (від 5% до 9 %) для країн — «старих» членів ЄС.

Проведений секторальний аналіз показників державного та муніципального боргу підтверджує гіпотезу, що створення та розвиток ринку муніципальних запозичень відбувається із значними труднощами не тільки в Україні, але й в інших країнах — нових членах Євросоюзу. Проте аналіз не детермінує причин, а тільки відображає загальну картину. Для виявлення таких причин протягом 2003–2009 рр. проведено низку досліджень щодо проблем та переваг впровадження боргового менеджменту в Центральній і Східній Європі, перенесення його із загальнодержавного рівня на рівень територіально-адміністративних одиниць.

Праці Б. Даффлона, П. Дворакової, П. Свяневича виявили небажання органів місцевого самоврядування країн — нових членів ЄС провадити системні зміни не стільки в площині економічного розвитку, скільки у сфері ментального ставлення до проблеми політиків та виборців. Так, можливими причинами для низького рівня муніципальних запозичень згідно з дослідженнями економіста П. Свяневича [197, с. 388] були такі фактори:

- гіпотеза, що фінансові ринки є недостатньо розвинутими;
- відсоткові ставки комерційних банків і ризикові премії для місцевих облігацій є вищими порівняно з бондами для центрального уряду;
- законодавство щодо запозичень і боргу має стримуючий характер;
- сформована громадська думка, що борг є ознакою фінансової нестабільності, а ризикові форми фінансування, у т. ч. борг, покладають несправедливий тягар на прийдешні покоління мешканців;
- роль муніципалітетів в суспільному секторі інвестицій обмежена;
- міжбюджетні дотації з бюджетів вищого рівня можуть і повинні замінити боргові фінанси;
- надходження власних бюджетних доходів складні для прогнозування, отже, органи місцевого самоврядування не можуть брати на себе майбутні затрати щодо обслуговування боргу, адже це впливатиме на стан виконання поточного бюджету протягом кількох років;
- місцеві органи влади не мають достатнього технічного і адміністративного ресурсу для управління боргом.

Перераховані перешкоди постають поодинці чи в різноманітних комбінаціях в усіх країнах проаналізованого регіону і означають таке: навіть для фінансування інвестиційних проектів, у яких борг виступає найприйнятнішим джерелом з певних міркувань, місцева влада країн ЄС вважає за краще використання інших типів поступлень [165, с. 108]. Дотації від державного бюджету, від ЄС та інших донорів, застосування схем публічно-приватного партнерства часто ідеалізується та трактується в якості найкращого способу фінансування для таких цілей, особливо після податків

та поступлень від приватизації, які є непередбачуваними та недостатніми. Адже резерви від приватизаційних поступлень і залишки активів на продаж із року в рік виснажуються.

Усі виявлені чинники та причини, що стримують розвиток муніципальної боргової політики в Східній і Центральній Європі, вважаємо, можна екстраполювати на вітчизняне поле.

Зрозуміло, що місцеві запозичення призводять до формування місцевого боргу, що є також структурним елементом муніципальної боргової політики. Тому зловживання запозиченнями та їх нераціональне застосування загрожують муніципалітетам надмірним борговим тягарем та оголошенням дефолтів. Аналізуючи та узагальнюючи зарубіжну практику в цьому сегменті, робимо висновок, що система мінімізації ризиків муніципальних запозичень включає в себе рейтинги емітентів муніципальних цінних паперів та власне паперів як фінансових інструментів, систему кредитних історій, гарантії кредиторам, законодавчо визначені обмеження щодо обсягів муніципального боргу у відношенні до видатків місцевих бюджетів та їх доходів, спеціальні органи, що відслідковують ризики [165,172]. Принципово важливим є співвідношення боргу і обсягу доходів / видатків відповідного місцевого бюджету [172, с. 159–165]. До прикладу, у Польщі загальний обсяг заборгованості органів місцевого самоврядування не має перевищувати 60 % річного доходу, а видатки на обслуговування боргу протягом року — 15 % бюджетних доходів. В Угорщині місцевий борг може досягати 70 % річного доходу муніципалітету. Схожий сценарій уже реалізований в Україні в положеннях ст. 18, 74 Бюджетного кодексу саме на основі узагальнення найкращих світових практик. Зокрема, видатки на обслуговування місцевого боргу не мають перевищувати 10 % видатків загального фонду відповідного бюджету, а сума заборгованості — 200 % (400 % для Києва) середньорічного індикативного прогнозованого обсягу надходжень бюджету розвитку без урахування запозичень і капітальних трансферт на поточний і два наступних бюджетних періоди. На наш погляд, чинні застереження є цілком достатніми.

Світова практика та досвід застосування місцевої боргової політики виробили цілий комплекс ефективних управлінських рішень у галузі використання боргового фінансування, які можуть бути корисними для вітчизняного сектору. Ми підтримуємо застосування таких заходів. Так, для нівелювання впливу курсових коливань на платоспроможність муніципалітетів окремі країни — Японія, Мексика та деякі інші (табл. 1.1 на с. 46) — на загальнодержавному рівні заборонили практику зовнішніх муніципальних запозичень та номінування боргу у валюті інших країн. Як наслідок, муніципальний борговий ринок Японії не фіксує дефолтів з 1948 р. [159, с. 225; 172, с. 159–165]. Така модель буде ефективною в Україні, адже ключовим ризиковим чинником для міст є саме зовнішні запозичення на тлі нестабільності національної грошової одиниці. Іншим можливим рішенням питання ризиковості запозичень є розділення боргових ризиків між кредиторами та страховими компаніями. Страхування емісій муніципальних облігацій у світі як форма забезпечення зобов'язань отримало розвиток відносно недавно, з 1970–1980 рр. Наприклад, частка застрахованих емісій в загальному обсязі емісій муніципальних облігацій США складає близько 40 % [159, с. 225]. Щоправда, в умовах слабкого і недокапіталізованого страхового ринку України, законодавчі ініціативи щодо обов'язкового страхування ризиків субнаціональних облігацій навряд чи принципово вплинуть на учасників та ситуацію на ринку. Проте на перспективу страхування є одним із векторів попередження та превентивного врегулювання неплатоспроможності емітента.

У глобальних практиках боргова політика муніципалітетів нерозривно пов'язана з інноваційно-інвестиційною політикою та діяльністю. Місцеві органи влади в Європі фінансують переважну частку сукупних суспільних інвестицій — в Ірландії, Іспанії, Італії, Франції питома вага капітальних видатків муніципалітетів перевищує 2/3 загальнодержавних інвестицій, в Австрії, Бельгії, Великобританії, Данії, Нідерландах, Німеччині, Португалії, Фінляндії, Швеції — перевищує 50 % інвестицій державного фінансового

сектору [194]. Саме на фінансування інвестиційних потреб територіального розвитку і спрямовуються кошти, залучені місцевими урядами в процесі реалізації муніципальної боргової політики. Тому розширення горизонтів стратегічного планування капітальних видатків, удосконалення інноваційно-інвестиційної політики в Україні, її гармонізація та синхронізація з місцевою борговою політикою можуть дати синергетичний ефект максимізації суспільного добробуту.

Важливою частиною державного регулювання процесів муніципальних запозичень у світі є законодавство з питань забезпечення кредиту, заставного майна та банкрутства. Світова практика субсуверенних позик знає сотні прикладів банкрутств муніципалітетів. Найгучніший — банкрутство муніципалітету Детройта у 2013 р. на загальну суму зобов'язань близько 19 млрд дол. США. Упродовж 2000–2005 рр. серія муніципальних дефолтів відбулася в Угорщині. Українська історія місцевих позик також знає дефолти окремих емітентів, зокрема Одеси та АРК, більшість з яких були все ж таки технічними. У листопаді 2015 р. дві рейтингові агенції присвоїли дефолтний рейтинг столиці України Києву, що вимагає термінового врегулювання, відновлення платоспроможності.

Світова економічна та юридична практика оперує трьома поняттями синонімічного ряду, які характеризують ситуацію, коли в кредитних відносинах боржник не відповідає за своїми зобов'язаннями — дефолт (суверенний і технічний), неплатоспроможність і банкрутство. Зокрема, поняття дефолту — це стан у кредитних відносинах, коли позичальник не виплачує свої борги або платежі; порушення платіжних зобов'язань позичальника перед кредитором; нездатність проводити своєчасні виплати за борговими зобов'язаннями або виконувати інші умови договору позики. Розрізняють технічний і суверенний дефолт. На противагу економічній теорії в українському законодавстві немає юридичного визначення терміну «дефолт» ні в Цивільному, ні в Господарському, ні в Бюджетному кодексах. Визначення поняття неплатоспроможності в чинному законодавстві

відповідає економічному змісту категорії як «...неспроможність боржника виконати після настання встановленого строку грошові зобов'язання перед кредиторами не інакше, як через відновлення його платоспроможності...».

Переважає наслідком дефолту чи неплатоспроможності в українських та й світових практиках є рефінансування або реструктуризація боргів муніципальних позичальників. Борги можуть бути також погашені за рахунок примусового продажу заставного комунального майна, якщо таке передбачено Проспектом емісії облігацій чи умовами кредитної лінії.

Важливо, що в Бюджетному кодексі України проігноровані терміни «рефінансування» та «реструктуризація». Дефініції «рефінансування» та «реструктуризація» визначені лише в нормативному полі одночасно з першими технічними дефолтами муніципалітетів чи після них. У теорії рефінансування субнаціонального боргу — це погашення суми основної заборгованості й процентів за рахунок коштів, отриманих від розміщення нових позик [3, с.262]. Для успішного застосування механізму рефінансування необхідна висока фінансова репутація позичальника. Реструктуризація заборгованості полягає в тому, що на певних умовах відстрочується виплата частки боргу.

З огляду на невідповідність світового досвіду та українських реалій в сфері врегулювання питань неплатоспроможності (банкрутства) позичальника, вважаємо за необхідність чітко визначити послідовність та структуру цих процесів у юридичній площині — вітчизняному бюджетному та господарському законодавстві. Для розвитку муніципальної боргової політики це стане потужним позитивним сигналом щодо підсилення позицій кредиторів, забезпечення виваженості та відповідальності дій муніципалітетів під час використання боргового фінансування.

Красномовним є аналіз поточної ситуації з місцевими запозиченнями в країнах — колишніх членах СРСР (Казахстані, Киргизії, Туркменістані та інші). Справедливо зауважити, що інформація з цього питання вкрай обмежена. Так, у країнах з відносно нерозвиненими фінансовими ринками

(Білорусь, Молдова, усі країни Центральної Азії) місцеві запозичення зазвичай набувають форми позичок від центрального уряду. У більшості цих країн (у Європі — також у Боснії та Албанії) ринок муніципальних боргів є нерозвиненим унаслідок неспроможності муніципалітетів у забезпеченні власної кредитоспроможності, що виступає основною передумовою доступу до приватного кредиту. Дані Міжнародного валютного фонду за 2014 р. свідчать, що практика місцевих запозичень поширена в Росії, Литві, Естонії (останні дві — нові члени ЄС), а також з'являється в Молдові (до 2003 р. запозичення були заборонені законодавчо). Решта колишніх членів СРСР (Білорусь, Вірменія, Азербайджан, Туркменістан та інші) не розвивають місцеві боргові фінанси, водночас не демонструючи при цьому й серйозного поступу в розвитку економіки як загалом, так і на рівні окремих регіонів. На нашу думку, такий стан обумовлений скорше політичними та адміністративними чинниками — законсервованим ще з часів СРСР недемократичним адміністративно-територіальним устроєм та управлінням.

Аналіз показників реалізації державної боргової політики Російської Федерації показує, що станом на 01.04.2014 р. субнаціональні запозичення складають 459,9 млрд російських рублів, з яких 449,5 млрд рублів або 97,8 % — борги суб'єктів федерацій, і лише 10,4 млрд рублів або 2,2 % — борги муніципальних утворень [90]. Для Росії характерна зовсім інша парадигма побудови боргового ринку та імплементації боргової політики: основна сума залучень припадає на позики суб'єктів федерацій та підприємства державного корпоративного сектору (точки концентрації владних повноважень), тоді як загальнодержавний та муніципальні борги перебувають на низькому рівні. Це дає підстави говорити, що в Росії не приділяється належна увага проблемам місцевого самоврядування, у тому числі не вітається використання боргової компоненти для фінансування місцевих потреб. Досвід Росії щодо поступу субнаціональних запозичень не може бути використаний Україною, у тому числі й з міркувань невідповідності державного устрою: Росія є федерацією, а Україна —

унітарна держава. Водночас ми визнаємо поступ Росії у формулюванні та оприлюдненні стратегічних цілей та напрямків реалізації державної боргової політики субнаціональних утворень — суб'єктів федерації на сайті Міністерства фінансів Російської федерації [90].

Як наслідок, побудова місцевої боргової стратегії та політики, управління місцевими боргами є не що інше, як один з напрямів фінансової децентралізації. У свою чергу, фінансова децентралізація в принципі не можлива без політичної і територіально-адміністративної децентралізації. Ефективне впровадження (імплементация) фінансової децентралізації не просто потребує, а безапеляційно вимагає наявності інституціональної основи процесу. У той час, як муніципалітети в економіках сталого розвитку Польщі, Угорщини, Чеської Республіки, країн Балтії очолювані демократично обраними мерами чи іншими представниками, керівники регіональних урядів країн Центральної Азії, Росії й надалі призначаються вольовим рішенням центрального апарату уряду. Білорусь, Азербайджан, Туркменістан взагалі не мають виборчих процедур для місцевих урядів. У Таджикистані та Узбекистані закон прямо забороняє запозичення на рівні місцевих органів влади [165, с. 126].

Україні тут належить проміжне положення — з одного боку, закладено конституційні засади місцевого самоврядування, ратифіковано Європейську хартію місцевого самоврядування та імплементована нормативно-правова основа для автономної фінансової діяльності муніципальних одиниць. З іншого боку, розвиток місцевої фіскальної та боргової політики фактично зупинився на рівні територіальних громад міст обласного значення та крупних промислових центрів, оскільки переважна більшість територіальних одиниць, міста районного значення, через їх надмірну подрібненість та надзвичайно слабку матеріальну базу виявились неспроможними виконувати свої повноваження, у тому числі залучати високоризикові боргові ресурси. Водночас у країні відсутнє місцеве урядування на середньому рівні адміністративних одиниць, як райони та області. Адже система районних та

обласних державних адміністрацій як спадок радянської системи організації влади є локальними представниками найвищого рівня державного управління, а носіями місцевого самоврядування мали б стати виконавчі комітети районних та обласних рад за відповідних змін Конституції України.

Викладене свідчить, що в розвинутих країнах Європи, США, незважаючи на ризики і небезпеки, при вдалому менеджменті муніципалітетів та ефективному державному регулюванні місцеві запозичення не ведуть до боргової узалежненості, а є важливим інструментом місцевого та регіонального розвитку.

Висновки до розділу 1

У результаті дослідження теоретичних засад формування муніципальної боргової політики сформульовано висновки, що подані нижче.

1. Активізація муніципальних запозичень у ХХ–ХХІ ст. — це фіскальний вияв демографічних тенденцій — урбанізації, метрополізації, фінансовий наслідок зростання ролі та значення мегаполісів в глобальному просторі. Дослідження концептуальних засад муніципальної боргової політики підтвердило, що в державних фінансах світу вона є невід’ємною компонентою та інструментом загальнодержавної фіскальної, інноваційно-інвестиційної політики. Із урахуванням сучасних течій економічної науки муніципальну боргову політику позиціонуємо циклічний, мультифункціональний, багатостадійний, фінансовий процес, що реалізується в діяльності місцевих органів влади, які мають повноваження щодо залучення боргових ресурсів та визначають напрями їх використання з метою стимулювання інвестиційно-інноваційної активності адміністративної одиниці. Домінантою формування боргового сегменту фінансових ресурсів міст стають впливи політичних та суспільних процесів.

2. Ефективність реалізації боргової політики місцевого самоврядування виражається «золотим правилом інвестування», яке вимагає балансу або

профіциту поточного бюджету та дозволяє використання запозичень тільки для інвестиційних цілей. Підставою для легітимізації цих процесів стає обов'язковий розподіл бюджету на два фонди: загальний та спеціальний (бюджет розвитку).

3. Муніципальна боргова політика може спричиняти виникнення цілої низки фіскальних і соціально-економічних ефектів для місцевих громад, зокрема, витіснення приватних інвестицій, поглиблення диспропорцій в розвитку між містами й регіонами, недофінансування окремих соціальних потреб як наслідок відволікання ресурсів загального фонду бюджету на обслуговування боргів, згортання активності щодо пошуку резервів розширення доходної частини бюджету. Можливості місцевих органів влади провадити власну інвестиційну політику із застосуванням інструментарію запозичень обмежуються формою державного контролю від національного уряду, який реалізується переважно у вигляді формальних бюджетних критеріїв з метою забезпечення боргової стійкості, уникнення фіскальних шоків тощо.

4. В Україні не сформовано державну стратегію залучення боргових інструментів для фінансування місцевих інвестиційних проектів, яка б ґрунтувалася на фінансовій децентралізації та розширенні повноважень місцевих органів влади, загальноприйнятих у глобальному просторі. Необхідно усвідомити, що потужні та фінансово автономні міста можуть стати не тільки фундаментом державності, але й точками росту, драйверами розвитку регіональних інвестиційно-інноваційних процесів, визначати пріоритетні напрями перетворень у суспільстві. Наявна дискретна практика муніципальної боргової поведінки окремих суб'єктів базової ланки державного управління вимагає узагальнення та формування на такій основі принципів і правил ефективної муніципальної боргової політики.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [120, 125, 126, 174].

РОЗДІЛ 2.

ПРАГМАТИЗМ РЕАЛІЗАЦІЇ МУНІЦИПАЛЬНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

2.1. Моніторинг взаємозв'язків фіскальної та боргової політики на національному та локальному рівнях

Минуло понад два десятиліття з моменту здійснення перших місцевих запозичень в Україні (1995 р.), проте розуміння придатності використання боргових фінансів на муніципальному рівні залишається неоднозначним.

На думку економістів, зокрема С. Брю, К. Макконнела, створення, акумуляція боргів є наслідком незбалансованості бюджетів за доходами та видатками, а бюджетний борг — це похідна функція від дефіцитності відповідних бюджетів [80, с. 377] і є нагромадженою сумою дефіцитів і профіцитів бюджетів за відповідний часовий проміжок. За твердженням Дж. Крейга та Т. Тер-Мінасян, починаючи від 1980-х рр. і до сьогодні державні й муніципальні борги демонструють зростаючий тренд серед широкого діапазону країн: як федеральних, так і унітарних. Зростання саме субнаціонального боргу — це часто тривожний симптом неприйнятної конструкції міжбюджетних відносин, суттєвих вертикальних і горизонтальних дисбалансів чи системи міжбюджетних трансфертів із непрозорими критеріями. За таких умов головним спонукальним фактором для розвитку ринку субнаціональних запозичень та створення власної боргової стратегії місцевих громад є систематична та постійнотривала недостатність власних фінансових ресурсів муніципалітетів [172, с. 156–158].

Для підтвердження чи спростування зазначеного вище проаналізуємо дані державного фінансового сектору України за 2005–2014 рр. Більшість вітчизняних учених з такою метою аналізує лише структуру Зведеного бюджету України з виділенням частки місцевих бюджетів у ньому за доходами і видатками. У такій системі координат місцеві бюджети відіграють відносно благополучну роль — у середньому від 21,7 % до 26,5 % щодо доходів у 2005–2015 рр. (див. рис. 2.1).



Рис. 2.1. Частка доходів і видатків місцевих бюджетів у Зведеному бюджеті України, %

Джерело: складено автором на основі [18, 19].

На нашу думку, наведений аналіз уособлює усталені і дещо застарілі пострадянські підходи. Водночас частка видатків місцевих бюджетів у структурі Зведеного бюджету є в діапазоні від 35,9 % до 42,7 %, що дає нам підстави говорити про критичну і постійнотривалу дефіцитність місцевого самоврядування упродовж десятиліть існування української державності. У 90-х роках ХХ ст. це можна було б віднести до наслідків радянської епохи. Проте ситуація розвивається в умовах дії як Закону України «Про бюджетну систему» (1991–2001 рр.), Бюджетного кодексу 2001 р., Бюджетного кодексу 2010 р., так і за наявності бюджетних змін у 2015 р. Це однозначне підтвердження думки, що немає і не буде в осяжній перспективі політичної волі щодо справжньої, а не удаваної децентралізації влади в Україні — політичної, територіально-адміністративної, економічної і фінансової тощо. Для імплементації Європейської хартії місцевого самоврядування

центральний уряд формально передав владні повноваження на місця, проте не віддав достатні для їхнього провадження фінансові ресурси.

На противагу вітчизняній методиці ми пропонуємо здійснити інтегрований моніторинг частки місцевих бюджетів у загальних фінансах державного сектору за європейськими практиками і стандартами МВФ [85, с. 5]. Для повноти і всебічності аналізу до складу державного фінансового сектору закономірно включимо не лише державний та місцеві бюджети, але й бюджети пенсійного та інших соціальних фондів. Основоположним документом методики оцінки стану державних фінансів для країн ЄС є Європейська система національних та регіональних рахунків (European system of national and regional accounts, ESA95 or ESA2010) [171], дефініції якої, правила підрахунку й узагальнення статистичних показників відповідають міжнародній Системі національних рахунків (System of National Accounts of the United Nations (1993, SNA) [85].

За цією методологією в європейських практиках, до фінансів державного сектору окрім державного та місцевих бюджетів залучені кошти державного пенсійного та соціальних фондів, оскільки внески до них і напрями витрачання визначаються відповідно до загальнодержавного законодавства, а, отже, обов'язкові до виконання всіма суб'єктами економічної діяльності.

На рис. 2.2 відображено динаміку надходжень до державного фінансового сектору України, дані свідчать про те, що надходження динамічно зростають — з 186,2 млрд грн у 2005 р. до 635,5 млрд грн у 2014 р., або в 3,4 разу. Водночас місцеві бюджети демонструють аналогічну динаміку — зростання з 30,3 млрд грн до 99,9 млрд грн за період 2005–2014 рр. або в 3,3 разу.

Така ситуація розвивається на тлі практично незмінної частки перерозподілу ВВП через державний фінансовий сектор — протягом усього аналізованого періоду її значення коливається зовсім незначно в діапазоні від 42 % до 44,5 % ВВП за доходами (див. рис. 2.3).

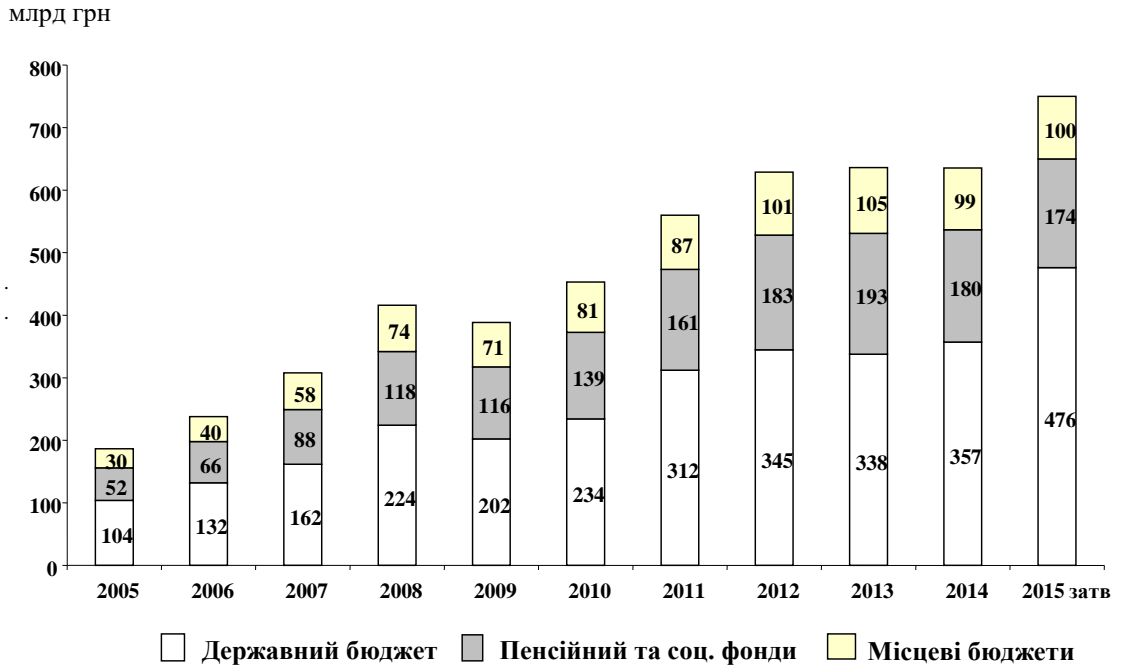


Рис. 2.2. Динаміка надходжень до державного фінансового сектору України, 2005–2015 рр., млрд грн

Джерело: складено автором на основі [89].

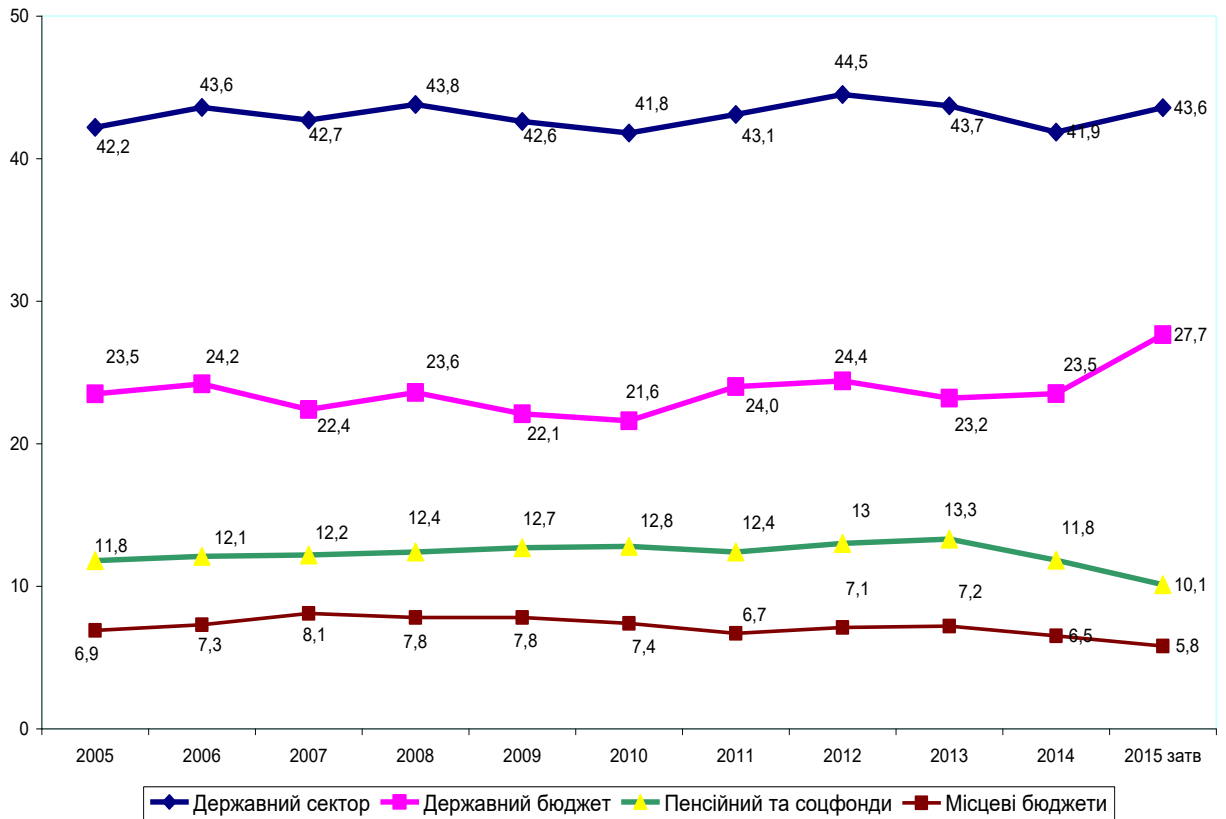


Рис. 2.3. Питома вага надходжень до державного фінансового сектору у відсотках до ВВП України, 2005–2015 рр.

Джерело: складено автором на основі [89].

Проте аналіз структури надходжень державного фінансового сектору (рис. 2.2, 2.3) виявляє дисбаланси: через 12 087 місцевих бюджетів України [89] перерозподіляються суми, які майже удвічі менші за кошти пенсійного і соціальних фондів, і втричі менші — за кошти, що обертаються в державному бюджеті України. Так, у відносно благополучному 2013 р. всі місцеві бюджети України без урахування трансфертів одержали 105,2 млрд грн доходів, водночас Пенсійний фонд закумулював 193,3 млрд грн (у тому числі, з коштами соціальних фондів), а через державний бюджет перерозподілено 337,6 млрд грн надходжень.

Таким чином, усі місцеві громади України у 2013 р. оперували лише 16,5 %, або однією шостою від загального бюджету публічного фінансового сектору. Уже у 2014 р. на тлі суспільної дискусії про необхідність децентралізації бюджетів і грошових потоків доходи державного бюджету ростуть до 357 млрд грн за одночасного скорочення місцевих бюджетів і соціальних фондів до 98,9 млрд грн та 179,6 млрд грн відповідно. Це миттєво позначається на структурі ВВП 2014 р. (рис. 2.3) — відбувається рестрикція ресурсів місцевих бюджетів до 6,5 % ВВП на користь державного бюджету, роль якого зростає до 23,5 % ВВП. З урахуванням затверджених показників бюджету на 2015 р. (рис. 2.3) нами спостерігається тенденція щодо подальшої бюджетної централізації та заперечення навіть можливості фіскального федералізму. Так, прогнозована частка доходів держбюджету у 2015 р. має зрости до 27,7 % ВВП, а місцевих бюджетів — знизитися до 5,8 % ВВП, що стане найнижчим показником за період 2005–2015 рр..

Методологія Міжнародного валютного фонду щодо статистичних стандартів сфери публічних фінансів [201, с. 15] передбачає також включення до них фінансових ресурсів державного корпоративного сектору. Для України це кошти державних корпорацій та підприємств, як-от: НАК «Нафтогаз України», ПАТ «Укрнафта», концернів «Укроборонпром», «Укрспецекспорт», «Укргазвидобування», ДК «Укрспирт», ДП «НАЕК «Енергоатом», ДП «Укрзалізниця», ДП «Укрвугілля», УДППЗ «Укрпошта», а

донедавна ще й «Укртелеком» та ін. Адже сектор державних корпорацій в постсоціалістичних державах традиційно перенасичений і акумулює спільномірні з бюджетом ресурси. Правильність концептуальних підходів методики МВФ [201, с. 15–16] засвідчує величезний дефіцит НАК «Нафтогаз України» у 2014 р., який перевищив дефіцит державного бюджету України і на 96,6 млрд грн був профінансований саме з бюджету країни (для порівняння: усі місцеві бюджети України одержали 98,9 млрд грн доходів за цей же період). Проте ціла низка статистичних показників у сфері державних підприємств залишається інформацією з обмеженим доступом, що, у свою чергу, не забезпечить достовірності, порівнянності даних і може спотворити результати проведеного аналізу.

На підсилення ідеї щодо системності дефіцитів місцевих бюджетів працюють і дані про заборгованість муніципалітетів перед Державною казначейською службою України по середньострокових позиках [38] і небажання уряду України її списувати (навіть якщо абстрагуватися і не акцентувати увагу на трансфертах). Причому це є проблемою як Києва — найбільшого муніципалітету, так і міст у регіонах. Теоретично середньо- і короткострокові позики повинні бути інструментом фіскальної політики, що вирішує точкові проблеми з дефіцитністю місцевих бюджетів. У вітчизняних реаліях суми середньострокових позичок безпрецедентно зростають у кризових 2008–2010 рр., переходять із року в рік як баласт, погіршуючи оцінку фінансової позиції муніципалітетів, і залишаються непогашеними у 2015 р. Іншими словами, місцеві бюджети в жодному з проаналізованих періодів не були забезпечені доходами на належному рівні й не стали самодостатніми.

Так, упродовж 2009–2014 рр. Державним казначейством України було надано 2563 середньострокові позики місцевим бюджетам на загальну суму 10,8 млрд грн, із яких погашено лише 1,8 млрд грн, або 17 % (табл. 2.1). Показовим є переважне надання позик саме міським бюджетам — 1645 із загальної кількості 2563, або 64,2 %. Позики активно надавалися Державною

казначейською службою протягом кризових 2009–2010 рр. в умовах скорочення основного джерела надходжень муніципальних бюджетів — податку на доходи фізичних осіб унаслідок згорання бізнес-активності, спаду виробництва і зростання безробіття серед населення. Тоді ж урядовцями України була знижена ставка податку на доходи фізичних осіб для шахтарів з 15 % до 10 % без застосування жодних компенсаторів, що негативно відбилося на бюджетах міст Донбасу, Львівщини, Волині.

Таблиця 2.1

**Динаміка надання і повернення середньострокових позичок
Державною казначейською службою України місцевим бюджетам,
2009–2014 рр.**

Пе-ріод	На-дано позик, млн грн	Кількість наданих позичок					Пога-шено позик, млн грн	Забор-гованість за позика-ми на 01.01.2015, млн грн
		Ра-зом	у тому числі:					
			Обласні бюджети, бюджет АРК	Місь-кі бю-джети	Район-ні бю-джети	сільські, селищні бю-джети		
2009	1657	166	6	126	34	0	469	1188
2010	1850	145	0	118	27	0	342	1508
2011	813	194	12	112	70	0	143	670
2012	1193	600	8	406	186	0	242	951
2013	5232	1431	44	863	524	0	595	4636
2014	54	27	1	20	6	0	34	20
Разом	10 799	2563	71	1645	847	0	1826	8973

Джерело: складено автором на основі [38].

Із наданих у 2009–2010 рр. позик на єдиний казначейський рахунок повернулося лише 811 млн грн, або 30 % заборгованості. Середня сума позички була максимальною за досліджуваний період і коливалася в діапазоні 10–12 млн грн. У 2011 р. ситуація дещо покращилася, обсяги позик скоротилися, але одночасно зменшилися й повернені суми. Після бюджетної реформи 2010 р. та податкової реформи 2011 р. обсяги боргового фінансування місцевих бюджетів знову зросли до 1,2 млрд грн у 2012 р. У 2013 р. ситуація досягла апогею як стосовно кількості наданих позичок (1431), так і щодо позичених сум — 5,2 млрд грн, або 48,1 % від загального обсягу позик

досліджуваного періоду 2009–2014 рр. Отже, доходимо висновку, що органи місцевого самоврядування були змушені у 2011–2013 рр. отримувати середньострокові позики для виправлення прорахунків Міністерства фінансів України в плануванні доходної бази місцевих бюджетів.

У 2014 р. акценти загальнодержавної фіскальної політики зміщуються в бік повернення позичок, що, насамперед, засвідчило наростання проблем уже в секторі національного бюджету. У 2014 р. міським бюджетам надано 54 млн грн позик, натомість погашено 793 млн грн (погашення переважає позики в 14,7 разу). На 1 січня 2015 р. борг за середньостроковими позичками українських міст склав 8,97 млрд грн, у тому числі борг Києва — 3,78 млрд грн. Із цього випливає висновок, що у 2014 р. таке поширене й загальноприйняте джерело фінансування потреб регіонів, як середньострокові позики державного казначейської служби, вичерпалося.

Важливо, що урядом теж визнано безперспективність боргової політики у вигляді середньострокових бюджетних позичок з бюджету вищого рівня, які роками не повертаються муніципалітетами з об'єктивних причин, тому починаючи з 1 січня 2015 р. внаслідок змін у Бюджетному кодексі цей фіскальний інструмент в Україні більше не використовується [17, с. 7]. Водночас Кабінет Міністрів України не робить жодних спроб щодо списання 8,9 млрд грн непогашеної заборгованості місцевих бюджетів перед Державним бюджетом України (табл. 2.1) за середньостроковими позиками, які обтяжують баланси територіально-адміністративних одиниць та негативно впливають на їхні кредитні рейтинги, а отже, не дозволяють їм провадити ефективну боргову політику в інших напрямках. Це щонайменше неприйнятно на тлі збільшення статутного капіталу НАК «Нафтогаз України» за рахунок державного бюджету на рекордні 96,6 млрд грн у 2014 р. і на 31,5 млрд грн уже в січні 2015 р. За чинною методологією Міністерства фінансів України борги за єдиним казначейським рахунком включаються до загальних обсягів місцевих боргів, що не відповідає глобальній методології в цій сфері.

Отже, моніторинг місцевих бюджетів України упродовж 2005–2015 рр. демонструє яскраво виражену системну і постійнотривалу дефіцитність:

- місцеві бюджети складають близько 16 % сектору державного управління (без урахування державних підприємств) за світовою методикою, що є критично недостатньо для здійснення всіх повноважень місцевого самоврядування;
- місцеві фінансові ресурси охоплюють лише 6–7 % ВВП країни з негативною тенденцією щодо подальшого зниження, водночас держбюджет перерозподіляє 22–24 % ВВП, пенсійний та соціальні фонди України — 12 % від ВВП;
- місцеві фінанси у 2014 р. обслуговували 12 087 територіальних громад, що має наслідком розпорошення ресурсів, неможливість інвестицій і розвитку;
- місцеві бюджети системно дефіцитні внаслідок передачі на муніципальний рівень повноважень без підкріплення їх належними джерелами доходів;
- джерело фінансування у вигляді середньострокових позик з бюджету вищого рівня виснажилося ще у 2013 р. внаслідок наростання дефіцитності бюджету національного уряду. У 2014 р. Державна казначейська служба України жваво повертала позики, у 2015 р. практика середньострокових позик припинена через внесення змін до Бюджетного кодексу.

Проведений винятково на зведених показниках доходної і витратної частин бюджетів муніципалітетів аналіз не відтворює цілісну картину, тому до інтегрованого моніторингу слід включити показники функціональної та економічної структури видатків місцевих бюджетів. Так, за даними бюджетного моніторингу у 2012–2013 рр. капітальні видатки місцевих бюджетів за економічною класифікацією склали 6,5 % у загальній структурі витрат [18, с. 65]. За той же період у видатках за функціональною структурою переважають видатки на охорону здоров'я, освіту, соціальний захист і соціальне забезпечення, а витрати на житлово-комунальне господарство становлять

відповідно 8,8 % і 3,5 % [18, с. 63–64]. Подані нами цифри підтверджують, що в структурі видатків місцевих бюджетів однозначно переважають соціально спрямовані. Кошти витрачаються на поточне споживання — так зване «проїдання», а інвестиції, капітальні вкладення фактично обмежуються 6,0 % в загальній структурі витрат муніципалітетів у 2014 р. (рис. 2.4).

Аналіз показників функціональної та економічної структури витрат місцевих бюджетів слід доповнити дослідженням статистичних даних щодо капітальних інвестицій в Україні за період 2007–2014 рр., що здійснювалися за рахунок коштів місцевих бюджетів (див. рис. 2.4).

Починаючи з кризового 2009 р. графік на рис. 2.4 фіксує тренд як до зниження абсолютних обсягів капітальних видатків місцевих бюджетів України, так і негативну тенденцію зниження інвестиційної частки в загальній структурі видатків. Такий надмірно соціальний характер витрачання ресурсів місцевих бюджетів унеможливує здійснення інвестицій в економічний розвиток територій.

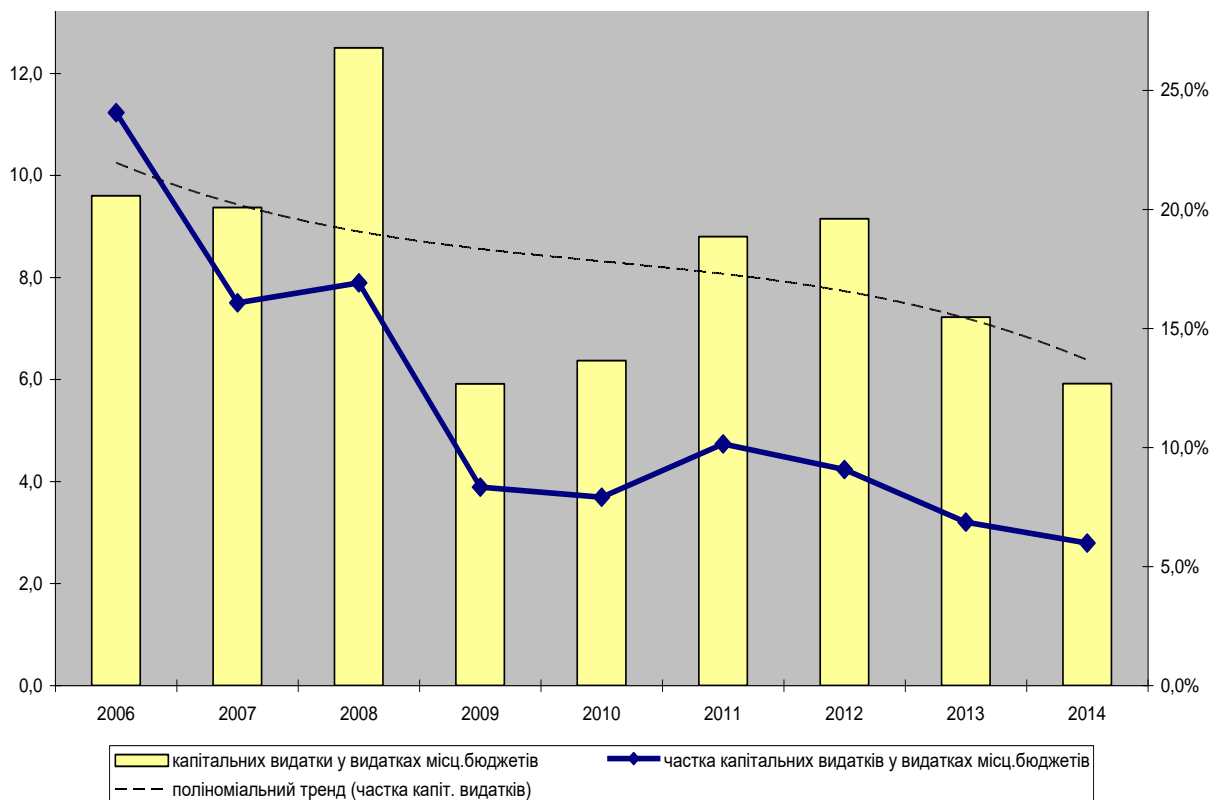


Рис. 2.4. Оцінка капітальних інвестицій за кошти місцевих бюджетів у 2007–2014 рр.

Джерело: складено автором на основі [58, 59, 60, 61, 89].

Крім того, ми доходимо важливого висновку, що загальна дефіцитність місцевих бюджетів різноспрямовано впливає на обсяги захищених статей видатків та інвестиційних затрат — фактично збереження обсягів перших фінансується за рахунок рестрикції останніх.

Аналіз рис. 2.4 підтверджує вплив фази політичного циклу на соціальну спрямованість бюджетних видатків. Вибори до ВРУ 2007 р. різко скорочують бюджетні інвестиції й збільшують поточне «проїдання» навіть порівняно з 2006 р. У 2008 р. ситуація нормалізується і капітальні видатки зростають. У 2009–2010 рр. знову фіксуємо соціальну спрямованість бюджету перед виборами Президента України та місцевими виборами у 2010 р. Вплив виборів до ВРУ у 2012 р. нівелюється активною фазою заходів щодо проведення Євро–2012 з футболу, яка безперечно вимагала інвестицій в інфраструктуру. У 2013–2014 рр. питома вага капітальних видатків знову скорочується, у т. ч. через вибори 2014 р. Отже, внутрішні дисбаланси структури видатків місцевих бюджетів чітко повторюють логіку політичного й електорального циклів: кожні вибори супроводжуються зростанням «соціалізації» бюджетних витрат для одержання політичних дивідендів, переваг у голосуванні, тоді як по завершенні виборчої компанії відбувається повернення до політики стимулювання капітальних інвестицій.

Можна справедливо заперечити, що інвестиції і капітальні вкладення в здоровій ринковій системі — це сфера дії, прикладення капіталу, передусім, приватного бізнесу і корпоративного сектору. Натомість є витрати, які можуть і мають здійснювати муніципальні інституції у зв'язку з необхідністю концентрації значних сум фінансового ресурсу, зокрема, на розбудову інфраструктури (транспортні мережі, тепло- і водопостачання, водовідведення, каналізування, переробка і захоронення відходів тощо), створення об'єктів соціальної сфери, які є непідйомними для приватного бізнесу і не цікаві для нього в силу того, що користатися такими суспільними благами будуть усі економічні суб'єкти, у тому числі декотрі й безоплатно.

Наступним постає питання достатності наявних витрат на капітальні вкладення для збалансованого розвитку територій, забезпечення сталого економічного зростання регіонів, зменшення безробіття, підвищення рівня життя громадян. На противагу теорії Б. Вейнгаста [200, с. 60], яка обґрунтовує саме доцільність фінансування видатків в межах бюджетних можливостей («жити по засобах»), проведений нами моніторинг дає підстави вважати неприйнятним це для України, у якій залишкова вартість основних фондів у 2014 р. становить 16,5 % (див. рис. 2.5) на тлі стагнуючого ВВП.

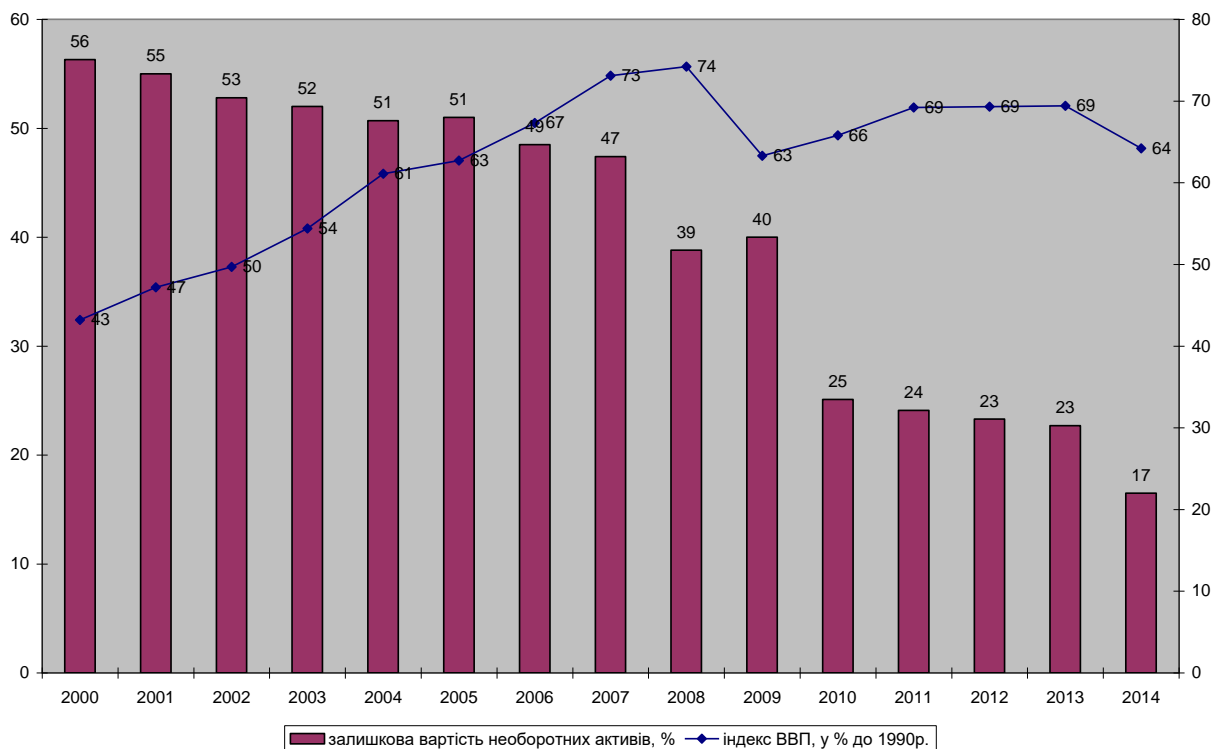


Рис. 2.5. Динаміка залишкової вартості необоротних активів та індексу ВВП до 1990 р., %

Джерело: складено автором на основі [58, 59, 60, 61].

Необоротні активи вітчизняних підприємств неповоротно деградують упродовж двох десятиліть — на початок 2015 р. зношуваність основних фондів в Україні досягла 83,5 % (див. рис. 2.5), водночас ВВП стагнує впродовж 2011–2014 рр. і складає лише 64,2 % від аналогічного показника 1990 р. У 2014 р. ВВП країни зменшується передусім через фактори суспільно-політичної кризи, військової агресії на Донбасі, фактичної анексії Криму Російською Федерацією. Наведений рис. 2.5 демонструє, що, маючи

відсталі виробничі потужності, Україна де-факто досягла граничних значень, межі розвитку економіки в заданих умовах — 2011–2014 рр. стагнації красномовно підтверджують це. Найгірше, що з 2009 р. такі граничні обмеження звузилися, країна повернулася до рівня ВВП 2005–2006 рр. Отже, якісні та кількісні зміни ВВП неможливі без загальної модернізації країни та її територіальних утворень. Зношена муніципальна та регіональна інфраструктура, застарілі технологічні процеси, відсутність інновацій не зможуть стати драйверами росту ні економік окремих регіонів України, ні національно-господарського комплексу в цілому. У свою чергу, між динамікою ВВП і сумою сплачених до бюджетів всіх рівнів податків склалася прямопропорційна залежність.

В умовах, коли 94 % локальних бюджетів витрачаються на поточне споживання і тільки 6 % — на інвестиції та розвиток територій (див. рис. 2.4), ураховуючи стагнацію ВВП у періоді 2011–2013 рр. і різке його скорочення у 2014 р., інші чинники, у тому числі зростання витрат на оборону, а також зношувальність необоротних активів країни не дозволяє залишити все, як є. Перед Україною в цілому та її територіально-адміністративними одиницями постає стратегічне завдання: не просто віднайти ресурси, але й забезпечити ефективно їх витрачання на інвестиції в інфраструктуру. Глобальне ж завдання — змістити пріоритети з поточного бюджетного споживання («проїдання») у бік зростання інвестиційних видатків.

Об'єктивно оцінюючи урядові заходи в сфері державної боргової політики, у 2015 р. Україна обрала шлях бюджетної консолідації, що передбачає збільшення ставок податків, розширення бази оподаткування і скорочення дефіцитності бюджетів. Проте в умовах спаду ВВП у 2014 р. і прогнозованого його зниження у 2015 р. збільшення ставок податків дозволить лише компенсувати втрати і втримати доходи бюджетів на попередньому рівні, але не забезпечить додаткових доходів і розвитку. Крім того, через збільшення фіскального навантаження посилюються ризики щодо

зростання тіньового сектору економіки, відпливу капіталу та інвестицій, згорання бізнес активності.

Вважаємо за необхідне забезпечити списання непогашеної заборгованості місцевих бюджетів перед Державним бюджетом України за середньостроковими позиками з Єдиного казначейського рахунку в сумі 8,9 млрд грн, оскільки органи місцевого самоврядування одержували такі позики вимушено для наповнення доходної бази місцевих бюджетів і погашення дефіцитності, що є наслідком кризи 2008–2009 рр., а також прийняття змін до Бюджетного кодексу України у 2010 р. Зазначені вище позики не мали інвестиційної спрямованості, а підживлювали поточне споживання соціального характеру, тому бюджети міст не закумулювали фінансового ресурсу для їх погашення. Наявність боргів за єдиним казначейським рахунком, а також необґрунтоване, на наш погляд, введення їх до складу місцевого боргу України, гальмує інвестиційні можливості міст на ринку приватного капіталу, понижує їх загальну фінансову позицію та привабливість для інституціональних інвесторів зокрема.

У західному світі альтернативним джерелом фінансування видатків державного сектору виступають запозичення. У більшості країн є варіативність у залученні боргових фінансів на різних рівнях, у тому числі на рівні держави (національного уряду), регіонів (штатів, федеративних утворень, областей), муніципалітетів, пенсійних і соціальних фондів, державних корпорацій, комунальних і державних підприємств під гарантії урядів. Кожен вид запозичень має свою специфіку та інституціональні особливості. В умовах чинного Бюджетного кодексу України можливі лише державні і муніципальні запозичення під інвестиційні проекти. На жаль, суверенні запозичення, що зростають за експоненціальним розподілом, створили державний борг, який уже поставив країну на межу дефолту. Так, у лютому 2015 р. міжнародна рейтингова агенція «Fitch» знизил довгостроковий рейтинг України в іноземній валюті з рівня «ССС» до «СС», незважаючи на прогнозовану фінансову допомогу з боку МВФ [173, с. 1].

Уже у вересні 2015 р. міжнародна рейтингова агенція «Standart&Poor's» знизилла довгостроковий рейтинг України в іноземній валюті з рівня «СС» до «SD» — «вибірковий дефолт». Ці події насамперед пов'язані з процесами реструктуризації державного боргу; за таких умов наступні залучення позик апріорі проблематичні. І хоча рейтинги муніципальних одиниць прямо залежні від суверенного рейтингу країни, усе ж можна запропонувати міграцію процесу запозичень із суверенного рівня в сектор місцевих боргів, що дозволить окремим муніципальним одиницям України не припиняти залучення позикових ресурсів.

Акцентуємо увагу на тому, що як джерело фінансування інвестиційних ресурсозберігаючих та енергоощадних програм місцеві запозичення демонструють позитивні аспекти, які можуть вплинути на загальну фінансову позицію країни, а саме:

- додаткові фінансові ресурси для розвитку територій;
- невідкладність реалізації проекту, концентрація фінансового ресурсу в часі;
- можливість залучити відразу всю суму позики в інвестора, що унеможливить зупинку реалізації проекту внаслідок недофінансування (на противагу бюджетним асигнуванням);
- не відволікаються бюджетні кошти, які доцільно спрямувати на соціальні чи інші заходи;
- наявність контролю з боку інвестора та місцевих громад за ефективним і цільовим використанням позикових коштів, упередження маніпуляцій та розкрадань ресурсів, протидія корупції, неможливість вилучення позикового ресурсу до інших бюджетів;
- інвестиції в житлово-комунальну сферу нерентабельні для приватних інвесторів з огляду на неможливість одержання ними прибутку та відсутність податкових чи інших преференцій для ресурсозберігаючих проектів;
- реалізація ресурсоощадних та енергоефективних програм здійснюється переважно місцевими підприємствами, дозволяє підсилити

їхній кадровий потенціал, забезпечити оновлення і модернізацію виробничих та інфраструктурних потужностей, створення нових робочих місць, стимулює виплату зарплати та сплату податків до бюджету — спричиняє кумулятивний позитивний ефект на розвиток регіонів і згладжує горизонтальні дисбаланси між ними;

– заохочує прихід світових інноваційних технологій в житлово-комунальне господарство, сектор переробки відходів тощо.

Негативними рисами будь-яких запозичень з погляду реципієнта є обов'язковість їхнього повернення і платність. Проте за умов забезпечення високої ефективності використання інструменту муніципального кредиту його позитивні риси превалюють над недоліками.

Об'єктивно оцінюючи наслідки жорсткої економічної та політичної криз у 2014–2015 рр. ми позиціонуємо збільшення фіскального тиску на економіку як безперспективне, адже це не сприяє її розвитку, навпаки провокує тінізацію. Уповільнюється капіталізація бізнесу за рахунок вилучення відносно більшої частки у вигляді податків від суб'єктів господарювання. Все це дає підстави стверджувати про доцільність зміщення фіскальних акцентів з податків в бік муніципальних запозичень. Щоправда, запозичення за економічною суттю мають іншу природу, їм не властивий безповоротний характер, як у податків. Водночас вони можуть стати для суб'єктів підприємницької діяльності певною відстрочкою у сплаті податкових платежів, і в такий спосіб послабити чинне фіскальне навантаження на бізнес.

2.2. Оцінка тенденцій розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні

При проведенні моніторингу місцевих запозичень та місцевого боргу в Україні найперше констатуємо множинність підходів у методології збору,

підрахунку статистичних даних щодо цього сектору і, як наслідок, — недостатність достовірної узагальненої інформації для досліджень. На офіційних сайтах Державної служби статистики України та Національного банку України оприлюднюються показники державного боргу та загального зовнішнього боргу за сектором державного управління, обраховані відповідно до методики МВФ [85, 201]. Інформація щодо внутрішніх місцевих запозичень представлена на сайті Міністерства фінансів України у вигляді окремих Реєстрів наданих дозволів та погоджень за 2003–2014 рр. в розрізі міських рад-позичальників. Статистика щодо здійснених місцевих запозичень і місцевих гарантій за 2013–2014 рр. представлена найповніше, водночас немає поточної інформації про позики та гарантії 2015 р. [111]. Щорічні дані щодо обсягів зареєстрованих випусків облігацій місцевих позик доступні на сайті Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [56], проте немає узагальнених даних щодо їхнього фактичного розміщення (обігу). Фрагментарна інформація щодо місцевого боргу наявна на сайтах міст-позичальників, зокрема, Києва [57], Львова [33], Донецька та сайтах рейтингових агенцій. Таким чином, і для проведення наукових досліджень, і для якісного інформування потенційних інвесторів є потреба в поширенні державних стандартів у сфері обліку державного боргу на сегмент місцевих зобов'язань, який би поєднав та узагальнив розрізнені на сьогодні дані міністерств і відомств, зокрема, Міністерства фінансів України, Національного банку, Державної служби статистики та Національної комісії із цінних паперів і фондового ринку, муніципалітетів-позичальників тощо. Задля дотримання принципу публічності та прозорості бюджетної системи й у контексті підписання Україною Угоди про асоціацію з ЄС доцільно провести цілісну реформу в сфері оцінки стану державних фінансів відповідно до європейської методики ESA95 або ESA2010 [171], що унеможливить перекручування окремих статистичних даних, забезпечить прозорість інформації щодо сектору державного управління.

Лише з 2011 р. органи Державної казначейської служби України на виконання вимог Бюджетного кодексу та Наказів Міністерства фінансів України № 1774 від 28.12.2011 р., № 1338 від 17.12.2012 р. узагальнюють та оприлюднюють дані про стан місцевих боргів щоквартально, а з 2012 р. — ще й інформацію щодо гарантованих АРК та територіальними громадами боргів, наданих місцевих гарантій в розрізі суб'єктів господарювання — позичальників. На жаль, залишається непублічною інформація про загальні суми емітованого та погашеного боргу в розрізі звітних періодів, суми видатків на обслуговування боргових ресурсів.

Наявну інформацію щодо місцевих боргів відображено на рис. 2.6.

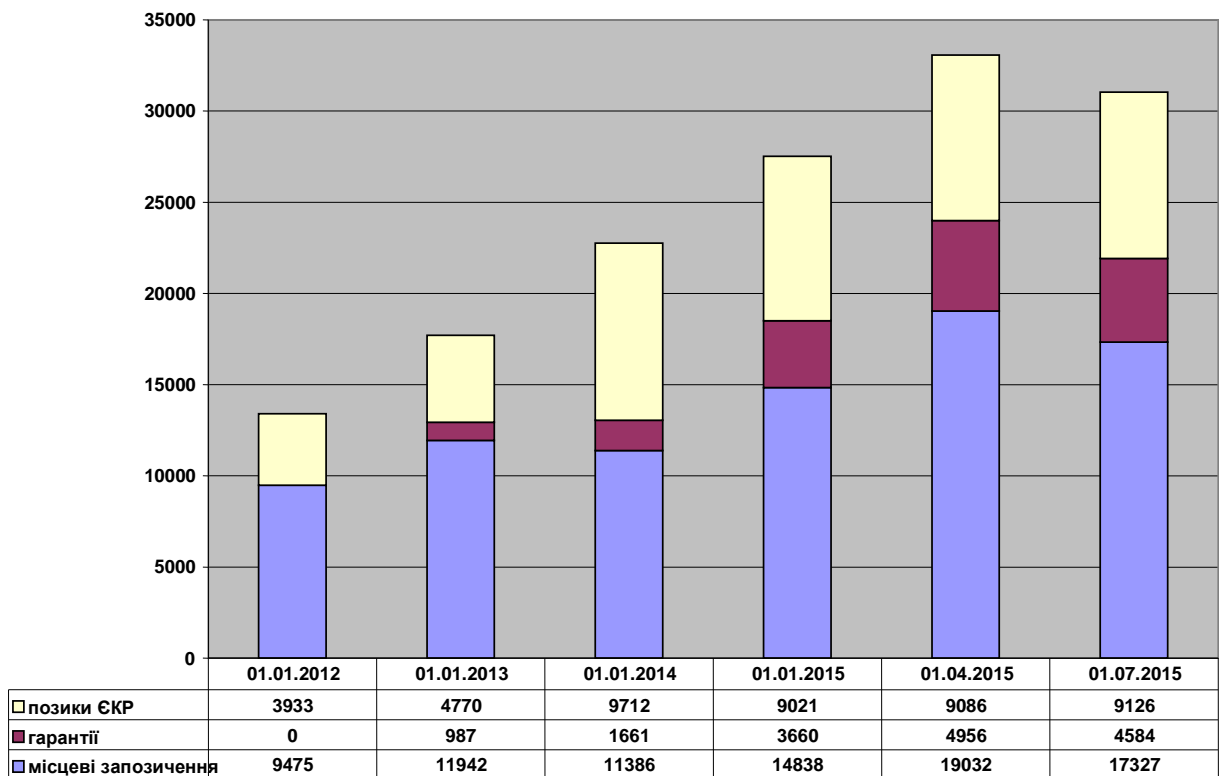


Рис. 2.6. Структура та динаміка місцевого боргу в Україні у 2012–2015 рр., млн грн

Джерело: складено автором на основі [52].

Аналіз інформації щодо структури та динаміки місцевих боргів в Україні засвідчує нагромадження місцевого боргу на початок 2012 р. на рівні 13,4 млрд грн, або 15,5 % доходної бази місцевих бюджетів у відповідному

періоді. Упродовж 2012 р. – I півріччя 2015 р. борг сукупно з гарантіями зріс у 2,5 разу і досягнув на 01.07.15 р. рівня 31,0 млрд грн, у тому числі в розрізі компонент: муніципальні позики — 17,3 млрд грн, гарантії — 4,6 млрд грн та 9,1 млрд грн — міжбюджетні позики з Єдиного казначейського рахунку. Причому найшвидшими темпами зростають саме обсяги наданих місцевих гарантій під позики комунальним підприємствам — у 5 разів. Динаміка місцевого боргу значною мірою корелює з динамікою валютного курсу національної грошової одиниці.

Ринок муніципальних запозичень є висококонцентрованим — борги Києва на початок III кв. 2015 р. перевищують 23 млрд грн, або 70 % загального обсягу ринку. Це здебільшого відповідає загальносвітовим тенденціям. Так, в Іспанії третина місцевої заборгованості є боргом лише 6 міст із населенням від півмільйона осіб. Аналогічна ситуація у Великобританії, Німеччині, Франції, а також у країнах Центральної та Східної Європи [115, с. 62–63].

Оскільки Україна націлена на асоціацію з країнами ЄС, то слід оцінити показники місцевого боргу в ракурсі Маастрихтських критеріїв конвергенції. Адже місцева компонента впливає як на рівень загальнодержавного боргу, так і на рівень зведеного бюджетного дефіциту.

На рис. 2.7 показано, що питома вага місцевого боргу (без урахування міжбюджетних боргів за єдиним казначейським рахунком) не виходить за межі 2,5 % загальнодержавного показника упродовж періоду 2011–2014 рр., причому навіть проглядається тенденція до її зменшення після 2012 р. Ми пояснюємо такий стан речей стрімким, експоненціальним зростанням державного боргу центрального уряду та консервативною політикою Міністерства фінансів у 2010–2012 рр. щодо видачі дозволів на місцеві позики.

Частка видатків органів місцевого самоврядування від видатків Зведеного бюджету України є стабільною — від 35,9 % до 43,1 %. На цьому тлі показовою є частка інвестицій муніципальних одиниць, яка перебуває в

діапазоні 32 % – 68 % від загальних державних бюджетних інвестицій у проаналізованому періоді. Саме таку інвестиційну динаміку демонструють муніципалітети Франції, Ірландії, Італії, Іспанії [115, с. 63–64], де місцеві капітальні видатки перевищують 2/3 від усіх бюджетних капітальних видатків.

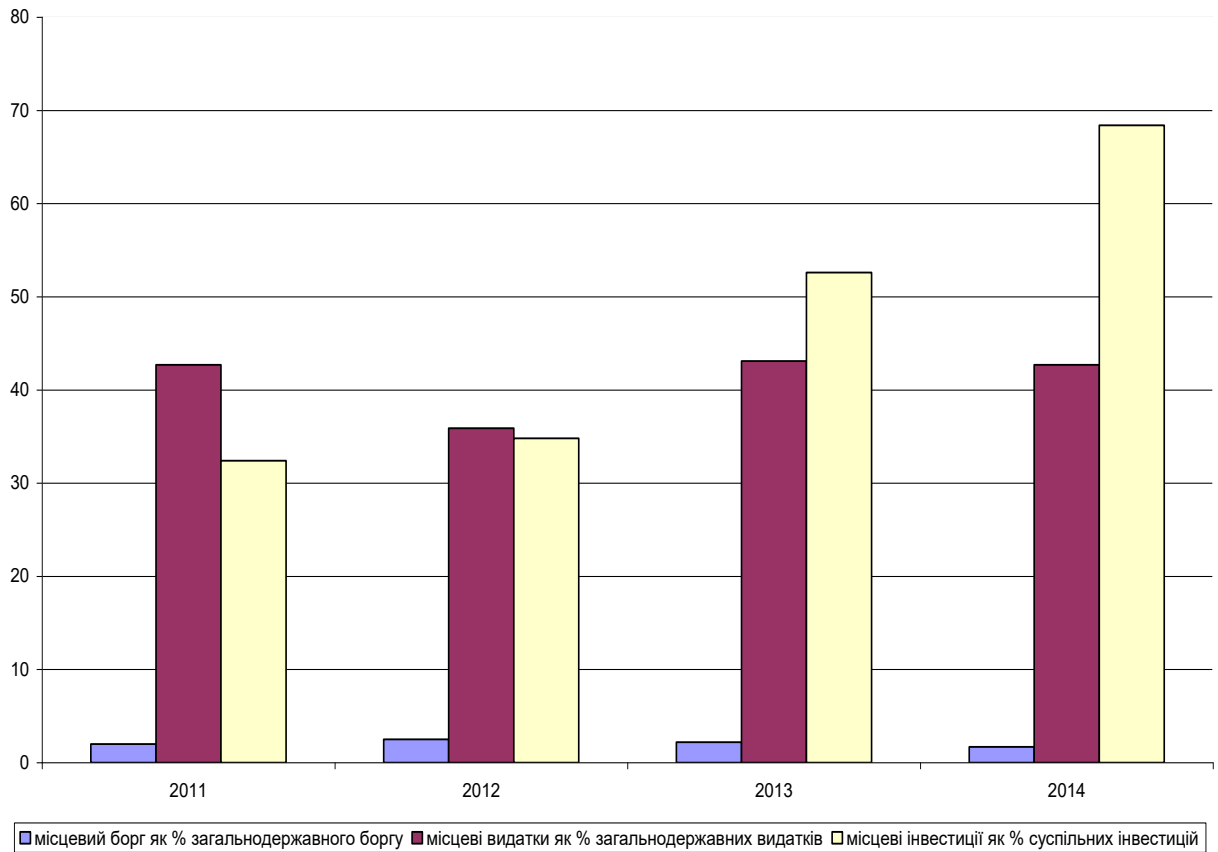


Рис. 2.7. Динаміка співвідношення місцевих і загальнодержавних індикаторів боргу, видатків та інвестицій у 2011–2014 рр. в Україні, %

Джерело: складено автором на основі даних [52, 58, 59, 60, 61].

Унаслідок проведеного аналізу динаміки співвідношення місцевих індикаторів боргу, видатків та інвестицій із аналогічними показниками для загальнодержавного боргу, видатків Зведеного бюджету та суспільних інвестицій, приходимо до важливого висновку, що сучасні обсяги муніципального боргу не становлять жодної загрози для макроекономічної стабільності в Україні згідно з Маастрихтськими критеріями конвергенції.

Водночас послідовники теорії Сарджента–Уоллеса наголошують на високій ймовірності побудови фінансових пірамід унаслідок фінансування бюджетних потреб залученими від внутрішніх позик коштами, ризику постійного рефінансування боргів органами державного і муніципального управління, а в довгостроковій перспективі — навіть витіснення державними капіталовкладеннями приватних [191, с. 8].

«Ефект витіснення» приватних інвестицій вважається головним недоліком боргового способу фінансування бюджетних видатків і полягає в тому, що збільшення кількості державних і муніципальних облігацій на ринку цінних паперів спричиняє спрямування заощаджень домогосподарств і суб'єктів господарювання на купівлю облігацій суспільного сектору, а не в корпоративний сектор, який власне стимулює розвиток і розширення виробництва. Збільшення попиту щодо певного виду цінних паперів забезпечує зростання ставки доходу за ними, відповідно приватні інвестиції скорочуються на суму, що дорівнює обсягам випуску державних цінних паперів.

Для одержання аргументованих висновків оцінимо аналітичні дані щодо загальної сукупності капітальних інвестицій України та їх розподілу за джерелами фінансування в таблиці 2.2.

Як бачимо, частка коштів місцевих бюджетів у капітальних інвестиціях країни коливається в межах від 2,7 % до 4,6 % упродовж 2007–2014 рр. За цей період місцеві бюджети профінансували 65,2 млрд грн у розвиток регіональних проєктів, або в середньому 3,4 % в загальній інвестиційній сукупності.

Отже, проведений моніторинг не виявив «ефекту витіснення» приватних капіталовкладень з боку місцевих суспільних запозичень на вітчизняному інвестиційному ринку у 2007–2014 рр., що обґрунтовується малозначимістю муніципального боргу та муніципальних інвестицій.

Таблиця 2.2

**Динаміка капітальних видатків місцевих бюджетів України
в загальній інвестиційній сукупності 2007–2014 рр.**

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Капітальні інвестиції загальні, млрд грн	149,0	222,7	272,1	192,9	189,1	259,9	293,7	267,7	219,2
Капітальні інвестиції з коштів місцевих бюджетів, млрд грн	9,6	9,4	12,5	5,9	6,4	8,8	9,1	7,2	5,9
Частка коштів місцевих бюджетів у загальних капітальних інвестиціях, %	6,5	4,2	4,6	3,1	3,4	3,4	3,1	2,7	2,7
Частка капітальних видатків у структурі місцевих бюджетів, %	24,1	16,1	16,9	8,3	7,9	10,2	9,1	6,9	6,0

Джерело: складено автором на основі [58–61].

Упродовж 2003–2015 рр. ринок місцевих боргів України представлений лише трьома складовими або формами запозичень:

- ринок муніципальних цінних паперів (облігацій)
- ринок місцевих кредитів від фінансових (банківських та небанківських) установ
- ринок місцевих гарантій.

Кожному із цих інструментів боргової політики притаманні свої особливості. Так, облігаційні позики мають найдовші періоди обертання та нижчу доходність для інвесторів порівняно з кредитами фінансових установ. За Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. до облігацій місцевих позик належать облігації внутрішніх і зовнішніх місцевих позик. Згідно з нормами ст. 16 Бюджетного кодексу України, усі міські муніципалітети України незалежно від кількості населення мають право на місцеві запозичення, у тому числі на позики від міжнародних організацій. Муніципальні облігації є привабливим інструментом залучення

інвестицій для вітчизняних міст, бо вони надають змогу отримати додаткові переваги: зниження купонних ставок шляхом конкуренції між інвесторами, можливість реструктуризації облігаційної позики тощо. За умов вчасного погашення облігацій міста верифікують свою публічну історію кредитоспроможності для майбутніх запозичень. Так, за даними Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України (НКЦПФР), АРК і 18 муніципалітетами у 2003–2015 рр. зареєстровано 67 емісій місцевих облігацій на загальну суму емісії 11 020,6 млн грн (див. рис. 2.8).

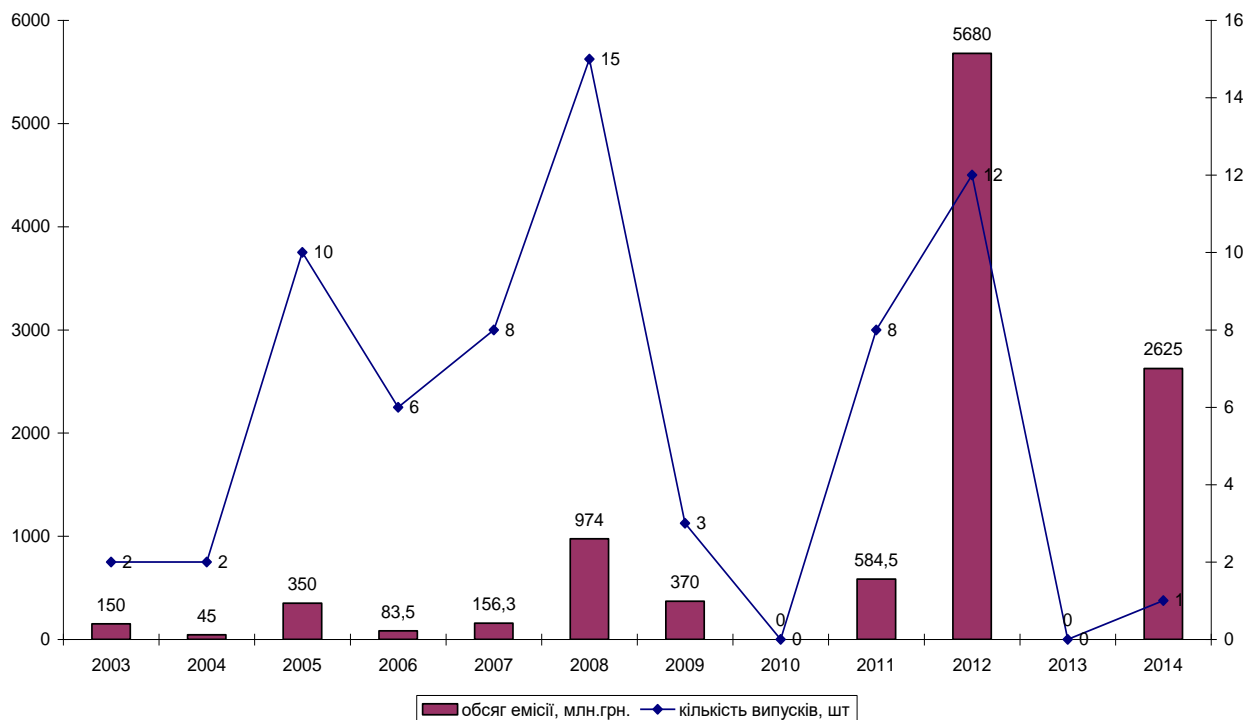


Рис. 2.8. Динаміка зареєстрованих емісій місцевих облігацій за даними НКЦПФР, 2003–2014 рр.

Джерело: складено автором на основі [56, 111].

Кількість та обсяги емісій істотно коливаються в окремих періодах — від повної відсутності місцевих запозичень у 2010 р. і 2013 р. до пікових — 5,68 млрд грн у 2012 р. і 2,63 млрд грн у 2014 р. (рис. 2.8). Відсутність емісій муніципальних облігацій у 2010 р. зумовлена не економічними обставинами, а політичною мотивацією Міністерства фінансів України щодо отримання чергового траншу від МВФ. У такий спосіб міністерство намагалося

стабілізувати або й навіть знизити обсяги валового боргу держави, включаючи й зобов'язання місцевих органів влади. Власне через заборону Мінфіну у 2010 р. не вдалося емітувати облигації Запоріжжю, Харкову, Черкасам та АРК.

Рекордні обсяги емісій упродовж 2012 р. є наслідком штучного розігріву ринку: саме на цей рік припадали терміни погашення численних зовнішніх запозичень Києва, коштів для яких столиця не акумулювала. Отож Міністерство фінансів тоді врятувало Київ від дефолту за зобов'язаннями шляхом емісії облигацій внутрішніх позик, перекладаючи в такий спосіб борги і ризики неплатежу з іноземних інституціональних інвесторів на державні банки.

У 2013 р. емісія місцевих позик не спостерігалася, а частина зареєстрованих емісій не була розміщена на ринку вже внаслідок погіршення загальноекономічної ситуації — через зростання купонних ставок до неприйнятних 20–25 відсотків річних, які унеможливають успішну реалізацію некомерційних соціальних та інфраструктурних проектів. У жовтні 2014 р. Київ рятують від дефолту шляхом емісії внутрішніх облигацій на суму 2,6 млрд грн (загальний обсяг емісії за 2014 р.).

Середній обсяг зареєстрованої емісії муніципальних облигацій у проаналізованому періоді становить 164,5 млн грн на один випуск і 580 млн грн на одного позичальника, що, на перший погляд, могло б свідчити про певні успіхи місцевої боргової політики в Україні. Якщо ж урахувати надвисоку концентрацію ринку (вилучити із загального обсягу внутрішніх емісій місцевих цінних паперів облигаційні позики Києва — 8,19 млрд грн, або 74,3 % ринку), то обсяг позики на одну емісію для решти позичальників скоротиться до 48,8 млн грн, обсяг запозичень на одного позичальника — до 157 млн грн.

Якщо зіставити обсяги емітованого місцевого боргу у вигляді облигаційних позик за 2008–2014 рр. з обсягами доходів місцевих бюджетів за аналогічні періоди, то облигаційні позики в середньому становитимуть

лише від 0,52 % до 5,63 % доходної бази місцевого самоврядування. Обсяги емісії муніципальних цінних паперів за період 2008–2014 рр. до відповідних показників ВВП не перевищують 0,4 % (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Динаміка обсягів емітованих облігацій місцевих позик
в Україні за 2008–2014 рр.**

Рік	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Випуск облігацій місцевих позик, млрд грн	0,97	0,37	0,0	0,58	5,68	0,0	2,63
Частка місцевих запозичень у ВВП, %	0,10	0,04	0,0	0,04	0,40	0,0	0,17
Частка місцевих запозичень у доходах місцевих бюджетів, %	1,31	0,52	0,00	0,67	5,63	0,00	2,6

Джерело: складено автором на основі [52, 111].

Саме на 2012 р. та 2014 р. припадає рефінансування попередніх провальних позик Києва, тому з урахуванням цих обсягів запозичення інших міст у 2012 р. складають декілька мільйонів гривень, а у 2014 р. такі запозичення відсутні. Насправді це критично мало, адже досвід центрально- і східноєвропейських країн із транзитивною економікою, як Чехія, Польща, Словаччина, Естонія свідчить про можливість досягнення місцевими запозиченнями рівня 2–3 відсотків ВВП і вище (див. табл. 1.2 на с. 68) без суттєвих загроз для фінансової стабільності [55, с. 2].

Отже, проведеним оцінюванням підтверджується гіпотеза щодо незначної ролі інструменту муніципального облігаційного кредиту для наповнення місцевих бюджетів України, нестабільності та фрагментарності цього джерела фінансування інвестиційних проектів. У той же час саме за рахунок позикових коштів формується суттєва частка доходів місцевих бюджетів європейських країн — 10 % у Франції та Іспанії, 13 % — у Бельгії [55, с. 3; 172, с. 159–162].

Повний перелік органів місцевого самоврядування, які у 2003–2015 рр. виступили емітентами облігаційних позик, наведено в таблиці 2.4.

Таблиця 2.4

**Міцеві ради, які здійснювали випуск
внутрішніх облігаційних позик упродовж 2003–2015 рр.**

Адміністративно-територіальна одиниця	Сума, млн грн	Частка у загальному обсязі, %
Київ	8190,25	74,3
Харків	704,5	6,4
Львів	592	5,4
АРК	400	3,6
Донецьк	250	2,3
Запоріжжя	235	2,1
Дніпропетровськ	190	1,7
Одеса	125	1,1
Луганськ	79,3	0,7
Черкаси	65	0,6
Луцьк	50	0,5
Вінниця	45	0,4
Кременчук	25	0,2
Севсродонецьк	20	0,2
Краматорськ	15	0,1
Бердянськ	10	0,1
Бориспіль	9	0,1
Комсомольськ	8	0,1
Івано-Франківськ	5,5	0,05

Джерело: складено автором на основі [56].

Дані таблиці 2.4 свідчать, що, глибина регіонального проникнення муніципальних облігацій залишається невисокою — 9,2 %: серед 19 емітентів лише 17 муніципалітетів (без АРК та Києва) на тлі загалом 184 міст обласного значення в Україні. Якщо ж географічне проникнення процесу емісії облігаційних позик розрахувати до загальної кількості міст України (460 одиниць), одержимо ще менший показник — 4,1 %.

З огляду на інструменти й механізми, ринок місцевих облігацій України і далі перебуває в зародковому стані, незважаючи на цілком вдалий старт у 1995 р. Причиною цього є суттєві законодавчі обмеження, запроваджені як

нормами Бюджетного кодексу, так і іншими законами України; відсутність преференційного оподаткування кредиторів для такого виду фінансових інвестицій; неналежна робота позичальників щодо пошуку інституціональних інвесторів тощо. Торгівля муніципальними цінними паперами впродовж аналізованого періоду відбувалася як на позабіржовому, так і на біржовому ринках України. Так, до кінця 2009 р. 100 % облігацій місцевих позик були позалістинговими, що і є причиною невисокої довіри інвесторів, нерозвиненості ринкової торгівлі муніципальними ЦП. Лише починаючи з 2010 р., 11 випусків облігацій місцевих позик, або 57,89 % потрапляють спочатку до II рівня лістингу, а у 2011 р. один випуск навіть котирується в I рівні лістингу [56, с. 29], а 7 облігаційних випусків — у II рівні. Щоправда, частка позалістингових цінних паперів залишалася високою і у 2012 р. — 73,08 %, у 2013 р. — 73,68 %, у 2014 р. — 55,6 % [56, с. 29]. Це зумовлене, насамперед, небажанням місцевих рад — емітентів — додатково витратитися на проходження процедури лістингу, необґрунтовано завищеними біржовими вимогами до емітентів ЦП для включення їх до певного рівня котирувань.

Для об'єктивного оцінювання ролі і місця муніципальних цінних паперів на фондовому ринку України проаналізуємо показники, що характеризують наявність місцевих облігацій на організованих і неорганізованих торговельних майданчиках, динаміку кількості та обсягів угод щодо цього сегменту ринку. Так, станом на кінець 2014 р. у біржові списки організаторів торгів вміщено 9 муніципальних облігацій на противагу 572 випускам державних облігацій і 648 — облігацій корпоративного сектору (таблиця 2.5).

Таблиця 2.5

**Динаміка кількості випусків облігацій за видами емітентів,
які допущено до торгів і перебувають в обігу
на фондових біржах України у 2009–2014 рр., шт.**

Вид облігацій	Станом на кінець періоду					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	2	3	4	5	6	7
Місцеві облігації	24	19	21	26	19	9

1	2	3	4	5	6	7
Державні облігації	61	174	189	268	380	572
Облігації підприємств	436	396	463	546	638	648

Джерело: складено автором на основі [56].

Як свідчать дані таблиці 2.5, державні цінні папери зберігають упевнену, навіть агресивну тенденцію до збільшення своєї присутності на торговельних майданчиках, тоді як муніципальні облігації перебувають у пригніченому стані. У 2014 р. порівняно з 2009 р. державні цінні папери наростили свою присутність на ринку в 9,4 разу, облігації підприємств — у 1,5 разу. Ми пояснюємо ситуацію такими впливами: в умовах високої волатильності на глобальних ринках капіталу інвесторів приваблюють низькоризикові операції із суверенними цінними паперами, гарантію виплат по яких надає держава (фактор можливої емісії коштів).

Водночас Міністерство фінансів України у 2010 р. та 2013 р. суттєво і штучно звузило представленість місцевих цінних паперів на торговельних майданчиках, використовуючи своє право на обмеження запозичень муніципалітетів. Крім того, пасивні доходи за облігаціями внутрішньої державної позики та казначейськими зобов'язаннями для фізичних осіб у зазначеному періоді звільнялися від оподаткування, що додатково стимулювало розвиток сектору державних запозичень і пригнічувало сектор субсуверенних цінних паперів. Тому штучне поглиблення ринкових дисбалансів на користь державних та казначейських зобов'язань є, на наш погляд, закономірним наслідком неефективної державної фінансової політики.

До переваг ринку муніципальних облігацій для позичальників слід віднести відсутність застави, на відміну від банківських кредитів, та налагодження безпосередніх контактів з інвесторами. У 2013 р. обсяг торгів облігаціями місцевих позик становив 3,6 млрд грн [56, с. 29–30], у 2014 р. — уже 4,11 млрд грн, що на 14,17 % більше. У загальній структурі торгів на

ринку цінних паперів у 2013–2014 рр. частка торгів муніципальними облигаціями становила мізерні 0,21 % та 0,18 % відповідно. Водночас частка обсягу торгів муніципальними облигаціями на біржовому ринку в загальному обсязі торгів облигаціями місцевих позик на ринку цінних паперів у 2013 р. досягла 25 %, і знов знизилася у 2014 р. до 14,1 %. За підсумками 2013 р. обсяг торгів облигаціями місцевих позик на біржовому ринку становив 904 млн грн, а роком пізніше — лише 580,31 млн грн [56, с. 30].

Підсумовуючи наведену статистику, позиціонуємо ринок муніципальних облигацій у статусі перспективного сегменту українського фондового ринку, а не повноправного його члена.

На противагу внутрішній емісії, суми боргових ресурсів, одержані міською радою Києва від іноземних інвесторів та фінансових установ, на порядок вищі. Запозичення на зовнішніх ринках капіталу для більшості українських міст довго залишалися недосяжними, адже до 2011 р. Бюджетний кодекс України дозволяв вихід на зовнішні ринки тільки мегаполісам із населенням понад 800 тисяч осіб. Таких громад було шість — Київ, Харків, Дніпропетровськ, Одеса, Донецьк, Запоріжжя. Межа двічі переглядалася в бік зменшення — спочатку до 500 тис., а потім і до 300 тис. мешканців, а з початку 2015 р. відповідно до ст. 19 Бюджетного кодексу України зовнішні запозичення дозволені всім без винятку містам обласного значення, яких на поточний момент за даними Державної служби статистики є 184 [97].

Такі бюджетні критерії спричинили неоднозначний вплив на розвиток ринку. З одного боку, вони обмежили здатність вітчизняних міст одержувати відносно дешеві й довгі ресурси на зовнішніх ринках капіталу, з приводу чого її критикували спеціалісти фондового ринку. З іншого боку, вони убезпечили більшість українських муніципалітетів від непомірного кредитного тягаря, адже за умов безпрецедентного падіння обмінного курсу гривні щодо долара США та євро спершу у 2008, а потім у 2014–2015 рр. жоден муніципалітет не зміг би розрахуватися з іноземними кредиторами.

Масові дефолти субсуверенних позичальників неодмінно вплинули б на суверенний кредитний рейтинг, а отже, погіршили і без того складну фінансову позицію України.

Київська міська рада — єдиний муніципалітет, що впродовж 2003–2005 рр. зареєстрував три емісії облігаційних позик на суму 600 млн дол. США під 8–8,75 відсотків річних, які в повному обсязі були розміщені на зовнішніх ринках. Крім того, 550 млн дол. США одержані Київською радою у вигляді кредитів на міжнародних ринках у 2007 р. та 2011 р. під 8,25–9,375 відсотків річних.

Починаючи з 2008 р. столиця неодноразово вдавалася до процедур рефінансування і реструктуризації нагромадженого місцевого боргу. Так, облігації 2004 р. випуску погашені у 2011 р. за рахунок нового кредиту у 300 млн дол. США (кредитор — «Kiev Finance PLC» (Великобританія), ставка 9,375 % річних); зовнішній кредит 2007 р. повернутий зарубіжним інвесторам за рахунок облігаційних запозичень 2012 р. на внутрішньому ринку. Наведені факти свідчать про побудову Київською радою «фінансової піраміди» — із року в рік нарощується місцевий борг, здійснюються нові більші запозичення для обслуговування і погашення попередніх. У такий спосіб «успішні міжнародні позики» 2003–2007 рр. перетворилися для столиці на непосильний борговий тягар, позбутися якого без втручання уряду не є можливим.

Інший інструмент місцевих запозичень — муніципальний кредит — розвивається паралельно з ринком облігаційних позик. Оскільки терміни кредитування перевищують один рік, методологічно правильно зараховувати такі кредити до муніципальних запозичень. За офіційними даними Міністерства фінансів України за період 2003–2014 рр. 22 муніципалітети одержали дозволи й оформили 27 внутрішніх кредитів на загальну суму 1548,7 млн грн у банківських установах та інших кредиторів. Обсяги ринку внутрішніх муніципальних кредитів за період 2003–2014 рр. незначні порівняно з емітованими облігаційними позиками за аналогічний період —

лише 14 % до їхнього обсягу. Загальна кількість позичальників — 21 міська рада, середня сума кредиту на одного позичальника — 73,75 млн грн, на один кредит — 57,36 млн грн. Рівень концентрації ринку місцевого банківського кредиту перевищує рівень концентрації облігаційних позик — 87,2 % кредитів видані Київській (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**Місцеві ради, які залучали банківські кредити
впродовж 2003–2014 рр.**

Адміністративно-територіальна одиниця	Сума, млн грн	Частка в загальному обсязі, %
Київ	1350	87,2
Одеса	46	3,0
Вінниця	45	2,9
Дніпропетровськ	32,58	2,1
Бровари	22	1,4
Миколаїв	13	0,8
Іллічівськ	5,5	0,4
Черкаси	5	0,3
Львів	3	0,2
Житомир	3	0,2
Чернігів	3	0,2
Івано-Франківськ	3	0,2
Павлоград	2,8	0,2
Горлівка	2,7	0,2
Краматорськ	2,7	0,2
Мелітополь	2,44	0,2
Южний	1,56	0,1
Сміла	1,5	0,1
Ковель	1,3	0,1
Антрацит	1,29	0,1
Конотоп	1,1	0,1
Нова Каховка	0,2	0,01

Джерело: складено автором на основі [89].

Дані табл. 2.6 свідчать, що п'ять найбільших позичальників (Київ, Одеса, Вінниця, Дніпропетровськ, Бровари) сукупно одержали майже 97 %

обсягів кредитів. У решті міст регіональне проникнення місцевих запозичень у вигляді банківського кредиту принципово відрізняється від географічного розташування облігаційних позик. Так, кредитами від банківських і небанківських установ скористалися Миколаїв, Чернігів, Іллічівськ, Павлоград, Горлівка, Конотоп, Южний, Сміла, Ковель, Антрацит та інші населені пункти. Обсяги цих кредитів незначні й перебувають у діапазоні 0,2–13 млн грн. Серед кредиторів, які присутні на ринку муніципальних кредитів, — ПАТ «КБ "Хрещатик"», ПАТ «Альфа-Банк», АКБ «Львів», Північна екологічна фінансова корпорація НЕФКО.

Наведена статистика свідчить, що місцеві запозичення у вигляді кредитів відіграють скоріше роль допоміжного, а не самостійного фінансового інструменту. Позитивні аспекти кредитів — низькі ставки кредитування від Північної екологічної фінансової корпорації НЕФКО, можливість швидкого одержання кредитних ресурсів без проходження вартісної процедури рейтингування.

До цього інструменту доцільно віднести і зовнішні кредити Київради, одержані на міжнародних ринках у 2007 р. та 2011 р. під 8,25–9,375 відсотків річних на суму 550 млн дол. США.

Третя складова ринку місцевих запозичень України — місцеві гарантії. Цей інструмент починає розвиватися у 2008 р. й активно збільшує свою присутність на ринку впродовж 2009 р. – I півріччя 2015 р. Право ВР АРК та міських рад на гарантії щодо повного або часткового виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання визначається нормами ст.17, 18 Бюджетного кодексу України. Механізм дії місцевої гарантії такий: позику одержує безпосередньо комунальне підприємство, на яке покладається відповідальність щодо реалізації інфраструктурного проекту, обслуговування позики, повернення ресурсів, тому суми фактичних запозичень не обтяжують муніципальні баланси. Сума запозичення та витрат на його обслуговування переходить в розряд муніципального боргу за гарантією тільки у випадку неспроможності корпоративного позичальника розрахуватися по позиці.

Оскільки за схемою муніципальних гарантій в Україні працюють, в основному, міжнародні донори — МБРР, ЄБРР, НЕФКО, то головний недолік такого інструменту на сучасному етапі — фіксація суми позик у вільноконвертованій валюті (євро, долар США). В умовах волатильності та надзвичайної нестабільності української гривні це істотно підвищує ризики неплатежу.

На противагу високовартісному банківському кредитуванню та муніципальним облігаційним позикам програми міжнародних донорів є привабливими з огляду на їхню довгостроковість (15–25 років), відтермінування платежів тіла кредиту (3–6 років), існування пільгового періоду, низькі відсоткові ставки (від 0,1% до 7%), можливість залучення грантових коштів в якості бонусів по проекту, відсутність потреби в заставі майна. Серед міжнародних фінансових організацій, що кредитують українські міста, переважають МБРР, ЄБРР, ЄІБ. Щоправда, кредитні програми МБРР та ЄІБ координує Міністерство регіонального розвитку України під державні гарантії, а, отже, такі запозичення згідно зі світовими стандартами належать до сектору загальнодержавних гарантій і державного боргу. ЄБРР працює безпосередньо з містами власне за місцевими гарантіями. Крім того, на ринку українського муніципального кредиту працюють Північна екологічна фінансова корпорація НЕФКО (NEFKO), Агентство США з міжнародного розвитку (USAID), Фонд Східноєвропейського партнерства з енергоефективності та довкілля (E5P) та інші [110, с. 5–6].

Більшість муніципалітетів змушені переходити до використання інструменту надання місцевих гарантій в силу різних причин, зокрема, Київ — через високу закредитованість і гостру потребу в коштах для розвитку комунальної сфери, покриття дефіциту бюджету тощо. Основним чинником задля активного використання муніципальних гарантій у 2012–2013 рр. стала наявність єдиного казначейського рахунку і систематичне вилучення Державною казначейською службою України коштів місцевих бюджетів в межах залишків на ньому для фінансування загальнодержавних програм та бюджетного дефіциту. За такої практики навіть якщо муніципальні органи

залучали боргові ресурси шляхом емісії облігацій, кошти залишалися для них недосяжними. Хронічний дефіцит бюджету Пенсійного фонду, державного бюджету ставили фінансові ресурси органів місцевого самоврядування в неперіоритетне положення. Тому муніципалітети України змістили активність від прямого залучення коштів в бюджети до площини муніципальних гарантій, передаючи функцію залучення коштів безпосередньо виконавцям проектів в сфері енергозбереження, водо- і теплопостачання, зберігаючи за собою функцію нагляду, контролю та гарантування повернення позики. І хоча впродовж 2014 р. практика несанкціонованого перерозподілу коштів між бюджетами різних рівнів була припинена, використання місцевих гарантій набуло поширення і стало альтернативним інструментом субсуверенних запозичень. До цього спричинилося й скорочення ліквідності ринку банківського кредитування, звуження можливостей національних інституціональних інвесторів, пониження субсуверенних кредитних рейтингів міст услід за зниженням національних рейтингів країни, висока вартість вітчизняних кредитних ресурсів тощо.

Отже, новим трендом на ринку муніципальних запозичень у 2013–2015 рр. є зміна пропорцій між інструментами на користь інституту місцевих гарантій. Так, з 28 дозволів Міністерства фінансів щодо проведення місцевих запозичень лише один дозвіл стосується облігаційної позики (місто Київ, 2,63 млрд грн); 13 — зовнішні кредити міським радам (Львів, Житомир, Івано-Франківськ, Миргород, Конотоп тощо); 14, або 50,0 % від усіх дозволів — муніципальні гарантії. З 28 позичкових операцій 27, або 96 % — зовнішні кредити від ЄБРР та НЕФКО. Об'єктивне пояснення цьому просте — низькі інвестиційні рейтинги країни та її муніципальних одиниць в умовах ескалації військової агресії на сході, тобто фактичної анексії частини територій Російською Федерацією, позбавляють можливості запозичень з інших джерел. З іншого боку, традиційні кредитори міських рад, такі як банки, переживають жорстку кризу ліквідності, у 59 банках уведена тимчасова адміністрація або відбуваються процедури, пов'язані з виведенням

їх з ринку (ліквідація). Як наслідок, інвестиційна активність переміщується в сектор зовнішніх позик і місцевих гарантій. У 2013–2015 рр. також прискорюється тенденція перенесення активності сектору місцевого кредиту з центру в регіони — ініціативу перехоплюють середні та малі міста України, принаймні щодо кількості позикових операцій. Київ і надалі залишається незмінним лідером за обсягами місцевих гарантій — 120 млн євро, що цілком відповідає його значенню як адміністративного, ділового та фінансового центру держави. Загальна сума наданих місцевих гарантій за період 2008–2015 рр. — 226,03 млн євро та 2 млн грн, терміни повернення позик за цими гарантіями — 2018–2025 рр. Позитивом місцевих гарантій є їхня значна тривалість — 10 і понад років.

Під час дослідження закономірно постає питання про вартість використання боргових ресурсів для громад і оцінку інтегрального макроекономічного ефекту від таких залучень. Якщо за офіційними даними Державної казначейської служби України обслуговування боргових зобов'язань за економічною класифікацією видатків бюджету коштувало всім муніципалітетам України у 2011 р. — 814,6 млн грн; у 2014 р. — 1457,9 млн грн, або на 79,0 % більше; то вже в I півріччі 2015 р. — 1264,9 млн грн (табл. 2.7). У структурі загального фонду видатків усіх місцевих бюджетів України це 0,66 % у 2012 р., від 0,77 % до 0,78 % — у 2013–2014 рр. [18, с. 65], а у 2015 р. — прогноз зростання становить щонайменше до 1,22 %. На нашу думку, суми для бюджетів місцевого самоврядування в масштабах країни є мізерними, особливо з урахуванням індексів інфляції. Загрозливою однак є тенденція до їх перманентного зростання разом із ростом сум зобов'язань. Для прикладу — обслуговування державного боргу, платежі за ним коштувало національному бюджету 19,6 % загального обсягу видатків у 2012 р., 23,3 % — у 2013 р. і вже 30,9 % — у 2014 р. [18, с. 37]. Тому питання доцільності місцевих запозичень для громад з економічних і соціальних поглядів, оцінки інфраструктурних проектів у ракурсі обтяження

додатковими видатками на обслуговування боргу поточних бюджетів потребує подальшого аналітичного розроблення і обґрунтування.

Таблиця 2.7

**Вартість обслуговування місцевих боргів України
у період 2012 р. – I півріччя 2015 рр., млн грн**

Назва показника	Період				
	2011	2012	2013	2014	I півріччя 2015
Місцевий борг (без гарантій та позичок з ЄКР) на кінець періоду	9475,0	11 942,0	11 386,0	14 838,0	17 327,0
Річний прогноз видатків на обслуговування боргу	971,6	1198,2	1541,5	1627,1	2069,1
Фактичні видатки місцевих бюджетів на обслуговування боргу	814,6	994,8	1495,0	1457,9	1264,9
Частка в структурі видатків усіх місцевих бюджетів, %	0,68	0,66	0,77	0,78	1,22
Середня реальна ставка за місцевими позиками, %	8,6	9,3	12,8	11,1	15,8
Індекс інфляції, %	104,6	99,8	100,5	124,9	141,3

Джерело: складено автором на основі [18, 19, 52].

Таким обґрунтуванням доцільності додаткових інвестиційних видатків може стати середня ефективна ставка за місцевими позиками, розрахована як співвідношення фактичної вартості обслуговування муніципальних боргів (сплати відсотків за ними) до загального обсягу місцевого боргу. Середня ефективна ставка у 2011–2012 рр. становила в середньому від 8,6 % до 9,3 %, у 2015 р. зростає до 15,8 % (табл. 2.7). На підставі цього доходимо висновку

про вигідність інструменту місцевого кредиту у фінансовому аспекті, адже вартість інших ресурсів у 2011–2015 рр. є суттєво вищою.

Разом з тим, є прихований аспект у функціонуванні умовного місцевого боргу — тобто такої його компоненти, як муніципальні гарантії. За умов чинної методології обліку боргу інвестори і населення можуть оцінити тільки загальні суми наданих місцевих гарантій, а також визначити домінуючий тренд — зростання чи зменшення заборгованості. Крім того, облік наданих гарантій ведеться за станом на момент їх одержання, а не за ринковою вартістю боргу на поточну дату. Оскільки суми гарантій перед іноземними донорами — ЄБРР, НЕФКО, МБРР (а саме вони домінують в структурі боргу) фіксуються в умовних одиницях (доларах США і євро), то у випадку волатильності на ринку суми боргу, гарантовані органами місцевого самоврядування, зростають експоненціально. Залишається не визначеною як загальна вартість обслуговування умовного боргу (гарантій), так і індивідуальні витрати комунальних підприємств за такою статтею витрат. Наше дослідження підтверджує гіпотези міжнародних та вітчизняних експертів, зокрема Т. Богдан, О. Кануто, що борги як економічна категорія мають здатність до трансформації у латентні форми, які б не були підзвітні і прозорі для громадянського суспільства [159, с. 225]. Ризики за гарантіями у випадку дефолту конкретного підприємства будуть покриватися за рахунок реалізації майна і землі, що належать окремій територіальній громаді. Отже, є потреба у вдосконаленні нормативної методології із цього питання в напрямі транспарентності. Крім того, констатуємо відсутність будь-яких державних обмежень щодо сум гарантованого місцевого боргу та витрат на його обслуговування за чинним законодавством України.

У такому сенсі слід також сконцентрувати увагу на вивченні ефективності реалізації проектів за кошти муніципальних запозичень. Традиційно науковцями та посадовцями замовчуються факти неодноразових технічних дефолтів міських рад, процедур рефінансування та реструктуризації боргу, нераціонального використання інвестицій,

необґрунтовано високої доходності місцевих цінних паперів для інвесторів, коротких термінів залучень (70 % — від одного року до трьох). На наш погляд, муніципальна боргова політика територіально-адміністративних утворень не повинна обмежуватися тільки управлінням власне борговими процесами, але й включати нагляд за ефективністю реалізації інвестиційних проектів, заходи з розширення доходної бази муніципальних одиниць: адже для успішного обслуговування і повернення позик слід найперше зміцнювати фінансову позицію місцевих органів влади. Викликом для запровадження боргової політики також є триваючий економічний спад та стагнація, в умовах яких нарощувати борги слід дуже зважено і обережно.

Розуміючи такі виклики та ризики, ми оцінюємо дії Міністерства фінансів, уряду та Верховної Ради України у 2015 р. як істотну лібералізацію правовідносин, що виникають в процесі затвердження та виконання бюджетів всіх рівнів. Позитивним, зокрема, є розширення адміністративних і фіскальних повноважень територіальних одиниць, укрупнення переліку потенційних позичальників, урізноманітнення спектру доходної частини місцевих бюджетів, до складу яких увійшли нові джерела (акцизний податок, податок на нерухоме майно, ін.). Крім того, зняті штучні обмеження щодо адміністративного процесу одержання дозволів на місцеві позики, зокрема, установлене правило «мовчазної згоди» по процедурі їхнього погодження з Міністерством фінансів, спрощене переміщення коштів між загальним і спеціальним фондом місцевих бюджетів. У відповідь на фіскальну децентралізацію ми очікуємо від муніципалітетів та новоутворених територіальних громад демонстрації зрілості, готовності до прийняття зважених управлінських рішень, активної позиції для зміцнення місцевої фінансової ініціативи.

У більшості випадків вітчизняні дослідники аналізують розвиток ринку місцевих запозичень України, оцінюють його роль і значення, вивчають тенденції і тренди безособово, у відриві від означення основних суб'єктів ринку. З нашого погляду, є сенс в деталізації сучасної практики місцевих

запозичень у регіональному зрізі та на прикладах окремих позичальників. Так, із загальної чисельності 460 міських рад України (458, що мають населення) на ринку місцевих запозичень упродовж 2003–2015 рр. представлені лише 42 муніципалітети, отже рівень географічного проникнення явища не перевищує 9,2 %. Структура сукупності така: 1 — АРК, 1 — столиця Київ, 38 є містами обласного значення та лише 2 — міста районного підпорядкування (загалом 43 територіально-адміністративні одиниці). З позицій географічного й адміністративного підходів, найбільшим муніципалітетом — емітентом місцевого боргу — є Київ (2868,7 тис. жителів, столиця), найменшим — м. Баранівка (11,9 тис. жителів, Житомирська область, місто районного значення). Абсолютні суми запозичень міст не дають цілісної статистичної картини, адже міста є надто різними за кількістю населення, економічним та фіскальним потенціалом. Для виявлення між- та внутрірегіональних особливостей місцевого боргового ринку розрахуємо індикатори зведеного (прямого і гарантованого) місцевого боргу на 1 мешканця міста в *Додатку Б*.

За даними *Додатку Б* підтверджується концентрація ринку станом на 01.01.2015 р., 95 % прямого місцевого боргу та 38 % гарантованого належить до юрисдикції Київради. Інші мегаполіси — Харків, Одеса, Дніпропетровськ, Донецьк, Львів — демонструють значно скромніші результати використання позикових коштів. Так, на одного киянина припадає 5401,4 грн зведеного місцевого боргу, на одного мешканця Черкас — 1352,5 грн, одного львів'янина — 1082,7 грн і лише 9,7 грн на одного мешканця Дніпропетровська. Загальний розмах варіації — від 1,4 грн боргу на одного жителя Луганська до 5401,4 грн у столиці, або понад 5000 разів. Отже, ринок місцевих боргів не тільки концентрований великою мірою, але й характеризується значними між- та внутріобласними дисбалансами.

Міста-боржники розміщені по території України вкрай нерівномірно, їх узагалі немає в Рівненській і Чернівецькій областях. Найширше представлені на ринку місцевих запозичень Запорізька та Полтавська області — по 4

суб'єкти (Додаток Б), Донецька, Луганська, Одеська — по 3 міста, 6 областей мають по 2 суб'єкти. Серед основних отримувачів боргових коштів переважають адміністративні і потужні промислові центри, такі як: Одеса, Харків, Донецьк, Полтава та ін. (Додаток Б), які географічно розташовані в центральному і південно-східному регіонах України, що характеризуються розвинутим інвестиційним середовищем. Приходимо до попереднього висновку про існування об'єктивного взаємозв'язку між інституційним розвитком території та наявністю альтернативних джерел фінансування бюджетних видатків для міст такого регіону. Винятком з цього правила є лише Львів, що розташований на заході країни. Показово, що на тлі позитивної муніципальної боргової поведінки Львова, інші 43 міста Львівщини взагалі не мають практики місцевих запозичень. За Львовом слідує середні й малі обласні центри — Луганськ, Вінниця, Черкаси, Івано-Франківськ, промислові міста Кременчук, Краматорськ. Майже не представлені на ринку малі міста — лише Северодонецьк, Бердянськ, Бориспіль, Комсомольськ, хоч у 2008–2009 рр. спостерігається певне прискорення процесу зміщення активності з центру на периферію.

Щодо демографічного аспекту, то АРК і 37 міст із загальної сукупності позичальників — це територіально-адміністративні одиниці з населенням понад 50 тис. осіб, і лише 5 населених пунктів не досягають 50 тис. мешканців. Виразно виділяється фактор населеності території — один із визначальних щодо впливу на борговий потенціал міст. Водночас для більшості з вказаної сукупності міст (33 із 43) упродовж 2001–2014 рр. притаманна така негативна демографічна тенденція, як зменшення чисельності населення, що може бути демонстрацією прихованих депресивних явищ у економіці цих територій. Оскільки бюджетні показники розраховуються з контингентів, які є похідними величинами від показників чисельності населення, такий тренд може істотно впливати на фіскальну, у тому числі боргову поведінку вітчизняних муніципалітетів.

Симптоматично, що абсолютна більшість муніципалітетів, наприклад, Бердянськ, Сміла, Нова Каховка, Мелітополь та інші виходять на ринок субнаціональних запозичень одноразово і не повертаються.

Іншою тривожною тенденцією 2015 р. є відкликання окремими рейтинговими агенціями з різних підстав кредитних рейтингів Луганська, Запоріжжя, Дніпропетровська, Івано-Франківська, Львова, призупинення рейтингу Донецька. Ми вважаємо таку ситуацію наслідком зміни вектору в стратегії розвитку міст — в умовах триваючого збройного конфлікту, окупації територій перспективи залучення коштів від випуску облігацій на ринках капіталу стають примарними.

У результаті проведеного моніторингу приходимо до думки, що практика муніципального кредиту в Україні ще не сформувалася в ринок у класичному розумінні цього терміну, адже обмежене коло позичальників та інвесторів, відсутність змагальності муніципалітетів за фінансові ресурси, непрозорість та недостатність узагальненої інформації щодо цього сегменту унеможливають його повноцінний розвиток і становлення. Розподіл субсуверенних позичальників доцільно здійснювати, ураховуючи адміністративні (статус обласного чи районного підпорядкування) та економічні особливості, у тому числі обсяги бюджетів, демографічні — чисельність населення, на такі три категорії:

- столиця України м. Київ, АРК, міста-метрополії з населенням понад 500 тис. осіб (Харків, Одеса, Дніпропетровськ, Донецьк, Запоріжжя, Львів та ін.);
- обласні центри з населенням менше 500 тис. осіб (Вінниця, Івано-Франківськ, Луцьк);
- інші міста обласного значення (Бровари, Сєверодонецьк, Мелітополь) та малі міста — міста районного значення (Долина, Баранівка).

Згруповану інформацію представлено в *Додатку Б*.

Підбиваючи підсумки, можна виокремити та структурувати такі проблемні аспекти в становленні муніципальної боргової політики в Україні, що стримують ефективний розвиток цього сектору публічних фінансів. Це, зокрема, політичні та адміністративні аспекти: недосконалий територіально-адміністративний устрій, корупційні прояви, недостатність технічного і адміністративного ресурсу для управління боргом в муніципалітетах, управлінські помилки в запровадженні місцевого боргового інструментарію, стійке неприйняття органами місцевого самоврядування та населенням боргових фінансів; економічні: зростаючі інфраструктурні потреби України, на рівні окремих муніципальних ланок, нерозвиненість боргових ринків України, асинхронність інвестиційної та боргової політики міст, надмірні законодавчі та нормативні обмеження щодо місцевих запозичень саме на етапі їх одержання; фінансові: недостатність власних і закріплених доходів муніципалітетів, зростання питомої ваги трансфертів у загальному фонді бюджетів міст, зниження їхньої самодостатності та автономності, пошук оптимуму в співвідношенні боргових інструментів та поточних бюджетних надходжень у фінансуванні проектів, нестабільний курс національної грошової одиниці по відношенню до світових валют, часткову недоступність коштів місцевих бюджетів для органів місцевого самоврядування у 2010–2014 рр. через неефективні дії Державної казначейської служби України.

2.3. Джерела формування, структура й аналіз ефективності муніципальної боргової політики міст Києва та Львова

Із загальної сукупності 43 міських рад України та АРК на ринку місцевих запозичень упродовж 2003–2015 рр. істотно вирізняється столичний муніципалітет Києва як абсолютна і беззастережна домінанта ринку. За вказаний період ВР АРК та 18 муніципалітетами було зареєстровано 67

емісій місцевих облігацій на загальну суму 11,02 млрд грн, з яких облігаційні позики Києва становлять 8,19 млрд грн, або 74,3 % обсягів ринку. За період 2003–2014 рр. 21 муніципалітет одержав дозволи й оформив 27 внутрішніх кредитів на загальну суму 1548,7 млн грн у банківських та інших фінансових установах. І хоча обсяги ринку внутрішніх муніципальних кредитів за період 2003–2014 рр. незначні порівняно з емітованими облігаційними позиками за аналогічний період — лише 14 % до їхнього обсягу, проте рівень концентрації ринку місцевого банківського кредиту за суб'єктами перевищує такий рівень для облігаційних позик — 87,2 % кредитів, або 1350 млн грн, видані Київській раді. Третя складова ринку місцевих запозичень України — місцеві гарантії — представлена в загальній сумі 226,03 млн євро та 2 млн грн [111]. Тут Київ також є незмінним лідером і за обсягами місцевих гарантій — загалом 120 млн євро, або понад 53 %, що цілком відповідає його значенню як адміністративного, ділового та фінансового центру держави.

Тому ринок субсуверенних запозичень України функціонує передусім у якості ринку муніципальних позик Києва, оскільки переважну частку емітованих місцевих боргів зосереджено в розпорядженні саме цього суб'єкта — столичного муніципалітету. Інші позичальники, навіть міські ради Львова, Вінниці, Донецька, Одеси, Запоріжжя, значно поступаються Києву як щодо кількості здійснених запозичень, так і за обсягами залучених ресурсів, часткою ринку тощо.

Отже, Київ є ключовим гравцем, беззастережним лідером на ринку субсуверенних запозичень. У свою чергу, ринок місцевих запозичень в Україні фактично є ринком одного домінуючого гравця, тому від обраної ним стратегії, тактики, анонсованої й фактично реалізованої боргової політики, а також його фінансової позиції залежить розвиток як власне ринку, так і перспективи інших позичальників. Слід зазначити, що в глобальних практиках місцевих запозичень рівень концентрації ринку також високий, але ніколи не обмежується одним суб'єктом.

Київ — одне з небагатьох міст, очільники якого ще у 2002 р. спробували окреслити стратегічні орієнтири вітчизняної муніципальної боргової політики. Так, задекларованою стратегічною метою управління місцевим боргом є забезпечення фінансування бюджету міста Києва за рахунок місцевих внутрішніх та зовнішніх запозичень, мінімізація витрат на погашення та обслуговування місцевого боргу, забезпечення макроекономічної стабільності в коротко- та довгостроковому періодах. Відповідно основними засадами управління місцевим боргом для Києва є оптимізація структури місцевого боргу; мінімізація витрат на обслуговування місцевого боргу; мінімізація ризиків, пов'язаних із боргом; сприяння розвитку внутрішнього ринку місцевих запозичень [57, с. 1]. На наш погляд, практичні аспекти формування та імплементації місцевої боргової політики на прикладі Києва не повністю відповідають задекларованим.

Згідно з вимогами ст. 18 Бюджетного Кодексу України [17] щорічно рішенням сесії міської ради встановлюється граничний обсяг місцевого боргу, а також граничний обсяг надання місцевих гарантій. Одночасно загальний обсяг місцевого боргу та гарантованого АРК чи територіальною громадою міста боргу (без урахування гарантійних зобов'язань, що виникають за кредитами (позиками) від міжнародних фінансових організацій) станом на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200 % (для міста Києва — 400 %) середньорічного індикативного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку (без урахування обсягу місцевих запозичень та капітальних трансфертів (субвенцій) з інших бюджетів), визначеного прогнозом відповідного місцевого бюджету на наступні за плановим два бюджетні періоди [17, с. 7].

Таке обмеження було покликане забезпечити фінансову стабільність територіально-адміністративної одиниці, гарантувати її керованість і прогнозованість. Упродовж бюджетного періоду обсяг місцевого боргу може тимчасово перевищувати граничний обсяг, зафіксований у рішенні ради про бюджет, але цей обсяг на кінець року має бути приведено відповідно до

рішення про місцевий бюджет. Місцевий борг Києва станом на 01.01.2015 р. становить 14 088,75 млн грн при затверженому граничному значенні 10 031 млн грн (перевищення — в 1,4 разу) і має таку структуру:

- 300,0 млн доларів США (4731,0 млн грн) — кредитор «Kyiv Finance PLC» (Великобританія), процентна ставка 9,375 % річних у доларах США, термін погашення — 2016 р.;
- 250,0 млн доларів США (3942,50 млн грн) — кредитор Банк «Credit Suisse International» (Великобританія), процентна ставка 8,8 % річних у доларах США, термін погашення — 2015 р.;
- 3500,0 млн грн облігації внутрішньої місцевої позики (серії В, С, D, F, E), процентна ставка 15,2 % річних у гривні, термін погашення (В, С, D, E) 2015 р., (F) — 2015 р.;
- 1915,25 млн грн облігації внутрішньої місцевої позики (серії G), процентна ставка 15,2 % річних у гривні, термін погашення — 2015 р.

Крім того, загальна сума місцевих гарантій за кредитними договорами комунальних підприємств («Київпаstrанс», «Київавтодор», «Київметрополітен» та КП «Група впровадження проекту з енергозбереження в адміністративних і громадських будівлях міста Києва») складає 2307,6 млн грн (120,0 млн євро) на 1 січня 2015 р. Більшість вітчизняних муніципалітетів змушені переходити до використання інструменту надання місцевих гарантій в силу різних причин, зокрема, Київ — через високу закредитованість і гостру потребу в коштах для розвитку комунальної сфери, розбудови транспортної інфраструктури тощо.

Як видно з наведених даних, лєвова частка місцевого боргу Києва ємітована у вільноконвертованій валюті, унаслідок чого в умовах фінансової нестабільності та різких коливань валютного курсу виникають значні курсові ризики. Ми трактуємо це як нераціональність структури боргового портфєлю, водночас виділяючи ключову роль цього чинника для розвитку місцевих боргових процесів

Узагальнена інформація щодо динаміки місцевого боргу Києва за період 2009–2015 рр. (див. рис. 2.9) свідчить про загрозливу тенденцію його постійного зростання.

Київська міська рада не приділяє належної уваги дотриманню граничних обсягів місцевого боргу упродовж 2009–2015 рр., що є прямим порушенням вимог ст. 18 Бюджетного кодексу. Лише за станом на 1 січня 2012 р. і 2014 р. фактичне значення місцевого боргу столиці не перевищує гранично допустимого рівня, у всіх інших періодах заборгованість є суттєво вищою.

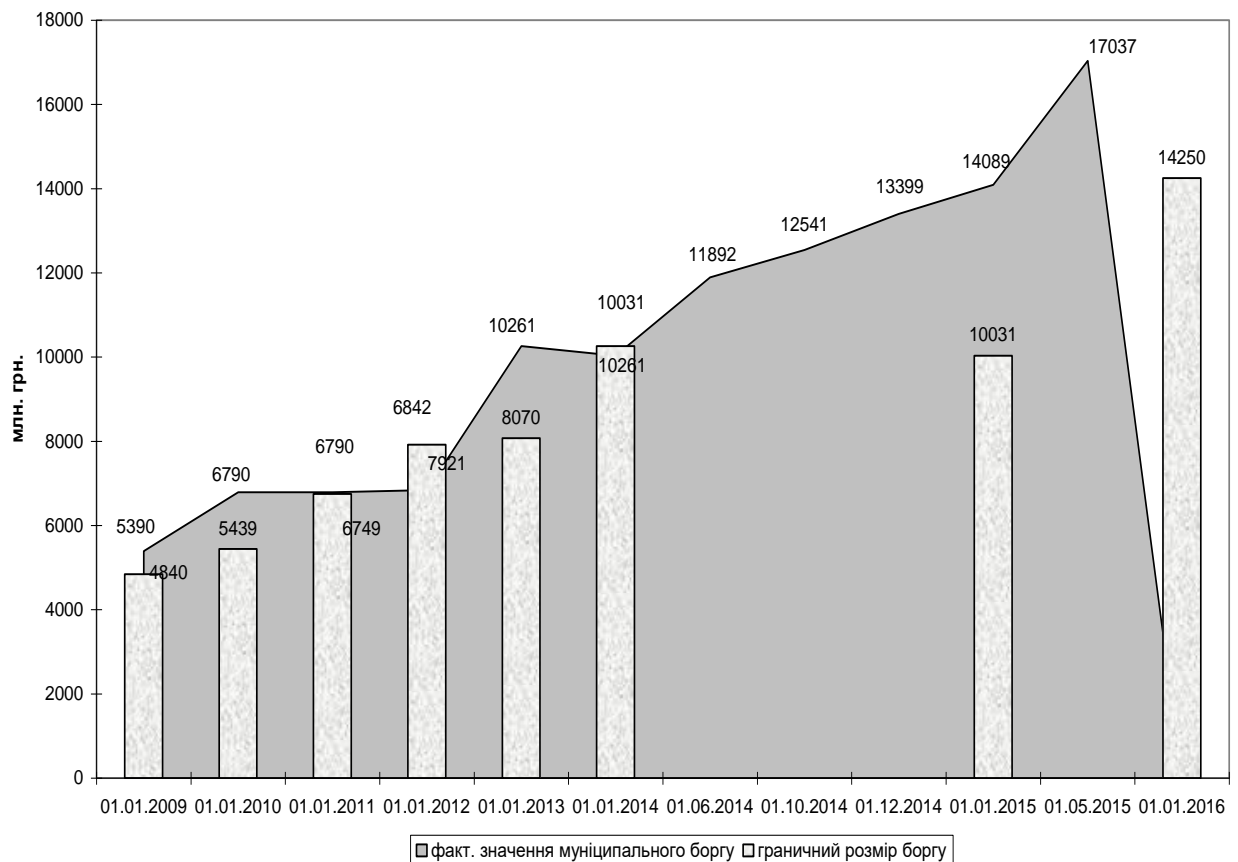


Рис. 2.9. Динаміка місцевого боргу Києва у 2009–2015 рр., млн грн

Джерело: складено автором на основі [57].

На нашу думку, це є прямим наслідком нераціональної структури боргу, відсутності дієвих заходів щодо управління боргом, що на тлі різкого зростання обмінного курсу у 2014–2015 рр. і забезпечило експоненціальне зростання боргу. Борг Києва по муніципальних запозиченнях та гарантіях складав 10,3 млрд грн на 1 січня 2014 р. [57], із яких 550 млн доларів США,

або 42,8 % займали зовнішні позики, номіновані у валюті. Розглядаємо таку структуру як нераціональну, адже превалювання боргових зобов'язань в іноземній валюті є джерелом виникнення суттєвих валютних ризиків. В умовах гострих коливань валютного курсу у 2014–2015 рр. зазнає змін як сума загального боргу Києва, так і його структура — у бік збільшення частки валютних зобов'язань. Так, за станом на 01.01.2015 р. борги Києва миттєво зростають до 14,1 млрд грн, із яких уже 61,6 % складають запозичення у валюті [57].

Також спостерігаємо практику, коли фактичне значення заборгованості на початок року фіксується у рішенні Київради про бюджет в якості гранично допустимої його величини на кінець бюджетного періоду без будь-яких розрахунків чи обґрунтувань. Так, фактична сума боргу на початок 2013 р. 10 261,4 млн грн визначена граничним рівнем боргу на кінець цього ж бюджетного періоду, сума боргу на 1 січня 2014 р. 10 031 млн грн механічно перенесена як граничний показник на 31.12.2014 р., борг 14 089 млн грн на початок 2015 р. дещо збільшений до рівня 14 250 млн грн і затверджений як гранично допустимий на кінець 2015 р. Таким чином, депутати Київради обрали пасивну тактику врегулювання обсягу боргу за рахунок відмови від подальших запозичень, намагаються хоча би не допустити зростання його фактичних значень. Натомість стратегічно правильним виходом із такої ситуації є врегулювання структури боргу в напрямі скорочення зобов'язань у валюті. Це відповідатиме загальному правилу кредитування: валюта позики має збігатися з валютою доходних джерел позичальника.

На противагу внутрішній емісії, суми боргових ресурсів, одержані міською радою Києва від іноземних інвесторів та фінансових установ, на порядок вищі. Запозичення на зовнішніх ринках капіталу для більшості українських міст довго залишалися недосяжними, адже до 2011 р. Бюджетний кодекс України дозволяв вихід на зовнішні ринки тільки муніципалітетам із населенням понад 800 тисяч жителів. Отже, Київська міська рада — єдиний муніципалітет, що впродовж 2003–2005 рр. зареєстрував три емісії

облігаційних позик на суму 600 млн дол. США під 8–8,75 відсотків річних, які в повному обсязі були розміщені на зовнішніх ринках. Гроші позичалися для будівництва заводу з переробки сміття, розбудови шляхів, нових ліній метро, каналізації, реконструкції культурних центрів, лінії швидкісного трамваю, міжнародного аеропорту Жуляни та ін. Крім того, 550 млн дол. США, одержані Київською владою у вигляді кредитів на міжнародних ринках у 2007 р. та 2011 р. під 8,25–9,375 відсотків річних. Починаючи з 2008 р., столиця неодноразово вдавалася до законодавчо заборонених процедур рефінансування і реструктуризації нагромадженого місцевого боргу. Так, облігації 2004 р. випуску погашені у 2011 р. за рахунок нового кредиту в 300 млн дол. США (кредитор — «Kyiv Finance PLC», ставка 9,375 % річних); зовнішній кредит 2007 р. повернутий зарубіжним інвесторам за рахунок облігаційних запозичень 2012 р. на внутрішньому ринку. Наведені факти, на нашу думку, свідчать про побудову Київською владою «фінансової піраміди» — із року в рік нарощується місцевий борг, здійснюються нові більші запозичення для обслуговування і погашення попередніх. У такий спосіб «успішні міжнародні позики» 2003–2007 рр. перетворилися для столиці в непосильний борговий тягар, позбутися якого без втручання уряду вже не є можливим.

Ситуація продовжує ускладнюватися — у листопаді 2015 р. та липні 2016 р. для Києва визначені терміни погашення зовнішнього облігаційного випуску 2005 р. і кредиту 2011 р. на загальну суму 550 млн дол. США.

Прямим підтвердженням нашої думки слугує зниження рейтинговою агенцією «Standard & Poor's» 20 квітня 2015 р. довгострокового рейтингу Києва за зобов'язаннями в національній та іноземній валюті з «ССС–» до «СС», а 28 серпня 2015 р. до рівня «С» — переддефолтний стан. У листопаді 2015 р. обидві рейтингові агенції «Standard & Poor's» та «Fitch» присвоїли Києву рейтинг «D» — дефолт. Для порівняння — у 2003 р. Київ мав рейтинг «B» з прогнозом «Стабільний» від «Standard & Poor's», а від «Moody's» — «B2» з прогнозом «Стабільний».

З метою врегулювання критичної ситуації Київрадою було обрано тактику рефінансування та реструктуризації боргів. Так, у вересні 2015 р. департамент фінансів КМДА завершив реструктуризацію облігацій внутрішньої місцевої позики міста серій «G» і «H» на суми 1,915 млрд грн і 2,375 млрд грн відповідно затвердженням рішень № 938/1802 та № 939/1803 Київської міської ради від 3 вересня 2015 р. Термін обігу облігацій продовжено на один рік без зміни інших істотних умов, тобто зберігається процентна ставка за користування залученими коштами в розмірі 15,2 %. Таке рішення обійдеться місту додатково в 652,1 млн грн видатків з бюджету у 2016 р. На наш погляд, це продовження побудови фінансової піраміди, адже в концепції розвитку столиці наразі немає жодного глобального інвестиційного проекту, який би дозволив позбавити муніципалітет узалежнення від боргу.

У вересні – жовтні 2015 р. Київрада розглядає також питання про можливість накладення мораторію на виплати з бюджету міста для обслуговування позик під приводом безперешкодного проходження опалювального сезону.

У процесі дослідження приділимо увагу питанню вартості використання боргових ресурсів для громади Києва і оцінку інтегрального економічного ефекту від таких залучень. Тому визначення рівня ефективності муніципальної боргової політики треба проводити щонайменше у двох площинах: як оцінку витратності процесу обслуговування наявного місцевого боргу, так і щодо ефективності реалізації проектів, які безпосередньо профінансовані за рахунок позичених коштів. Для такого аналізу згрупуємо показники видатків за функцією «Обслуговування боргу» (сплата відсотків за запозиченнями м. Києва, сплата відсотків в обслуговування боргу загалом в Україні) у табл. 2.9.

На обслуговування заборгованості з видатків загальноміського бюджету відволікаються значні кошти, які доцільно спрямовувати на освітні чи соціальні програми. Якщо упродовж 2008–2014 рр. усі місцеві бюджети

витратили на виплату відсотків 7,4 млрд грн бюджетних коштів, то 77 % такого боргового навантаження, або 5,7 млрд грн сплатила столиця (див. табл. 2.9). Якщо у 2008 р. місто Київ витратило на оплату відсотків за позиками 398,7 млн грн, або майже 2 % загальних видатків бюджету, то вже у 2013 р. обсяги таких витрат перевищили мільярд гривень і склали відповідно 1271,6 млн грн (табл. 2.9). За функцією «Обслуговування боргу» у 2014 р. касові видатки Києва ще зросли до 1312,2 млн грн, у тому числі видатки на сплату відсотків за внутрішніми борговими зобов'язаннями — 771,7 млн грн; за зовнішніми борговими зобов'язаннями — 540,5 млн грн, які перераховані іноземним інвесторам і вилучені з господарського обороту країни лише минулого року [57, с. 25].

Таблиця 2.9

**Динаміка бюджетних видатків муніципалітету Києва
та місцевих бюджетів України на обслуговування боргових зобов'язань
за 2008–2015 рр., млн грн**

Період	Обслуговування боргів Києва				Фактичні видатки всіх міст України на обслуговування боргів	Частка в загальному фонді видатків місцевих бюджетів України, %
	Затверджений плановий показник витрат	Фактичні видатки	Частка в загальних видатках бюджету Києва, %	Частка у видатках місцевих бюджетів України на обслугов. боргу, %		
2008	407,0	398,7	1,9	81,8	487,4	0,47
2009	789,5	632,8	3,5	85,7	738,4	0,68
2010	737,1	707,0	3,9	77,1	917,3	0,69
2011	774,7	632,4	3,9	60,8	1040,3	0,69
2012	790,3	761,7	3,2	61,1	1246,8	0,66
2013	1100,0	1271,6	7,2	85,1	1494,9	0,77
2014	1411,2	1312,2	5,6	89,6	1465,3	0,78
2015	1912,3	–	9,2	–	–	–
Разом	7922,0	5716,5	×	×	7390,4	×

Джерело: складено автором на основі [52, 57].

Негативною є також тенденція постійного зростання частки витрат на обслуговування боргу в загальних видатках бюджету Києва — з 1,9 % у 2008 р. до 7,2 % — у 2013 р. і 5,6 % упродовж 2014 р. На 2015 бюджетний рік прогнозний показник витрат за даною статтею витрат для міста Києва затверджений на рівні 1912,3 млн грн, що дорівнює, наприклад, двом річним бюджетам Тернополя. Безпрецедентно зростає і питома вага витрат на сплату відсотків за борговими зобов'язаннями Києва у 2015 р. — до 9,0 % у загальних прогнозних видатках бюджету столиці. Якщо суми витрат на обслуговування боргів надалі зростатимуть такими темпами, то вже невдовзі муніципалітет Києва змагатиметься у своїй неефективності з урядом, адже обслуговування державного боргу (платежі за ним) обійшлося національному бюджету України 23,3 % загального обсягу витрат у 2013 р. і вже 30,9 % — у 2014 р. [19, с. 37]. У 2014 р. обсяги витрат на обслуговування боргу (1,3 млрд грн) перевищують сумарні витрати мегаполісу на розвиток засобів масової інформації, фізкультури і спорту, будівництва (0,8 млрд грн) [57].

Закономірно, що в структурі витрат усіх місцевих бюджетів України на обслуговування боргового сегменту Київ також є абсолютним лідером серед інших муніципалітетів — його частка впродовж 2008–2014 рр. не спадає нижче 60,8 % усіх витрат, а у 2014 р. досягає пікового значення 89,6 % (табл. 2.9). За офіційними даними, обслуговування боргових зобов'язань за економічною класифікацією витрат бюджету коштувало всім муніципалітетам України у 2014 р. 1465,3 млн грн [19, с. 65–67]. Порівняно з 2008 р. загальні витрати на сплату відсотків за борговими зобов'язаннями зросли втричі. Натомість у структурі загального фонду витрат усіх місцевих бюджетів України це лише 0,78 % у 2014 р. (табл. 2.9) — незначні суми для бюджетів місцевого самоврядування в масштабах країни.

Крім того, у 2014 р. Київ здійснював трансакційні витрати — на супроводження / оновлення кредитних рейтингів міста, присвоєння рейтингу випуску цінних паперів, витрати, які пов'язані зі здійсненням внутрішнього запозичення до бюджету м. Києва; додатково до зазначених вище витратів

витрачено 1,29 млн грн коштів платників податків [57, с. 25]. У 2015 р. з фінансовими посередниками у сфері реструктуризації та рефінансування наявних боргів за двома угодами передбачено виплатити 600,0 тис. дол. США і 990,0 тис. дол. США, або приблизно 36 млн грн. Видатки на утримання КП «Група впровадження проекту з енергозбереження в адміністративних і громадських будівлях м. Києва» з бюджету за 2014 р. становлять 4,6 млн грн (у т. ч. для обслуговування боргу). Ми вважаємо невиправданими місцеві запозичення для громади столиці як в економічному, так і в соціальному сенсі. Найгірше в такій ситуації, що проекти, які фінансувалися, у тому числі за кошти запозичень, залишаються незавершеними впродовж десятиріч: Подільсько-Воскресенський мостовий перехід через Дніпро, побудова нових гілок та станцій метрополітену на Троєщину тощо. Обсяги й ефективність таких витрат, на нашу думку, потребує окремого ґрунтовного дослідження.

Приходимо до висновку, що до критичної ситуації з муніципальними запозиченнями Києва призвели системні помилки в інвестиційному менеджменті та їхні безпосередні наслідки. Навіть якщо б керівництво міста не виходило за межі законодавчих повноважень щодо муніципальних позик, прорахунки можна розділити на дві підгрупи: ті, що стосуються економічного менеджменту інвестиційних програм, і такі, що мають політичне забарвлення. На даний момент в Києві превалюють політичні чинники: аргументи престижу (особливо в періоди передвиборчої агітації, так звана «купівля голосів виборців»), нестача підтримки інвестпрограм населенням, відсутність ранжування проектів за їхньою пріоритетністю для громади. Як наслідок, інвестиційні пріоритети місцевої влади слабо корелюють з інтересами переважної більшості виборців. Інвестиції залучаються в проекти та соціальні послуги, щодо яких є низька потреба з боку громади. Рішення щодо запозичень носять яскраве політичне спрямування, використання інструменту місцевих запозичень провокують представники політичних еліт без належної підтримки громади.

Населення навіть в умовах неодноразових спроб здійснення адмінреформи в Україні не має адекватного впливу на інвестиційну та боргову політику міських урядовців.

Яскравим прикладом є проект побудови Подільсько-Воскресенського переходу, непідйомний для Київради з позицій інвестиційного менеджменту. Аналогічно під гарантії Київради комунальне підприємство «Київський метрополітен» залучило 40 млн євро для розбудови гілок (у т.ч. на Троєцину) та станцій метро. Водночас не здійснюються адекватні заходи щодо забезпечення прибутковості такого проекту, наприклад, до тарифу на перевезення пасажирів не включають інвестиційної складової, тарифи не встановлюються на рівні економічно обґрунтованого рівня, адже це є дражливим питанням для політично значущих категорій виборців (пенсіонерів, пільговиків, студентів та ін.). На перспективу, пропонуємо запровадити процедуру погодження запозичень із громадянським суспільством через механізм електронного урядування, місцеві референдуми з використанням інтернет-голосувань тощо.

Таким чином, інвестиційна та боргова політика найбагатшого муніципалітету України перебувають у глибокій залежності від політичних впливів. Порушується базове економічне правило, за яким за реалізацію інфраструктурного проекту повинні платити вигодонабувачі за ним. Натомість вартість важливих об'єктів соціальної інфраструктури пропонується оплачувати з бюджету громади за рахунок всіх податкоплатників Києва і навіть держави (у випадках одержання цільового фінансування з держбюджету). На рівні уряду України приймаються компромісні політичні рішення допомогти «неуспішному» муніципалітету столиці, що породжує утриманські настрої, знижує рівень відповідальності чиновників КМДА за прийняті ними управлінські рішення.

Позитивним моментом у борговій політиці Києва є наявність частки в статутному капіталі банку «Хрещатик», який використовується столицею для управління поточною ліквідністю, дозволяє маневрувати під час пікових

виплат і навантажень на бюджет. Так, у 2007–2012 рр. Київрада власним рішенням переносила терміни повернення кредиту по АКБ «Хрещатик», що дозволило ефективно розпорядитись бюджетними коштами та уникнути неплатоспроможності. На жаль, наявність власного комунального банку є недосяжною перспективою для інших міст України.

Проведений моніторинг сектору муніципальних запозичень Київради дозволяє дійти таких висновків. Столичний муніципалітет є домінантним суб'єктом вітчизняного ринку субнаціональних позик. Структура боргу Києва є нераціональною — лівова частка боргу столиці емітована у вільноконвертованій валюті, унаслідок чого в умовах фінансової нестабільності й різких коливань валютного курсу виникають значні курсові ризики. Відсутність заходів з практичної реалізації анонсованої боргової політики Києва призвела також до надмірної концентрації його зовнішніх боргів у сумах і часі — основні терміни погашення запозичень в 11,6 млрд грн припадають на 2015–2016 р. Суми місцевого боргу з урахуванням наданих гарантій на початок травня 2015 р. перевищували 19 млрд грн, із яких 6,7 млрд грн треба було погасити до кінця 2015 р. Безпрецедентно зростає і частка витрат на сплату відсотків за борговими зобов'язаннями Києва у 2015 р. — до 9,0 % у загальних прогнозованих видатках бюджету столиці.

Боргова політика Києва на сучасному етапі зводиться до таких неефективних заходів як реструктуризація та рефінансування наявних боргів. Залишається невизначеною ефективність реалізації масштабних інфраструктурних проектів, що фінансуються столицею за рахунок місцевого боргу.

Отже, ситуація з місцевим боргом Києва критична (дефолтний рейтинг за версією агенцій «Fitch» і «Standard & Poor's»), що потребуватиме від уряду та міської ради нестандартних дій, домовленостей з кредиторами щодо реструктуризації тощо.

Стратегічними напрямками у сфері ефективної боргової політики столиці мають бути:

а) невідкладна зміна тарифної політики на послуги метрополітену та інших комунальних підприємств — досягнення рівня беззбитковості в осяжній перспективі з урахуванням включення інвестиційної складової;

б) розширення доходної бази бюджету Києва за рахунок повноцінного обліку земельних ресурсів, нерухомого майна та справляння відповідних місцевих податків;

в) припинення практики систематичного поповнення статутних фондів комунальних підприємств з міського бюджету замість орієнтації на ефективне управління власністю;

г) дослідження ефективності інфраструктурних проектів, які реалізуються за рахунок коштів громад, у тому числі місцевих позик, і прийняття принципового рішення про доцільність таких залучень.

Київ попереду інших міст України не тільки за кількісними показниками запозичень. Для Київради муніципальна боргова політика переходить в іншу фазу — стадію обслуговування та погашення боргових зобов'язань, реструктуризації, рефінансування позик, отже, істотно випереджає інші територіально-адміністративні громади в часі. Більшість з них перебуває на початковій стадії місцевої боргової політики: проходження процедур рейтингування, оцінки ризиків і визначення можливих сум позикового ресурсу, прийняття принципового рішення — залучати чи ні. Наступною стадією для таких міст буде визначення форми запозичення (цінні папери, кредит чи гарантії) та пошук інвесторів.

Однозначно, що за таких умов Київ не може розраховувати на нові запозичення. Нарощувати суми боргу не можливо й з огляду на обсяги бюджету столиці, який, на жаль, не зростає. За таких обставин міжнародні фінансові інституції, донори перевели свою увагу на інших учасників ринку.

Якщо враховувати спрямування Львова передусім на розвиток туристичного сектора, то питання розбудови інфраструктури для цього мегаполісу не могло бути дискусійним. У 2006 р. в місті (майже мільйоннику) не було вирішене питання цілодобового водопостачання,

загострилася проблема міського освітлення, що мало пряму кореляцію з рівнем вуличної злочинності.

Розвиток муніципальної боргової політики у Львові також пов'язаний з підготовкою та проведенням Єврочемпіонату з футболу у 2012 р. Оскільки в бюджеті Львова не було необхідних ресурсів, то єдиним способом реалізації інфраструктурних програм виявився інструмент місцевих позик.

За сумою коштів, залучених Львівською міською радою у вигляді облігаційних позик, місто є третім суб'єктом на ринку після Києва та Харкова — 592 млн грн, або 5,4 % ринку облігацій упродовж 2003–2012 рр. (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

**Емісії облігацій місцевої позики Львівської міської Ради
у 2007–2012 рр.**

№	Вид запозичень	Дата надання висновку Мінфіном	Період розміщення	Обсяг запозичень, млн грн
1.	Випуск облігацій внутрішньої позики	31.05.2007	5 років	92,0
2.	Випуск облігацій внутрішньої позики	15.04.2008	5 років	200,0
3.	Випуск облігацій внутрішньої позики	09.04.2009	5 років	200,0
4.	Випуск облігацій внутрішньої позики	2011	–	Не здійснена
5.	Випуск облігацій внутрішньої позики (рефінасування)	26.06.2012	3 роки	100,0
	Разом			592,0

Джерело: складено автором на основі [111].

Дані табл. 2.10 наочно демонструють, що м. Львів випереджає столицю Київ за стадією боргової політики — усі облігаційні позики успішно випущені та погашені. На відміну від столиці, Львів не вибудовував фінансової піраміди, а відповідально поставився до залучення коштів і реалізації інвестиційних проектів. Декілька дозволів Міністерства фінансів

України на позики так і не були реалізовані, оскільки вартість використання ресурсів у 2011–2012 рр. була надвисокою (понад 25 % річних), унаслідок чого громада та муніципалітет відмовилися від нових запозичень.

Іншим прикладом відповідальності може слугувати перекредитування у 2012 р. під суттєво нижчі відсотки — 14 % шляхом випуску нової облігаційної позики серії «Д» на суму 90 млн грн. Водночас протягом літа 2008 р. укладено угоду про можливе співробітництво з ЄБРР — ціна залучення боргових ресурсів від такої установи не перевищувала 5–7 відсотків. Це свідчить про спроби здійснення не розрізнених фрагментарних запозичень, а провадження спланованої та зваженої боргової політики, свідоме управління боргами громади.

Оскільки ми вважаємо, що для визначення рівня ефективності муніципальної боргової політики окремої території треба здійснити щонайменше оцінку боргового навантаження на бюджет (витратності процесу обслуговування наявного місцевого боргу), тому для такого аналізу згрупуємо показники видатків за функцією «Обслуговування боргу» (сплата відсотків за запозиченнями м. Львова, сплата відсотків в обслуговування боргу загалом в Україні) у табл. 2.11.

Таблиця 2.11

Динаміка боргового навантаження муніципалітету Львова та місцевих бюджетів України у 2007–2015 рр., млн грн

Період	Обслуговування боргів Львова				Фактичні видатки всіх міст України на обслуговування боргів	Частка в загальному фонді видатків місцевих бюджетів України, %
	Затверджений плановий показник витрат	Фактичні видатки	Частка в загальних видатках бюджету Львова, %	Частка у видатках місцевих бюджетів України на обслугов. боргу, %		
2007	1,3	1,3	—	—	—	—
2008	8,9	8,9	1,0	1,8	487,4	0,47
2009	19,4	19,3	1,5	2,6	738,4	0,68
2010	48,8	48,8	3,2	5,3	917,3	0,69
2011	33,7	33,7	1,9	3,2	1040,3	0,69

2012	46,7	27,7	1,3	2,2	1246,8	0,66
2013	20,1	19,9	0,9	1,3	1494,9	0,77
2014	8,9	8,3	0,4	0,6	1465,3	0,78
2015	23,2	0,06	–	–	–	–
Разом	211,0	167,9	×	2,2	6903,0	×

Джерело: складено автором на основі [33].

Як видно з табл. 2.11, за усі роки обслуговування прямого боргу Львівська міська рада витратила на це лише 167,9 млн грн, що суттєво нижче від запланованого на таку мету показника 211,0 млн грн. Питома вага таких видатків у загальному фонді видатків міста в аналізованому періоді не наближалася до критеріального значення в 10 % — максимум 3,2 % у складному для всіх бюджетів України 2010 р. Позитивом відзначаємо те, що виплати відсотків здійснювалися внутрішнім кредиторам, отже, кошти залишилися в Україні й не погіршували макроекономічних показників, наприклад, платіжного балансу. На відміну від столиці, у Львові ми не спостерігаємо негативної тенденції щорічного перманентного зростання частки видатків на обслуговування боргу в загальних видатках бюджету міста. Важливо, що в структурі витрат усіх місцевих бюджетів України на обслуговування боргового сегменту Львів також не є лідером серед інших муніципалітетів — його частка впродовж 2009–2014 рр. досягає пікового значення 5,3 % у 2010 р., а в інших періодах коливається в межах від 0,6 % до 2,6 %. (табл. 2.11). За офіційними даними обслуговування боргових зобов'язань за економічною класифікацією видатків бюджету коштувало всім муніципалітетам України у 2009–2014 р. — 6903,0 млн грн. На цьому тлі видатки Львова в загальній сумі 167,9 млн грн складають лише 2,4 % від загальноукраїнських витрат на такі цілі.

Водночас вартість подорожчання побудованих об'єктів для громади Львова за рахунок оплати за користування позикою складає 28,4 % за період 2007–2014 рр. На перший погляд, доволі витратно, проте з урахуванням індексів інфляції за аналогічний період загальне зростання цін на товари та

послуги склало 2,29 разу, тому позики в умовах високого рівня інфляції є однозначно вигідним фінансовим інструментом.

На підставі наведеного вище моніторингу доходимо висновку, що муніципальна боргова політика Львівської міської ради у 2007–2014 рр. була ефективною, принаймні у векторі оптимізації витрат на обслуговування боргу, своєчасності розрахунків з кредиторами та дотримання графіку платежів.

Водночас Львів став одним із перших у використанні зовнішніх місцевих гарантій в результаті співпраці з ЄБРР, НЕФКО, МБРР. Оскільки Європейський банк реконструкції і розвитку пріоритетом визнає кредитування юридичних осіб — суб'єктів господарської діяльності і не кредитує на пряму органи місцевої влади та управління, кредити одержали комунальні підприємства Львова (див. рис. 2.10).

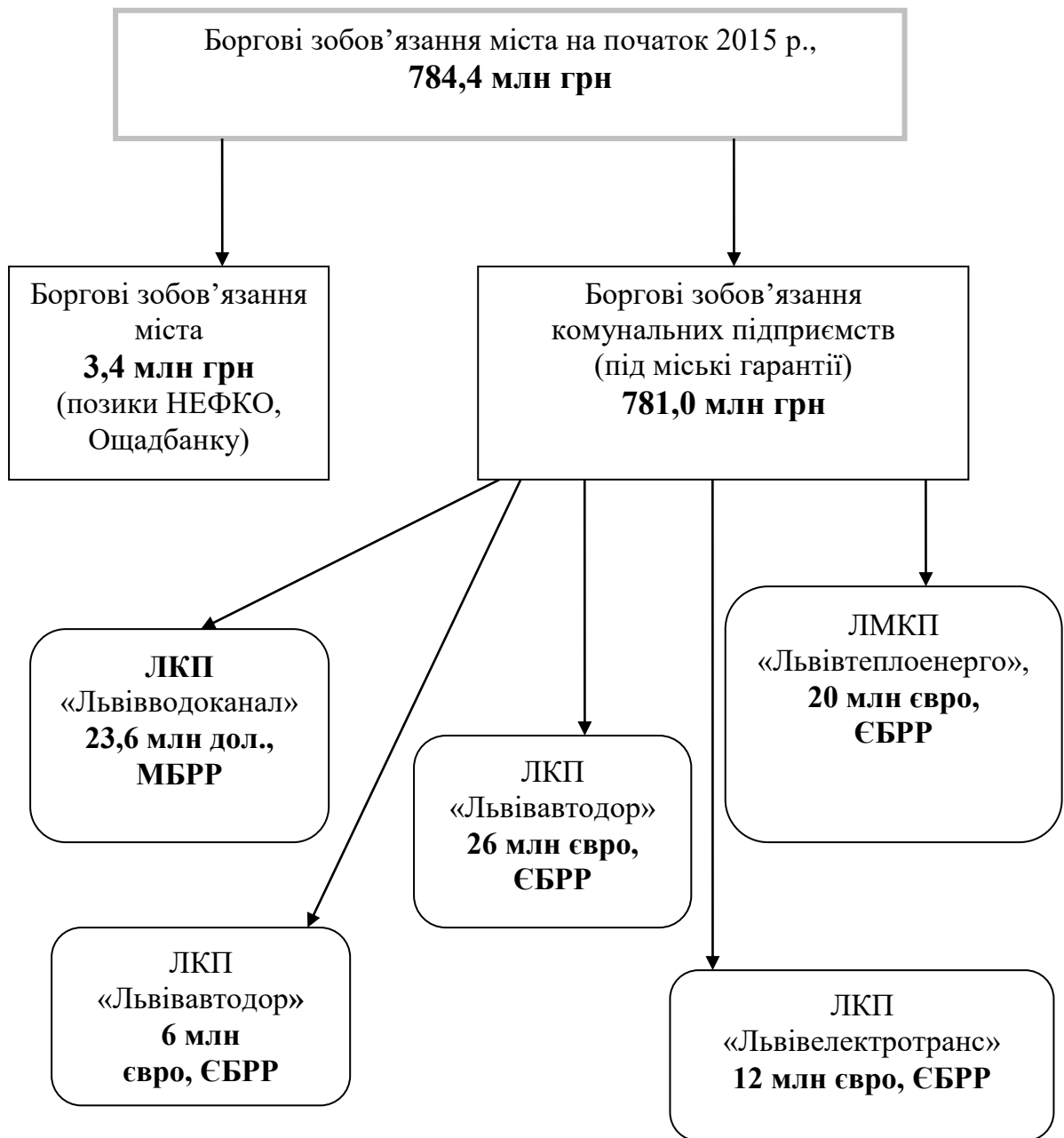


Рис. 2.10. Боргові зобов'язання Львова на початок 2015 р.

Джерело: складено автором на основі [33].

Отже, починаючи з 2008 р. Львів обирає принципово інший інструмент муніципальної боргової політики — місцеві гарантії. За нашими оцінками, це стало закономірним наслідком наявності єдиного казначейського рахунку, коли кошти місцевого самоврядування інтенсивно використовувалися для стабілізації ресурсів державного бюджету. На противагу високовартісному банківському кредитуванню та муніципальним облігаційним позикам

програми міжнародних донорів є привабливими з огляду на їхню тривалість (15–25 років), відтермінування платежів тіла кредиту (3–6 років), існування пільгового періоду, низькі відсоткові ставки (від 0,1 % до 7 %), можливість залучення грантових коштів в якості бонусів по проекту, відсутність потреби в заставі майна. Серед міжнародних фінансових організацій, що кредитують українські міста, переважають МБРР, ЄБРР, ЄІБ. Програми МБРР та ЄІБ координує Міністерство регіонального розвитку України під державні гарантії, а ЄБРР працює безпосередньо з містами.

Крім того, на ринку українського муніципального кредиту працюють Північна екологічна фінансова корпорація НЕФКО (NEFKO), Агентство США з міжнародного розвитку (USAID), Фонд Східноєвропейського партнерства з енергоефективності та довкілля (E5P) та інші. Зокрема, МБРР фінансує в Одесі, Чернігові, Івано-Франківську, Дрогобичі, Калуші, Коломиї, Херсоні, Вінниці, Тернополі, Миколаєві та ін. проекти з водопостачання та водовідведення «Розвиток муніципальної інфраструктури–1, –2» на загальну суму залучених коштів 869,64 млн дол. США. ЄБРР реалізує проекти в Дніпропетровську, Запоріжжі, Житомирі, Полтаві та ін. Кредитний портфель — 140 млн євро. ЄІБ розпочинає програму «Модернізація муніципальної інфраструктури в Україні» щодо вуличного освітлення, енергоефективності будівель, поводження з побутовими відходами із загальною сумою кредитного портфелю 800 млн євро. Умови кредитування передбачають 3 % річних, терміни кредиту до 25 років, відтермінування платежу — до 6 років [110, с. 4, 6–7].

Крім того, беззаперечним плюсом співпраці з ЄБРР та ЄІБ є контроль виконання проекту з боку експертів, яких залучають банки. На наш погляд, оцінка співпраці з ЄБРР, НЕФКО та ЄІБ тільки в площині грошово-економічних розрахунків є невірною в корені, адже впровадження і реалізація проектів тягне за собою створення нових робочих місць, технологічне оновлення вже наявних, навчання персоналу, використання новітніх прогресивних технологій, залучення світового досвіду з інновацій.

Від сплачених із зарплат податків та відрахувань у соціальні фонди створюється додатковий фінансовий потік, який безпосередньо впливає на розвиток території здійснення проекту. Формується ефект синергії, кумулятивний та мультиплікаційний ефекти створюють базис для наступних позитивних економічних змін в регіоні та в країні в цілому.

Позитивним прикладом реалізованої програми щодо ресурсозбереження є проект водопостачання та каналізації Львова, який стартував у 2002 р. за сприяння Світового банку. Згідно з угодою, між МБРР та муніципалітетом Львова ЛМКП «Львівводоканал» одержав 24,25 млн доларів позики з остаточним терміном погашення у 2021 р. під 6 % річних, а також 6 млн дол. грантових коштів від Агентства з міжнародного розвитку Швеції. Львівська міська рада виступила гарантом позики.

Наслідком реалізації проекту протягом 2003–2007 рр. стало цілодобове водопостачання населення Львова [133]. Важливо, що завдяки проекту скорочено відпуск води споживачам усіх категорій з 74,3 млн м³ у 2000 р. до 44,6 млн м³ — у 2011 р., або на 40,0 %, удвічі зросла кількість окремих каналізаційних мереж з шести у 2000 р. до тринадцяти — у 2011 р.

У тому ж періоді за рахунок каналізування старих районів міської забудови суттєво зросла протяжність вуличної каналізаційної мережі — з 298,0 км до 360,0 км, або на 20,8 %. Зменшення аварійності на міських магістральних водогонях привело до скорочення використання свіжої води — з 129,0 млн м³ у 2000 р. до 60,9 млн м³ — у 2011 р., удвічі зросли обсяги оборотної та повторно використаної води — з 26,0 млн м³ до 48,9 млн м³ [133, с. 97–98]. Одночасно проект зміцнив фінансову позицію ЛМКП «Львівводоканал», який забезпечує розрахунки за позикою разом із Мінфіном України. У 2015–2021 рр. планується до погашення 299,7 млн грн [133, с. 17–18].

Згідно з міжнародним досвідом, місцеві гарантії в якості умовного (латентного) зобов'язання влади спричиняють специфічні проблеми у сфері управління муніципальним боргом:

– непевність, відсутність транспарентного впливу гарантованих зобов'язань на видаткову частину бюджету знижує достовірність бюджетного планування, наслідком чого є раптові неочікувані потреби у фінансових ресурсах;

– моральні ризики та збитки для інвесторів і позичальників — реципієнтів місцевих гарантій, відсутність суворих бюджетних критеріїв та контролю за обґрунтованістю і доцільністю певних витрат, ймовірно, генеруватимуть невиправдані витрати бюджетних коштів;

– надання гарантій часто вмотивоване можливістю уникнути адекватного відображення витрат у бюджетному обліку, вартість рішення про надання муніципальних гарантій стане відомим виборцям тільки після переходу боргу з умовного стану в пряму заборгованість бюджету;

– для уникнення проблем з обслуговуванням гарантованих боргів міські ради часто використовують метод прихованого поповнення обігових коштів комунальних підприємств через дозволені законодавством внески до статутних фондів. Таким чином, комунальні утворення уникають дефолтів, а місцеві органи влади — зростання прямого боргу муніципалітетів та незадоволення виборців. Гарантовані борги та вартість їхнього обслуговування переходять в латентну, приховану форму.

Зважаючи на такі ризики, залежність сум наданих зовнішніх гарантій від стабільності курсу національної валюти є доцільність уведення державних обмежень щодо граничних обсягів таких гарантій за кредитами комунальних підприємств на рівні 10–15 % доходів загального фонду відповідного міського бюджету. Іншим стабілізатором може стати компроміс: муніципальна гарантія має надаватися лише на певну частину боргового зобов'язання комунального підприємства-реципієнта, наприклад, 70–80 відсотків його обсягу. За таких умов інвестор ретельно оцінюватиме фінансову позицію позичальника, стабільність його грошових потоків, достатність наявного майна як предмету застави, а ймовірність перекладання боргового тягаря на місцевий бюджет буде оптимізована.

З огляду на наведене, оцінимо гарантований борг міста Львова та графік майбутніх платежів належних йому комунальних підприємств у табл. 2.12.

Таблиця 2.12

**Графік платежів за гарантованим боргом
Львівської міської ради у 2015–2024 рр.**

Назва комунального підприємства	Період користування кредитом, валюта позики	Кредит та нараховані відсотки за користування	Загальна сума, що підлягає сплаті за кредитом, млн грн		
			за обмінним курсом на 01.01.2015 р.	за обмінним курсом на 01.10.2015 р.	Приріст боргу за 9 міс. 2015 р.
ЛМКП «Львівводоканал»	2003–2021 млн дол. США	40,65	299,7	404,8	105,1
кредит		23,67	268,7	362,9	94,2
відсотки		16,98	24,0	32,4	8,4
інші видатки		–	7	9,5	2,5
ЛКП «Львівелектротранс»	2009–2024 млн євро	20,4	285,2	353,9	68,7
кредит		12	216,4	268,5	52,1
відсотки		8,4	68,8	85,4	16,6
ЛКП «Львівавтодор»	2009–2024 млн євро	44,2	504,2	625,6	121,4
кредит		26,0	376,0	466,5	90,5
відсотки		18,2	128,2	159,1	30,9
ЛКП «Львівавтодор»	2003–2019 млн євро	8,5	140,2	174,0	33,8
кредит		6	115,4	143,2	27,8
відсотки		2,5	24,8	30,8	6,0
ЛМКП «Львівтеплоенерго»	2014–2026 млн євро	34	510,3	633,2	122,9
кредит		20	384,7	477,3	92,6
відсотки		14	125,6	155,8	30,2
Разом			1739,6	2191,4	451,8
	млн євро	107,1	1439,9	1786,6	346,7
	млн дол. США	40,65	299,7	404,8	105,1

Джерело: складено автором на основі [133].

На підставі аналізу даних таблиці 2.12 відзначаємо високу чутливість бюджету міста до валютних ризиків через значний обсяг гарантованого боргу Львівської міської ради, що виник за кредитами міжнародних фінансових

донорів, номінованими в іноземній валюті. Зростання обмінного курсу долара США на 35,1 % та обмінного курсу євро на 24,1 % лише за 9 місяців 2015 р. забезпечило приріст загальної суми, що підлягає поверненню кредиторам, на 451,8 млн грн, або на 26,0 %. У випадку неплатоспроможності комунальних підприємств боргове навантаження трансформується в пряму форму боргу муніципалітету та буде погашатися за рахунок бюджету.

Висновки до розділу 2

У процесі дослідження муніципальної боргової політики в Україні ми дійшли до таких висновків:

1. Інтегрований моніторинг ролі місцевих бюджетів у державному бюджетній системі України на противагу традиційному визначенню частки доходів і видатків місцевих бюджетів лише у складі Зведеного бюджету України виявив їхню системну постійнотривалу дефіцитність. Перманентна загальна дефіцитність різноспрямовано впливає на обсяги захищених статей видатків міських бюджетів та інвестиційних затрат — фактично збереження обсягів перших фінансується за рахунок рестрикції останніх. Це сформувало підґрунтя для зміни пріоритетів у фіскально-боргових стратегіях муніципалітетів України.

2. Дослідження генезису, кількісних та якісних показників ринку муніципальних запозичень України дозволяє узагальнити домінантні тенденції його розвитку: невпевнена динаміка, поступове зростання обсягів, структуризація, повільне проникнення практики місцевих запозичень з центру в регіони. Встановлено, що відбулися зміни в структурі інструментів муніципальної боргової політики: спочатку превалювали муніципальні облігації, паралельно розвивався сегмент внутрішніх і зовнішніх кредитів,

надалі переважали місцеві гарантії. Вітчизняний ринок місцевих позик є висококонцентрованим, що відповідає загальносвітовим тенденціям у цій сфері. Київ залишається незмінним лідером в усіх сегментах: за обсягами місцевих емісій, кредитів і гарантій. Решта муніципалітетів на тлі столиці, у тому числі Харків, Львів і Одеса, демонструють помірковану інвестиційну активність, що зумовлено об'єктивними чинниками. Залишається невизначеною ефективність реалізації індивідуальних інфраструктурних програм, що фінансуються за рахунок місцевого боргу.

3. Муніципальна боргова політика в Україні перебуває в стадії формування та становлення, що підтверджено прикладами муніципалітетів Києва та Львова. Ситуація з місцевим боргом Києва критична (рейтинг «дефолт» за версією агенцій «Fitch», «Standard & Poor's»), що вимагає від уряду та міської ради нестандартних дій, домовленостей із кредиторами щодо реструктуризації. Натомість Львів демонструє відповідальну та достатньо ефективну боргову політику. При цьому практика використання боргових інструментів на рівні міст районного значення у Львівській області практично відсутня.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [117, 118, 119, 122, 126, 128, 129].

Розділ 3

ОРІЄНТИРИ ФОРМУВАННЯ ТА ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ МУНІЦИПАЛЬНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

3.1. Моделювання боргового потенціалу міських бюджетів як компоненти муніципальної боргової політики

Формування муніципальної боргової політики в Україні неможливе без визначення боргового потенціалу міст як оцінки загальної їх здатності до залучення додаткових джерел бюджетних ресурсів неподаткового походження, а також загальних граничних меж боргової експансії міст як структурного елемента боргової політики. Борговий потенціал бюджетів міст України охоплює обсяг доходів, що потенційно можливий до залучення міськими бюджетами для провадження інвестиційної діяльності за сприяння органів місцевого самоврядування та державної влади упродовж бюджетного періоду (року).

Доцільно представити борговий потенціал місцевих бюджетів у вигляді залежності та за допомогою формули 3.1.

$$BP_{mb} = \sum_{i=1}^n BP_i = \sum_{i=1}^n (L_i - B_i), \quad (3.1)$$

де BP_{mb} — сукупний борговий потенціал міст країни;

BP_i — індивідуальний борговий потенціал i -ого міста;

L_i — потенційно можливі запозичення i -ого міста;

B_i — наявний борг міста;

n — кількість міст.

Отже, борговий потенціал BP_{mb} в межах країни є сумою індивідуальних боргових потенціалів окремих міст, які, у свою чергу, є сумою

муниципальних запозичень L_i , які територіально-адміністративні одиниці теоретично спроможні емітувати упродовж бюджетного року, що зменшується на вже наявні суми місцевого боргу цієї ж території B_i . З огляду на бюджетне законодавство України борговий потенціал є частиною інвестиційного потенціалу міських бюджетів, оскільки на суспільні капітальні видатки можуть спрямовуватися також інші джерела фінансових ресурсів. З іншого боку, борговий потенціал критично залежить від фіскального потенціалу території, оскільки наступне обслуговування та погашення запозичень відбуватиметься з доходів місцевого бюджету, а отже, сплачених сум податків та інших платежів суб'єктами господарювання та населенням. Використання боргового потенціалу в поточному періоді дозволяє знизити або принаймні не підвищувати загальний рівень оподаткування, полегшити фіскальне навантаження на суб'єктів юрисдикції.

Тому визначення боргового потенціалу міст України як компоненти боргової політики є важливою теоретичною і практичною проблемою, оскільки може слугувати орієнтиром не лише для боргової політики муніципалітетів, але й для справедливого розподілу трансферт з державного бюджету тільки найслабшим ланкам фінансової системи. Вимірний кількісно борговий потенціал міст і регіонів — це надійна і справедлива основа для формалізації процесів поділу міжбюджетних трансфертів, дотацій, субсидій. Адже міста, що мають власний борговий потенціал, мають більше можливостей для розвитку за рахунок самостійного пошуку альтернативних джерел ресурсів. Це також основа для державної стратегії щодо розвитку інструменту муніципальної боргової політики як складової загальнодержавної фіскальної політики. Створення економіко-математичної моделі дозволяє визначити оптимальні та граничні обсяги залучених муніципалітетами ресурсів, розрахувати показники ризиків, виміряти ефективність запозичень відповідно до витратності їх обслуговування, оцінити ймовірність настання дефолтів. Проблематика оптимальних величин

боргу є гостроактуальною також з огляду на ескалацію глобальної боргової кризи та експоненціальне зростання суверенних боргів України.

Недопущення фіскальної вразливості та забезпечення боргової стійкості окремих ланок бюджетної системи (муніципалітетів) стратегічне завдання для муніципальної боргової політики. Адже фіскально спроможні міста України можуть сформувати принципово нову географію центрів відповідальності для впорядкування та розвитку суспільного життя [34, с. 154].

Ми вважаємо, що борговий потенціал міст як здатність до здійснення запозичень критично залежить від наявних обсягів доходів і видатків бюджетів, оскільки обслуговування та погашення позик відбуватиметься за рахунок бюджету, а також наявності інших видів забезпечення позики: комунального майна, земельних ділянок. У структурі доходів бюджету міста-позичальника домінуючу роль мають відігравати власні та закріплені доходні джерела, адже тільки вони є ознакою самостійності, фіскальної автономії територіальної одиниці. Державна трансфертна політика характеризується високою варіативністю в часі, тому надмірне узалежнення локального бюджету від трансфертних доходів підвищуватиме ризики неплатежу за місцевим боргом.

Для оцінки боргового потенціалу міських бюджетів, на наш погляд, доцільно використовувати такі підходи та методики.

1. Підхід з позиції, що величина відсоткової ставки по запозиченнях повинна бути меншою за темпи зростання ВВП (або валового регіонального продукту — для економічних районів, міст), що показано формулою 3.2.

$$R_i < Tgrp_i, \quad (3.2)$$

де R_i — відсоткова ставка по запозиченнях або купонна ставка за облігаціями i -ого міста;

$Tgrp_i$ — темп зростання валового регіонального продукту i -ого міста.

У цілому для країни рівняння набуде вигляду за такою формулою:

$$\bar{R} < Tgdp, \quad (3.3)$$

де \bar{R} — середня відсоткова ставка по запозиченнях або купонна ставка

за облігаціями;

$Tgdp$ — темп зростання валового внутрішнього продукту країни.

Наведена модель із визначенням середньої для країни відсоткової ставки може бути використана муніципалітетами як стратегічний орієнтир при виборі прийнятної форми місцевого запозичення.

Викладений підхід базується на дослідженнях Е. Домара про природу дефіцитного фінансування [169]. Закономірно, якщо запозичення генерують недостатній грошовий потік (прибуток), менший за суму належних до сплати відсотків за позикою, то місто, імовірно, матиме проблеми з платоспроможністю. На жаль, вітчизняні статистичні дані щодо валового продукту міст та темпів його зростання є недостатніми й часто недостовірними. Є також лаг у часі між залученням інвестиції, її реалізацією та комерційними наслідками. Оскільки більшість запозичень проведені містами України на початку XXI ст., реалізація таких інфраструктурних проектів може бути незавершеною, через що вирахувати їхню економічну ефективність неможливо. Тому прогнозні значення такої моделі з великою вірогідністю будуть непридатними.

2. Підхід з позиції скорочення поточних витрат муніципалітетів на обслуговування об'єктів соціальної та культурної сфери за рахунок запровадження енергозберігаючих, ресурсощадних технологій. За таких підходів мова йде про оцінку економії коштів унаслідок здійсненого інвестування: зниження енергоспоживання, непродуктивних витрат, ефект від енергоаудиту приміщень. Аналогічний до першого підходу, базується на порівнянні розмірів відсоткової ставки по позиках і відносних індикаторів економії, скорочення витрат ресурсів, причому відсоткова ставка запозичення має бути меншою за одержану економію. Складний для

обрахунку з тих самих підстав незавершеності інвестиційних об'єктів та відсутності узагальненого обліку досягнутих рівнів економії поточних видатків бюджету як результату інвестиційної діяльності (формула 3.4).

$$R_i < Re_i, \quad (3.4)$$

де R_i — відсоткова ставка по запозиченнях i -ого міста;

Re_i — індикатор економії поточних витрат бюджету i -ого міста.

Такий показник буде зручним для оцінки та ранжування пріоритетності окремих інвестиційних проектів під час застосування програмно-цільового методу складання бюджетів.

3. Модель на базисі визначення граничної величини місцевого боргу залежно від вартості комунального майна та земельних ресурсів території. Широко використовується у світовій практиці, наприклад, у Канаді [172, с. 164]. Модель побудована на припущенні, що наявність комунального майна є засадничим фактором для емісії муніципального боргу, адже тільки майно (нерухомість, інші капітальні активи, земельні ділянки) може виступити легітимною заставою для повернення позики. Ми позиціонуємо таку модель як найраціональніший варіант у ракурсі стримання надмірної закредитованості місцевих рад на ринку муніципальних цінних паперів. У вітчизняних реаліях муніципальним (комунальним) майном опікуються розрізнені установи та департаменти, що підпорядковуються місцевим органам влади. На поточний момент немає єдиного реєстру наявного майна та землі, що перебуває в комунальній власності окремих територіальних громад в Україні. Навіть за умов створення такого реєстру наступною проблемою постане актуальність і справедливність оцінки такого майна, необхідність систематичних інвентаризацій. Іншим аргументом на користь застосування саме такої моделі є те, що наявність майна — і не тільки комунального, але й приватної нерухомості — спричиняє поповнення місцевих бюджетів податком на нерухомість, який у розвинутих країнах є основним власним ресурсом для бюджетів муніципальних утворень.

Борговий потенціал місцевих бюджетів зобразимо у вигляді залежності від вартості комунального майна за допомогою формули 3.6.

$$BP_{mb} = \sum_{i=1}^n BP_i = \sum_{i=1}^n (KM_i + Z_i) * K, \quad (3.6)$$

де BP_{mb} — сукупний борговий потенціал міст країни;

BP_i — індивідуальний борговий потенціал i -ого міста;

KM_i — вартість комунального майна міста;

Z_i — вартість земельних ресурсів міста;

K — коефіцієнт граничного рівня запозичень;

n — кількість міст.

Вважаємо створення реєстру комунального майна або підреєстру в межах чинних загальнодержавних реєстрів перспективним завданням для місцевого урядування в контексті створення дієвої моделі муніципальної боргової політики. Застосування такої моделі у вітчизняній практиці наразі неможливе через відсутність узагальненої статистичної інформації.

4. Модель, побудована на очікуваннях боргової стійкості. Моніторинг боргової поведінки муніципалітетів за такої моделі провадиться у вигляді аналізу факторів боргової стійкості, наприклад, доходної і видаткової частин конкретного бюджету, порівнянні фактичного боргового навантаження з прогнозованими значеннями. Ефективною вважатимемо боргову поведінку міст у разі: недопущення дефолту, у тому числі технічного, неперевищення видатків на обслуговування боргу над певними граничними значеннями або межами діапазону, дотримання графіку погашення заборгованості та ін. Найсуттєвішою вадою таких підходів, на наш погляд, є висока чутливість моделі до поточних бюджетних показників, а, особливо, до їхніх непередбачуваних змін унаслідок загальнодержавної фіскальної політики (змін у податковому законодавстві, бюджетних нормативах розщеплень закріплених доходів, коливань валютного курсу). Так, зовнішні запозичення

номінуються у вільноконвертованій валюті, а бюджетні показники — у національній, тому раптові коливання курсу можуть зруйнувати прогноз уцент.

Вплив запроваджених бюджетних обмежень на обсяги муніципальних позик окремої територіально-адміністративної одиниці представимо у вигляді сукупності нерівностей:

$$\begin{cases} \sum_{j=1}^m R_j * MD_j * CR \leq K_1 * ZF_i - \text{обмеження боргового навантаження} \\ \sum_{j=1}^m MD_j \leq K_2 * FR_i - \text{обмеження по обсягах боргів} \end{cases}$$

де R_j — відсоткова ставка по j -ому запозиченню міста;

MD_j — обсяги емітованого боргу за j -тим запозиченням у валюті позики;

ZF_i — загальний фонд видатків бюджету i -ого міста;

FR_i — бюджет розвитку i -ого міста;

CR — обмінний валютний курс;

K_1, K_2 — коефіцієнти, установлені бюджетним законодавством;

m — кількість запозичень муніципалітету.

Така модель для України може бути побудована на основі оцінки бюджетів розвитку місцевих бюджетів FR_i , причому значення коефіцієнтів ϵ наперед заданими: $K_1 = 0,1$ (10 %), а $K_2 = 2$ (200 %) відповідно до вимог ст. 18, 74 Бюджетного кодексу України. Згідно із законодавством, бюджет розвитку — фіскальна категорія, яка складається з доходів і видатків бюджету, спрямованих на вдосконалення місцевої економіки, у тому числі видатки на «..соціально-економічний розвиток регіонів; виконання інвестиційних проектів; будівництво, капітальний ремонт та реконструкцію об'єктів соціально-культурної сфери та житлово-комунального господарства; будівництво газопроводів і газифікацію населених пунктів; будівництво та придбання житла окремим категоріям громадян відповідно до законодавства; збереження й розвиток історико-культурних місць України та заповідників; будівництво й розвиток мережі метрополітенів; придбання вагонів для

комунального електротранспорту; розвиток дорожнього господарства; придбання шкільних автобусів та автомобілів швидкої медичної допомоги; комп'ютеризацію та інформатизацію загальноосвітніх навчальних закладів; природоохоронні заходи; інші заходи, пов'язані з розширеним відтворенням.» [17, с. 7]. Видатки бюджету розвитку мають капітальний характер. Доходи бюджету розвитку місцевого бюджету формуються переважно за рахунок єдиного податку, податку з нерухомого майна, інвестиційних субвенцій, комунальних (муніципальних) позик, доходів від продажу землі та відчуження майна, інших надходжень. Суми боргового потенціалу можуть бути обраховані, виходячи з показників динаміки бюджетів розвитку місцевих бюджетів України за період від 2005 р. до 2014 р.

Проведена оцінка динаміки показника підтверджує істотне зростання обсягів бюджетів розвитку місцевих бюджетів України, починаючи з 2011 р. (див. рис. 3.1).

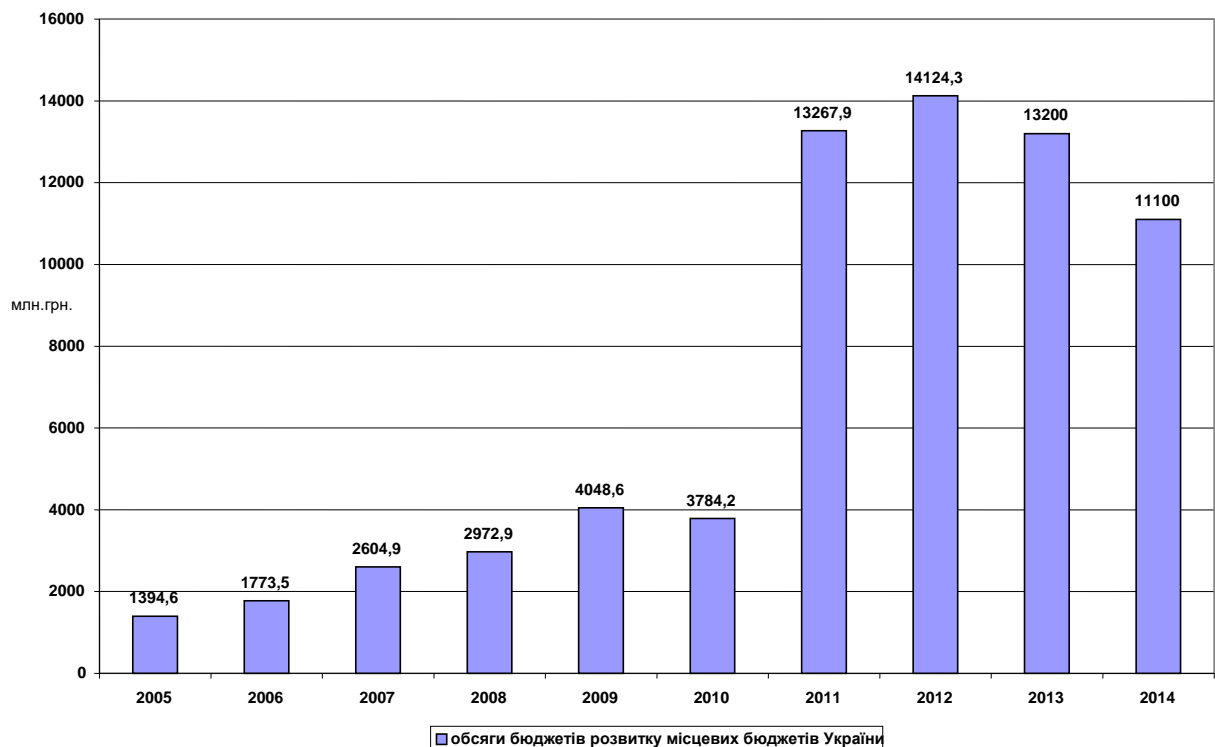


Рис. 3.1. Динаміка загального обсягу надходжень до бюджетів розвитку місцевих бюджетів України у 2005–2014 рр., млн грн

Джерело: складено автором на основі [2, 52, 86].

Якщо вдається до детального аналізу, то причиною такого зростання є законодавче введення до їхнього складу нових джерел доходів, у тому числі єдиного податку від підприємницької діяльності, а з 2013 р. — податку на нерухоме майно. Тому необхідність прогнозування боргового потенціалу виглядає доцільною на основі статистичних даних за 2011–2014 рр.

У середньому за проаналізований період бюджети розвитку місцевих бюджетів України склали 12,9 млрд грн. Проведені розрахунки не мають високого рівня точності, оскільки місцеві бюджети містять, крім міських бюджетів, ще й обласні, районні, селищні та сільські одиниці. У середньому у 2011–2014 рр. бюджети міст обласного значення складають сукупно 77,7 млрд грн, або 76,7 % обсягів місцевих бюджетів України (*Додаток С*), тому доцільне коригування на визначений коефіцієнт. Суми боргів за гарантіями не беремо до розрахунку на підставі домінування в їхній структурі позик від міжнародних донорів (ЄБРР, НЕФКО та ін.), на які не поширюються критеріальні бюджетні обмеження ст. 18, 74 Бюджетного кодексу України.

Отже:

$$2 \times 12,9 \times 76,7 \% - 14,8 = 4,9 \text{ млрд грн.}$$

Розрахований на очікуваннях боргової стійкості, а саме: із значень показників бюджетів розвитку місцевих бюджетів України за період 2011–2014 рр., борговий потенціал бюджетів міст обласного значення України складає 4,9 млрд грн.

Проведені розрахунки щодо розрахунку боргового потенціалу не враховують реформи бюджетного законодавства 2015 р., яка істотно змінила роль і значення бюджетів розвитку, фактично зрівнювавши їх як основу локальних інвестиційних процесів. Так, надходження від спрощеної системи оподаткування та податку від нерухомого майна були вилучені з доходних джерел бюджетів розвитку та спрямовані до загального фонду місцевих бюджетів. Отже, чинна прив'язка гранично допустимих обсягів муніципального боргу у вигляді кратності до індикативних значень обсягів

бюджетів розвитку на наступні два роки втратила свою ефективність з точки зору фіскальної дисципліни, адже спрогнозувати обсяги бюджетів розвитку за підсумками 2015 р. неможливо. До цього часу існувала норма щодо закріплення обсягу бюджету розвитку в розмірі не менше 10 % від доходів загального фонду відповідного місцевого бюджету (ст. 71 Бюджетного кодексу України). Після скасування бюджетного критерію обмеження граничної суми місцевих запозичень втратило сенс. Рівень бюджетів розвитку за таких змін повністю залежить від ступеня наповнення загального фонду бюджету, а також від індивідуальних політичних рішень органу місцевого самоврядування про спрямування коштів до бюджетів розвитку. Така ситуація загрожує скороченням інвестиційної активності територіальних громад. Фактично забезпечення капітальних видатків на будівництво, реконструкцію, ремонт та утримання вулиць і доріг комунальної власності з початку 2015 р. фінансуватиметься з надходжень місцевого акцизного податку з кінцевого продажу алкогольних напоїв, тютюнових виробів, нафтопродуктів. На нашу думку, це спричинить значну диференціацію у фінансуванні капітальних видатків залежно від віддаленості населених пунктів від доріг та автомагістралей, наявності та розгалуженості мережі роздрібної торгівлі та заправочних комплексів. Крім того, пом'якшення бюджетних обмежень є сильною мотивацією для розвитку регуляторного рамкового законодавства країни щодо запозичень. Підтвердженням таких висновків є теорія Б. Вейнгаста, за якою м'які бюджетні обмеження дозволяють муніципальним одиницям жити «не по засобах», у борг та заохочувати корупцію. А безумовний порятунок центральним урядом фінансово проблемних субнаціональних одиниць навіть заподіює суспільству моральні збитки [200, с. 52–53]. Крім того, політична складова прийняття рішень по місцевих бюджетах значно підсилилася в зв'язку із змінами у виборчому законодавстві, а саме переходом від мажоритарної до пропорційної системи, згідно з якою до місцевих рад обирають не приватних осіб, а політичні партії та блоки. Якщо раніше

рішення міських рад у сфері муніципальної боргової політики обґрунтовувалися економічними та фінансовими аспектами, то зараз формуватимуться під впливом політичних інтересів депутатів та з міркувань партійної дисципліни.

Розрахуємо борговий потенціал міст, виходячи з другого бюджетного критерію ст. 74 Бюджетного кодексу України, що встановлює обмеження боргового навантаження на бюджети.

Теоретичне рівняння боргового потенціалу міських бюджетів представимо за допомогою формули 3.7.

$$BP_{mb} = \sum_{i=1}^n BP_i = \sum_{i=1}^n (L_i - B_i) = \sum_{i=1}^n \left(\frac{ZF_i * K1}{R_i} - B_{v_i} - B_{z_i} * (1 + \Delta CR) \right), \quad (3.7)$$

де B_{v_i} — внутрішній борг бюджету i -ого міста;

B_{z_i} — зовнішній борг бюджету i -ого міста;

ΔCR — прогноз зміни валютнообмінного курсу.

З формули випливає, що за зростання відсоткової ставки запозичення R_i відбувається пропорційне зменшення суми можливої позики L_i . Водночас модель відображає поточний рівень раціональності структури боргу як відношення суми внутрішніх боргів до загальної суми боргу міста. Оскільки значна частина чинних боргів місцевих рад номінована у валюті, відмінній від гривні, то загрози і ризики зростання курсу відобразимо як можливі зміни зовнішнього боргу міста $B_{z_i} * (1 + \Delta CR)$. Зростання валютного курсу пропорційно збільшує вже наявні обсяги зовнішнього боргу і скорочує інвестиційні можливості конкретного міста. Зниження курсу спричиняє обернений ефект.

Для України значення критеріального коефіцієнту задане як $K_1 = 0,1$, або 10 % від загального фонду видатків місцевих бюджетів (наприклад, для Польщі — 15 % загальних доходів бюджету міста). Прогноз валютного курсу на наступний бюджетний період відображається в Законі України про бюджет на відповідний рік.

Зведена інформація щодо загального фонду видатків бюджетів міст обласного підпорядкування у 2011–2014 рр. та прогноз боргового потенціалу на 2015 р. в розрізі міст обласного підпорядкування наведена в *Додатку В*.

Так, у 2014 р. загальний фонд видатків усіх міст обласного значення України становив 78,96 млрд грн, з яких 10 %, або 7,9 млрд грн потенційно можуть бути витрачені на обслуговування боргів. Це значно менше, ніж аналогічні показники 2012–2013 рр., оскільки АРК анексована, а окремі території Донецької та Луганської області перебувають у статусі проведення антитерористичної операції. За середньої відсоткової ставки обслуговування місцевих боргів 11,1 % річних уже у 2014 р. (див. табл. 2.8 на с. 111) і з урахуванням рівня місцевого боргу на 01.01.2015 р. — 14,8 млрд грн сукупний борговий потенціал складає 54,5 млрд грн для 184 міст обласного значення (*Додаток В*). Саме таку суму муніципалітети України (без АРК) могли б залучити до фінансування інвестиційних процесів без загрози для їхньої боргової стійкості. Водночас модель ураховує поточний рівень раціональності структури боргу як відношення суми внутрішніх боргів до загальної суми боргу міста. Оскільки лише для Києва значна частина чинних боргів номінована у валюті, відмінній від гривні, то загрози й ризики зростання курсу відобразимо як можливе зростання зовнішнього боргу міста $Vz_i * (1 + \Delta CR)$.

За нашими підрахунками (*Додаток В*) борговий потенціал міста Києва становить від’ємне значення, що підтверджує справедливість наших суджень щодо його надмірної закредитованості та переддефолтного стану. Інші міста обласного значення демонструють позитивні значення боргового потенціалу, тобто спроможні до залучення позикового ресурсу. Якщо оцінити сукупний борговий потенціал у межах України, то 54,5 млрд грн покриває лівову частку потреб міст в інвестиційних коштах. Наведені дані свідчать, на наш погляд, також про загальне непоширення, фрагментарне використання інструментів муніципальної боргової політики в державі.

Побудована модель є чутливою до середньої ефективної відсоткової ставки за запозиченнями, їхній взаємозв'язок є обернено пропорційним. При зростанні відсоткової ставки відбувається пропорційне скорочення боргового потенціалу, при її зменшенні — борговий потенціал зростає.

Тому за умов стабільної ситуації на ринку кредитних ресурсів міста зможуть залучити більший обсяг коштів, за умов волатильності та зростання ставок — менший.

Розрахунок боргового потенціалу на одиницю населення міста також унаочнює значні між- і внутріобласні диференціації в розвитку міст і територій. Міста однієї й тієї ж області спроможні запозичити різні суми на одного мешканця територій: наприклад, Запоріжжя — 2906 грн, а Енергодар — 3706 грн; Нова Каховка — 4546 грн, Херсон — 3239 грн, що, на наш погляд, опосередковано підтверджує різницю їхніх фіскальних потенціалів (*Додаток В*).

У середньому на одну особу населення України за поточного рівня економічного розвитку та чинних бюджетних обмежень можна залучити 2284 грн боргових ресурсів у вигляді інструменту місцевих позик.

У процесі моделювання нами встановлено невідповідність боргових потенціалів, розрахованих із чинних критеріальних бюджетних обмежень: бюджети міст обласного підпорядкування можуть одержати чи погасити 4,9 млрд грн боргу, але за таких самих умов вони здатні обслуговувати значно більше — 54,5 млрд грн боргових зобов'язань. Ми пояснюємо це неврахованими ризиками ще під час запровадження бюджетних критеріїв ст. 18, 71, 74 Бюджетного кодексу України. На нашу думку, планові обсяги бюджетів розвитку місцевих бюджетів прогнозувалися на значно вищому рівні, що на практиці не справджувалося. Термін дії позик пропонувався на рівні не нижчому, ніж 7–10 років, а реальна строковість одержаних запозичень не перевищує 3–5 років. Такі диспропорції між можливостями щодо погашення й обслуговування боргових ресурсів не впливатимуть

негативно на розвиток боргового ринку в разі збільшення середньої строковості запозичень хоча б до 10 років. За умови недотримання цих термінів можливе настання боргового шоку та серія криз неплатоспроможності.

Отже, проведене економіко-математичне моделювання боргового потенціалу міст та оцінювання впливу чинних бюджетних критеріїв на розвиток муніципальної боргової політики України засвідчує можливість та доцільність його використання як складової частини бюджетного процесу. Таке визначення граничних величин боргу використовується при складанні та затвердженні бюджетів у Великобританії [115, с. 59].

Борговий потенціал міста також можливо розглядати як комбінацію двох взаємопов'язаних компонент: поточного рівня фіскального потенціалу та його здатності до подальшого зростання. Адже за «золотим правилом» здійснювати власне інвестування можуть лише територіально-адміністративні одиниці, які володіють нетто-заощадженнями — тобто покривають власними доходними джерелами та іншими надходженнями свої поточні потреби [166, с. 54–55] і мають вільні залишки коштів на кінець бюджетного періоду. Поточний рівень розвитку міста в такому розумінні є вже реалізованим фіскальним потенціалом і відображається наявними обсягами бюджету. Різниця між загальним потенціалом та поточним рівнем розвитку характеризує здатність міста або окремої територіальної громади розвиватися далі вже з використанням не лише податкових джерел ресурсів і трансферт із бюджету вищого рівня, але й за рахунок включення до складу бюджету боргової компоненти. Отже, термінологічно визначимо борговий потенціал як здатність до подальшого зростання BP_{mb} , а поточний рівень розвитку як уже реалізований потенціал FP (див. формулу 3.8).

$$BP_{mb} = f(FP) \quad (3.8)$$

Гіпотетично вказані дві частини пов'язані між собою. З розвитком та освоєнням можливостей міста з'являються нові можливості, тобто

інвестиційний потенціал зростає. З іншого боку, значний потенціал сприяє залученню інвестицій, а, отже, згодом і підвищенню рівня економічного розвитку. Припустимо, що є тісна кореляція між поточним рівнем розвитку міста та його борговим потенціалом. Отож, процес визначення кількісної величини боргового потенціалу розпочнемо із виявлення комплексного показника поточного стану розвитку та його аналіз для різних міст.

Загалом можна виділити чотири компоненти соціально-економічного розвитку міст: демографічна, економічна, соціальна та інфраструктурна. На нашу думку, таким композитним індикатором розвитку для окремих територій може слугувати сума власних надходжень місцевого бюджету (без трансферт) на одного жителя, сума трансферт з державного бюджету на одного мешканця та рівень самодостатності (на противагу дотаційності) міського бюджету, який розраховується як відношення доходів за вилученням трансфертів до загального фонду доходів місцевого бюджету. Адже сума фіскального ресурсу однозначно залежить від рівня розвитку промисловості, торгівлі, транспорту території, рівня середньої заробітної плати, чистого ВРП та ін. показників. Використання такого показника також дозволить уникнути суб'єктивності.

Проведемо аналіз на прикладі міст обласного значення Львівської області, згрупованих за ознакою території розміщення для встановлення рівня внутрірегіональної диференціації. Міста обласного значення є базовою одиницею місцевого самоврядування України, саме в них концентрується соціально-економічний потенціал територій. Переважно до цієї адміністративної категорії належать міста з населенням понад 50 тис. осіб, проте бувають і винятки. Теоретично ці міста мали би бути лідерами і в бюджетному секторі — володіти значними обсягами доходів і видатків бюджету, мати потенціал для активного інвестиційно-орієнтованого розвитку, а не лише фінансування поточного споживання. Оцінимо перспективи розвитку муніципальної боргової політики в чинних

нормативних рамках та за чинного рівня соціально-економічного розвитку територій в табл. 3.1.

До міст обласного значення належать дев'ять одиниць із загальною чисельністю населення 1067,8 тис. осіб, зокрема адміністративний і діловий центр — місто Львів; шість промислових центрів (Борислав, Дрогобич, Новий Роздол, Самбір, Стрий, Червоноград), а також два туристично-рекреаційні курорти (Моршин і Трускавець). Усі міські бюджети є дотаційними. Проте ступінь залежності міст від державного бюджету має істотну диференціацію: найвищий рівень самостійності демонструють Львів — 66,3 % власних доходів у загальній сумі доходів бюджету, Моршин — 54,3 % і Трускавець — 52,8 %. Інші міста обласного значення фактично цілковито залежать від державної трансфертної політики. У структурі доходної частини міст трансферти перевищують власні надходження: Борислав — 75,7 %, Новий Роздол — 82,9 % трансфертів.

Таблиця 3.1

Оцінка фіскального і боргового потенціалу міст обласного підпорядкування (на прикладі Львівської області) у 2014 р., тис. грн

Назва бюджету міста	Чисельність населення на 01.01.2014, осіб	Загальний фонд доходів міст	у тому числі		Доходи на 1 мешканця	Самодостатність бюджету, %
			власні доходи	трансферти		
Бюджет м. Моршин	6013	27 697	15 030	12 667	4,606	54,3
Бюджет м. Борислава	34 877	152 735	37 086	115 649	4,379	24,3
Бюджет м. Дрогобича	76 866	326 301	81 117	245 184	4,245	24,9
Бюджет м. Червонограда	67 993	265 939	76 706	189 233	3,911	28,8
Бюджет м. Новий Роздол	28 875	106 583	18 262	88 321	3,691	17,1
Бюджет м. Стрия	59 835	202 661	78 508	124 154	3,387	38,7
Бюджет м. Самбора	34 879	113 502	40 323	73 180	3,254	35,5
Бюджет м. Трускавця	29 386	93 721	49 455	44 266	3,189	52,8
Бюджет м. Львів	729 038	2 300 088	1 524 836	775 252	3,155	66,3
По сукупності	1 067 762	3 589 227	1 921 321	1 667 906	3,361	46,5

Джерело: складено автором за даними [86].

У ході аналізу нами встановлено, що чинна система міжбюджетних відносин на Львівщині провокує соціальне утриманство як ключову рису загальнодержавної фіскальної політики щодо бюджетів базової ланки місцевого самоврядування — міст обласного і районного значення. Трансферти і дотації з державного бюджету у 2011–2014 рр. стали невід’ємною складовою вітчизняної моделі міжбюджетних відносин і склали в середньому 53,5 % загального фонду доходів міст обласного значення Львівщини (табл. 3.1). Для більшості муніципалітетів обласного підпорядкування трансферти перейшли із статусу додаткового джерела до складу базової частини доходів бюджету. Дослідження якісних ознак дотаційної політики виявило неочікувані результати: трансферти великим, промислово розвинутим, індустріальним містам є вищими на одиницю населення, ніж для відсталих територій — міст районного значення. Таким чином, унаслідок чинного механізму бюджетних відносин спотворений основний принцип розподілу державних дотацій — замість допомоги депресивним регіонам і містам надається допомога тим, хто мав би бути донором. На противагу наявним тенденціям для розвитку і становлення муніципальної боргової політики потрібні самодостатність, фіскальна незалежність і автономність бюджетів територіально-адміністративних одиниць.

Дискусійним є питання залежності боргового потенціалу міста від його основної демографічної характеристики — чисельності населення. Відомий американський економіст Е. Домар вважав, що фактор чисельності населення або населеності території впливає на її економічний розвиток [169, с. 807], що обов’язково відбивається на кількості зареєстрованих суб’єктів господарювання, сумах сплачених ними податків та наповненості бюджетів. Якщо ця теорія працює в умовах вітчизняного податкового та бюджетного законодавчого поля, то із зростанням загального фонду доходів бюджету територіально-адміністративної одиниці пропорційно збільшується абсолютна сума бюджетного ресурсу, яка може бути використана для

обслуговування емітованого боргу. За запропонованою нами формулою збільшення чисельності мешканців міста генеруватиме зростання його фіскального, а отже, і боргового потенціалу.

Оцінимо робочу гіпотезу, за якою чисельність населення міста обласного значення корелює з обсягами її бюджету. Для встановлення можливого ступеню взаємозв'язку між чисельністю населення 184 міст обласного значення та їхніми бюджетами скористаємося пакетом прикладних програм MS Excel. Результати наведемо в таблиці 3.2, дані в розрізі міст — у Додатку Г.

Таблиця 3.2

Оцінка щільності взаємозв'язку між чисельністю міст обласного значення та показниками їх бюджетів (коефіцієнти кореляції)

Період	Доходи без трансфертів	Трансферти	Загальний фонд (доходи)	Загальний фонд (видатки)
2011	0,9717	0,9636	0,9805	0,9783
2012	0,9496	0,9550	0,9354	0,9484
2013	0,9726	0,9547	0,9927	0,9668
2014	0,9336	0,9440	0,9168	0,9599

Джерело: складено автором за даними [86].

Значення коефіцієнтів кореляції $R = 0,93-0,99$ в умовах дії Бюджетного Кодексу України в редакції від 2010 р., упродовж 2011–2013 рр. дає підстави стверджувати про високий ступінь впливу фактору чисельності населення на вихідний показник — доходи і видатки бюджету, перевірка чинника на значимість виявила статистичну надійність. Значення коефіцієнтів кореляції у 2014 р. є нижчими $R = 0,92-0,96$ через некоректність окремих даних щодо АРК (анексія території), міст Донецької та Луганської областей (окремі бюджети у 2014 р. не обслуговувалися Державною казначейською службою України). Щільність кореляції між кількістю населення міста та доходною частиною його бюджету, на нашу думку, обґрунтовується переважанням

податку на доходи фізичних осіб у доходах бюджетів міст обласного значення України — рівень розщеплення 75 % від сум сплачених податку.

За таких обставин ключову роль у зростанні фіскального потенціалу, а як наслідок — і боргового потенціалу міст — може відіграти територіально-адміністративна реформа, що має за мету укрупнення місцевих рад, зростання їх чисельності та створення на такій основі спроможних об'єднаних територіальних громад, а отже, і автоматичне масштабування їхніх бюджетів. Реформа передбачає надання новоствореним громадам фіскальних повноважень та розширений спектр доходів як для міст обласного підпорядкування. Процеси міжмуніципального співробітництва — ситуативне об'єднання муніципалітетів та інших населених пунктів — забезпечують аналогічний ефект щодо зростання чисельності населення і, як підтверджує аналіз, — пропорційно бюджетних доходів і видатків унаслідок механічного об'єднання населення.

Крім міст зі статусом обласного значення, в Україні є 276 міст районного підпорядкування. Це переважно міста з населенням до 50 тис. мешканців зі слабким економічно-соціальним розвитком. На території України вони розміщуються нерівномірно, зокрема, у Львівській області їх 35 із чисельністю населення від 1,0 до 30,0 тис. осіб. Тому ми вважаємо сукупність малих міст Львівської області репрезентативною вибіркою для оцінки бюджетних можливостей усієї статистичної сукупності міст районного підпорядкування України.

Узагальнені показники оцінки фіскального потенціалу міст районного значення Львівської області наведено в таблиці 3.3. До категорії міст районного значення Львівщини належать загалом 35 міст із загальним населенням 364,6 тис. осіб. Доходи на одного мешканця таких міст з урахуванням трансферт демонструють значний розмах варіації від 77 грн у бюджеті Стебника до 2158 грн у бюджеті Нового Калинова. 32 міські бюджети із 35 є дотаційними. Ступінь залежності міст від державної фіскальної політики трансфертного вирівнювання має істотну

диференціацію. Міста Стебник, Перемишляни та Миколаїв із невисоким рівнем власних доходів не одержують трансферт із незрозумілих мотивів, інші міста фактично перебувають у залежності від дотацій і субсидій з бюджетів вищого рівня. Трансферти переважають власні доходи у складі загального фонду 11 міст: Винниках, Белзі, Новояворівську, Судовій Вишні та ін. Саме це є об'єктивною причиною ситуації, за якої жодне з 35 міст районного значення Львівщини взагалі не має практики місцевих запозичень упродовж 1995–2015 рр., адже не маючи фіскальної автономії не можливо гарантувати інвесторам обслуговування та погашення боргів.

Таблиця 3.3

**Оцінка фіскального і боргового потенціалу міст районного значення
(на прикладі Львівської області) у 2014 р., тис. грн**

	Назва бюджету міста	Чисельність населення на 01.01.2014, осіб	Загальний фонд доходів міста	у тому числі		Доходи на 1 мешканця	Самодостатність бюджету, %
				власні доходи	трансферти		
1	Новий Калинів	4123	8898	2979	5919	2,158	33,5
2	Сколе	6324	8026	5014	3012	1,269	62,5
3	Яворів	13 009	14 417	12 144	2273	1,108	84,2
4	Пустомити	9211	9294	8538	756	1,009	91,9
5	Угнів	1002	999	104	895	0,997	10,4
6	Кам'янка-Бузька	10 837	10 534	9144	1390	0,972	86,8
7	Старий Самбір	6596	6232	3880	2352	0,945	62,3
8	Рудки	5447	4943	1002	3941	0,907	20,3
9	Миколаїв	14 934	12 608	12 608	0	0,844	100,0
10	Рава-Руська	8487	6779	2912	3867	0,799	43,0
11	Жидачів	11 149	8546	7673	873	0,767	89,8
12	Мостиська	9258	6768	6267	501	0,731	92,6
13	Бібрка	3816	2729	1580	1149	0,715	57,9
14	Броди	23 803	16 981	13 443	3539	0,713	79,2
15	Ходорів	9813	6622	4010	2612	0,675	60,6
16	Радехів	9612	6271	5849	422	0,652	93,3
17	Перемишляни	6885	4466	4451	16	0,649	99,7
18	Городок	16 046	9745	9128	617	0,607	93,7
19	Сокаль	21 371	12 859	10 252	2607	0,602	79,7

20	Новояворівськ	29 950	17 751	7811	9941	0,593	44,0
21	Золочів	24 119	14 036	9707	4330	0,582	69,2
22	Турка	7207	4142	3223	919	0,575	77,8
23	Комарно	3841	2202	1409	793	0,573	64,0
24	Хирів	4056	2267	738	1529	0,559	32,6
25	Белз	2352	1223	319	904	0,520	26,1
26	Жовква	13 629	6982	6186	795	0,512	88,6
27	Добромиль	4406	2177	850	1327	0,494	39,0
28	В. Мости	6132	2956	2099	858	0,482	71,0
29	Винники	16 517	7931	3624	4307	0,480	45,7
30	Буськ	8484	3885	3648	237	0,458	93,9
31	Глиняни	3165	1386	895	491	0,438	64,6
32	Судова Вишня	6504	2696	1127	1569	0,415	41,8
33	Соснівка	11 437	4022	875	3147	0,352	21,8
34	Дубляни	10 132	2822	2336	487	0,279	82,8
35	Стебник	20 988	1607	1607	0	0,077	100,0
	Разом	364 642	235 804	167 433	68 371	0,647	71,0

Джерело: складено автором за даними [86].

Проведений аналіз дає підстави говорити про неавтономність та глибоку дотаційність більшості бюджетів міст районного значення на Львівщині. Часто загальні та власні доходи на одного мешканця таких містечок є співмірними з аналогічними показниками для селищ і сіл [86, с. 58–223]. Порівняно із середніми бюджетними доходами на одну особу населення в містах обласного значення вони є в 5,2 разу меншими (табл. 3.1). На нашу думку, це наслідок некоректної побудови системи міжбюджетних відносин за чинним законодавством, нетранспарентної системи міжбюджетного вирівнювання. Також погоджуємося з думкою П. Свяневича [115, с. 60], що перманентна недостатність бюджетних ресурсів та відносно невелика чисельність населення в містах районного значення провокує фактичну неоднорідність та нерівноправність органів місцевого самоврядування базового рівня, незважаючи на конституційно декларовану рівність повноважень всіх видів поселень. Надто дрібні поселення, містечка не здатні якісно виконувати власні та делеговані повноваження місцевого

самоврядування в Україні. Чинний залишковий принцип щодо бюджетного вирівнювання доходів периферійних ареалів цементує їхню безперспективність, неможливість економічного зростання та інвестиційного прориву. Тому бюджетна норма 2015 р., яка дозволяє містам районного підпорядкування України виходити на боргові ринки, запроваджена урядом передчасно, є декларативною і не має впливу на процеси боргової децентралізації. Підтвердженням наших суджень є те, що загалом по Україні лише 2 міста з адміністративним статусом районного значення з 276 загальної сукупності — м. Долина (Івано-Франківська обл.) та м. Баранівка (Житомирська обл.) емітували місцевий борг у вигляді муніципальних гарантій. Для усунення диспропорцій між фіскальними та борговими повноваженнями міст залежно від статусу міста пропонуємо внести відповідні зміни до бюджетного законодавства, ураховуючи загальний конституційний принцип рівності прав і свобод громадян. Уніфікація джерел бюджетних доходів для усіх міст і містечок без прив'язки до їх адміністративного статусу в найближчій перспективі може забезпечити їм зростання надходжень, зацікавленість в розвитку території та позбавити від соціального утриманства у вигляді трансферт.

3.2. Перспективи розвитку муніципальних запозичень адміністративно-територіальних одиниць

Якщо в глобальній практиці наявність розвиненого фінансового ринку передбачає, що позикові можливості ринку завжди перевищують потреби емітента, то в сучасній Україні емітент цінних паперів часто стикається з недостатністю фінансових ресурсів у необхідному йому обсязі на внутрішньому ринку капіталів. Теоретично для безперешкодного розвитку ринку муніципальних запозичень, формування стабільної боргової поведінки

слід досягнути балансу між потребами муніципалітетів у боргових ресурсах і можливостями інституціональних та приватних інвесторів, синхронізувати їх у конкретному часовому проміжку. Оскільки борговий потенціал усіх міст обласного значення України, визначений нами в розмірі 55,4 млрд грн на перспективу, то наступним кроком моделювання ринку та формування векторів розвитку муніципальної боргової політики є визначення його потенційних інвесторів.

З погляду на використання інструментів і механізмів ринок місцевих боргів України з 2003 р. продовжує перебувати в статусі перспективного сегмента ринку капіталів. Така ситуація є закономірним наслідком суттєвих законодавчих обмежень, запроваджених як нормами Бюджетного кодексу, так і іншими законами України, відсутність преференційного оподаткування для такого виду фінансових інвестицій, неналежна робота позичальників щодо пошуку інституціональних інвесторів тощо.

Процес розбудови ринку місцевих запозичень в Україні є одним з невідкладних і першочергових завдань в контексті імплементації інституту місцевого самоврядування. Так, органи місцевого самоврядування України здійснюють запозичення фінансових ресурсів з різноманітних джерел: від національного уряду, позики від місцевих, регіональних та загальнодержавних фінансових інституцій, кошти з внутрішнього та зовнішніх фінансових ринків від випуску внутрішніх облігаційних позик чи євробондів. За умов надшвидкого зростання суверенного та субсуверенного боргу та загалом переддефолтного стану економіки України постає надважливе питання визначення потенційного кола позичальників та розрахунку оптимальних відсоткових ставок за запозиченнями. 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. Перспективною залишається співпраця з 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. 3.4), вони можуть стати потужним джерелом інвестиційного ресурсу всередині країни. Приватні грошові перекази в статистиці платіжного балансу — це міжнародні перекази та потоки ресурсів до домогосподарств (у грошовій і натуральній формі), що надходять з інших країн і головним чином пов'язані з тимчасовою або постійною міграцією населення [88, 112].

Таблиця 3.4

**Оцінка внутрішніх ресурсних джерел
для емісії місцевого боргу України у 2008–2014 рр.**

	Період						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Прямі іноземні інвестиції в Україну, млн дол. США	10 913	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 (облігації), млрд грн	0,98	0,37	0	0,58	5,68	0	2,63

Джерело: складено автором на основі [56, 112].

Аналіз даних таблиці 3.4 свідчить, що приватні перекази громадян в Україну протягом 2009–2012 рр. майже дорівнювали обсягу прямих іноземних інвестицій, а в кризових 2009 р. і 2013 р. навіть перевищували їхній рівень — на 11,5 % та 89,8 % відповідно. Причому, якщо у 2013 р. прямі іноземні інвестиції порівняно з 2012 р. демонструють спад на рекордні 46,4 %, то приватні перекази продовжують зростати на 14–15 відсотків щороку. Згідно зі статистикою НБУ співвідношення обсягів грошових переказів і ВВП у 2013 р. збільшилося до 4,7 % (у 2010–2012 рр. воно становило 4,3 %) [112, с. 2]. Динаміка грошових переказів за 2014 р.

об'єктивно зменшилася порівняно з 2013 р. на 24 % до 6489 млн дол. США, проте все ж перевищує обсяги прямих іноземних інвестицій за аналогічний період більше, як у 15 разів. А співвідношення обсягів грошових переказів до ВВП у 2014 р. скоротилося зовсім незначно — до 4,1 % [112, с. 2]. 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 в банківських установах протягом 2008–2014 рр. 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 й з приватних переказів з-за кордону. Водночас муніципалітети України в умовах гострої дефіцитності й постійно триваючої незбалансованості бюджетів спромоглися залучити у 2008–2014 рр. лише 10,24 млрд грн за рахунок місцевих облігаційних позик, що складає 2,4 % від наявних коштів населення в банках за станом на 01.01.2015 р. Причому муніципальні облігації реалізовувалися винятково юридичним особам, а фінансові ресурси домогосподарств і населення не залучали взагалі.

Отже, муніципальні органи влади недооцінювали й продовжують недооцінювати потенціал фінансового ресурсу власних громадян. Замість пасивного очікування запозичень від світової спільноти місцевим радам доцільно здійснювати зважені кроки на внутрішньому ринку капіталу. Тим більше, 55,4 млрд грн боргового потенціалу цілком можливо реалізувати в межах українського ринку.

На загальнодержавному рівні формування та успішну імплементацію муніципальної боргової політики слід провадити в таких векторах (заходах):

- створення транспарентної інформаційної політики щодо умов придбання цінних паперів, емітованих місцевими органами влади, їх обігу та гарантій погашення, наприклад, через спеціальні веб-стандарти поширення інформації;

- подолання недовіри приватних інвесторів до інституту місцевого самоврядування, у тому числі муніципальних позик, за рахунок запровадження державних гарантій для населення щодо повернення їхніх коштів у формі, аналогічній для банківських депозитів (наприклад, виплата в межах певної суми).

Другий напрям може бути реалізований у вигляді преференційної моделі оподаткування, а саме: звільнення доходів, отриманих у вигляді відсотків за муніципальними облігаціями, від податку на доходи фізичних осіб (для населення). Задля конкурентоспроможності муніципалітетів та територіальних громад на внутрішньому борговому ринку відсоткові ставки на місцеві облігації повинні відповідати або незначно перевищувати ставки за вкладками, які пропонують приватним інвесторам банківські установи, бути співмірними зі ставками за казначейськими зобов'язаннями уряду чи НБУ.

Для цього слід законодавчо уніфікувати безподатковий статус цінних паперів, емітентами яких виступають державні органи всіх рівнів влади. У 1995–2013 рр. доходи фізичних осіб від вкладень у державні та місцеві облігаційні позики фактично були звільнені від оподаткування. Починаючи із серпня 2014 р., відсоткові доходи за комунальними облігаційними позиками обкладаються податком на доходи населення (15 %), причому цей податок повністю спрямовується до державного бюджету. Уже з початку 2015 р. ставка податку законодавчо збільшена до рівня 20 % та додається оподаткування пасивних доходів військовим збором (1,5 %), які теж поповнюють доходи національного уряду. Із травня 2015 р. внаслідок потужного лобіювання в Україні реалізований сценарій податкових преференцій для іноземних інвесторів — фізичних осіб, вони уникають сплати 20 % податку на пасивні доходи на противагу резидентам. Такі нововведення, а також загальна нестабільність банківської системи вже призвели до суттєвого зменшення обсягу депозитів домогосподарств за 9 місяців 2014 р. — у національній валюті на 45,5 млрд грн і в іноземній валюті — на 7,8 млрд дол. США в еквіваленті [112, с. 3]. Запропонований

підхід до перерозподілу податкового навантаження між різновидами інвестиційних інструментів наразі не вплине на доходи бюджету — адже приватні інвестори не вкладають у боргові цінні папери місцевих органів влади. Закономірно, що за умови зростання таких інвестицій можливі втрати бюджету також пропорційно зростатимуть. Принципово, що податок на доходи фізичних осіб із виплачених відсоткових доходів і військовий збір цілком спрямовується до складу доходів державного, а не місцевих бюджетів, отже, кошти не залишаються на території, де вони згенеровані.

Для популяризації муніципальних облігацій серед місцевого населення доцільно звільнити від оподаткування пасивні доходи для всіх категорій приватних інвесторів, отримані ними за борговими цінними паперами органів місцевого самоврядування, як це прийнято в США та інших країнах. Пропонуємо записати вищезазначені аргументи у вигляді залежності:

$$MZR = SavR \times (1 - (PTR + VZR)), \quad (3.9)$$

де MZR — ефективна річна ставка пасивного доходу за облігаціями внутрішніх місцевих позик;

$SavR$ — середня ставка за довгостроковими депозитами фізичних осіб у національній валюті;

PTR — ставка податку на доходи фізичних осіб;

VZR — ставка військового збору на доходи громадян.

Розрахуємо ефективну ставку пасивного доходу для приватних інвесторів за облігаціями внутрішніх місцевих позик в умовах правового поля 2014 р. та 2015 р. Як ставку за депозитами фізичних осіб застосуємо середньозважену ставку за строковими депозитами для резидентів за даними статистичної звітності банків України та НБУ (у середньому 21,0 % у 2014 р. та 22,0 % у 2015 р.)

$$\text{У 2014 р. : } 21,0\% \times (1 - (15\% / 100\%)) = 17,85\%$$

$$\text{У 2015 р.: } 22,2\% \times (1 - (20,0\% + 1,5\%) / 100\%) = 17,42\%$$

Як видно з розрахунків, чистий дохід інвестора після утримання податків залишається майже незмінним — 17,42...17,86 %. Отже, одержуємо

аналітичне підтвердження того, що розмір ринкової ставки за облігаціями внутрішніх місцевих позик істотно залежить від впливу податкових інструментів регулювання. Фактично розмір доходу інвестора не змінився, натомість зростатиме вартість обслуговування боргу для муніципалітетів за рахунок включення податкового навантаження. І цей приріст вартості обслуговування позики держава безпідставно вилучає до складу національного бюджету. Таким чином, використання податкових інструментів регулювання у вигляді ставок від 15 % до 20 % різко негативно впливає на розвиток ринку, обумовлює зміщення попиту на користь державних цінних паперів, а податкові втрати можуть впливати на еластичність попиту на боргові цінні папери місцевих органів влади. Виходом із такої ситуації є або застосування безподаткового статусу для місцевих облігацій, або встановлення ставки оподаткування доходів для населення на рівні від 3 % до 5 % із сплатою податку до місцевого бюджету території, а не держави.

У сучасних умовах переважний обсяг вільних ресурсів українських домогосподарств сконцентрований на депозитних рахунках фінансових установ, у нерухомості (квартири та земельні ділянки), решта — у недержавних пенсійних фондах, інститутах спільного інвестування, золотих зливках і валютних заощадженнях. Якщо враховувати, що впродовж 2014–2015 рр. 65 банківських установ України перебувають в стані тимчасової адміністрації або виведення з ринку (ліквідації), а нерухомість істотно переоцінена, тобто немає перспектив зростання її ціни, то облігації муніципальних позик можуть виступити надійним фінансовим інструментом або й альтернативою депозитам. За оцінками багатьох експертів фінансові ресурси населення України в основній масі вилучені з інвестиційного обороту.

З такою метою муніципалітети великих міст Львова чи Запоріжжя, інші територіально-адміністративні утворення, можуть створити власні комунальні банки — для обслуговування населення, комунальних підприємств тощо. В Україні інформація про реальних власників банківських

установ часто недоступна для громади, кептивні банки фінансово-промислових груп здійснюють свою діяльність, залучаючи кошти громадян під необґрунтовано високі депозитні відсотки, кредитують афільовані структури без застави. Одержані кошти виводяться з України в офшорні юрисдикції, а порятунок вкладників неплатоспроможних банків залишається за Фондом гарантування вкладів фізичних осіб.

У такій ситуації комунально-інвестиційний банк кількох територіально-адміністративних утворень — до прикладу, Львова, Тернополя, Івано-Франківська, Луцька та інших міст — міг би скласти гідну конкуренцію комерційним банкам та повернути втрачену довіру населення — з одного боку, а з іншого — акумулювати потужний фінансовий ресурс від місцевої громади, який спрямувати на розвиток економіки західного регіону, у тому числі на фінансування місцевих інвестицій.

Досвід європейського банківського ринку свідчить про те, що інструмент банківського кредитування муніципальних органів влади є ширше розповсюдженим в Європі, ніж у США чи Канаді.

Так, у Франції співвідношення наданих кредитів до емітованих облігацій місцевими органами складає як 14 до 1. Облігації розглядаються органами самоуправління у Франції як вартісніші та менш гнучкі, ніж банківські кредити.

В Італії випуск облігацій дозволений лише з 1990 р., ним скористалися лише великі міста — Рим, Неаполь, Турин, основною формою фінансування залишаються банківські кредити. Аналогічно розвивається ринок і в інших європейських країнах, хоча випуск облігацій теж завойовує позиції [160, с. 24–26].

Позитивним прикладом є також функціонування АКБ «Хрещатик» в Україні, частка акціонерного капіталу якого належить Київській міській Раді. Цей банк відіграє істотну роль в муніципальній борговій політиці столиці, у тому числі надає кредити для реалізації інвестиційних проектів та балансування бюджету. У Франції у зв'язку з наявністю великої кількості

дрібних муніципалітетів для посилення їхньої інституціональної спроможності існує спеціальне державне агентство, яке є посередником при реалізації муніципальної боргової політики [160, с. 25]. Виконання функції такого агентства можуть бути покладені на комунальні банки без створення окремого державного органу, що надало б містам кваліфіковані допомогу в сфері фінансового посередництва. Підводячи підсумки, вважаємо розвиток у напрямі створення комунальних банків із спеціальними функціями агенцій перспективним для України.

Справедливо також констатувати, що залучення інвестицій від фізичних осіб є доволі трудомістким та складним процесом, який вимагає значних часових 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 і на українському ринку у 2004 р. після запровадження відповідного законодавства, яке регулює процеси інвестування. Інвестиційні правила і обмеження для різних типів інституціональних інвесторів, які впливають на їхні вкладення в муніципальні боргові цінні папери, потребують окремого дослідження. Вони установлені Законами України та іншими нормативно-правовими актами, зокрема: Закон України № 5080–VI від 05.07.2012 р. «Про інститути спільного інвестування»; Закон України № 1057–IV від 09.07.2003 р. «Про недержавне пенсійне забезпечення»; Закон України № 1058–IV від 09.07.2003 «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування»; Постанова Правління НБУ № 368 від 28.08.2001 р. «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні».

Так, незважаючи на утворення у 2000-х рр. законодавчого механізму для розвитку трирівневої системи пенсійного забезпечення та страхування відповідно до усталених світових практик, в Україні не відбулося

запровадження другого накопичувального рівня державної пенсійної системи. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» хоч і запроваджує десятивідсоткову межу від загальної вартості пенсійних активів на інвестиції Накопичувального фонду в муніципальні облигації, але досі не працює. У свою чергу, формування багаторівневої системи пенсійного забезпечення критично залежить від успішного розвитку економіки, належного функціонування інституцій фондового ринку, які власне і надають принципово інші можливості для ефективного управління пенсійними активами.

Норми ст. 49 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» обмежують інвестиції недержавних пенсійних фондів (НПФ) у муніципальні облигації 20 % загальної вартості пенсійних активів [43, с. 4]. Стратегічною метою інвестування коштів НПФ є першочергове збереження пенсійних заощаджень громадян. Тому стратегія інвестування НПФ є консервативнішою порівняно з іншими фінансовими установами. Особливого значення набуває вибір інвестиційних інструментів, використовуючи які НПФ забезпечуватимуть захист грошових коштів населення.

Так, згідно з інформацією Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, станом на 30.09.2014 р. сегмент недержавного пенсійного забезпечення України представлений 76 НПФ та 25 адміністраторами НПФ [100]. Глибина проникнення на ринок незначна: недержавні пенсійні фонди представлені лише в 9 регіонах, у тому числі в м. Києві зареєстровано 75 % усіх учасників ринку. Загальна вартість нагромаджених у НПФ упродовж 2004–2014 рр. пенсійних активів не принципова для фінансової системи і становить лише 2,48 млрд грн, або 0,2 % ВВП, кількість громадян-учасників системи НПФ складає 832,5 тис. осіб [100].

Розглянемо підсумки інвестиційної активності НПФ упродовж 2006–2014 рр. у таблиці 3.5.

Розподіл інвестиційних активів сектору недержавних пенсійних фондів між джерелами у 2006–2014 рр.

Період	Закумульовані активи НПФ на кінець періоду, млн грн	Межа інвестицій — 20 %, млн грн	Фактичні вкладення в муніципальні ЦП, млн грн	Інвестиції в місцеві ЦП		Інші інвестиції до загальних активів, %		
				до загальних активів, %	до можливих вкладень, %	ЦП уряду	банківські депозити	облігації корпоративного сектору
2006	137,4	27	1,4	1,0	5,1	1,5	34,1	39,1
2007	280,6	56	4,1	1,5	7,3	1,3	38,6	24,0
2008	612,2	122	6,7	1,1	5,5	3,6	56,3	22,6
2009	857,9	172	7,0	0,8	4,1	16,4	40,0	18,9
2010	1144	229	5,1	0,4	2,2	14,9	34,7	15,4
2011	1387	277	7,4	0,5	2,7	15,1	29,5	25,0
2012	1660	332	3,2	0,2	1,0	11,9	34,5	31,2
2013	2090	418	10,7	0,5	2,6	11,5	36,4	31,0
2014	2479	496	2,7	0,1	0,5	13,0	37,3	30,1

Джерело: складено автором на основі [100].

Відповідно до чинного законодавства вкладення інвестиційних активів у цінні папери, виплати, за якими гарантуються АРК і місцевими радами, не можуть перевищувати 496 млн грн (20 % від 2,48 млрд грн) у 2014 р. Натомість фактично такі вкладення досягають лише 2,7 млн грн, або 0,1 % від вартості активів НПФ, або 0,5 % від законодавчо дозволених інвестицій за підсумками 9 місяців 2014 р. Максимальні обсяги інвестування — 7 млн грн у 2009 р., 7,4 млн грн у 2011 р. і 10,7 млн грн у 2013 р. Періодичність пікових інвестицій НПФ у 2009 р., 2011 р., 2013 р. корелює з максимумами інвестиційної активності місцевих рад щодо емісії облігацій упродовж 2008 р., 2011–2012 рр.

Як впливає з аналізу, упродовж 2009–2014 рр. цінні папери муніципалітетів не склали жодної конкуренції облігаціям Кабінету Міністрів України. Так, інвестиції НПФ в урядові й місцеві облігації за 2006–

2007 рр. не перевищували 1,5 % вартості пенсійних активів, причому у 2007 р. вкладення в муніципальні цінні папери навіть незначно переважали над урядовими. Тенденція до збільшення частки державних облігацій спостерігається з 2008 р., що може бути 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 11–16,5 % від пенсійних активів на противагу 0,1–0,8 % у місцевих позик. Щоправда, вкладення НПФ в облігації українських емітентів (корпоративний сектор) і банківські депозити є значно вагомішими — у сукупності близько двох третин ринку (див. табл. 3.3).

Отже, норма закону про 20 %-ву межу вкладень НПФ в субнаціональні облігації наразі існує формально і жодним чином не впливає на ринок муніципального кредиту: не обмежує, не регулює, але й не стимулює, адже реальні вкладення інвестиційних активів НПФ в субнаціональні позики складають 0,5–7,3 % від дозволених законом. На нашу думку, це є свідченням незацікавленості та певної упередженості інвесторів. Негативну роль відіграє і фактор географічного розташування: біржі та інвестори сконцентровані в столиці, а муніципалітети-емітенти розпорошені по всій території України. Також це наслідок непередставленості цінних паперів місцевих органів влади на організованих торговельних майданчиках, біржових торгах тощо. Так, у 2014–2015 рр. на ринку в обігу практично немає облігацій, виплати за якими гарантуються міськими радами. Більшість емітованих позик закінчилися по термінах у 2012–2013 рр., а нові не випускалися.

Загалом домінування короткотермінових облігацій (70 % обсягу терміном 1–3 роки) 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 грн на ринку фондів недержавного пенсійного забезпечення і спрямування їх в розвиток місцевої інфраструктури. Адже недержавні пенсійні фонди в глобальній економіці є безцінним джерелом «довгих» і відносно недорогих грошей — саме тих, яких гостро потребують муніципальні інвестиції. У свою чергу, місцеві запозичення могли б знизити ризиковість інвестицій недержавних пенсійних фондів. Усе ж кошти недержавного нагромаджувального пенсійного забезпечення залишаються перспективним джерелом для розвитку ринку субнаціональних позик в Україні. Значення муніципальних цінних паперів особливо зростатиме в умовах сучасної кризи банківського сектору, коли запроваджено 65 тимчасових адміністрацій у комерційних банках України, що загрожує приватним пенсійним фондам втратою значної суми активів громадян, розміщених в банківських депозитах.

Щодо інститутів спільного інвестування (ІСІ) попередній Закон України № 2299–III від 15.03.2001 р. накладав тільки кількісні обмеження в розмірі десятивідсоткової 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 [62], а могли б посідати 10 %, або 5,16 млрд грн. Сукупна вартість цінних паперів у портфелях ІСІ на початок 2013 р. становила 51,62 млрд грн [62].

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 ст. 48 Закону «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р., що фактично унеможливило співпрацю обох ринків з 1 січня 2014 р. [42, с. 3].

Обмеження стосуються відразу кількох площин: не можна інвестувати в муніципальні цінні папери понад 40 % загальної вартості активів ІСІ за одночасної заборони інвестувати понад 10 % загальної вартості активів ІСІ в цінні папери органів місцевого самоврядування одного випуску. До складу активів спеціалізованого фонду грошового ринку можуть належати боргові цінні папери або облігації місцевих позик, строк погашення яких не перевищує двох календарних років. Загальна вартість облігацій місцевих позик та облігацій підприємств не може перевищувати 30 % 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 [42, с. 3].

На жаль, експоненціально зростаючі суверенні запозичення України створили державний борг, який уже поставив країну на межу дефолту. Так, у 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 [173, с. 1]. Відповідно переглядатимуться і субсуверенні рейтинги українських муніципалітетів-позичальників, які й без того далекі від інвестиційного.

Результати таких нововведень не забарилися і миттєво знайшли відображення в кількісних показниках ринку інститутів спільного інвестування — уже станом на 30.09.2014 р. облігації місцевих позик скоротилися до 476 тис. грн, або 0,0009 % у зведеному портфелі цінних паперів ІСІ [62]. Політична нестабільність, криза державності, військова агресія на сході, анексія окремих територій, падіння економіки та

необхідність кардинальних структурних реформ тільки ускладнюватимуть умови діяльності інституціональних інвесторів в Україні надалі.

Щодо податку на прибуток від пасивних доходів для юридичних осіб-суб'єктів господарської діяльності, то в Україні реалізовані та діють дві моделі: оподаткування за загальною системою та преференційна модель оподаткування для суб'єктів із статусом інвестора. В умовах надзвичайної дефіцитності бюджетів усіх рівнів інститути спільного інвестування (ІСІ), компанії з управління активами (КУА), недержавні пенсійні фонди (НПФ) повністю звільнені від оподаткування, а тому немає фіскальних обмежень у цьому сегменті. Водночас інші суб'єкти господарювання сплачуватимуть податок на прибуток від таких доходів за загальною ставкою 18 %, що може провокувати дисбаланси.

Проведена оцінка ресурсних джерел внутрішнього ринку капіталу свідчить про його недооцінений та невикористаний потенціал. Ринок місцевих запозичень України перебуває в перманентно пригніченому стані. Першопричиною цього є відсутність визначеної стратегії і місцевої боргової політики, що спричиняє проблеми не лише в 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 в муніципальні цінні папери, неналежна робота позичальників щодо пошуку інституціональних інвесторів та залучення коштів від домогосподарств. Надважливим завданнями в сфері регулювання муніципального кредиту для уряду на перспективу є законодавче врегулювання правовідносин у випадку настання дефолту муніципальної одиниці чи комунального підприємства, підстави для реструктуризації та рефінансування боргів для підсилення фінансової позиції кредиторів.

Муніципалітети України зосередилися на пасивному очікуванні коштів від національного бюджету та міжнародних донорів і навіть не намагаються

провадити власну проактивну боргову політику. Як наслідок, ринок муніципальних облігацій упродовж 2004–2014 рр. утратив можливість залучення «довгих» грошей у інституціональних інвесторів: орієнтовно 0,5 млрд грн на ринку фондів недержавного пенсійного забезпечення і 5,16 млрд грн — на ринку фондів спільного інвестування для спрямування їх у розвиток місцевої інфраструктури. Натомість місцеві запозичення могли б знизити ризиковість активів інституціональних інвесторів — недержавних пенсійних фондів та інститутів спільного інвестування.

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 загрожує інституціональним інвесторам втратою коштів, розміщених у банківських депозитах і облігаціях корпорацій.

3.3. Вектори формування муніципальної боргової політики в контексті фіскальної децентралізації

Потреба в розширенні фіскально-боргових повноважень органів місцевого самоврядування, у тому числі міст, визнана на загальноукраїнському рівні. Так, підтверджений особливий статус, роль та значення міст в умовах фактичної урбанізації, депопуляції села та змін системи розселення населення.

У 2014–2015 рр. відбувся справжній поступ у формуванні та імплементації національного законодавства з питань місцевого самоврядування. Так, за дуже короткий проміжок часу прийнято ряд важливих документів, які узагальнено в таблиці 3.6.

**Адміністративна та фіскальна децентралізація в Україні
у 2014–2015 рр., нормативний зріз**

Назва закону чи нормативного акту	Дата верифікації
Закон України «Про засади державної регіональної політики»	05.02.2015 р. № 156–УІІ
Закон України «Про добровільне об'єднання територіальних громад»	05.02.2015 р. № 157–УІІ
Закон України «Про співробітництво територіальних громад	17.06.2014 р. № 1508–УІІ
Закон України «Про внесення змін до Податкового кодексу України (щодо податкової реформи)»	28.12.2014 р. № 71–УІІІ
Закон України «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України (щодо реформи міжбюджетних відносин)»	28.12.2014 р. № 79–УІІІ
Розпорядження КМУ «Про схвалення Концепції реформування місцевого самоврядування та територіальної організації влади в Україні»	01.04.2014 р. № 333–р.
Постанова КМУ «Про затвердження Державної стратегії регіонального розвитку на період 2020 року»	06.08.2014 р. № 385
Постанова КМУ «Про затвердження Методики формування спроможних територіальних громад»	08.04.2015 р. № 214

Джерело: складено автором самостійно за даними національного законодавства та нормативно-правових актів.

Зокрема, Державною стратегією регіонального розвитку України на період до 2020 р. [102, с. 7, 14] на противагу попереднім документам передбачено стимулювання функціональних можливостей міст як центрів у подальшому розвитку регіонів. У цьому контексті пріоритетним є вирішення таких завдань:

- підтримки інтегруючої ролі міст як центрів економічного та соціального розвитку;
- забезпечення розвитку інфраструктури міст, залучення інвестицій у будівництво та / або реконструкцію вулично-дорожньої мережі, інженерної та соціальної інфраструктури.
- підвищення рівня інноваційної та інвестиційної спроможності територій.

Для реалізації Стратегії з точки зору повноцінного фінансування проектів вкрай важливим є:

- удосконалення системи бюджетного планування і прогнозування, зокрема шляхом впровадження програмно-цільового методу в бюджетному процесі на середньострокову перспективу;
- формування цілісної системи стратегічного, середньострокового і короткострокового прогнозування та планування на державному, регіональному і місцевому рівні;
- збільшення в структурі видатків місцевих бюджетів частки, що спрямовується на фінансування інвестиційних проектів місцевого рівня [102, с. 42, 44].

На наше переконання, положення Стратегії повноцінно корелюють із вимогами Європейської хартії місцевого самоврядування [40], Європейської хартії урбанізму. Стратегія є відповіддю на потужний суспільний запит щодо реформування публічної влади та управління в Україні, гармонійно зв'язана із сучасними тенденціями регіонального розвитку, визнає неможливим становлення України без створення нової географії відповідальності — метрополісів, міст та містечок як центрів економічного та громадського життя.

Варто зауважити, що Стратегія надміру покладається на ресурси Державного фонду регіонального розвитку України як доміанти фінансування економічного поступу територій. Ми схилиємося до думки, що базисом адміністративної децентралізації має стати фіскальна, бюджетна

децентралізація, за якої функції фінансування інноваційно-інвестиційного розвитку міст здебільшого передаватимуться на рівень базової ланки управління. Адже, незважаючи на широко анонсовану бюджетну та податкову реформи, уже за 10 місяців 2015 р. фактичне виконання місцевих бюджетів країни склало 79,7 млрд грн на противагу 383,7 млрд грн надходжень до Державного бюджету [52]. Унаслідок чого питома вага місцевих бюджетів знизилася до 17,2 % від Зведеного бюджету України, хоча ще у 2012–2014 рр. вона не опускалася нижче рівня 21,7–23,4 % (див. рис. 2.1 на с. 78). Із чого робимо висновок, що державна фіскальна політика спрямована на подальшу концентрацію бюджетних ресурсів у центрі з їх наступним перерозподілом у вигляді трансферт на основі політичних та інших консультацій. Усупереч декларованим цілям не відбувається зміцнення фінансової самостійності органів місцевого самоврядування і за рахунок закріплених доходів місцевих бюджетів, оскільки 15 % податку на доходи фізичних осіб вилучено з бюджетів міст обласного значення, 25 % — з бюджетів міст районного підпорядкування внаслідок бюджетної реформи 2015 р. Натомість укріплюються позиції Державного фонду регіонального розвитку. Ми ж вважаємо, що такий фонд має відігравати допоміжну роль у розбудові територій, зокрема, під час реалізації масштабних інфраструктурних проєктів, які зачіпають інтереси кількох регіонів (міст) одночасно і які потребують високої концентрації державного фінансового ресурсу.

Бюджетна реформа 2015 р. також знівелювала роль і значення бюджетів розвитку місцевих бюджетів як основи локальних інвестиційних процесів, вилучивши з їхнього складу потужні податкові джерела як єдиний податок та податок від нерухомого майна. Тому оцінюємо законодавчі новації щодо реформування державної фіскальної політики щодо бюджетних повноважень місцевого самоврядування як неоднозначні та ризикові.

Як виявлено нами в параграфі 3.1 цього дослідження, розвиток місцевого самоврядування в Україні зупинився на рівні міст обласного

підпорядкування, бюджетні ресурси яких порівняно з ресурсною базою міст районного значення є більшими в 3–10 разів. Міста з однаковою чисельністю населення та різним адміністративним статусом мають абсолютно різні фіскальні можливості. Як наслідок, міста районного значення узалежнені від районного бюджету, неспроможні на власний поступальний розвиток та автономну інвестиційну, боргову політику, не кажучи вже про села і селища. Отже, вади чинного територіально-адміністративного устрою чинять негативний вплив на фіскально-боргові стратегії міст України. Ми вважаємо поділ муніципалітетів на міста обласного і районного підпорядкування спадком пострадянської доби, який слід утилізувати під час конституційної та територіально-адміністративної реформ. З точки зору бюджетної децентралізації перспективною є уніфікація джерел та розширення ресурсної бази всіх міських бюджетів для населених пунктів, що відповідають статусу міста.

Заключним етапом будь-якої діяльності є оцінювання її ефективності та досягнення стратегічних цілей. Стратегічна мета муніципальної боргової політики полягає в забезпеченні ресурсної бази інноваційно-інвестиційної політики зростання та дотриманні ключових індикаторів боргової стійкості бюджетів міст. Пропонуємо здійснювати моніторинг результатів муніципальної боргової поведінки та муніципальної боргової політики за допомогою системи коефіцієнтів оцінки ефективності, яка наведена в таблиці 3.7.

Показники, наведені в табл. 3.7, дають аналітичну оцінку основним проблемам, що виникають під час процесів управління субнаціональними боргами, та забезпечують аналіз вразливих елементів боргової політики території. Так, коефіцієнт рефінансованих (реструктуризованих) позик, більший від 0, свідчить про неправильне визначення термінів запозичень, їх невідповідності оптимальним термінам реалізації інвестиційного проекту. Зростання цього показника свідчить про неефективність боргової політики, а також допущені помилки, в основному, на етапі планування.

**Система коефіцієнтів для оцінки ефективності муніципальної
боргової політики**

Назва	Характеристика показника	Розрахункова формула
1. Коефіцієнт рефінансованих (реструктуризованих) позик	Характеризує рівень рефінансування (реструктуризації) загального обсягу емісії муніципального боргу. Нормальне значення показника становить 0; що вище значення показника, то нижча ефективність муніципальної боргової політики	$K_{ref} = \frac{\sum L_{ref}}{\sum L}$
2. Коефіцієнт боргового навантаження	Характеризує вартість обслуговування муніципальних запозичень, тобто показує рівень видатків міського бюджету на обслуговування муніципальних боргів. Перебуває в діапазоні від 0 до 0,1 відповідно до вимог ст. 74 Бюджетного кодексу України (10 %); перевищення свідчить про неефективну боргову політику міста, ненадання уваги оптимізації сум боргу та відсотків, схильність до ризикової політики	$K_{bn} = \frac{\sum V_L}{\sum ZF_{mb}}$
3. Коефіцієнт боргової стійкості	Характеризує співвідношення суми емітованого боргу і загального річного обсягу бюджету. Що вище значення показника, то більше місто залежить від боргового типу фінансування	$K_{bs} = \frac{\sum B}{\sum (ZF_{mb} + SF_{mb})}$
4. Коефіцієнт раціональності структури боргу	Характеризує відношення суми внутрішніх боргів до загальної емісії муніципального боргу. Що вищий цей коефіцієнт, то меншою мірою бюджет міста залежить від впливу ризиків валютних коливань	$K_{ratio} = \frac{\sum B_v}{\sum B}$
5. Місцевий борг на одиницю населення	Характеризує боргове навантаження для окремого мешканця міста, дозволяє зіставляти боргове навантаження між містами, штатами, регіонами, країнами	$B_{pop} = \frac{\sum B}{P}$
6. Коефіцієнт інвестиційної спрямованості бюджету	Характеризує відношення суми видатків на інвестиції, капітальні вкладення до загального обсягу видатків бюджету. Що вище значення, то ефективніше реалізовується інвестиційна політика в місті	$K_{inv} = \frac{\sum I}{\sum ZF_{mb}}$

Джерело: складено автором самостійно.

Продовжуючи аналіз показників, зазначимо, що коефіцієнт боргового навантаження показує фактичне боргове навантаження на бюджет і є важливим для порівняння з критеріальним значенням у розмірі 10 %, яке встановлене Бюджетним кодексом України. Оцінює співвідношення коштів бюджету, витрачених на обслуговування емітованого боргу, із загальними видатками муніципалітету.

Коефіцієнт боргової стійкості дає можливість оцінити боргову стійкість муніципалітету згідно з Маастрихтськими критеріями конвергенції, тобто оцінює співвідношення рівня загальної заборгованості та річного обсягу бюджету муніципальної одиниці. Із зростанням коефіцієнта збільшуються й ризики непогашення платежу містом.

Коефіцієнт раціональності структури боргу важливий в ракурсі високої волатильності курсу національної валюти і характеризує співвідношення суми внутрішніх боргів і загальної емісії муніципального боргу. Що менше його значення, то раціональніша структура в аспекті його обслуговування та погашення і відповідно менші ризики неплатежу.

Коефіцієнт інвестиційної спрямованості бюджету (капітальних вкладень) — показує рівень видатків бюджету міста на капітальні інвестиції в загальному фонді видатків. Для оцінювання важлива позитивна динаміка даного показника, тобто його зростання на перспективу, що стане аналітичним підтвердженням спрямування боргових ресурсів саме в інвестиційний розвиток, а не на поточне споживання. В українській практиці показники капітальних видатків на 60–70 % сформовані з видатків на капітальні ремонти та реконструкцію, тому, на нашу думку, наявні статистичні дані спотворюють суть показника, адже в капітальних видатках міст переважають ремонти та реконструкції, а не спорудження нових об'єктів. Усунути такі недоліки можна за рахунок впровадження в бюджетну практику Європейської системи національних та регіональних рахунків (ESA95), методологія якої дозволить розмежувати капітальні видатки за чіткою та детальною класифікацією.

Ключовою ознакою гранично неефективної муніципальної боргової політики, її провалу відповідно до міжнародних стандартів вважаємо оголошення дефолту місцевого органу самоврядування або окремого випуску цінних паперів емітента.

Підсумовуючи проведені дослідження, вважаємо, що успішне формування та імплементація муніципальної боргової політики має відбуватися в наведених нижче векторах із застосуванням механізмів державного регулювання та стимулювання її розвитку.

1. Удосконалення адміністративних механізмів державного контролю повинно включати спрощення або скасування процедури одержання дозволу від Міністерства фінансів на місцеві позики, водночас із запровадженням системи поточного моніторингу боргової стійкості за запропонованим комплексом коефіцієнтів (табл. 3.7), оцінку причин рефінансування, реструктуризації боргів.

2. Удосконалення інструментів податкового регулювання через запровадження преференційного оподаткування пасивних інвестиційних доходів приватних та інституціональних інвесторів. Позитивним вважаємо збереження у 2014–2015 рр. податкових преференцій щодо оподаткування пасивних доходів від облігацій місцевих органів влади для інституціональних інвесторів — інститутів спільного інвестування, компаній з управління активами та недержавних пенсійних фондів в Україні. Водночас необґрунтовані правові підходи до інших типів інвесторів-резидентів штучно провокують дисбаланси в рівнях пасивних доходів власників цінних паперів — юридичних і фізичних осіб, чим порушується базовий принцип справедливості оподаткування.

3. Іншим ймовірним напрямком підвищення ліквідності місцевих бюджетів може стати механізм встановлення місцевих надбавок до загальнодержавних податків і зборів та їхнього зарахування до спеціального фонду місцевих бюджетів за весь період реалізації інвестиційного проекту. Використання такого інструменту поширене у західній фіскальній практиці,

у 2015 р. вперше апробовано в Україні у вигляді 5 %-ного місцевого акцизного податку, у 2014–2015 рр. за аналогічною схемою функціонують загальнодержавні 1,5 %-ий військовий збір та 2 %-ий податок з операцій купівлі валюти. Пропонуємо здійснити експеримент у вигляді внесення до складу місцевих податків нового виду податку — «інвестиційного податку» (1–2 % від бази оподаткування) для міст та територій, які реалізують інноваційні проекти за кошти місцевих запозичень.

4. Спрощення державного регулювання діяльності комунальних підприємств, які працюють на ринку муніципальних запозичень, у сфері тарифної політики для безперешкодного включення до структури тарифів на житлово-комунальні, транспортні послуги інвестиційної складової. Це забезпечить муніципалітети України від ймовірної трансформації умовної форми місцевих гарантій в пряму форму боргу органу місцевого самоврядування, оскільки на 2015–2016 рр. припадають терміни погашення кредитів від ЄБРР комунальним компаніям під гарантії міських рад.

5. Ще один напрям підвищення ефективності муніципальної боргової політики полягає в можливому створенні системи гарантування виплат за облігаціями за аналогією з власниками банківських депозитних вкладів. Неодержання власниками боргових цінних паперів виплат по зобов'язаннях, порушення термінів таких виплат негативно впливатиме на попит на муніципальні облігації індивідуально від рівня їхньої доходності. Подолання недовіри приватних та інституціональних інвесторів до інституту позик місцевого самоврядування, удосконалення інформаційної політики щодо умов придбання цінних паперів, емітованих місцевими органами влади, їх обігу та гарантій погашення, створення державних гарантій для приватних інвесторів щодо повернення їхніх коштів у формі, аналогічній для банківських депозитів (виплата в межах 200 тис. грн).

6. На успішність боргової політики місцевих органів влади обов'язково впливають значення індексів інфляції, а курс національної грошової одиниці — у випадках зовнішніх запозичень. Високий рівень інфляції не

заохочує ні приватних, ні інституціональних інвесторів до довгострокових вкладень у національній валюті навіть при високих ставках доходу, а надмірний рівень волатильності гривні стосовно іноземної валюти однозначно провокує відтік заощаджень домогосподарств з урядових цінних паперів в іноземну валюту або нерухомість. Саме ці фактори стали ключовими у 2014–2015 рр. для розвитку боргової політики вітчизняних муніципалітетів. Суми гарантованого муніципалітетами боргу зросли майже пропорційно курсу валюти, відповідно комунальні підприємства та міста будуть змушені повертати удвічі–втричі більші суми позик, а також пропорційно зростатиме вартість обслуговування боргу. Вплив негативної тенденції буде пролонгований щонайменше на наступні 5–7 років відповідно до тривалості вже одержаних від ЄБРР позик. Для врегулювання негативних впливів від зниження курсу валюти доцільно запровадити механізм урядових компенсацій, оскільки монетарна політика перебуває лише у сфері відповідальності державних урядових інституцій. У світовій практиці для нівелювання впливу курсових коливань окремі країни, такі як Японія, Мексика та деякі інші (*Додаток А*) на загальнодержавному рівні заборонили практику зовнішніх муніципальних запозичень. Як наслідок, муніципальний борговий ринок Японії не фіксує дефолтів з 1948 р. [115, с. 64].

7. Суттєвого доопрацювання вимагає сфера юридичного захисту прав кредиторів.

8. Запровадження системи «електронного урядування» дасть змогу навіть найменшим міським громадам в автоматичному режимі знайомити мешканців з усією інформацією стосовно використання бюджетних ресурсів, поточного стану реалізації місцевих проектів (ремонтів доріг, комунікацій, соціальних та культурних об'єктів), надходження податків та платежів, розподілу видатків за сферами бюджетних повноважень органів місцевого самоврядування та в розрізі розпорядників коштів бюджету. Використання інформаційних систем незамінне при проведенні ранжування інвестиційних проектів в аспекті визначення пріоритетності їх реалізації для окремих

соціальних груп. Місцеві електронні референдуми можуть в найближчій перспективі втілити ідею щодо обов'язкового погодження запозичень із громадою.

Висновки до розділу 3

У процесі моделювання боргового потенціалу міст та окреслення шляхів вирішення проблем у цій сфері ми дійшли до таких висновків.

Невід'ємною компонентою та стратегічним завданням муніципальної боргової політики України має стати визначення меж боргової експансії міських поселень з метою недопущення фіскальної вразливості та забезпечення боргової стійкості окремих ланок бюджетної системи. Пропонуємо запровадити щорічне визначення боргового потенціалу бюджетів міст України, який охоплює обсяг доходів, що потенційно можливий до залучення міськими бюджетами для провадження інвестиційної діяльності за сприяння органів місцевого самоврядування та державної влади упродовж бюджетного періоду.

Установлено взаємозалежність боргового потенціалу та загального фіскального потенціалу території, оскільки наступне обслуговування та погашення запозичень відбуватиметься з доходів місцевого бюджету. Використання боргового потенціалу в поточному періоді, у свою чергу, дозволяє знизити загальний рівень оподаткування або принаймні не підвищувати його, полегшити фіскальне навантаження на суб'єктів юрисдикції. Створення економіко-математичної моделі дозволило визначити граничні обсяги залучення боргових ресурсів муніципалітетів із статусом обласного підпорядкування України. Запровадження боргової політики на рівні міст районного підпорядкування є передчасним з огляду на їхню

фінансову неавтономність і стане можливим лише після суттєвого підсилення доходної бази.

На макроекономічному рівні слід переорієнтувати підходи найвищої ланки державної влади до сприйняття мегаполісів і міст не як базової ланки державного підпорядкування, а як повноправних одиниць місцевого урядування, точок зростання, драйверів і флагманів розвитку національної економіки. З цією метою пропонуються основні механізми вдосконалення формування муніципальної боргової політики:

- розробка стратегічної інноваційно-інвестиційної політики розвитку міст та її гармонізація з муніципальною борговою політикою як ресурсною базою зростання;

- уніфікація фіскальних повноважень муніципальних бюджетів в містах обласного та районного значення, об'єднаних територіальних громадах;

- закріплення за виконавчими комітетами обласних та районних рад після їх утворення в ході конституційної реформи права на координацію боргової політики міст в межах територіальної юрисдикції;

- утворення легітимних підстав для функціонування інституту міжмуніципального співробітництва між бюджетами окремих міст, а також бюджетами спроможних територіальних громад після їх створення для реалізації масштабних проектів, передача об'єктів, земель державної власності у власність учасників такого співробітництва;

- надання спроможним територіальним громадам повноважень у сфері боргового фінансування капіталовкладень аналогічно з повноваженнями міст обласного значення;

- створення комунально-інвестиційних банків з функціями регіонального регулятора інвестиційної політики в юрисдикції.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [116, 123, 124, 125, 127].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі поглиблено теоретично-методологічні засади муніципальної боргової політики та запропоновано пріоритетні напрями її вдосконалення в сучасних умовах.

Результати проведеного дослідження дозволили сформувати такі висновки і пропозиції теоретичного та практичного характеру.

1. Тлумачення муніципальних запозичень обгрунтовано в контексті зростання ролі міст та самоврядних громад у регулюванні економіки, збільшення на цій основі муніципальних фінансових ресурсів, необгрунтованого та надмірного податкового тягара на індивіда та бізнес. Розуміння важливості цих процесів дало змогу виявити соціально-економічну сутність муніципальних запозичень як інструменту уникнення надмірного податкового навантаження, спробу його перекладання, перенесення на наступні покоління та розподілу між соціальними групами при збереженні незмінно високого рівня суспільних видатків. Виявлено, що муніципальні запозичення у XX-XXI ст. є наслідком фінансової діяльності мегаполісів в глобальному економічному просторі та проявом сучасних демографічних тенденцій – урбанізації, метрополізації.

2. Дослідження особливостей використання боргових інструментів на муніципальному рівні для розвитку і реалізації інфраструктурних цілей дозволило визнати борг потенційною загрозою для функціонування міст у вигляді можливого фіскального стресу та обмеження поточного бюджету через існування боргового навантаження. З врахуванням цього виникає необхідність в імплементації муніципальної боргової політики як циклічного, мультифункціонального, багатостадійного процесу, що реалізується в діяльності місцевих органів влади, які мають повноваження щодо залучення боргових ресурсів та визначають напрями їх використання з метою стимулювання інвестиційно-інноваційної активності адміністративно-територіальної одиниці.

3. У розвитку муніципальної боргової політики виявлено наступні тренди: 1) фінансовий базис, що спричиняє урбанізацію та метрополізацію; 2) розширення спектру фіскальних та інших повноважень міст щодо виходу на глобальні ринки капіталу; 3) міграція місцевих запозичень в умовну, латентну форму місцевих гарантій; 4) загострення конкуренції між прямими формами боргу – облігаціями та кредитом.

4. Узагальнення зарубіжного та вітчизняного досвіду довело необхідність управління процесами муніципальних запозичень та встановлення державного контролю у цій сфері. Моделі державного регулювання муніципальної боргової політики залежать від форми державного устрою та ступеня адміністративної та фіскальної децентралізації. Державне регулювання місцевого боргового інструментарію в Україні ідентифіковано як адміністративну (директивну) модель контролю. Запропоновано змістити акценти державного контролю в бік спрощення адміністративних процедур та побудови ризикоорієнтованої моделі, що дасть додаткові імпульси для формування та реалізації боргової політики муніципалітетів України.

5. В роботі проведений інтегрований аналіз ролі та значення місцевих бюджетів у фінансовій системі України, який забезпечив розуміння причин системної постійнотриваючої бюджетної дефіцитності. Така дефіцитність різновекторно впливає на обсяги захищених та інвестиційних статей видатків міських бюджетів – фактично збереження обсягів перших фінансується за рахунок рестрикції останніх. Це сформувало підґрунтя для зміни пріоритетів у фіскально-боргових стратегіях муніципалітетів України в напрямку емісії та використання боргового інструментарію. Саме таким чином проявляється взаємодія між фіскальною та борговою політиками міст.

6. Дослідження ринку муніципальних запозичень в Україні дозволило узагальнити домінантні тенденції його розвитку: неоднорідна та фрагментарна динаміка, сповільнення темпів використання запозичень на локальному рівні, нерівномірність їх поширення в різних регіонах.

Встановлено зміни в структурі форм запозичень – від превалювання муніципальних облігацій до концентрації боргу в сегменті місцевих гарантій. Оцінка ефективності муніципальної боргової політики міст України в частині загальних видатків місцевих бюджетів на обслуговування боргу, а також відповідності критеріям суверенної боргової безпеки довели, що сучасні обсяги муніципального боргу не становлять загрози для макроекономічної стабільності в Україні.

7. Проведений аналіз особливостей використання боргових інструментів на рівні міст дозволив стверджувати, що за обсягами місцевих емісій, кредитів і гарантій переважає м. Київ. Встановлено неефективність муніципальної боргової політики столиці, що зумовлює потребу в реструктуризації боргових зобов'язань. Багаторазові запозичення ресурсів на зовнішніх ринках капіталу в умовах глобальної фінансової нестабільності та номінування сум позик у валюті, відмінній від національної, детерміновано як основний ризиковий чинник боргової політики столиці, а переважання зовнішніх позик у інвестиційному портфелі – як нераціональну структуру боргу. Відзначено певну ефективність муніципальної боргової політики м. Львова в оптимізації витрат на обслуговування боргу, своєчасності розрахунків із кредиторами та дотриманні графіку платежів. Поряд з цим, вбачається значна чутливість бюджету Львова до валютних ризиків через істотний обсяг гарантованого боргу, що номінований в іноземній валюті.

8. Борговий потенціал бюджетів міст запропоновано визначати з позиції здатності муніципалітетів виконувати власні боргові зобов'язання, уникаючи процедур реструктуризації, рефінансування боргу, не допускаючи нагромадження заборгованості, коригувань структури доходів і видатків бюджету. Борговий потенціал є обсягом ресурсів, що теоретично можливий до залучення міськими бюджетами для інвестиційно-інноваційної активності. Запропоновано економіко-математичну модель визначення боргового потенціалу бюджетів міст, яка ґрунтується на відповідності критеріям боргової стійкості, фінансової безпеки та невразливості адміністративно-

територіальної одиниці. Це дало змогу розрахувати резерви зростання боргового фінансування для формування міських бюджетів.

9. Проведений в ході дисертаційного дослідження аналіз внутрішнього ринку капіталу як ресурсного джерела для імплементації муніципальної боргової політики свідчить про його нереалізований потенціал. Виявлено відсутність ініціатив міст України щодо формування та імплементації власної боргової політики. Кошти недержавного пенсійного забезпечення, ресурси інститутів спільного інвестування, заощадження населення визначено перспективними джерелами для розвитку муніципальних запозичень в Україні.

10. Запропоновано такі вектори розвитку муніципальної боргової політики в контексті адміністративно-територіальної реформи та фіскальної децентралізації в Україні, зокрема:

- уніфікація фіскальних повноважень щодо реалізації боргової політики в містах обласного та районного значення, об'єднаних територіальних громад;
- утворення організаційно-правових підстав для функціонування інституту міжмуніципального співробітництва між бюджетами окремих міст та бюджетами спроможних територіальних громад в сфері використання бюджетно-боргових інструментів;
- надання фінансово спроможним територіальним громадам повноважень у сфері боргового фінансування капіталовкладень аналогічно з повноваженнями міст обласного значення;
- закріплення за виконавчими комітетами обласних та районних рад після їх утворення в ході адміністративно-територіальної реформи права на координацію боргової політики міст в межах територіальної юрисдикції;
- запровадження системи електронного урядування та забезпечення доступу громадян до інформації про виконання бюджетів, у тому числі у сфері муніципальних запозичень;

- встановлення преференційного оподаткування пасивних доходів індивідуальних інвесторів від інвестицій в муніципальні цінні папери;
- утворення професійних посередників, у тому числі спеціалізованих банків, у сфері муніципальних інфраструктурних вкладень для забезпечення міст кваліфікованою допомогою в сегменті фінансового менеджменту, вирішення проблеми недостатності технічного та адміністративного ресурсу для управління боргом в муніципалітетах.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алексеенко М. М. Государственный кредит: Очерк нарастания государственного долга в Англии и Франции / М. М. Алексеенко. — Харьков: Унив. типография, 1872. — 466 с.
2. Алексеев І. В. Бюджетний механізм і соціально-економічний розвиток регіонів: монографія / І. В. Алексеев, Г. С. Лопушняк, М. В. Ливдар ; Нац. ун-т “Львів. Політехніка”.— Львів : Ліга-Прес, 2014. — 245, [1]с.
3. Андрущенко В. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів) / Володимир Андрущенко. — Львів: Каменяр, 1999. — 305 с.
4. Афанасьев М. П. Методологические и теоретические основы формулировки закона А. Вагнера. Подходы к его тестированию / М. П. Афанасьев, Я. М. Афанасьев // Вопросы государственного и муниципального управления. — 2009. — № 3. — С. 47–70.
5. Бабич І. В. Формирование долговой политики и управление внутренним долгом субъекта Федерации : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. эконом. наук: спец. 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит” / И. В. Бабич.— Саратов, 2012. — 27 с.
6. Базилевич В. Д. Макроекономіка: [підручник] / В. Д. Базилевич, К. С. Базилевич, Л. О. Баластрик; за ред. В. Д. Базилевича. — К.: Знання, 2004. — 851с.— (Класичний університетський підручник).
7. Балацкий Е. Инновационные и инвестиционные факторы эффективности / Е. Балацкий, А. Раптовский // Общество и экономика. — 2007. — № 1. — С. 3–27.
8. Балацкий Е. В. Оценка влияния фискальных инструментов на экономический рост / Е. Балацкий // Проблемы прогнозирования — 2004. — № 4. — С. 124–136.

9. Бец О.І. Державний борг: макроекономічні аспекти розвитку в Україні: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ.наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит”/ О. І. Бец.— Київ, 2014. — 25 с.
10. Богачевский М. Б. Государственный кредит в капиталистических странах / М. Б. Богачевский. — Л.: Финансы, 1969. — 192 с.
11. Богдан Т. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності / Тетяна Богдан // Вісник Національного банку України. — 2012. — № 4.— С. 8–15.
12. Богдан Т. Моделювання впливу боргової політики на економічний розвиток України / Т. Богдан, І. Богдан // Вісник Національного банку України. — 2013. — № 11. — С. 20–27.
13. Боголепов М. И. Государственный долг: (К теории государственного кредита): Типологический очерк / Михаил Иванович Боголепов. — СПб. : Изд-во О. Н. Поповой, 1910. — 569 с.
14. Боргова стійкість державних фінансів : монографія / [Т. І. Єфименко та ін.]; за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан ; Держ. навч.-наук. установа “Акад. фінанс. упр.”. — К.: ДННУ “Акад. фін. Управління”, 2014. —710 с.
15. Брегель Э. Я. Денежное обращение и кредит капиталистических стран : учеб.пособие/ Э. Я. Брегель. — М. : Госфиниздат, 1955. — 423 с.
16. Бунге М. Х. Теорія кредиту / М. Х. Бунге // Фінансова думка України: хрестоматія : у 3 т. Т. 3. — Ч. 1 / [авт.-упоряд. С. І. Юрійта ін.; за наук. ред. В. М. Федосова. — К.: Кондор ; Тернопіль : Екон. думка, 2010. — 471 с.
17. Бюджетний кодекс України від 8 липня 2010 року № 2456-VI [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
18. Бюджетний моніторинг: аналіз виконання бюджету за 2013 рік / [Зубенко В. В., Самчинська І. В., Рудик А. Ю. та ін.]; ІБСЕД, Проект

- “Зміцнення місцевої фінансової ініціативи (ЗМФІ-II) впровадження”, USAID. — К., 2014. — 80 с.
19. Бюджетний моніторинг: аналіз виконання бюджету за 2014 рік / [Зубенко В. В., Самчинська І. В., Рудик А. Ю. та ін.]; ІБСЕД, Проект “Зміцнення місцевої фінансової ініціативи (ЗМФІ-II) впровадження”, USAID. — К., 2015. — 77 с.
 20. Вавилов А. Стабилизация и управление государственным долгом России / А.Вавилов, Г.Трофимов // Вопросы экономики. — 1997. — № 12. — С. 62–81.
 21. Валовий внутрішній продукт України у фактичних цінах за 2014 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
 22. Вартість основних засобів у 2000–2014 роках [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
 23. Василевська Г.В. Оптимізація напрямів використання муніципальних запозичень / Г.В.Василевська, В.А.Валігура // Наукові записки національного університету “Острозька академія”. Серія “Економіка” : зб. наук. праць. — Острог : Вид-во нац. ун-ту “Острозька академія”, 2012. — Вип. 20. — С. 58–63.
 24. Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник / О. Д. Василик ; Київський нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. — [4-те вид., доп.]— К.: НІОС, 2003. — 416 с.
 25. Василик О.Д. Бюджетна система України : підручник / О.Д. Василик, К. В. Павлюк; Київський нац. ун-т ім. Тараса Шевченка.— К.: Центр навч.літ., 2004. — 544 с.
 26. Виконання Зведеного і Державного бюджету України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=77427.
 27. Всесвітня декларація місцевого самоврядування // Місцеве та регіональне самоврядування України. — 1994. — Вип. 1–2 (6–7). — С. 65–69.

28. Гальчинський А. С. Особливості та пріоритети боргової політики України: [аналіт.доп.]/ [А.С. Гальчинський, З.В.Варналій, В. Я. Майстришин та ін.].— К. : НІСД, 2004. — 104с.
29. Ганущак Ю.І. Територіальна організація влади : напрямки змін : [монографія] / Ю.І. Ганущак; за заг. ред. В.С. Куйбіди. — Львів: Астролябія, 2013. — 166с.
30. Гапонюк М. А. Окремі аспекти боргової політики органів місцевого самоврядування в Україні / М. А. Гапонюк // Економіка та підприємництво: зб. наук. праць молодих учених та аспірантів / М-во освіти і науки України, ДВНЗ “Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана” ; відп. ред. С. І. Дем’яненко. — 2009. — Вип. 23. —С. 234–244.
31. Гапонюк М. А. Боргова політика місцевих органів влади: актуальні проблеми підвищення конкурентоспроможності / М.А.Гапонюк // Ринок цінних паперів України. - № 11-12. – 2015. – с. 3-8.
32. Глущенко С. В. Муніципальні позики як інструмент фінансування розвитку міст і регіонів // Наукові записки. Том 44. Економічні науки / Національний університет “Києво-Могилянська Академія”. — К. : Вид. дім “КМ Академія”, 2005. — С. 75–79.
33. Графік погашення гарантованого боргу Львова [Електронний ресурс]. — Режим доступу:
<http://city-adm.lviv.ua/lmrdownloads/economy/budget 2015r.ppt>.
34. Данилишин Б.М. Інвестиційна політика в Україні: монографія / Б. М. Данилишин, М.Х. Корецький, О.І. Дацій.— Донецьк: “Юго-Восток, ЛТД”, 2006. — 292с.
35. Данилов В. Оптимальная политика заимствований и налогообложения / В.Данилов // Экономико-математическое моделирование. — М.: Дело, 2009. — 78с.

36. Дем'янишин В.Г. Теоретична концептуалізація і практична реалізація бюджетної доктрини України: монографія / В.Г. Дем'янишин. — Тернопіль : ТНЕУ, 2008. — 496 с.
37. Динаміка обсягів приватних грошових переказів в Україну// Грошові перекази в Україну за 2014 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=11905899.
38. Довідка про середньострокові позики, надані з єдиного казначейського рахунку Державної казначейської служби України станом на 01.01.2015 року [Електронний ресурс]. —Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/publish/category/23608>.
39. Дяченко С. Структура ринку місцевих запозичень в Україні / С. Дяченко // Вісник національної Академії державного управління. — № 22(3). — 2009. — С. 165–173.
40. Європейська хартія місцевого самоврядування [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верхової ради України. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/994_036.
41. Єлісеєва Л. Сутнісно-теоретичні аспекти місцевих фінансів / Людмила Єлісеєва // Вісник Тернопільського національного економічного університету. Вип. 2.—Тернопіль : Економічна думка, 2012. —С. 72–82.
42. Закон України “Про інститути спільного інвестування” № 5080-VI від 05.07.2012 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.
43. Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” № 1057-IV від 09.07.2003 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>.
44. Закон України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” від 14.05.1992р. № 2343-XII [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2343-12>.

45. Закон України “Про внесення змін до Бюджетного кодексу України (щодо реформи міжбюджетних відносин)” від 28.12.2014 р. № 79-УІІ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/79-19>.
46. Закон України “Про внесення змін до Податкового кодексу України (щодо податкової реформи)” від 28.12.2014 р. № 71-УІІ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/71-19>.
47. Закон України “Про добровільне об’єднання територіальних громад” 05.02.2015 р. № 157-УІІ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/157-19>.
48. Закон України “Про засади державної регіональної політики” від 05.02.2015 р. № 156-УІІ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/156-19>.
49. Закон України “Про місцеве самоврядування в Україні” від 21.05.1997 р. № 280/97-ВР [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верхової ради України. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/280/97-вр>.
50. Закон України “Про співробітництво територіальних громад” від 17.06.2014р. № 1508-УІІ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1508-18>.
51. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23 лютого 2006 року N 3480-ІV [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
52. Звітність про виконання державного бюджету та інформація про суми місцевого боргу. Державна казначейська служба України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/publish/category/236>.
53. Іващук Н. Роль банку на ринку муніципальних цінних паперів / Н. Іващук // Вісник Тернопільського національного економічного університету. Вип. 4. — Тернопіль : Економічна думка, 2007.— С.65–71.

54. Індекс ВВП України у % до ВВП 1990 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
55. Інструменти розширення ринку муніципальних цінних паперів як чинника ресурсного забезпечення регіонального розвитку. Аналітична записка [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/articles/1131>.
56. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2014 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>.
57. Інформаційна довідка щодо місцевого та гарантованого територіальною громадою м. Києва боргу [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://kievcity.gov.ua/news/?c=378>.
58. Капітальні інвестиції в Україні за 2012 рік: статистичний бюлетень. — К.: Державна служба статистики України, 2013. — 38с.
59. Капітальні інвестиції в Україні за 2013 рік: статистичний бюлетень. — К.: Державна служба статистики України, 2014. — 43с.
60. Капітальні інвестиції в Україні за 2014 рік: статистичний бюлетень. — К.: Державна служба статистики України, 2015. — 43с.
61. Капітальні інвестиції в Україні у 2007–2011 роках: [статистичний збірник]. — К.: Державна служба статистики України, 2012. — 122 с.
62. 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.
63. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс // Антология экономической классики. — М. :“ЭКОНОВ”;“Ключ”, 1993. — С. 137–432.
64. Киреев А.П. Международная экономика : учеб.пособие для вузов: в 2-х ч. / А. П. Киреев. — Ч.2: Международная экономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. — М.: Междунар. отношения, 1998. — 488 с.

65. Кириленко О. П. Місцеві бюджети України (історія, теорія, практика) / О. П. Кириленко. — К.: НІОС, 2000. — 384 с.
66. Кириленко О. П. Місцеві фінанси : навч. посібн. [для студ.ВНЗ] / О. П. Кириленко; Тернопільська акад. народ.госп-ва.— Тернопіль : Астон, 2004. — 192 с.
67. Кириленко О.П. Боргова політика органів місцевого самоврядування / О.П.Кириленко // Вісник Тернопільського національного економічного університету. Вип. 5. — Тернопіль : Економічна думка, 2008. — С. 153–158.
68. Кириленко О.П. Імплементация в законодавство України процедури банкрутства адміністративно-територіальних одиниць /О. П. Кириленко, В.В. Письменний // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. — 2012. — №1.— С. 87–93.
69. Конституція України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254к/96-вр>.
70. Кравченко В. Запозичення: боргова яма чи рятівне коло місцевого самоврядування в країнах зарубіжжя? / В.Кравченко // Проблеми трансформації територіальної організації влади : [зб. матер. та док.]; наук.ред. М.Пухтинський. — К.: Атіка, 2005. — С.503–510.
71. Кравченко В. І. Місцеві фінанси України : навч. посібн. / В. І. Кравченко. — К.: Т-во “Знання”; КОО, 1999. — 487 с.
72. Крисоватий А. Стратегічні орієнтири формування і реалізації фіскальної політики України : монографія / Галина Василевська, [за редакцією А. І. Крисоватого]. – Тернопіль: Вектор, 2012. – 356.
73. Крисоватий А.І. Теоретико-організаційні домінанти та практика реалізації податкової політики в Україні: монографія / А.І. Крисоватий. — Тернопіль: Карт-Бланш, 2005. — 371 с.
74. Крупка М.І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України / М.І.Крупка. — Львів: Видав. центр ЛНУ імені ІванаФранка, 2001. — 608 с.

75. Лебедев В.А. Местные налоги. Опыт исследования теории и практики местного обложения / В. А. Лебедев. — СПб. : Типолитография А. М. Вольфа, 1886. — 583 с.
76. Лондар С. Л. Фінанси: навч. посібн. / С.Л. Лондар, О.В.Терещенко. — Вінниця: Нова Книга, 2009. — 384с.
77. Луніна І.О. Державні фінанси та реформування міжбюджетних відносин : монографія / І.О. Луніна. — К. : Наук. думка, 2006. — 432 с.
78. Лютий І. О. Державний кредит та боргова політика України : монографія / І. О. Лютий, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко. — К. : ЦУЛ, 2008. — 352 с.
79. Майбуров И.А. Теория налогообложения. Продвинутый курс: [учебн. для магистр., обуч. по спец. “Финансы и кредит”, “Бухгалт. учет, анализ и аудит”] / И.А. Майбуров, А. М. Соколовская. — М.: Юнити-Дана, 2011. — 591 с.
80. Макконнелл К.Р. Экономика: принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконнелл, С.Л. Брю. —[14-е изд.]. — М.: ИНФРА-М, 2003. — 972 с.
81. Малець А.В. Муніципальні запозичення як джерело фінансової автономії органів місцевого самоврядування / А. В. Малець // Інвестиції : практика та досвід. — 2011. —№ 4. — С. 106–107.
82. Маркс К. Сочинения : тома 1-39 / К. Маркс, Ф. Энгельс ; пер. с нем. — [2-е изд.] — М. :Издат. полит. лит., 1955-1974 г.г. — Т. 23. К. Маркс. Капитал. — Т. 1. — 900 с.
83. Матвеева Ю. Анализ внешнего государственного долга та макроекономических показателей за помощью многофакторного моделирования / Ю.Матвеева // Економіко-математичне моделювання соціально-економічних систем. — 2012. — Вип. 17. — С. 143–159.
84. Мигулин П. П. Русский государственный кредит : в 3 т. / П. П. Мигулин. Т. 1. — М. : Изд-во В. Секачев, 2013. — 628 с.

85. Міжнародна Система національних рахунків (System of National Accounts of the United Nations (1993 SNA) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/>
86. Місцеві бюджети Львівської області в умовах реформи місцевого самоврядування / НАН України. ДУ “Інститут регіональних досліджень ім. М.І.Долішнього НАН України”; за ред. І.З. Сторонянської. — Львів, 2015. — 223 с.
87. Мітіліно М. І. Основи фінансової науки / М. І. Мітіліно // Фінансова думка України: [хрестоматія] : у 3 т. Т. 3. — Ч. 2 / [авт.-упоряд. С. І. Юрій, С. В. Львовчкін, В. М. Федосов та ін.; за наук. ред. В. М. Федосова]. — К.: Кондор ; Т. : Екон. думка, 2010. — 734 с.
88. Монетарний огляд НБУ за січень-вересень 2014 р. Аналітична записка [Електронний ресурс]. —Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58037.
89. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу :<http://www.minfin.gov.ua/>
90. Номинальная сумма долга по ценным бумагам субъектов Российской Федерации и муниципальных образований на 1 апреля 2014 г. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.ru/ru/statistics/>
91. Озеров И.Х. Основы финансовой науки: Бюджет. Формы взимания. Местные финансы. Государственный кредит / И.Х. Озеров. — М.: ООО “ЮРИнфоР-Пресс”, 2008. — 622 с.
92. Опарін В.М. Фінанси :підручник / В.М.Опарін. — К.: КНЕУ, 2001. — 240с.
93. Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов. — М.: Тип. Августа Семена, 1833. — 432 с.
94. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг. / Информация официального сайта

Министерства финансов Российской Федерации [Електронний ресурс].
— Режим доступу :

http://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/policy/#ixzz3sCwgFSuo.

95. Падалка В.М. Становлення та розвиток ринку місцевих запозичень в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук: спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / В.М.Падалка. — К., 2006. — 18 с.
96. Патлаевский И. И. Курс финансового права / И. И. Патлаевский. — Одесса: Типогр. Одесского вестника, 1885. — 394 с.
97. Перелік міст обласного значення України станом на 01 січня 2015 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
98. Перерва Г.Л. Розвиток ринку муніципальних запозичень у 1995–1998 роках [Електронний ресурс] / Г. Л. Перерва. — Режим доступу : <http://www.academy.gov.ua/ej/ej2/txts/region/05pglmzr.pdf>.
99. Петкова Л. Муніципальні інвестиції та кредити : навч. посіб. / Л. Петкова, В. Проскурін. — К. : [б.в.], 2006. — 158 с. — (Серія “Навчальні програми для працівників місцевого самоврядування” ; кн. 9).
100. Показники стану і розвитку недержавного пенсійного забезпечення України // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/content/stan-i-rozvitok-npz.html>.
101. Показники виконання Зведеного і Державного бюджету України // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=77427.
102. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Державної стратегії регіонального розвитку на період до 2020 року” від 06.08.2014 р. № 385 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/385-2014-п>.
103. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Порядку здійснення місцевих запозичень” від 16 лютого 2011 р. № 110 : офіц.

текст із змінами [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/110-2011-п>.

104. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Методики формування спроможних територіальних громад” від 08.04.2015 р. № 214 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/214-2015-п>.
105. Постанова Правління НБУ “Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні” від 28.08.2001 р. № 368 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0841-01>.
106. Про впорядкування внутрішніх та зовнішніх запозичань, що провадяться органами місцевого самоврядування : Указ Президента України від 18 червня 1998 р. № 655/98 : офіц. текст із змінами [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/655/98>.
107. Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 7 жовтня 2003 р. № 414 : офіц. текст із змін. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0982-03>.
108. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 29.04.2014 № 578: офіц. текст із змін. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0570-14>.
109. Проект Світового банку та уряду Швеції [Електронний ресурс]. — Режим доступу:
<http://lvivvodokanal.com.ua/aboutus/investments/worldbankproject/>
110. Радченко Є. Фінансування розвитку ЖКГ України за рахунок міжнародних фінансових організацій / Є.Радченко // Житлово-комунальне господарство України. — 2014. — № 7(70). — С. 4–7.

111. Реєстр місцевих запозичень та місцевих гарантій [Електронний ресурс].
— Режим доступу:
http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=68447.
112. Річні звіти НБУ за 2009–2013 роки. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=8253030>.
113. Рішення про затвердження Положення “Про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик” від 07.10.2003 р. № 43 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0982-03>.
114. Розпорядження Кабінету Міністрів України “Про схвалення Концепції реформування місцевого самоврядування та територіальної організації влади в Україні” від 01.04.2014р. № 333-р [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/333-2014-p>.
115. Свяневич П. Основы фискальной децентрализации: справочное руководство / П. Свяневич. — Будапешт: Arktisz Studio, 2003. — 77 с.
116. Синютка Н. Г. Активи недержавних пенсійних фондів як ресурс для ринку субнаціональних запозичень України / Н. Г. Синютка // Теоретичні та практичні аспекти розвитку менеджменту, обліку та аудиту: зб. матер. Міжнарод.наук.-практ. конф. (Сімферополь, 6–7 березня 2015 р.) / Наукове об'єднання "Economics". — Сімферополь: НО “Economics”, 2015. — С. 92–96.
117. Синютка Н.Г. Аналіз ефективності муніципальних запозичень України: приховані ризики / Н. Г. Синютка // Проблеми формування та реалізації конкурентної політики : Матер. IV Міжнарод. наук.-практ. конф. (Львів, 24–25 вересня 2015 р.) / М-во освіти і науки України, Національний університет «Львівська політехніка». — Львів: ТзОВ “Простір-М”, 2015. — С. 171–172.
118. Синютка Н.Г. Аналіз розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні: чинники та тенденції / Н. Г. Синютка // Облік і фінанси : науково-виробничий журнал. — 2015. — Т.3. — № 69. — С. 116–123.
119. Синютка Н.Г. Боргова політика українських муніципалітетів : зміна

- пріоритетів / Н. Г. Синютка // Євроінтеграція економіки України: виклики та рішення: матер. Міжнарод. наук.-практ. конф. (Дніпропетровськ, 20–21 лютого 2015р.) / М-во освіти і науки України, Нац. гірничий університет. — Херсон : Видавничий дім "Гельветика". — 2015. — С. 194–197.
120. Синютка Н.Г. Виклики боргової децентралізації в Україні: крізь призму європейського досвіду/ Н. Г. Синютка // Світ фінансів. — 2014. — Т.4.— № 41. — С. 126–135.
121. Синютка Н.Г. Дефіцитність сектору місцевих фінансів України як першопричина субнаціональних запозичень / Н. Г. Синютка // Економіка, підприємництво та бізнес-культура: трансформації в умовах розвитку інновацій : матер.Міжнарод.наук.-практ. конф. (Херсон, 13–14 березня 2015 р.) / М-во освіти і науки України, [ред.кол.: К.С.Шапошников та ін.]. Херсонський державний університет. — Херсон : Видавничий дім "Гельветика". —2015. — С. 237–240.
122. Синютка Н.Г. Ефективність імплементації муніципальної боргової політики Києва: за крок до дефолту / Н. Г. Синютка // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки. — 2015. — № 11. — С. 141–146.
123. Синютка Н.Г. Заощадження домогосподарств як ресурс для активізації ринку муніципальних запозичень України / Н. Г. Синютка // Проблеми економіки: нові ринки та нові напрямки розвитку: матер.міжнарод. наук.-практ. конф.: у 3 ч. (Дніпропетровськ, 6–7 лютого 2015 р.) / Наукове об'єднання "Перспектива".—Ч. 3. — Дніпропетровськ : НО "Перспектива". —2015. — С. 104–107.
124. Синютка Н.Г. Облігації місцевих позик та інституціональні інвестори: втрачені можливості / Н. Г. Синютка // Перспективи економічного і соціального розвитку національних економік в умовах глобалізації та регіоналізації: тези Міжнарод. наук.-практ. інтернет-конф. (27 березня 2015 року) / М-во освіти і науки України, Дніпропетровська державна

- фінансова академія. — Дніпропетровськ : ДДФА. — 2015. — С. 79–81.
125. Синютка Н.Г. Проблемні аспекти державного регулювання в сфері субнаціональних запозичень України / Н. Г. Синютка // Проблеми сучасної економіки: зб. матер. VI між народ. наук.-практ. конф. : у 2 ч. (Запоріжжя, 13–14 лютого 2015 р.) / Східноукраїнський інститут економіки та управління.—Ч. 2. — Запоріжжя : ГО «СІЕУ». — 2015. — С. 63–66.
126. Синютка Н. Г. Проблемні аспекти запровадження боргового інструментарію в місцеві фінанси України / Н. Г. Синютка // Управління соціально-економічним розвитком країни та регіонів: соціальні, економічні та фінансові проблеми в умовах глобалізації: тези Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф. аспір. та молод. вчених (Дніпропетровськ, 28 листопада 2014 р.) / М-во освіти і науки України, Дніпропетровська державна фінансова академія. — Дніпропетровськ : ДДФА. — 2014. — С. 183–186.
127. Синютка Н. Г. Ринок субсуверенних запозичень України: ресурсні джерела для розвитку / Н. Г. Синютка // Економіка та держава. — 2015. — № 6. — С. 133–136.
128. Синютка Н.Г. Фінансування муніципальних програм ресурсозбереження та енергоефективності: нові можливості / Н. Г. Синютка // Наукові засади ресурсозбереження в системі антикризового управління і відтворення економіки : матер.Міжнарод. наук.-практ. конф. : У 2-х частинах. (Хмельницький, 30-31 січня 2015 р.) / М-во освіти і науки України, Університет економіки і підприємництва.— Хмельницький: Видавничий дім "Гельветика", 2015. — Ч.2. — С. 125–128.
129. Синютка Н. Г. Фіскальна і боргова політика українських муніципалітетів : зміна пріоритетів / Н. Г. Синютка // Бізнес Інформ. — 2015. — Т.4. — № 447. — С. 252–262.
130. Скиба М. Перспективи становлення ринку муніципальних цінних паперів в Україні [Електронний ресурс] / М. Скиба / Нац. ін-т стратег.

дослідж. // Аналітичні записки щодо проблем і подій суспільного розвитку. — 2009. — Червень. — Режим доступу :

<http://www.niss.gov.ua/Monitor/june2009/12.htm>.

131. Смирнов И. О. Бюджет городского Совета и планирование городского хозяйства / И. О. Смирнов, В. А. Шаврин // Городской Совет: сб. статей. — М., 1935. — С. 61–83.
132. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. — М.: “Директмедиа Паблицинг”, 2008. — 655 с.
133. Статистичний щорічник міста Львова за 2013 рік [за ред. С. І. Зимовіної]. — Львів, 2014. — 140с.
134. Степаненко В. А. Критика буржуазних реформістських теорій валютно-фінансових відносин капіталізму / В. А. Степаненко, В. М. Суторміна, В. М. Федосов // Фінансова думка України : хрестоматія : у 3 т. — Т. 3. — Ч. 2 [авт.-упоряд.: С. І. Юрій, С. В. Львовчкін, В. М. Федосов та ін.; за наук. ред. В. М. Федосова]. — К. : Кондор ;Т. : Екон. думка, 2010. — 734 с.
135. Сторонянська І.З. Проблеми організації та ефективність використання муніципальних запозичень / І. З. Сторонянська, І. С. Музика // Фінанси України. — 2013. — № 11. — С.45–55.
136. Суторміна В. Н. Финансы капиталистических государств / В. Н. Сутормина. — К.: Вища шк., 1983. — 312 с.
137. Суторміна В. М. Держава — податки — бізнес (із світового досвіду фіскального регулювання ринкової економіки) / В. М. Суторміна, В. М. Федосов, В. Л. Андрущенко. — К. : Либідь, 1992. — 328 с.
138. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій : навч. посіб. / В. М. Суторміна, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова ; за ред. В. М. Федосова. — К.: Либідь, 1993. — 247 с.
139. Тарасов И. Т. Очерк науки финансового права / И. Т. Тарасов // Финансы и налоги: очерки теории и политики. — М. : Статут, 2004. — С. 47–376.

140. Твердохлебов В. Н. Государственный кредит / В. Н. Твердохлебов // Финансовая энциклопедия / [под ред. И. А. Блинова, А. И. Буковецкого]. — М. : Госиздат, 1924. — С. 253–265.
141. Твердохлебов В.Н. Местные финансы: избранные статьи / В. Н. Твердохлебов; [науч. ред. и вст. статья Н.Г. Королева]. — М. : РОССПЭН, 2012. — 544 с.— (Библиотека экономической мысли России).
142. Титков В. Проблемы управления российским внешним долгом / В. Титков // Вопросы экономики. — 1997. — № 11. — С. 78–85.
143. Федосов В.М. Государственные финансы: учеб.пособ. / Федосов В. М., Огородник С.Я., Сутормина В.Н. — К.: Лыбидь, 1991. —276с.
144. Фінанси: підручник / [С.І. Юрій, В.М. Федосов, Л.М. Алексеєнко та ін. ; за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова]. — К.: Знання, 2008. — 611 с.
145. Фридмен М. Капитализм и свобода / Милтон Фридмен ; [пер. с англ.]. — М. : Новое издательство, 2006. - 240 с. (Библиотека Фонда “Либеральная миссия”).
146. Фридмен М. Количественная теория денег / Милтон Фридмен ; [пер. с англ.].— М.: Эльф-пресс, 1996. — 131 с.
147. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход / Э. Хансен. — М.: “Директмедиа Паблишинг”, 2008. — 415 с.
148. Циммерман Х. Муниципальные финансы : учебник / Хорст Циммерман. — Х. и М.: Дело и сервис, 2003. — 352с.
149. Юрій С.І. Бюджетна система України : навч. посіб. / С.І. Юрій, Й. М. Бескид.— К.: НІОС, 2000. — 396 с.
150. Baldacci E. Fiscal Deficit, Public Debt and Sovereign Bond Yields / E. Baldacci, M. S. Kumar // IMF Working Paper. — 2010. — August. — WP/10/184. — 28 p.
151. Barro R. Are Government Bonds Net Wealth? / R. Barro // Journal of Political Economy. — 1974. — P. 1097–1117.

152. Barro R.G. On the Determination of the Public Debt / R.G. Barro // Journal of Political Economy : University of Chicago Press. — 1979. — Vol.87(5). — P.940–971.
153. Bercu A., Onofrei M. Managing Local Public Debt in the Countries in Transition: An Issue of Fiscal Capacity or Something Else? / A. Bercu, M. Onofrei // The Romanian Case, Paper prepared for the 14th Annual Conference of the Network of Institutions and Schools of Public Administration in Central and Eastern Europe. — NISPAcee, Ljubljana. — 2006. — 21p.
154. Bird R. Perspectives on Fiscal Federalism / edited by Richard M.Bird, Francois Vaillancourt. — Washington: The World Bank, 2006. — 267 p.
155. Brunori D. Local Tax Policy: A Federalist Perspective / D.Brunori. // Urban Institute Press. — 2007. — 180 p.
156. Buchanan J. M. Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes / J. M. Buchanan, R. E. Wagner [Электронный ресурс]. — Indianapolis : Liberty Fund, Inc., 1977. — Режим доступа: <http://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv8Cover.html>.
157. Buchanan J. M. Public Principles of Public Debt: A Defence and Resnatment / J. M. Buchanan [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.econlib.org/>.
158. Buchanan J. M. Public Finance and Public Choice: Two Contrasting Visions of the State / J. M. Buchanan, R. A. Musgrave // Cambridge, Massachusetts: MIT Press. — 1999. — 122p.
159. Canuto O. The Day After Tomorrow — A Handbook on the Future of Economic Policy in the Developing World/ O.Canuto, M. Giugale // Washington : World bank, 2010. — 237p.
160. Canuto O. Subnational Debt Finance: Make It Sustainable / O. Canuto, L.Liu // Washington : World bank, 2009. — 31p.
161. Catao L. Fiscal Deficits and Inflation / L. Catao, M. E. Terrones // Working Paper. — 03/65. — 2003. — April. — 32 p.

162. Conlan T. *New Federalism: Intergovernmental Reform from Nixon to Reagan* / T. Conlan. — Washington : the Brookings Institution, 1988. — 296p.
163. Cropf R., Wendel G. *Determinants of Municipal Debt Policy: A Pooled Time-Series Analysis* / R. Cropf, G. Wendel // *Environment and Planning C: Government and Policy*. — 1998. — Volume 16. — P.211–224.
164. Cukierman A. *Political Theory of Government Debt and Deficits in a Neo-Ricardian Framework* / A. Cukierman, A. Meltzer // *American Economic Rev.* — 1989. — Vol. 79. — Sept. — P.713-732.
165. Dabla-Noris E. *The Challenge of Fiscal Decentralisation in Transition Countries* / E.Dabla-Noris // *Comparative Economic Studies*. — 2006. — № 48. — P.100–131.
166. Dafflon B. *Local Public Finance in Europe: Balancing the Budget and Controlling Debt* / B.Dafflon. *Studies in Fiscal Federalism and State-Local Finance Series* // Cheltenham-Northampton: Edward Elgar. — 2002. — 57p.
167. Dafflon B. *Managing local public debt in transition countries: An issue of self-control* / B.Dafflon, K.Beer-Toth // *Financial Accountability & Management*. — 2009. — №25(3). — P. 305–314.
168. Dietzel C. *Das System der Staatsanleihen in Zusammenhang mit der Volkswirtschaft betrachtet* / C. Dietzel. — Berlin : Heidelberg, 1855. — 321 p.
169. Domar E. *The “Burden of the Debt” and the National Income* / E.Domar // *The American Economical Rewiew*. — 1944. — Vol.34. — P.798–827.
170. Dvorakova P. *State Regulation of the Municipal Public Debt in the Czech Republic* / Paper prepared for the 14th Annual Conference of the Network of Institutions and Schools of Public Administration in Central and Eastern Europe // NISPAcee, Ljubljana. — 2006. — 21p.
171. *European system of national and regional accounts (ESA95 or 1995ESA)* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:ESA95>.

172. Fiscal Federalism in Theory and Practice / T.Ter-Minassian, editor. — Washington: International Monetary Fund, 1997. — 683p.
173. Fitch Downgrades Ukraine's FC IDR to 'CC'; Affirms LC IDR at 'CCC' // [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=979727&cm_sp=RussiaUkraine_-research.
174. Krysovatyj A. Komponenten der Fiskalpolitik in der Ukraine fur eine nachhaltige Entwicklung von Regionen / A.Krysovatyj, N.Synytka // The world economy. Global and country-specific aspects. Reihe: "Europäische Integration. Grundfragen der Theorie und Politik". — 2014. — № 38. — P. 49–69.
175. Lane T.D. Market Discipline / T.D.Lane // Washington: Staff Papers, International Monetary Fund. — Vol. 40, No. 1 (Mar., 1993). — P. 53–88.
176. Lerner A. Interest Theory: Supply and Demand for Loans or Supply and Demand for Cash? / A. Lerner [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.econlib.org/>.
177. Mankiw N. G. The Savers — Spenders Theory of Fiscal Policy / N. G. Mankiw [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.harvard.edu/>.
178. Mikesell J. L. Fiscal Administration : Analysis and Applications for the Public Sector / J. L. Mikesell. — 6th ed. — Belmont, CA : Wadsworth Publishers, 2003. — 656 p.
179. Modigliani F. Long-Run Implication of Alternative Fiscal Policy and the Burden of National Debt / F. Modigliani // Economic Journal. —1961. — Vol. 71. —P. 730–755.
180. Musgrave R. A. Public Finance in Theory and Practice / R. A. Musgrave. — N. Y.: McGraw-Hill Book Company, 1959. — XV, 762 p.
181. Nebenius Fr. Veber die Natur und die Ursachen des öffentlichen Kredits / Fr. Nebenius. — Berlin, 1829. — 832 p.

182. Nollenberger K., Groves S.M., Valente M.G. Evaluating Financial Condition: A Handbook for Local Government / K. Nollenberger // Washington, DC, International City/Country Managers Association. — 2003. — 119 p.
183. Olson M. The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups / M. Olson. — Cambridge, MA: Harvard University Press. — 1965. — 199 p.
184. Oates W.E. An Essay on Fiscal federalism / W.E. Oates // Journal of Economic Literature. — 1999. — № 37 (3). — P. 1120-1149. — Режим доступа : <http://omega.cc.umb.edu/~pubpol/documents/Oates.pdf>.
185. Peterson P. City Limits / P. Peterson, M. Perry // The university of Chicago Press. — 1981. — 212p.
186. Public Expenditure Reform Making Difficult Choices // IMF Fiscal Monitor. — 2014. — April [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2014/04/fmindex.htm>.
187. Reinhart C. Debt Intolerance / C. Reinhart, K. Rogoff, M. Savastano // Brookings Papers on Economic Activity [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nber.org/>.
188. Reinhart C. M. Debt Overhangs: Past and Present / C. M. Reinhart, V. R. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper. — 2012. — No. 18015. — April. — 28 p.
189. Reinhart C. The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, M. Sbrancia // NBER Working Paper 16893. — 2011. — March [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/crbs.pdf>.
190. Rosen H. The old Time Fiscal Federalism Religion: Is It Good Enough for me? / H. Rosen // Harvard University Press, 2008. — 194p.
191. Sargent Th. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic / Th. Sargent, N. Wallace // Quarterly Review. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall. — 1981. — P. 1–17.

192. Sbragia A. Debt Wish: Entrepreneurial Cities, U.S. Federalism, and Economic Development // A.Sbragia. — Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1996. — 265p.
193. Stigliz J. Economics of Public Sector / J. Stigliz. — N. Y.; London : W. W. Norton & Company, 1988. — 756 p.
194. Structure of government debt [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php/Government_finance_statistics#Structure_of_government_debt.
195. Summary Data Reports [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ppi.worldbank.org/explore/Report.aspx?mode=1>.
196. Swianiewicz P. Foundations of Fiscal Decentralization / P.Swianiewicz. — Budapest: Arktisz Studio, 2003. — 58 p.
197. Swianiewicz P. Local Government Borrowing: Risks and Rewards: A Report on Central and Eastern Europe / P. Swianiewicz // OSI/LGI, Budapest. — 2004. — P.385–424.
198. Tiebout C. An Economic Theory of Fiscal Decentralization / C.Tiebout // In: NBER, Public Finances, Needs, Sources and Utilization. — Princeton (Univ.Press), 1961. — P.79–96.
199. Tobin J. An Essay on Principles of Debt Management / J. Tobin // Fiscal and Debt Management Policies. A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit. — N. J. : Englewood Cliffs, 1963. — P. 143-218.
200. Weingast B.R. Second Generation Fiscal Federalism: Implications for Decentralized Democratic Governance and Economic Development / B. R. Weingast // Conference on New Perspectives on Fiscal Federalism: Intergovernmental Relations, Competition and Accountability; Social Science Research Center (WZB), Berlin, October 18–20, 2007. — 68 p.
201. What Lies Beneath: The Statistical Definition of Public Sector Debt / R.Dippelsman, C.Dziobek. — Washington: International Monetary Fund, 2012. — 21p.