

## Муниципальні запозичення як інструмент підтримки економічного розвитку регіонів

*Розглядаються джерела фінансування місцевої інфраструктури та обґрунтовується використання муніципальних облігацій як альтернативи банківському та бюджетному фінансуванню. Проведено огляд поточної ситуації на ринку муніципальних запозичень в Україні. З урахуванням досвіду зарубіжних країн із середнім рівнем доходу здійснено аналіз ризиків та вигод застосування інструментарію місцевих запозичень для фінансування розвитку місцевої інфраструктури.*

*Ключові слова: муніципальні запозичення, муніципальні облігації, внутрішній борг, фіскальна політика.*

У липні цього року Кабінетом Міністрів України був ухвалений законопроект «Про загальнодержавну Програму реформування і розвитку житлово-комунального господарства на 2008–2012 роки», що замістить попередню програму 2004–2010 рр. [1]. Відповідно до діючої програми, сукупні інвестиційні потреби муніципального сектора у період 2004–2010 рр. становлять 34,8 млрд. грн. Водночас, звіт Світового банку «Огляд державних фінансів України» [2] визначає потреби щодо фінансування лише сектора тепло – та водопостачання та водовідведення на період до 2012 р. у розмірі приблизно 60 млрд. грн.. Якщо до цих оцінок долучити також проведення в Україні чемпіонату з футболу Євро–2012, питання забезпечення означених потреб фінансовими ресурсами набуває критичної нагальності.

В умовах постійно зростаючих суспільних потреб та обмеженості коштів питанням ефективного управління державними фінансами приділяється значна увага. Окремі аспекти ідеології бюджетування окреслені у працях класиків економічної думки Дж. М. Кейнса, П. Самуельсона, М. Лоуренса, серед вітчизняних вчених теоретичні проблеми використання бюджетних коштів та міжбюджетних відносин розроблялися у працях І. Луніної, В. Кравченка, О. Василика, В. Опаріна та ін. Однак сьогодні практичне вирішення проблеми забезпечення інвестиційних потреб перебуває не лише у сфері розподілу і використання бюджетних коштів різними рівнями бюджетної системи, а також полягає в умілому застосуванні інструментів фінансового ринку. І хоча в Україні працюють фінансові аналітики рейтингових агентств та міжнародних інвестиційних інститутів, необхідне поглиблене вивчення проблем, що перебувають у спільній площині сектора державних фінансів і ринку капіталу.

Відповідно до Бюджетного кодексу України основна роль в інвестиціях в інфраструктуру належить місцевим бюджетам, а основними джерелами фінансування капітальних видатків на місцевому рівні є субвенції з центрального бюджету місцевим бюджетам на інвестиційні проекти, субвенції державним установам і підприємствам (включаючи цільові програми) та джерела доходів органів місцевого самоврядування. Сьогодні в структурі капітальних інвестицій на місцевому рівні більша частка припадає на перші два джерела.

Близько 70% загальних ресурсів, призначених на капіталовкладення в основні фонди на місцевому рівні, припадає на обласні бюджети (рис. 1). Останніми роками спостерігається певне зменшення їхньої частки за рахунок зростання бюджетів

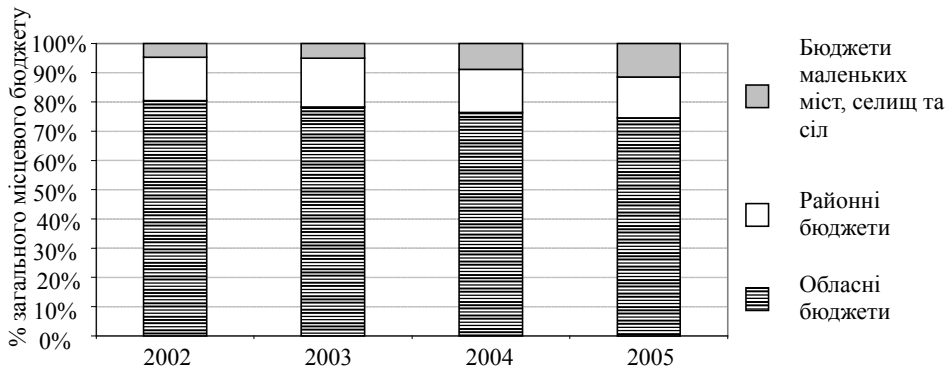


Рис. 1. Розподіл капітальних витрат між органами місцевого самоврядування різних рівнів (за даними Міністерства фінансів та Державного казначейства України)

малих міст, селищ та сіл, але тут потрібно мати на увазі, що інвестиційні проекти на рівні районів і міст часто фінансуються саме за рахунок обласних бюджетів.

За таких умов одним з інструментів, що можуть використовуватись органами місцевої влади для фінансування капітальних витрат на інфраструктуру, є механізм запозичень. Відповідно до чинного законодавства, запозичення до місцевих бюджетів можуть здійснюватись шляхом укладання між місцевими органами влади та фінансовими установами угод про отримання позик, кредитів, кредитних ліній, а також шляхом випуску облігацій внутрішніх та зовнішніх місцевих позик. Більша частка запозичень здійснюється саме у формі випуску облігацій внаслідок нижчих процентних ставок за такими запозиченнями порівняно із кредитами. Бюджетний кодекс також чітко регламентує використання позичкових коштів лише на цілі розвитку.

Сьогодні на фінансовому ринку України домінують банківські установи, однак поступово жвавішають і ринки цінних паперів та небанківських фінансових установ. Ринок облігацій внутрішньої державної позики є обмеженим. За станом на кінець липня цього року сума непогашених державних боргових зобов'язань становила 85,4 млрд. грн., близько 40 млрд. грн. з цієї суми були у формі цінних паперів (майже 9 млрд. з яких вкладені у внутрішні цінні папери, а решта – в єврооблігації). Глибина та ліквідність вторинного ринку цінних паперів на сьогодні є недостатніми.

Розвиток ринку облігацій внутрішніх місцевих позик ускладнюється відсутністю надійної кривої доходу державних облігацій, яка могла б слугувати орієнтиром (рис. 2).

Коли міська рада Києва випустила у 2003 році єврооблігації на суму 150 млн. дол. США, їхній спред на момент випуску перевищував на 545 базисних пунктів спред казначейських векселів США. Від того часу свої внутрішні облігації випустили також Вінниця, Донецьк, Запоріжжя, Івано-Франківськ, Комсомольськ, Луганськ, Луцьк, Львів, Одеса та Черкаси (табл. 1). Спреди за цими облігаціями перебувають у діапазоні 150-250 базисних пунктів, тоді як спреди за корпоративними облігаціями двічі вищі. Це свідчить про наявність значних правових, інституційних та регуляторних ризиків.

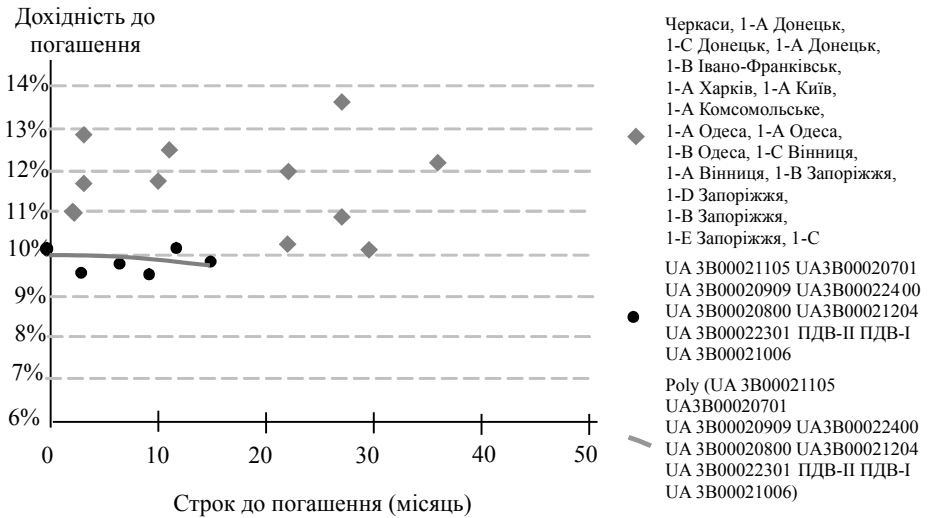


Рис. 2. Крива дохідності внутрішніх державних облігацій та дохідність внутрішніх муніципальних облігацій (2006 р.) (За даними Світового банку, Cbonds).

Таблиця 1

Випуск муніципальних облігацій в Україні (за станом на серпень 2008 р.)\*

| Назва ц. п.           | Дата погашення | Дохідність до погашення |
|-----------------------|----------------|-------------------------|
| Вінниця, 1-В          | 12/30/2008     | 10.57%                  |
| Вінниця, 1-С          | 5/30/2009      | 11.68%                  |
| Вінниця, 1-Д          | 12/30/2009     | 10.21%                  |
| Вінниця, 1-Е          | 12/30/2010     | 10.06%                  |
| Донецьк, 1-С          | 9/5/2011       | 13.73%                  |
| Донецьк, 1-В          | 7/11/2010      | 11.18%                  |
| Запоріжжя, 1-Д        | 7/7/2009       | 15.64%                  |
| Запоріжжя, 1-Е        | 7/6/2010       | 10.94%                  |
| Івано-Франківськ, 1-А | 2/28/2011      | 11.00%                  |
| Київ, 1-А             | 11/25/2008     | 13.11%                  |
| Комсомольське, 1-А    | 8/3/2009       |                         |
| Луганськ, 1-А         | 10/29/2012     | 10.56%                  |
| Луганськ, 1-В         | 10/29/2012     | 10.27%                  |
| Луцьк, 1-А            | 12/17/2009     | 12.44%                  |
| Львів, 1-В            | 12/19/2012     | 22.27%                  |
| Львів, 1-А            | 7/20/2012      | 7.46%                   |
| Одеса, 1-В            | 12/31/2008     | 6.57%                   |
| Одеса, 1-С            | 12/31/2010     | 13.16%                  |
| Черкаси, 1-А          | 12/27/2010     | 9441.39%                |

\*За даними Світового банку, Cbonds.

Відповідно до наведених даних ми можемо констатувати, що емітентами цінних паперів сьогодні виступають не лише індустріально потужні регіони, що було характерно для кінця 90-х рр. [3], а також міста Західних та Центральних областей України. Крім того, можна говорити про розширення участі у ринку муніципальних позик міст, що не є обласними центрами. Так, протягом останніх місяців, висновок Міністерства фінансів отримали Северодонецьк, Бориспіль, Бердянськ та Краматорськ, облігації Комсомольська перебувають в обігу.

Однак, хоча практика здійснення муніципальних запозичень в Україні існує, ринок муніципальних позик перебуває на початкових етапах свого становлення. Серед перешкод для його розвитку можна визначити, зокрема, обмежену фінансову незалежність органів місцевого врядування, недосконалість нормативно-правової бази для місцевих запозичень, відсутність процедур банкрутства місцевих органів влади, недостатню прозорість ринку та викривлення у структурі ринкових стимулів та системі конкуренції серед учасників ринку. Для формування державної політики регулювання ринку муніципальних запозичень варто скористатися загальними принципами оцінки переваг та ризиків діяльності муніципалітетів на ринку капіталів, сформованими на основі міжнародного досвіду та, зокрема, країн з перехідною економікою.

Розширення доступу місцевих органів влади на фінансові ринки має чотири основні переваги. По-перше, це дозволяє отримати більше ресурсів для фінансування інфраструктури. Наприклад, у Китаї фінансування інфраструктури, викликане швидкою урбанізацією, вже становить понад половину місцевих позабюджетних фондів [4], а у Сполучених Штатах більшість місцевої інфраструктури фінансується за рахунок облігацій [5].

По-друге, фінансування довготермінових активів в інфраструктурі шляхом місцевих запозичень є більш ефективним та рівномірним. Користь від інвестицій в інфраструктуру також отримують наступні покоління, таким чином вартість таких інвестицій природно має поширюватися і на них. Термін погашення боргу має відповідати економічному життю активів, що фінансуються за рахунок боргу, а амортизація пасивів – зниженню їхньої вартості. Таке пов'язування життя активу із терміном погашення є ознакою вираженої управлінської політики, адже означає, що за послуги платить той, хто ними користується.

По-третє, вихід місцевих органів влади на ринок капіталу підвищує їхню ринкову дисципліну та відповідність вимогам звітування, підвищуючи фіскальну прозорість та якість управління. Зазвичай, передумовою виходу на ринок капіталу є ретельно проведена незалежним рейтинговим агентством оцінка кредитоспроможності. Це вимагає надання аудитів фінансової звітності, що, своєю чергою, посилює роль ринку у регулюванні та нагляді. Фіскальна прозорість також допомагає органам центральної та місцевої влади управляти борговими ризиками, пов'язаними із ставками, обмінними курсами та структурою погашення, а також умовними зобов'язаннями.

По-четверте, розширення місцевих запозичень сприяє поглибленню фінансового ринку. Фінансування за рахунок облігацій може стати успішною альтернативою банківському фінансуванню, таким чином поглиблюючи структуру фінансового ринку. В США індивідуальні інвестори є найбільшими утримувачами місцевих облігацій [6], після них ідуть спільні фонди, банківські установи, страхові компанії та корпорації. Із зростанням мобільності міжнародного капіталу та

диверсифікацією фінансових інструментів, ринок місцевих облігацій зростає і в країнах із середнім рівнем доходу, сьогодні приватний капітал відіграє значну роль у місцевому фінансуванні таких країн як Мексика, Угорщина, Польща та Румунія.

Однак, не применшуючи вигоди від місцевих запозичень слід відзначити, що за відсутності ефективної регуляторної бази існують значні ризики, як це було доведено досвідом боргових криз та фіскальних стресів у таких країнах, як Бразилія, Угорщина, Мексика та Росія [7]. Розуміння причин цих явищ може допомогти розробити таку регуляторну базу, яка зможе мінімізувати можливість виникнення системних криз.

Хоча дисбаланси між видатками та доходами можуть призвести до фіскального стресу, законодавче регулювання запозичень має значний вплив на фіскальну стабільність місцевих бюджетів, тому що збільшення фіскального дефіциту є обґрунтованим лише якщо воно профінансоване. В 90-х роках нерегульовані місцеві запозичення швидко зростали у таких країнах, як Угорщина та Росія, що призвело до фіскального стресу. Запозичення також підганялися процесами децентралізації, які надавали місцевим урядам значну автономію у борговому фінансуванні.

Сам по собі фіскальний дефіцит не становить проблеми, якщо запозичення використовуються для фінансування капітальних інвестицій та економічного зростання. Однак місцеві органи влади в Угорщині, Індії та Росії позичали кошти для фінансування операційних дефіцитів, що призвело до неможливості утримувати боргові зобов'язання. Під час піку кризи в Індії 70% нових запозичень використовувалися на обслуговування існуючого боргу.

Характеристика («профіль») боргу також може мати властиві одночасні ризики, які посилюються внаслідок макроекономічних чи фінансових шоків. Макроекономічна криза послаблює фіскальну позицію місцевих урядів і сприяє поширенню боргової кризи.

На місцеві запозичення значним чином впливає структура міжбюджетних відносин та фінансових ринків. Учасники ринку можуть спокійно сприймати нестабільність фіскальної політики місцевих органів влади, якщо історія підтверджує їхні очікування, що центральний уряд неявно гарантує сплату боргів місцевих урядів.

Останнім часом більшість означених проблем гостро дискутувалася в Україні, зокрема в контексті обговорення законопроекту «Про місцеві запозичення і гарантії». Ухвалення такого закону може стати позитивним кроком, про що свідчить досвід Румунії або Польщі, однак значного поступу можна досягнути і шляхом внесення змін та доповнень до діючого Бюджетного кодексу України. Хотілося б лише наголосити, що із плином часу вартість інфраструктурних інвестицій лише зростатиме, і тому зволікання із виходом муніципалітетів на фінансові ринки обмежує можливість надання ними якісних громадських послуг.

У сьогоднішній глобальній економічній системі конкурентну перевагу отримує той, хто зможе залучити найбільш дешевий капітал. Існуюча практика муніципальних запозичень в Україні показала слабкі місця наявної системи, однак, за умов належної законодавчої та регуляторної бази та врахування досвіду інших країн, розвиток ринку муніципальних запозичень може стати необхідним джерелом фінансових ресурсів для задоволення потреб місцевих громад у якісній інфраструктурі.

Список використаних джерел

1. Закон України «Про Загальнодержавну програму реформування і розвитку житлово-комунального господарства на 2004-2010 роки» // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2004. – №46. – С. 512.
2. Україна: Створення фіскального простору для економічного зростання – Огляд державних фінансів. Звіт Світового банку № 36671-UA, вересень 2006.
3. Перерва. Г. Розвиток ринку муніципальних заимствований у 1995-1998 роках / Г. Перерва // Державне управління: теорія та практика. – 2005. – № 2.
4. Lou, Jiwei and Wang, Shuilin. Public Finance in China: Reform and Growth for a Harmonious Society, World Bank, 2008.
5. Wallis J., Weingast B. Dysfunctional or Optimal Institutions: State Debt Limitations, the Structure of State and Local Governments, and the Finance of American Infrastructure// Fiscal Challenges: An Interdisciplinary Approach to Budget Policy. New York: Cambridge University Press, 2008.
6. Кравченко В. Заимствования: боргова яма чи рятівне коло місцевого самоврядування в країнах зарубіжжя? / В. Кравченко ; наук. ред. М. Пухтинський. // Проблеми трансформації територіальної організації влади : зб. мат. та документів. – К. : Атіка, 2005.
7. Fiscal Policy and Economic Growth: Lessons for Eastern Europe and Central Asia. Ed. by Cheryl Gray, Tracey Lane. Aristomene Varoudakis. The World Bank, Washington D.C., 2007.

***Кореняко М.Г. Муниципальные заимствования как инструмент поддержки экономического развития регионов.***

*Рассматриваются источники финансирования местной инфраструктуры путем выпуска облигаций местного займа как альтернативы банковскому и бюджетному финансированию, а также проведен обзор состояния рынка муниципальных займов в Украине. На основе опыта зарубежных государств со средним уровнем дохода проанализированы риски и выгоды привлечения заемных средств.*

*Ключевые слова: муниципальные заимствования, муниципальные облигации, внутренний долг, фискальная политика.*

***Korenyako M.G. Municipal Borrowings as an Instrument of Supporting Regional Economic Growth.***

*The sources of financing of local infrastructure by the issue of local state bonds as alternative to the bank and budgetary financing are examined. An assessment of current status of municipal borrowings market in Ukraine has been carried out. Risks and benefits analysis of local borrowings based on the experience of other middle-income countries has been conducted.*

*Key words: municipal borrowings, municipal bonds, domestic debt, fiscal policy.*

Надійшло 06.10.2008 р.