

11. Потійко Ю. Ще раз про кредит // Вісник НБУ. — Грудень, 2000.
12. Банківська енциклопедія: Під ред. А.М. Мороза. — К.: Ельтон, 1993. — 327 с.
13. Гальчинський А. Теорія грошей. — К.: Основи, 1996. — 413 с.
14. Гроші та кредит: За ред. М. І. Савлука. — К.: КНЕУ, 2002. — 598 с.
15. Гроші та кредит: Підручник. За заг. ред. М. І. Савлука. — К.: КНЕУ, 2006. — 744 с.
16. Мочерний С. В. Економічна теорія. — К.: Академія, 1999.
17. Мочерний С., Устенко О. Кредит і кредитні відносини в контексті економічної власності // Банківська справа. — 2000. — № 5. — С. 3—6.
18. Струбайло Т. С. Удосконалення кредитних відносин комерційних банків із позичальниками. Автореф. к. е. н. — К., 2000.
19. Гнатів О. А., Котовська Р. Р. Роль кредиту для розвитку економіки України // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євроінтеграції (Збірник наукових праць) / НАН України. Ін-т регіональних досліджень; Редкол.: Відп. ред. Є. І. Бойко. — Львів, 2007. — Вип. 1(63). — 505 с.

Статтю подано до редакції 03.10.09 р.

УДК 336.3

**М. А. Гапонюк,**  
канд. екон. наук., проф.,  
зав. кафедри фінансових ринків  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

### **ОКРЕМІ АСПЕКТИ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ ОРГАНІВ МІСЦЕВОГО САМОВРЯДУВАННЯ В УКРАЇНІ**

У статті розглянуто питання оптимізації діяльності органів місцевого самоврядування на ринку борговому сегменті фінансового ринку України. Визначено головні перешкоди на шляху активізації політики місцевої влади у сфері використання боргових фінансових інструментів та обґрунтовано шляхи їх подолання.

**Ключові слова:** місцеві органи влади, боргова політика, муніципальні запозичення, облігації місцевих позик, глобальна економічна криза

В статье рассматриваются вопросы оптимизации деятельности органов местного самоуправления на долговом сегменте финансового рынка Украины. Определены главные препятствия на пути активизации политики местной власти в сфере использования долговых финансовых инструментов, а также аргументированы пути их преодоления.

**Ключевые слова:** местные органы власти, долговая политика, муниципальные займы, облигации местных займов, глобальный экономический кризис

Questions of optimization of activity of local governments on a debt segment of the financial market of Ukraine have been described in the article. The main obstacles of activation of a debt policy of local authorities and ways of their overcoming were defined.

**Key words:** local authorities, the debt policy, municipal loans, municipal bonds, global economic crisis.

Питання фінансового забезпечення діяльності органів місцевого самоврядування в Україні навряд чи можна назвати в достатній мірі розробленими в науковому та прагматичному плані. Насамперед, таку ситуацію можна пояснити дією наступних об'єктивних факторів. По-перше, в сегментарній структурі вітчизняного фінансового ринку інструментам місцевих запозичень відведена другорядна роль у порівнянні з ринком державних цінних паперів; по-друге, боргова політика місцевих органів влади є фрагментарною, обмеженою законодавчо, як за кількісними, так і за якісними характеристиками; по-третє, спостерігається високий рівень залежності емісійної стратегії місцевого самоврядування від бюджетної політики держави у конкретний період часу, її суб'єктивізм. Все це в значній мірі знижує практичне значення існуючих рекомендацій щодо розвитку цього сектору фінансового ринку України.

Утім, все ж необхідно відзначити обґрунтованість досліджень указаної проблематики у роботах В. Андрущенка, А. Бабенка, О. Барановського, Г. Берадзе, Й. Бескида, В. Блажевич, А. Гальчинського, Л. Гладченко, А. Єпіфанова, В. Суторміної, В. Опаріна, О. Романенко, В. Федосова, С. Юрія, Л. Сафонові та ін.

Проте, як говорилося вище, більшість авторів виходило з того існування значних деструктивних передумов у розвитку ринку місцевих запозичень, які, на даний час, доповнилися економічною кризою, що суттєво вплинула та впливатиме і надалі на емісійну політику органів місцевого самоврядування в Україні. Відповідно, актуальним виглядає перегляд існуючих стратегій розвитку місцевих ринків боргових запозичень, детермінація перспектив його розвитку у довготерміновому періоді та визначення основних факторів, що визначатимуть цей процес. Саме вказані позиції визначають актуальність даної статті та її мету.

Насамперед, зазначимо, що доцільно охарактеризувати передкризові умови, в яких відбувався розвиток вітчизняного ринку

цінних паперів органів місцевого самоврядування. Схематично його можна представити наступним чином (рис. 1).

Як видно з рис. 1, в Україні склався комплекс деструктивних факторів, які негативно впливали на ринок муніципальних запозичень. При цьому, визначити ступінь їхнього впливу на кількісні та якісні параметри ринку досить важко, адже необхідно враховувати їх динамізм та неоднозначність впливу у певні періоди часу. Окрім того, треба зважати на той факт, що відповідно до чинного законодавства існує певна суб'єктна обмеженість щодо муніципальних позик, відповідно, такі інструменти можуть використовуватися тільки певним колом емітентів. У загальному, можна стверджувати, що в умовах низького рівня фінансового забезпечення ринок муніципальних цінних паперів в Україні так і не став надійним механізмом запозичень для абсолютної більшості місцевих громад.

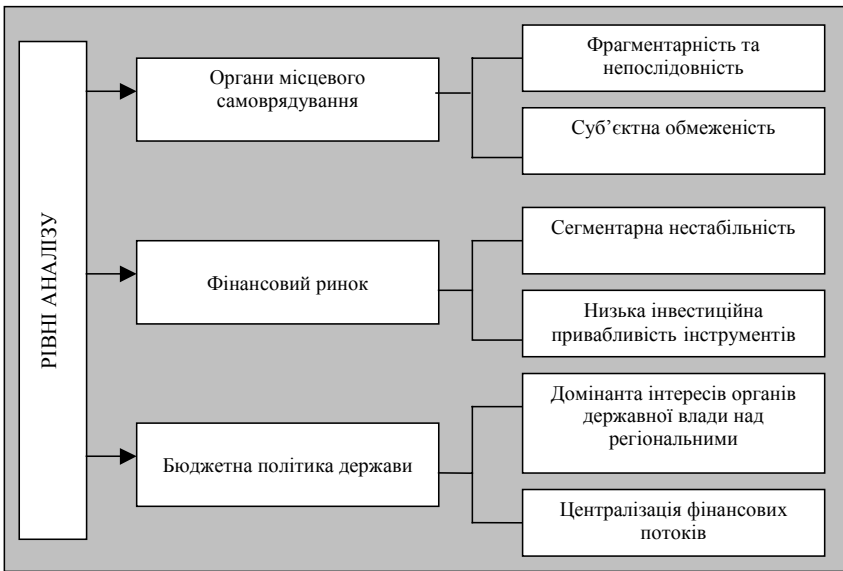


Рис. 1. Ідеологія розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні

*Джерело: складено автором*

У загальному, якщо орієнтуватися тільки на обсяги первинного ринку облігацій місцевих позик України протягом 2005–2009

років, можна говорити про високу волатильність цього сегменту та своєрідний характер залежності від загальноекономічної динаміки (рис. 2).

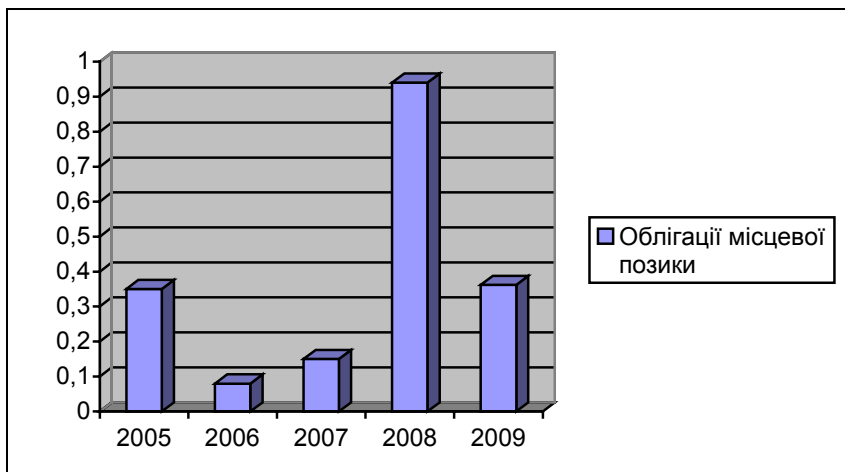


Рис. 2. Обсяги зареєстрованих випусків місцевих облігацій в Україні у 2005–2009 рр., млрд грн

*Джерело: складено автором за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*

Порівнюючи дані рис. 1 та рис. 2, можна зробити кілька важливих висновків, які визначатимуть перспективний розвиток ринку місцевих запозичень в Україні на найближчі роки:

по-перше, його становлення відбувалося не завдяки, а всупереч об'єктивним параметрам вітчизняного фінансового ринку та державної фінансової політики. Зокрема, гостра конкуренція за ресурси з боку приватних емітентів облігацій та держави на ринку боргового капіталу України визначає підлеглий характер ринку муніципальних запозичень у сегментарній структурі вітчизняного фінансового ринку. Для порівняння у 2009 році обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств склад 9,9 млрд грн, для ОВДП аналогічний показник становить колосальну суму у 74,5 млрд грн;

по-друге, волатильність показника обсягів випуску опосередковано підтверджує тезу про фрагментарний характер розвитку, відсутність обґрунтованої послідовності в борговій політиці органів

місцевого самоврядування. Багато в чому це визначається високим рівнем залежності бюджетних рішень на місцевому рівні від бюджетного управління на макрорівні;

по-третє, затверджена на рівні національного законодавства процедура випуску ускладнює аналіз їх кількісних параметрів у часі, відповідно, з певними застереженнями необхідно відноситися до різкого збільшення показника у 2008 році, оскільки більшість з цих випусків фактично планувалися значно раніше. Цим же можна пояснити перевищення обсягів випуску у кризовому 2009 році (362 млн грн) порівняно з показниками 2006—2007 рр.

Логічно, що в існуючих умовах виникає питання про реакцію цього ринку на виклики та загрози глобальної економічної кризи. Сама криза та її прояви є настільки поліваріантною, що досить складно точно ідентифікувати форми та механізми впливу. Про те, зважаючи на високий рівень залежності вітчизняної економіки від кон'юнктури світових ринків металургійної та хімічної продукції, ідентифікувати канали та форми все ж можливо. На нашу думку, їх формалізовано можна представити наступним чином (рис. 3).

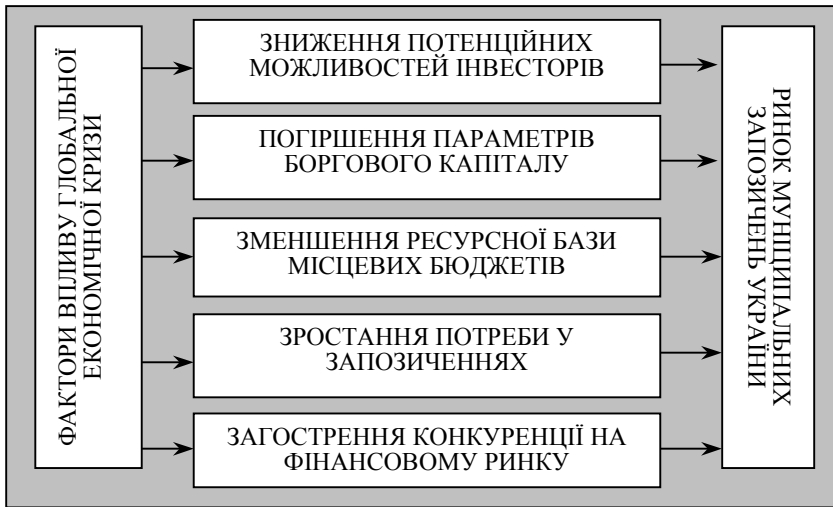


Рис. 3. Фактори впливу світової економічної кризи на ринок муніципальних запозичень України

Джерело: складено автором

Отже, якщо аналізувати головні фактори впливу глобальної економічної кризи на ринок муніципальних запозичень України, можна говорити про існування наступних протиріч:

- між зменшенням фінансових можливостей органів місцевого самоврядування та збільшенням їх потреби у фінансових ресурсах для виконання власних функцій в умовах економічної кризи;
- між зниженням інвестиційного потенціалу покупців місцевих боргових інструментів, насамперед, комерційних банків та інституційних інвесторів, та необхідністю залучати капітал з покращеними параметрами, насамперед, стосовно вартості та термінів залучення;
- між загостренням конкуренції на вітчизняному фінансовому ринку, в першу чергу, з боку держави та нестабільною позицією органів місцевого самоврядування;
- між погіршенням параметрів боргового капіталу, що залучається на фінансовому ринку та необхідністю дотримуватися встановлених на рівні законодавства обмежень щодо максимальних видатків на обслуговування боргу.

На нашу думку, антагонізм існуючої ситуації та потенційних потреб органів місцевого самоврядування у залученні з фінансового ринку фінансових ресурсів проявлятимуться у площині вартості боргового капіталу. Негативний ефект посилюватиметься також інфляційними процесами в Україні та невизначеністю на ринку облігацій внутрішньої державної позики. Підкреслимо, що передкризові 2001—2007 рр. стали безпрецедентними за рівнем зниження вартості боргового капіталу для органів місцевого самоврядування, про що наочно свідчать дані рис. 4, які характеризують відсоткову ставку за позиками, які залучалися міською владою м. Києва.

Таким чином, у порівнянні з останнім десятиліттям ХХ ст., у 2001—2007 рр. сталося різке зниження вартості боргового капіталу, яке позитивно відобразилося на позиковому потенціалі органів місцевого самоврядування в Україні. Така тенденція в цілому відповідала ситуації на вітчизняному фінансовому ринку, де борговий сегмент поступово завоював провідні позиції, а кредит став найпопулярнішою фінансовою послугою як для домогосподарств, так і для корпоративного сектору. Проте, як засвідчують дані рис. 5, у 2008—2009 рр. Кризові явища призвели до різкого зростання вартості кредитних ресурсів, що були залучені органами місцевого самоврядування.

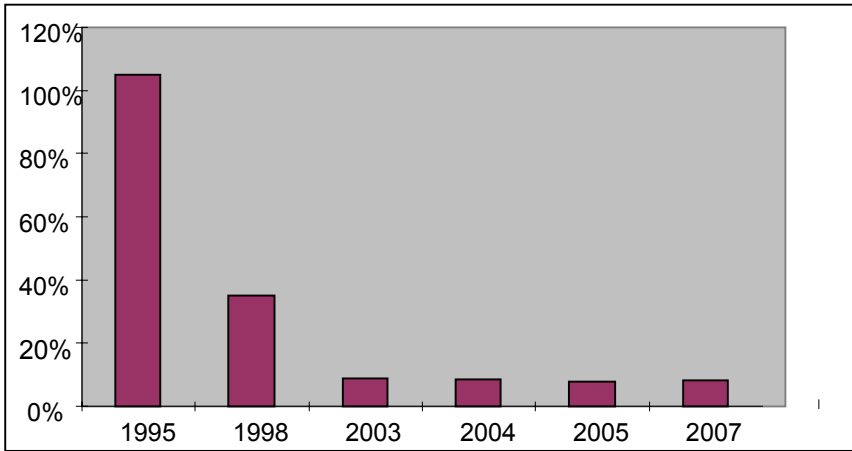


Рис. 4. Відсоткова ставка за позиками м. Києва, %

Джерело: складено автором за даними КМДА

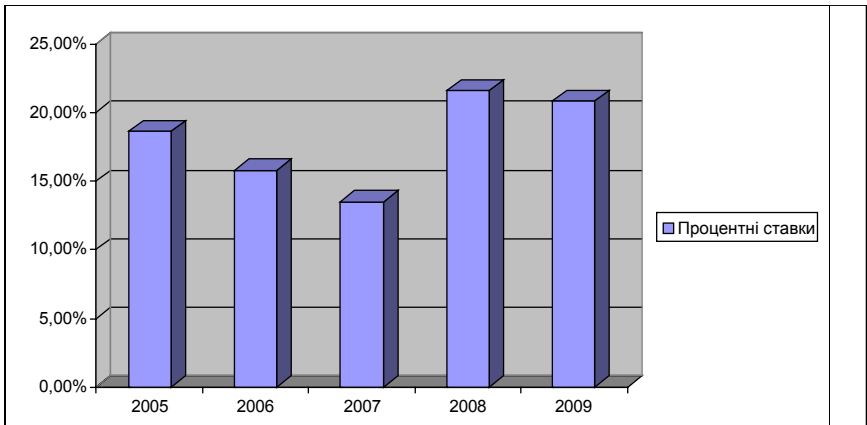


Рис. 5. Процентні ставки за кредитами, наданими органам місцевого самоврядування

Джерело: складено автором за даними НБУ

Зміна тенденцій у вартості боргового капіталу для органів місцевого самоврядування була викликана наступними факторами:

• загальне подорожчання боргового капіталу у світовій та національній економіці, викликане збільшенням ризиків та кількості дефолтів приватних емітентів, погіршенням ситуації на фінансовому ринку. Саме у 2008 році припинилося галопуюче збільшення ринків боргового капіталу у більшості країн світу;

• різке зростання попиту на позикові ресурси з боку органів місцевого самоврядування, яке відбулося за умов дефіцитності більшості місцевих бюджетів. Дія цього фактору посилювалася негативною оцінкою кредитоспроможності для більшості позичальників, що представляли органи місцевої влади та їх виключною орієнтацією на банківське кредитування, зважаючи на значні бар'єри для виходу на ринок цінних паперів (рис. 6);

• обмеженість ресурсів та суб'єктивний характер їх розподілу на рівні центральних органів влади, що унеможливило використання різних форм взаємовідносин між державним та місцевими бюджетами. Фактична залежність боргової політики органів місцевого самоврядування від політичної кон'юнктури.

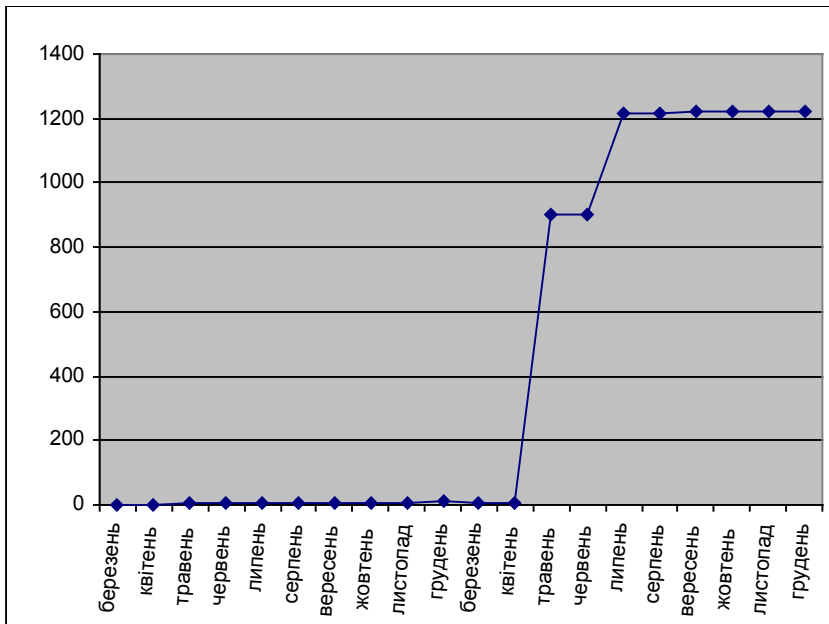


Рис. 6. Кількість позик, виданих органам місцевої та регіональної влади в Україні протягом березня 2008 — грудня 2009 рр., млн грн

Джерело: складено автором за даними НБУ

Отже, на сучасному етапі розвитку під дією об'єктивних та суб'єктивних факторів склалася ситуація, коли фінансовий ринок не в змозі ефективно забезпечувати органи місцевого самоврядування необхідними ресурсами. Більшість деструктивних факторів формуються у площині параметрів боргового капіталу, що залучається на ринку, насамперед, вартості. В таких умовах, державна політика може гіпотетично бути спрямована на реалізацію двох напрямків:

- зняття обмежень щодо витрат на обслуговування боргу та їх співвідношення до загального фонду бюджету, а також перегляд норми, яка «закріплює» ресурси залучені від випуску місцевих облігацій виключно за бюджетом розвитку;

- створення превентивних механізмів, які призведуть до зниження вартості позикового капіталу у середньо та довгостроковій перспективі для органів місцевого самоврядування.

Зазначимо, що як перший, так і другий сценарії мають свої переваги та недоліки. Проте, на нашу думку, в перспективі більш дієвим та ефективним є саме другий шлях. Так, можна погодитися, що зняття існуючих обмежень призведе до зростання кредитоспроможності органів місцевого самоврядування, але виникає питання про якість таких боргів та вплив суб'єктивного, людського чинника у цьому процесі. Зважаючи на надмірну заполітизованість у діяльності місцевої влади в Україні, можна прогнозувати, що місцеві запозичення за відсутності обмежень можуть перетворитися на механізми тіньового перерозподілу комунального майна на користь пов'язаних осіб. Тому, в контексті реалізації першого шляху, доцільно говорити тільки про перегляд співвідношення між витратами на обслуговування боргу та ресурсами, що сконцентровані у місцевому бюджеті.

З метою впровадження другого напрямку доцільно забезпечити наступні кроки:

- створити ефективний механізм ціноутворення на ринку облігацій внутрішньої державної позики. Доходність таких фінансових інструментів повинна розглядатися як орієнтир для визначення вартості грошей у часі усіма суб'єктами ринку. Слід визнати, що на сучасному етапі ринок державних цінних паперів фактично не виконує притаманної йому ролі в процесі ціноутворення на фінансовому ринку. Більше того, непоодинокими є випадки (особливо, в періоди різкого зростання випусків ОВДП), коли вартість залучення боргового капіталу для приватних емітентів є нижчою ніж для держави;

• встановити максимальну різницю (спред) між доходністю державних цінних паперів та боргових інструментів місцевих органів влади. При цьому така різниця повинна враховувати особливості позичальників та періодично (бажано — щоквартально) переглядатися. Головна передумова використання такого механізму — чіткий відбір випусків облігацій місцевих позик, який, на відміну від існуючої процедури, насамперед, орієнтуватиметься на якісні параметри випусків, а не на кількісні;

• розробити ефективну систему державних гарантій за окремими місцевими позиками, які використовуються для реалізації соціально значущих проєктів.

Впровадження даного механізму дасть можливість не тільки знизити вартість боргового капіталу для органів місцевого самоврядування, але й збільшити коло потенційних позичальників, підвищить інвестиційну привабливість фінансових інструментів. Насамкінець, розвиток ефективного ринку боргових зобов'язань місцевих органів влади в Україні неможливий без подолання деструктивних явищ у бюджетній політиці взагалі. Надмірна політизація бюджетного процесу, суб'єктивний характер окремих рішень, відсутність стратегічного бачення у використанні бюджетних механізмів у фінансовій політиці значно знижують борговий потенціал як держави, так і місцевих органів влади.

## Література

1. *Бланкарт Ш.* Державні фінанси в умовах демократії. Вступ до фінансової науки: пер. з нім. / Ред. В. М. Федосов. — К.: Либідь, 2000. — 654 с.

2. Государственные и муниципальные финансы: Учебник / Под общ. ред. И. Д. Мацкуляка. — М.: Изд-во РАГС, 2003. — 680 с.

3. Державне управління, державна служба і місцеве самоврядування: Монографія/ Кол. авт.; За ред. проф. О. Ю. Оболенского. — Хмельницький: Поділля, 2000. — 570 с.

4. *Єніфанов А. О., Сало І. В.* Регіональна економіка: Навч. посібник для студентів екон. спец. вузів. — К.: Наукова думка, 1999. — 343 с.

5. *Зайчикова В. В.* Місцеві фінанси України та європейських країн / Науково-дослідний фінансовий ін-т. — К.: НДФІ, 2007. — 299с.

6. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік.

7. *Музика О. А.* Доходи місцевих бюджетів за українським законодавством: Монографія. — К.: Атіка, 2004. — 344 с.

8. *Поляк Г. Б.* Территориальные финансы: Учеб. пособие. — М.: Вузовский учебник, 2003. — 479 с.

9. Сунцова О. О. Місцеві фінанси: Навч. посібник для студ. вищих навч. закл. / Національний ун-т «Києво-Могилянська академія». — К. : Центр навчальної літератури, 2005. — 560 с.

Статтю подано до редакції 23.10.09 р

УДК 336.14

**Д. Я. Биков,**  
аспірант кафедри фінансів,  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

### **ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ З ІНФЛЯЦІЄЮ ТА ВВП**

Розробка проблематики взаємозв'язку бюджетного дефіциту з ВВП та інфляцією має науково-практичне значення. Воно полягає в тому, що ефективно управляючи дефіцитом бюджету як інструментом державної фінансової політики можна здійснювати позитивний економічний вплив на ВВП та інфляцію.

**Ключові слова:** бюджетний дефіцит, ВВП, інфляція, фінансова політика, фіскально-бюджетна політика, монетарна політика.

Разработка проблематики взаимосвязи бюджетного дефицита с ВВП и инфляцией имеет научно-практическое значение. Оно заключается в том, что эффективно управляя дефицитом бюджета, как инструментом государственной финансовой политики, можно осуществлять позитивное экономическое влияние на ВВП и инфляцию.

**Ключевые слова:** бюджетный дефицит, ВВП, инфляция, финансовая политика, фискально-бюджетная политика, монетарная политика.

Development of the relationship problems of budget deficit to GDP and inflation has scientific and practical importance. It is effectively managing the budget deficit as an instrument of state fiscal policy can make a positive economic impact on GDP and inflation.

**Keywords:** budgetary deficit, GDP, inflation, financial policy, fiscal-budgetary policy, monetary policy.

Бюджетний дефіцит входить до когорти параметрів, без яких планування бюджету та макроекономічної стабільності втрачає будь-який сенс. Цей бюджетний показник віднесено до найбільш