



Сергей Глазков
консультант председателя Комитета
государственных заимствований г. Москвы,
канд. тех. наук

ПЛАНИРОВАНИЕ ОБЪЕМА ЗАИМСТВОВАНИЙ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБРАЗОВАНИЙ С УЧЕТОМ ТРЕБОВАНИЙ, ПРЕДЪЯВЛЯЕМЫХ РЫНКОМ ЦЕННЫХ БУМАГ И ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ РФ

В статье предложена методика трех-этапного анализа параметров бюджетов муниципальных образований (МО).

Цель анализа — выяснить, может ли МО произвести заимствования на финансовом рынке и как это лучше сделать: выйти на рынок ценных бумаг или обратиться в банк за кредитом; определить максимально допустимый объем займа с точки зрения как законодательства, так и реальных возможностей бюджета МО.

В статье не рассматриваются вопросы, связанные с гарантиями, предоставляемыми муниципальными образованиями.

Обычно планирование займа осуществляется по нескольким параметрам: объем, срок, цена (доходность), условия обслуживания и др. В статье основное внимание сосредоточено на анализе зависимости между объемом **муниципального облигационного займа (МОЗ)** и стоимостью (доходностью) МОЗ без учета влияния срока заимствования и других параметров. По сроку обращения облигационный заем, как правило, является более длинным, чем коммерческий кредит при прочих равных условиях. В целом в нормальных условиях функционирования рынка увеличение срока заимствования сопровождается ростом стоимости заимствования, а с уменьшением объема МОЗ возрастает его стоимость за счет снижения премии за ликвидность.

Будем считать, что **главная задача эмитента при осуществлении займа** — получить заем по минимальной стоимости заимствования. Такой подход требует некоторого упрощения при подобном противопоставлении МОЗ и коммерческих кредитов.

Планирование осуществляется в 3 этапа для двух случаев: при отсутствии у МО долговых обязательств и при их наличии.

Предлагаемую методику расчетов удобно применять в виде специального программного продукта, включенного в используемую администрацией финансовую модель.

ТРЕБОВАНИЯ РЫНКА СМО

Доходность МОЗ на рынке ценных бумаг определяется, помимо текущей рыночной конъюнктуры, кредитоспособностью (кредитным рейтингом) эмитента, сроком обращения облигаций, ликвидностью выпуска и т. д. Ежедневно рассчитываемая кривая доходности бенчмарка рынка СМО дает картину распределения процентных ставок СМО в зависимости от срока обращения. Последние годы (2004–2006 гг.) доходность СМО снижается, кроме того, сужаются спреды доходности СМО. Важной особенностью этой тенденции является то, что она сопровождается расширени-

ем спектра уровней кредитоспособности эмитентов СМО. Рынок СМО РФ в настоящее время не является эффективным.

В этих условиях влияние кредитоспособности эмитента на доходность облигаций снижается, возрастает роль ликвидности займа, которая определяется объемом выпуска МОЗ.

Рыночный облигационный заем обычно выгоднее коммерческого кредита равного объема с точки зрения стоимости заимствования и при этом «длиннее». Нерыночный облигационный заем может оказаться не выгоднее кредита с точки зрения стоимости заимствования, но при этом может быть «длиннее». **Требования рынка ценных бумаг (РЦБ) к объему эмиссии V_2 облигационного займа (ОЗ)**, когда он может стать рыночным, непрерывно возрастают и достигают сегодня 5 млрд руб. При меньшем объеме эмиссии, но не менее 1 млрд руб. ($1 \text{ млрд руб.} \leq V_2 < 5 \text{ млрд руб.}$), эмиссию можно считать квазирыночной. Практика показывает, что МОЗ такого объема могут выпускать только крупные МО, такие как Новосибирск, Красноярск, Казань и др. Такие МОЗ тоже выгоднее кредитов.

При меньших объемах МОЗ ($V_2 < 1 \text{ млрд руб.}$) облигационный заем обычно не является рыночным, но все равно может быть выгоднее кредита. Большинство му-

ниципальных ОЗ, выпущенных в 2000—2006 гг., имели объем 200—500 млн руб. Такой объем в обращении не достаточен для ликвидной торговли.

В соответствии с требованиями рынка ценных бумаг все МО могут быть классифицированы по **величине минимального объема возможной эмиссии V_{min}** , при котором эмиссия облигаций для эмитента более выгодна, чем получение кредита (при прочих равных условиях займа).

Условие 1

Чтобы эмиссия облигаций для эмитента была более выгодна, чем получение кредита, объем эмиссии V_{Σ} должен быть не меньше некоторой предельной (граничной) величины V_{min} , т. е. должен удовлетворять неравенству

$$V_{min} \leq V_{\Sigma}. \quad (1.1)$$

Величина V_{min} не является постоянной, а определяется конъюнктурой рынка ценных бумаг.

При выборе организатора размещения облигаций эмитент выставляет на конкурс наиболее важные для него условия: доходность займа (размер процентных платежей по займу), размер комиссии организатора займа, срок обращения облигаций («длина» займа), одновременное размещение всего объема займа. При этом предсказуемость параметров займа и даты размещения при бюджетном планировании является для эмитента — представителя муниципальной администрации не менее важным условием. Большое значение для такого эмитента имеет способ первичного размещения облигаций — биржевой или внебиржевой, так как они существенно различаются по степени предсказуемости своих результатов.

Можно выделить следующие преимущества внебиржевого размещения для эмитента при планировании займа:

- возможность размещения всего объема займа в запланированный срок в условиях получения от банков-андеррайтеров обязательств по покупке облигаций на согласованных с эмитентом ценовых условиях задолго до начала размещения;
- снижение стоимости заимствований за счет экономии на расходах по организации аукциона.

С 2006 г. на рынке СМО растет доля внебиржевых размещений. Для эмитента внебиржевой способ размещения может быть удобнее, так как он более предсказуем, хотя обходится, как правило, дороже.

При биржевом размещении в структуре затрат эмитента появляется плата за услуги по проведению аукциона. Хлопоты биржевого размещения, неопределенность цены

заимствования до проведения аукциона, опасения по поводу недоразмещения всего объема займа на аукционе пугают администрацию, обычно не знакомую со спецификой рынка ценных бумаг. Этим пользуются банки — организаторы размещения.

Для банка внебиржевое размещение МОЗ малых объемов имеет определенную привлекательность: пользуясь непрофессионализмом администрации МО, особенно впервые выходящего на рынок ценных бумаг, можно завысить доходность займа, приблизив ее к доходности кредита. Небольшой объем займа, размещающийся в портфель одного банка-организатора, хоть и похож на кредит, но, в отличие от него, является ликвидным активом. Облигационная форма упаковки позволяет банку осуществить рефинансирование такого займа — продать облигации на рынке и досрочно вернуть предоставленные МО деньги, да еще с прибылью, в отличие от сложной процедуры секьюритизации пула кредитов. На сегодняшний день секьюритизация коммерческих кредитов, предоставленных органам субфедеральной или муниципальной власти в РФ, еще никем не была осуществлена. Внешние еврооблигационные заимствования Москвы в форме сертификатов участия в кредите LPN не могут служить примером, так как Москва — единственный субъект РФ, который сохранил за собой право на внешние займы.

Практика последних лет показывает, что, несмотря на хлопоты и более длинный список расходов, **биржевое размещение для эмитента в итоге оказывается выгоднее внебиржевого** и хлопоты окупаются даже при небольших объемах займа.

В то же время эмитенту необходимо учитывать, что МОЗ может быть гораздо длиннее кредита, даже если он будет несколько дороже, т. е. следует выбирать соотношение «цена—длина».

Примеры наименьших объемов МОЗ при биржевом размещении на рынке СМО за последние 2 года таковы: Брянск — 200 млн руб. (размещение — октябрь 2004 г.), Клинский район Московской области — 200 млн руб. (размещение — ноябрь 2005 г.). В отличие от них, заем Ангарского МО объемом 150 млн руб. (размещение — ноябрь 2005 г.), заем г. Чебоксары объемом 100 млн руб. (размещение — октябрь 2005 г.) и 2 займа г. Новочебоксарска по 50 млн руб. (размещение — декабрь 2004 г. и август 2005 г.) были размещены внебиржевым способом. Облигации Ангарского МО, размещенные с доходностью почти 9%, позже были выведены на биржу и торгуются на бирже ММВБ с доходностью к погашению 7,46% (данные по состоянию на 29 сентября 2006 г.).

Таким образом, исходя из реальных примеров, условно можно считать, что при биржевом размещении на 2006 г. на внутреннем рынке СМО РФ $V_{min} = 200$ млн руб., при внебиржевом размещении $V_{min} = 50$ млн руб. Поэтому для выражения (1.1), если не учитывать особенности первичного размещения, можно принять **$V_{min} = 50$ млн руб.**

Условие (1.1) не регулируется законодательством, оно является практическим требованием рынка СМО. Сложившийся к 2006 г. диапазон в 50—200 млн руб. является примерным, его границы подвижны, на него влияет конъюнктура финансового рынка в целом и его сегмента — рынка СМО в частности. Со временем эти цифры могут измениться.

ПЕРВЫЙ ЭТАП

Цель первого этапа: оценка достаточности собственных доходов бюджета для постановки вопроса об эмиссии МОЗ и оценка максимально возможного объема займа МО в соответствии с законодательством РФ.

Практическое условие (1.1) нужно соотносить с требованиями законодательства.

Планирование долговых обязательств МО включает следующие задачи:

- соблюдение установленных Бюджетным кодексом РФ предельных размеров долга и расходов на его обслуживание;
- оценка реальных возможностей бюджета по обслуживанию долга, в том числе планомерное (с учетом возможных рисков) поступление средств для обслуживания и погашения долга;
- оценка конъюнктуры финансового рынка, в том числе требования к V_{min} .

Планирование МОЗ при отсутствии долговых обязательств

Параметры долговой политики муниципального образования поставлены в зависимость от относительного объема финансовой помощи от вышестоящих бюджетов, зачисляемого в бюджет муниципального образования: чем больше размер финансовой помощи, тем меньше возможностей для заимствований.

В 2007—2008 гг. могут вступить в силу новые поправки в Бюджетный кодекс, предложенные Министерством финансов Российской Федерации.

Ужесточатся требования к предельному объему долга и расходам на его обслуживание (в первую очередь для регионов с высоким уровнем дотаций). Предельная величина долга должна сократиться вдвое — до 50% доходов без учета федеральных поступлений. Затраты на обслуживание долга

ПРЕДЕЛЬНЫЙ РАЗМЕР ДОЛГА МО И РАСХОДОВ ПО ЕГО ОБСЛУЖИВАНИЮ

Показатель	Условия и ограничения
Предельный размер дефицита d	Не должен превышать 10% объема доходов местного бюджета без учета финансовой помощи из федерального бюджета и бюджета субъекта РФ, но в случае утверждения в бюджете на соответствующий год размера поступлений от продажи имущества предельный размер дефицита местного бюджета может превышать это ограничение не более чем на величину поступлений от продажи имущества (ст. 92 БК РФ)
Предельный размер муниципального долга	Не должен превышать объем доходов местного бюджета без учета финансовой помощи из бюджетов других уровней бюджетной системы РФ (ст. 107 БК РФ)
Предельный объем расходов на обслуживание долга в текущем финансовом году	Не должен превышать 15% объема расходов бюджета (ст. 111 БК РФ)
Дополнительные ограничения	Текущие расходы местного бюджета не могут превышать объем доходов местного бюджета (ст. 92 БК РФ). Внешние заимствования запрещены (с 2001 г.)

не должны будут превышать 15% расходов бюджета, при этом из суммы расходов необходимо будет вычесть объем субвенций из федерального бюджета.

Дефицит бюджета может быть увеличен на величину остатка свободных денежных средств бюджета и других ликвидных активов бюджета.

В соответствии с БК РФ объем эмиссии V_3 ограничен размером дефицита бюджета d МО, значение которого в этом случае может достигать 10% собственных доходов бюджета (СДБ) МО:

$$V_3 \leq D_{ef},$$

$$D_{ef} \leq d \text{ (СДБ)}, \quad (1.2)$$

$$\max D_{ef} = d \text{ (СДБ)},$$

где $d = 0,1$; СДБ = доходы – финансовая помощь.

Следовательно,

$$V_3 \leq d \text{ (СДБ)},$$

$$\max V_3 = d \text{ (СДБ)} \quad (1.3)$$

Например, собственные доходы бюджета, соответствующие $V_{min} = 50$ млн руб., составляют величину не менее 0,5 млрд руб., так как $10 V_{min} = 0,5$ млрд руб.

Таким образом, классификация МО по величине минимального объема возможной эмиссии V_{min} , при котором эмиссия облигаций для эмитента более выгодна, чем получение кредита, может быть соотнесена с минимальной величиной собственных доходов бюджета. Практика рынка СМО за период 2000–2006 гг. показывает, что эта минимальная величина собственных доходов бюджета находится в диапазоне 0,5–2,0 млрд руб.

Условие 2

Если собственные доходы бюджета МО в планируемом финансовом году не меньше величины V_{min}/d , т. е.

$$V_{min}/d \leq \text{СДБ}, \quad (2.1)$$

то потенциальная эмиссия МОЗ может быть достаточной по объему для удовлетворения условию (1.1). Однако для окончательного вывода потребуются 2-й и 3-й этапы анализа.

Если собственные доходы бюджета в планируемом финансовом году меньше величины V_{min}/d , т. е.

$$\text{СДБ} < V_{min}/d, \quad (2.2)$$

то эмиссия МОЗ нецелесообразна, следует проанализировать возможность получения коммерческого кредита.

Таким образом, все МО можно разделить на 2 группы: потенциальные эмитенты, бюджеты которых удовлетворяют условию (2.1), и остальные.

Планирование МОЗ при наличии долговых обязательств

Под рефинансированием будем понимать погашение старой задолженности путем эмиссии нового облигационного займа, в соответствии со ст. 104 БК РФ «Право государственных и муниципальных внутренних заимствований», которая гласит: муниципальные внутренние заимствования используются для покрытия дефицитов бюджетов, а также для финансирования расходов бюджетов в пределах расходов на погашение муниципальных долговых обязательств.

Рефинансирование существующего долга МО может служить способом увеличения объема эмиссии в «нормальных

условиях» функционирования рынка. За счет рефинансирования существующего долга можно повысить объем нового заимствования (ограниченный размером дефицита бюджета) на величину объема рефинансируемого долга V_{ref} :

$$V_3 = D_{ef} + V_{ref},$$

где V_3 – объем эмиссии, V_{ref} – объем рефинансируемого долга.

В соответствии с БК РФ это можно сделать в двух случаях.

1. Согласно ст. 92.1 БК РФ в случае принятия бюджета на очередной финансовый год **без дефицита** соответствующим законом (решением) о бюджете может быть предусмотрено привлечение средств из источников финансирования дефицита бюджета для финансирования расходов бюджета в пределах расходов на погашение долга.

Таким образом, при $D_{ef} = 0$ максимальный объем эмиссии может быть равен объему погашаемого долга:

$$\begin{aligned} \max V_3 &= V_{ref} = \\ &= \text{объем погашаемого основного долга.} \end{aligned}$$

Если при этом $V_{ref} \geq V_{min}$, то можно осуществлять эмиссию облигаций.

2. Согласно ст. 92.1 БК РФ в случае принятия бюджета на очередной финансовый год **с дефицитом** соответствующим законом (решением) о бюджете утверждаются источники финансирования дефицита бюджета.

В соответствии со ст. 113.3 БК РФ погашение основной суммы муниципального долга, возникшего из муниципальных заимствований, учитывается в источниках финансирования дефицита соответствующего бюджета путем уменьшения объема источников финансирования дефицита соответствующего бюджета.

Таким образом, при $D_{ef} > 0$

$$(D_{ef} - V_{ref})/d \leq \text{СДБ}, \quad (2.3)$$

что смягчает ограничение (2.1) на собственные доходы бюджета (СДБ).

Тогда максимальный объем эмиссии V_3 может увеличиться на величину объема рефинансируемого долга V_{ref} по сравнению со случаем (1.3):

$$\max V_3 = d \text{ (СДБ)} + V_{ref} \quad (2.4)$$

Это обстоятельство может существенно облегчить выполнение условия (1.1).

Опыт 1998–2002 и 2004 гг. показал, что эмитентам СМО нужно быть очень осторожными с риском рефинансирования,

связанным с нестабильностью первичного рынка.

3. Муниципальное образование может осуществлять эмиссию МОЗ в целях реструктуризации и погашения муниципального долга в соответствующих объемах даже при нарушении предельных размеров муниципального долга и объемов расходов на его обслуживание и погашение.

Согласно ст. 112.3. БК РФ, если при исполнении местного бюджета нарушается хотя бы один из параметров, характеризующих предельные размеры муниципального долга и объемы расходов на обслуживание и погашение муниципального долга (ст. 111 БК РФ), и при этом муниципальное образование в состоянии обеспечить обслуживание и погашение своих долговых обязательств, принятие этим муниципальным образованием новых долговых обязательств осуществляется только после приведения указанных бюджетных параметров в соответствие с требованиями ст. 111 БК, **за исключением** заимствований (принятия других долговых обязательств), осуществляемых в целях реструктуризации и погашения муниципального долга.

Тогда выражение (2.4) можно переписать в виде

$$\max V_3 = V_{ref} + V_{rest},$$

где V_{ref} — объем погашаемого долга;
 V_{rest} — объем реструктурируемого долга.

С учетом условия (1.1) в этом случае получим

$$V_{min} \leq V_{ref} + V_{rest}.$$

Однако оценки собственных доходов бюджета по условиям (2.1) и (2.2) не достаточно для принятия решения об эмиссии облигаций. Выполнение условия (2.1) позволяет только оценить потенциал бюджета МО по эмиссии МОЗ, которая может быть выгоднее коммерческого кредита. Далее следует количественно оценить реальный допустимый объем займа, его соответствие условию (1.1) и способность обслуживать и погасить его за счет доходов бюджета. Для этого потребуются оценить «долговую емкость (ДЕ) бюджета».

При наличии у МО кредитного рейтинга значение условий 1 и 2 для объема займа сохраняется независимо от значения рейтинга. Однако чем выше значение рейтинга, тем будет ниже стоимость заимствования при равенстве других условий.

В глазах инвестиционного сообщества присвоение кредитного рейтинга, т. е. независимой компетентной оценки риска кредитования, означает переход на качественно иной уровень отношений с кре-

диторами, держателями долговых инструментов, инвесторами и деловыми партнерами. Для многих организаций, особенно зарубежных, сам факт наличия рейтинга может иметь решающее значение при принятии решений об инвестировании.

Можно заказать рейтинг у рейтингового агентства, но при этом полезно сравнить величину затрат с выигрышем от снижения доходности займов эмитента. Большинство МО РФ характеризуются низкой кредитоспособностью, и получение рейтинга может не повлечь за собой снижения стоимости заимствования, т. е. затраты на получение рейтинга сразу не окупятся. Тем не менее получение рейтинга будет свидетельствовать о стратегических планах эмитента и со временем может себя оправдать.

Однако и при отсутствии рейтинга анализ бюджета в соответствии с 2-м и 3-м этапами позволяет сделать объективные выводы о возможностях бюджета с точки зрения заимствований.

ВТОРОЙ ЭТАП

Цель второго этапа: оценка возможности обслуживать долговые обязательства (облигационный заем или кредит) за счет собственных доходов бюджета.

Для этого введем понятие «долговая емкость бюджета».

Долговая емкость бюджета (ДЕ) — превышение доходов бюджета муниципального образования (с учетом финансовой помощи от вышестоящих бюджетов) над его текущими расходами без учета расходов на обслуживание существующих долговых обязательств в каждом периоде выбранного интервала времени ($ДЕ_i$) [1].

Интервал времени не может быть короче длительности перспективного финансового плана или длительности обращения МОЗ, а период не может превосходить финансовый год.

Долговая емкость бюджета определяет предельные объемы погашения и обслуживания долговых обязательств, которые можно осуществлять за счет собственных доходов бюджета. Возможность исполнения обязательств по МОЗ за счет обособленного имущества, находящегося в муниципальной собственности, в соответствии со ст. 113.4 БК РФ, расширяет возможности МО по эмиссии МОЗ.

Расчет долговой емкости бюджета осуществляется по следующему алгоритму. Весь интервал времени, на котором производится расчет, разбивается на периоды расчета (день, неделя, месяц, квартал, полгода, 1 год). В каждом периоде расчета i на основе прогнозных дан-

ных рассчитывается превышение доходов над текущими расходами бюджета без учета расходов на обслуживание существующих долговых обязательств:

$$ДЕ_i = \text{Доходы}_i + Д_{п} + Д_{по} - ТР_i,$$

где *Доходы*_{*i*} — доходы с учетом финансовой помощи из вышестоящих бюджетов, поступившие в бюджет, в *i*-м периоде (например, квартале); $ТР_i$ — текущие расходы бюджета без учета расходов на обслуживание существующих долговых обязательств, произведенные в *i*-м периоде; $Д_{п}$ — поступления от приватизации, при наличии утвержденного плана приватизации, содержащего перечень приватизируемой муниципальной собственности и рыночные оценки ее стоимости и/или рыночная стоимость специально обособленного имущества в соответствии со ст. 113.4 БК РФ; $Д_{по}$ — переходящие остатки на счете бюджета МО.

Набор $ДЕ_i$ для всех периодов (например, кварталов) представляет собой долговую емкость бюджета на выбранном интервале времени $ДЕ = \{ДЕ_i\}$, $i = 1 \dots N$, где N — число периодов в интервале расчета. Величина $ДЕ$ не должна рассматриваться как постоянная, ей можно и нужно управлять в том числе путем сокращения текущих расходов и увеличения собственных доходов бюджета.

Условие 3

Если долговая емкость бюджета в планируемом финансовом году i положительна, т. е.

$$0 < ДЕ_i, \quad (3.1)$$

то существует потенциальная возможность обслуживать заем за счет доходов бюджета.

Если долговая емкость бюджета в планируемом финансовом году i равна нулю, т. е.

$$ДЕ_i = 0, \quad (3.2)$$

то возможность обслуживать заем за счет собственных доходов бюджета отсутствует.

В этом случае целесообразнее получение бюджетных кредитов, а также финансовое оздоровление бюджета.

(Формирование бюджета с отрицательной долговой емкостью ($ДЕ < 0$) запрещено в соответствии со ст. 92.2 БК РФ.)

Второй этап является рекомендательным, так как предлагаемое условие 3 не является законодательно утвержденным.

Однако условие (3.1) еще не проясняет, какой именно объем займа при этом является реально допустимым, т. е. может

обслуживаться и погашаться за счет собственных доходов бюджета. Необходимо оценить величины $ДЕ_i$ на всем интервале заимствования (длительности обращения) МОЗ. Обычно этот период равен нескольким годам: средняя дюрация СМО на 1 января 2006 г. составила 994 дня (2,72 года). Для этого предназначен 3-й этап.

ТРЕТИЙ ЭТАП

Цель третьего этапа: оценка реально допустимого объема займа, исходя из возможностей бюджета, который может обслуживаться и погашаться за счет собственных доходов бюджета, а также планирование заимствований на различные цели (инвестиционные, рефинансирование, кассовые разрывы) при наличии долговых обязательств и при отсутствии таких обязательств у МО.

В основу третьего этапа положены рекомендации Минфина, которые подверглись существенной переработке [1].

Планирование расходов по погашению и обслуживанию принятых обязательств

Основной целью при планировании обслуживания и погашения уже имеющихся обязательств является оценка возможности их исполнения за счет собственных доходов бюджета в планируемом интервале времени.

Алгоритм планирования строится следующим образом.

На основании данных об объеме и условиях привлечения действующих обязательств по периодам времени (день, неделя, месяц, квартал, полгода, 1 год, несколько лет) рассчитывается график обслуживания и погашения обязательств и для каждого периода времени определяется суммарный платеж ($СП_i$)

$$СП_i = \sum_j (\text{Погашение}_i^j + \text{Обслуживание}_i^j), \quad (4)$$

где Погашение_i^j — расходы на погашение обязательства j в i -м периоде (например, в квартале); Обслуживание_i^j — расходы на обслуживание обязательства j в i -м периоде.

Набор $СП_i$ для всех периодов представляет собой сводный график обслуживания и погашения обязательств, $СП = \{СП_i\}$, $i = 1 \dots N$, где N — число периодов в интервале расчета.

Долговая емкость бюджета сравнивается с графиком обслуживания обязательств:

$$ДДЕ_i = ДЕ_i - СП_i, \text{ для каждого } i = 1 \dots N,$$

где $ДЕ_i$ — собственная долговая емкость в i -м периоде; $СП_i$ — платежи по исполнению уже принятых обязательств; i — период расчета; N — число периодов расчета в интервале планирования.

Набор $ДДЕ_i$ для всех периодов представляет собой доступную долговую емкость бюджета для новых заимствований на выбранном интервале планирования: $ДДЕ = \{ДДЕ_i\}$, $i = 1 \dots N$.

1. Если доступная долговая емкость для новых заимствований положительна ($ДДЕ_i > 0$) на всем интервале планирования, например, в течение времени обращения МОЗ, то возможно привлечение новых заимствований.

2. Если доступная долговая емкость для новых заимствований окажется отрицательной в каком-либо периоде ($ДДЕ_i < 0$), то это означает, что в этом периоде исполнение обязательств **за счет доходов бюджета невозможно**.

В зависимости от длительности периода с отрицательной доступной долговой емкостью существуют два варианта:

2.1. Если доступная долговая емкость отрицательна по итогам какого-либо года внутри интервала планирования, то имеющиеся обязательства необходимо привести в пределы долговой емкости бюджета. В «нормальных условиях» функционирования рынка это можно осуществить через рефинансирование (см. выше). В расчете на рефинансирование из суммарного платежа $СП_i$ в выражении (4) можно исключить слагаемое «Погашение $_i^j$ » в соответствующем периоде, тогда получим

$$СП_i = \sum_j (\text{Обслуживание}_i^j).$$

При этом возможность исполнения обязательств по МОЗ за счет обособленного имущества, находящегося в муниципальной собственности, в соответствии со ст. 113.4 БК РФ расширяет возможности МО при погашении МОЗ.

Привлечение новых заимствований, увеличивающих расходы на погашение и обслуживание обязательств в выбранном году, до проведения рефинансирования или досрочного погашения должно быть запрещено.

2.2. Если доступная долговая емкость положительна для каждого планируемого года в целом, но отрицательна для какого-либо более короткого периода внутри какого-то года, то возникает кассовый разрыв бюджета. Решить проблему можно с помощью рефинансирования обязательств, а также за счет привлечения в соответствующем году краткосрочного заимствования на финансирование кассового разрыва.

Планирование объемов вновь привлекаемых обязательств

После того как определены затраты на обслуживание текущих обязательств, если доступная долговая емкость это позволяет, можно начинать планирование вновь принимаемых обязательств.

Доступная долговая емкость для новых заимствований для каждого периода i интервала планирования делится на две части:

$$ДДЕ = ДДЕ_n + ДДЕ_o,$$

где $ДДЕ_n$ — часть доступной долговой емкости бюджета, отводимая на платежи по погашению и обслуживанию вновь привлекаемых обязательств; $ДДЕ_o$ — неиспользуемая («страховочная») часть доступной долговой емкости, компенсирующая риск ликвидности бюджета, возникающий вследствие ошибок прогнозирования. Величина $ДДЕ_o$ определяется администрацией МО как фиксированная величина, или доля $ДДЕ$, и зависит от точности бюджетного прогноза. При отсутствии оценок точности прогноза целесообразно установить $ДДЕ_o = 15\%$ $ДДЕ$.

Для обязательств отдельно проводятся:

- планирование инвестиционных заимствований или заимствований на рефинансирование долга;
- заимствования на погашение кассовых разрывов.

На основании результатов планирования разрабатывается программа заимствований и принимаются решения о заимствованиях.

По целям заимствований обязательства делятся на 3 вида:

- заимствования на рефинансирование, привлекаемые для погашения уже существующих обязательств;
- заимствования на покрытие кассовых разрывов бюджета.
- инвестиционные заимствования, привлекаемые для финансирования капитальных расходов бюджета и погашаемые вне пределов финансового года, в котором они были привлечены. ■

Литература

1. Временные методические рекомендации по управлению государственным и муниципальным долгом для субъектов РФ и муниципальных образований. М., 2003.

2. Глазков С. Л. Новая «детская болезнь» рынка субфедеральных и муниципальных облигаций РФ: отставание в развитии // РЦБ. 2006. № 9. С. 59–64.