

Владимир Михайлов, начальник департамента анализа и риск-менеджмента СГУП «Мосфинагентство»

Евгений Бабенко, заместитель генерального директора СГУП «Мосфинагентство»

Совершенствование методов контроля за кредитным риском регионального заемщика

Кредитный риск, связанный с инвестициями в долговые инструменты эмитента, определяет размер так называемого «кредитного спреда» или «премии за кредитный риск», увеличивающей стоимость обслуживания долга для заемщика. Постановка эффективной и прозрачной системы контроля за размером долговой нагрузки - это один из инструментов минимизации премии для облигаций региональных и муниципальных органов власти (РМОВ) и важнейший фактор финансовой устойчивости региона (муниципалитета).

В международной практике такой контроль часто осуществляется путем расчета и мониторинга показателей долговой нагрузки, определяющих способность заемщика поддерживать определенный уровень долга. Как правило, эти показатели измеряются как отношение параметров, характеризующих размер и структуру долга к уровню его покрытия. Покрытием облигаций, выпущенных под общие обязательства бюджета, являются будущие бюджетные поступления заемщика. Международное рейтинговое агентство Standard&Poor's выделяет три основных вида показателей, характеризующих способность регионального и локального правительства обеспечивать возврат и обслуживание долга - это показатели, характеризующие: ресурсы бюджета; налоговую базу; а также уровень благосостояния и доходов населения.

Бюджетный кодекс РФ также накладывает ряд ограничений на размер обязательств субъекта РФ: предельный объем расходов на обслуживание государственного долга субъекта РФ не должен превышать 15% объема расходов бюджета; предельный объем государственного долга субъекта РФ не должен превышать утвержденный общий годовой объем доходов бюджета субъекта РФ без учета утвержденного объема безвозмездных поступлений.

По нашему мнению, такие правовые нормы нельзя назвать полными и обеспечивающими эффективный контроль уровня кредитного риска эмитента. Во-первых, они не содержат каких-либо требований к структуре погашения задолженности. Наличие «пиковых» платежей по погашению долга делает бюджет в значительной степени зависимым от конъюнктуры долговых рынков, особенно в периоды прохождения указанных «пиков». Во-вторых, следует учитывать, что расходы бюджета неоднородны и содержат как статьи, исполнение которых можно перенести на более поздний период, так и обязательные неотложных расходы (социальные обязательства и расходы на неотложное восстановление объектов инфраструктуры). Высокая доля последних в бюджете делает его менее гибким и подверженным более высоким рыночным рискам.

Таким образом, для формирования оптимального уровня государственного долга РМОВ необходимо установление дополнительных критериев в области разработки и реализации заемной политики города.

Первым регионом в РФ, самостоятельно определившим дополнительные требования к уровню долговой нагрузки, стал город Москва. В Постановлении Правительства Москвы от 6 мая 2003 года №318-ПП «О концепции управления государственным долгом города Москвы и использовании заемных средств в городском бюджете» Правительством города были определены дополнительные показатели, определяющие ограничения на возможные объемы заимствований.

Разработка и внедрение в практику управления региональными финансами современных методов управления рисками в сфере долговой политики стало одной из важнейших целей программ «реформирования системы региональных финансов», реализуемых в рамках сотрудничества Российской Федерации и МБРР. В результате реализации этих программ, начиная с 2005 года, ряд РМОВ в РФ на уровне распорядительных документов исполнительных органов власти ввели собственные дополнительные ограничения на размер погашения и обслуживания долга.

Ключевое место в определении допустимой долговой нагрузки на региональный бюджет заняла концепция «долговой емкости». «Долговая емкость» бюджета определяется как величина превышения доходов бюджета над его текущими расходами (без учета расходов на обслуживание обязательств) в каждом отдельном интервале времени. Платежи по погашению и обслуживанию прямых обязательств бюджета не должны превышать его долговую емкость. Это означает, что долговая емкость представляет собой экономически приемлемый объем обязательств РМОВ, погашение и обслуживание которых может осуществляться за счет собственных ресурсов бюджета.

Наиболее широко используемые в международной и российской практике показатели долговой нагрузки, применение которых экономически оправдано в рамках российских правовых и налоговых условий, приведены в таблице 1.

Таблица 1

| № условия | Наименование показателя | Обозначение ограничения | Величина ограничения |
|-----------|--|-------------------------|----------------------|
| 1 | Отношение долга к собственным доходам бюджета | O_1 | 100% |
| 2 | Отношение ежегодных выплат на погашение и обслуживание долга к доходам бюджета | O_2 | 15% |
| 3 | Отношение ежегодных выплат на погашение и обслуживание долга к долговой емкости бюджета. | O_3 | 80% |

В таблице 1 также приведены предельные значения указанных показателей долговой нагрузки, которые будут использованы в дальнейших расчетах:

Ограничение, накладываемое условием 1, соответствует Бюджетному Кодексу РФ. Предельный объем государственного долга субъекта РФ не должен превышать его доходы, т.е. $O_1=100\%$.

Условие 2 широко используется в международной практике управления государственным долгом. Наиболее жесткое из них установлено в Польше, где выплаты по обслуживанию и погашению долга не могут превышать 15% от полученного в том же году дохода (т.е. $O_2=15\%$).

Условие 3 соответствует рекомендациям Мирового банка – объем ежегодных выплат на погашение долга у РМОВ не должен превышать 80% имеющейся долговой емкости ($O_3=80\%$). Оставшиеся 20% представляют собой «страховочную» часть долговой емкости, цель которой - компенсировать риски ликвидности бюджета, возникающие вследствие ошибок прогнозирования и колебаний экономической конъюнктуры.

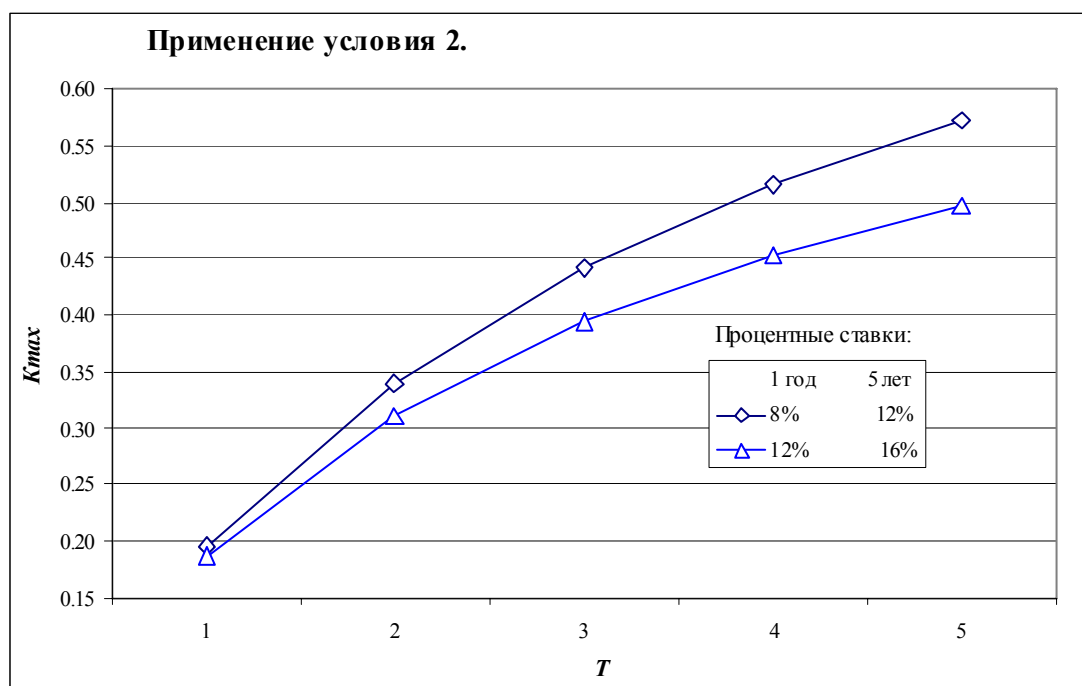
Для каждого из вышеприведенных условий (1-3) была решена задача по определению максимально допустимого объема задолженности региона-эмитента по отношению к его бюджетным доходам (далее K_{max}) при различных значениях прочих параметров. Получены следующие результаты:

Условие 1 непосредственно ограничивает размер долга и может быть выражено относительно K_{max} в простом виде:

$$K_{max} = A, \text{ где } A - \text{доля собственных доходов в общей сумме доходов РМОВ}$$

Условие 2 определяет дополнительное ограничение на максимально возможный размер долга, который зависит от структуры процентных ставок на рынке, длины выбранного эмитентом горизонта долга (далее T – срок до погашения самого длинного займа) и неравномерности профиля погашения долга. Эта зависимость графически представлена на рисунке 1.

Рисунок 1.

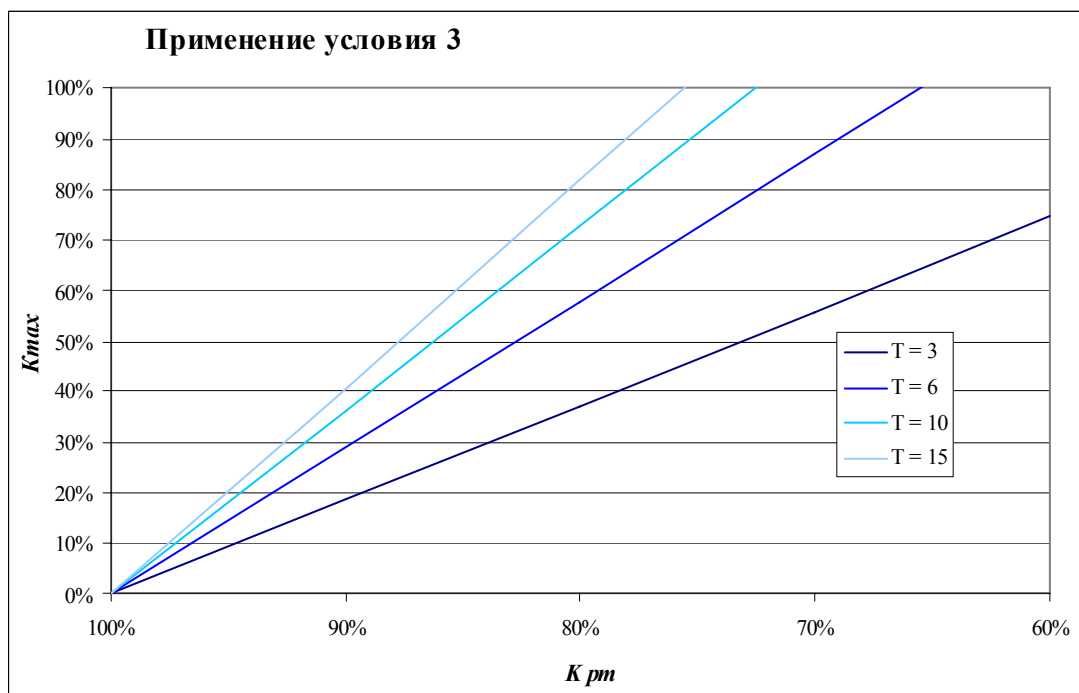


Видно, что временной горизонт долга имеет принципиальное значение для способности РМОВ наращивать объем заимствований, не выходя за рамки ограничений по долговой нагрузке. Так, увеличение горизонта с 3 до 9 лет позволяет более чем двукратно увеличить лимит на использование долгового ресурса. Зависимость от рыночной ставки менее существенна и проявляется, главным образом, в условиях высокой долговой нагрузки.

Условие 3 помимо ранее указанных факторов, определяет зависимость предельного размера долга от доли текущих расходов (без учета процентных платежей) в доходах бюджета (далее $K_{рт}$) – параметра, характеризующего социальную направленность бюджетной политики.

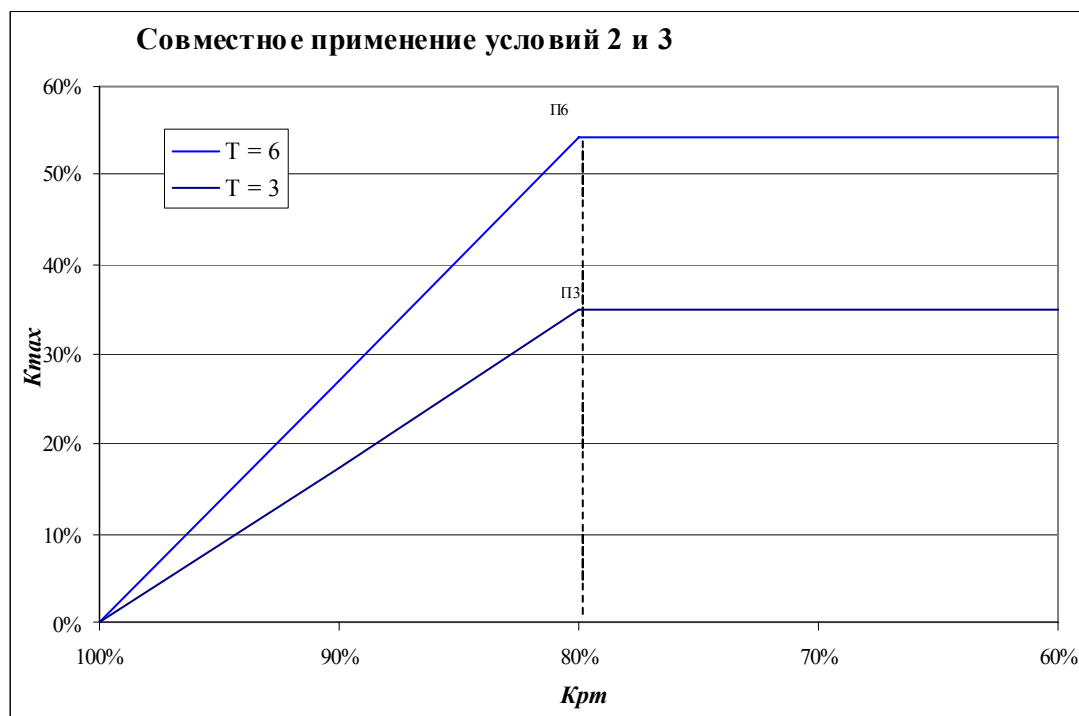
На рисунке 2 приведены кривые, ограничивающие сверху допустимый размер накопленных эмитентом заимствований при различных параметрах срочности долга T .

Рисунок 2



На рисунке 3 представлена зависимость K_{max} от K_{pm} при различных параметрах срочности долга (T) при совместном рассмотрении критериев 2 и 3.

Рисунок 3



Значение K_{pm} в точках, отмеченных на рисунке 3 символами Π_T , будем называть пороговым значением данной переменной (или K^0_{pm}). При $100\% > K_{pm} > K^0_{pm}$ значение K_{max} определяется условием 3, на участке $K_{pm} < K^0_{pm}$ – условием 2.

Точка $K^{\circ}pm$ лежит на пересечении линий, определяемых условиями 2 и 3, что позволяет явным образом выразить $K^{\circ}pm$ через O_2 и O_3 .

$$K^{\circ}pm = 1 - O_2/O_3$$

Видно, что пороговое значение доли текущих расходов в доходах зависит только от выставленных РМОВ ограничений O_2 и O_3 . Для рассматриваемой системы ограничений ($O_2=15\%$, $O_3=80\%$) значение $K^{\circ}pm$ составляет 81,25%.

Интересным и практически полезным результатом исследования является то, что определить область возможных значений K_{max} для любых входных параметров несложно графически, располагая множеством кривых, представленных на рисунке 2 (результат применения критерия 3) и вычислив $K^{\circ}pm$ на основании известных значений O_2 и O_3 .

Если бюджетная политика заемщика соответствует области K_{pm} выше порогового значения (а средний уровень K_{pm} по субъектам РФ соответствует $K_{pm}=0,82$, что выше порогового значения), условие 3 становится определяющим при определении регионом-эмитентом допустимого объема задолженности. В случае если K_{pm} меньше порогового значения, определяющее значение при реализации долговой политики начинает играть условие 2.

В качестве примера рассмотрим РМОВ, располагающий горизонтом долга 3 года. При отношении текущих расходов к доходам бюджета $K_{pm}<81,25\%$ размер задолженности региона целесообразно ограничить 35% от объема доходов бюджета. В случае же, если $K_{pm}>81,25\%$ ограничение становится еще более жестким. Так, при $K_{pm}=90\%$ максимально допустимый размер долга составляет 19% от бюджетных доходов ($K_{max}=19\%$). Условие 1 в приведенном примере приобретает актуальность только для РМОВ, размер финансовой помощи которому со стороны бюджета вышестоящего уровня почти двукратно превышает объемы собственных доходов.

Таким образом, для целей минимизации рисков, связанных с чрезмерной долговой нагрузкой бюджета, и, как следствие, минимизации стоимости обслуживания долга большинству российских регионов требуется введение собственных дополнительных по отношению к нормам Бюджетного Кодекса РФ требований к уровню долговой нагрузки.