

# ПЕРЕХОД К БОЛЕЕ АКТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ ЛИКВИДНОСТЬЮ: прогнозы, инструменты, практика стран

Майк Уильямс  
[mike.williams@mj-w.net](mailto:mike.williams@mj-w.net)

Дистанционный семинар  
28 января 2025 года

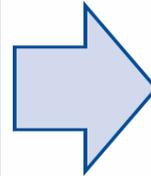
# Программа семинара



# Современная система активного управления ликвидностью

## Определение

- Выравнивание денежных потоков за счет использования инструментов краткосрочных заимствований и кредитования (как правило, путем выпуска казначейских векселей),
- осуществляемое таким образом, чтобы нивелировать воздействие на банковский сектор чистого денежного потока, формирующегося в результате поступлений и платежей государства,
- с установлением целевого показателя (диапазона значений) остатка средств на ЕКС.



## Выгоды

- Позволяет снизить средний размер буфера ликвидности – с выгодами для других видов политики
- Снижение среднего уровня остатка денежных средств – сокращение затрат
- Снижение волатильности потоков в банковском секторе – выгоды для денежно-кредитной политики
- Защита программы выпуска облигаций
- Развитие более широкого денежного рынка
- Обеспечение инструментов для защиты планов расходов от волатильности денежных потоков

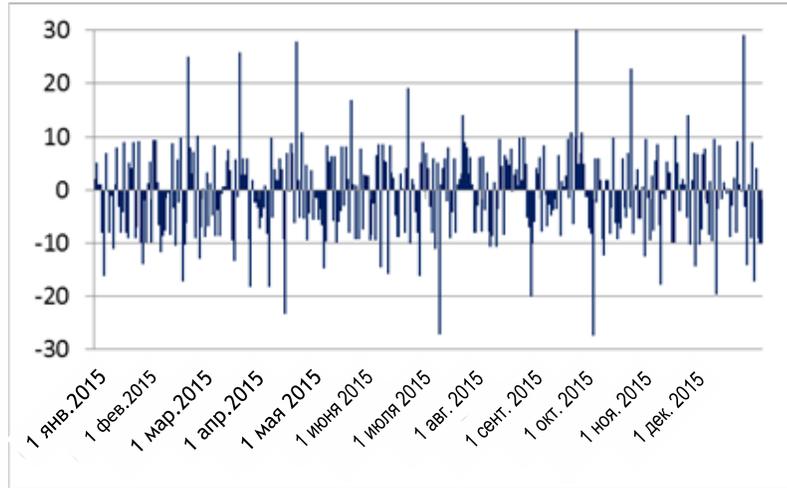
Примечание: существуют и другие способы выравнивания денежных потоков

- Синхронизация оттоков и притоков денежных средств (сближение календарных дат выплат зарплаты и осуществления трансфертов с датами налоговых поступлений)
- Выравнивание выплат зарплаты, недопущение погашения облигаций в дни оттока денежных средств и т.д.

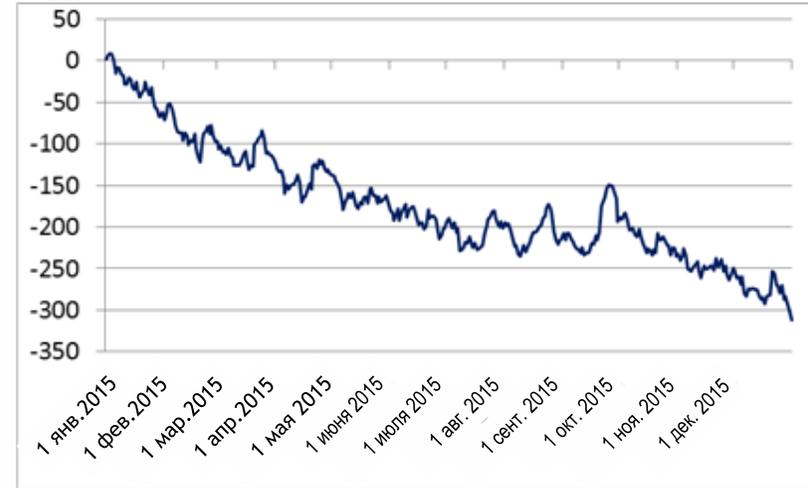
# Стратегический контекст



# Выравнивание денежных потоков: концепция



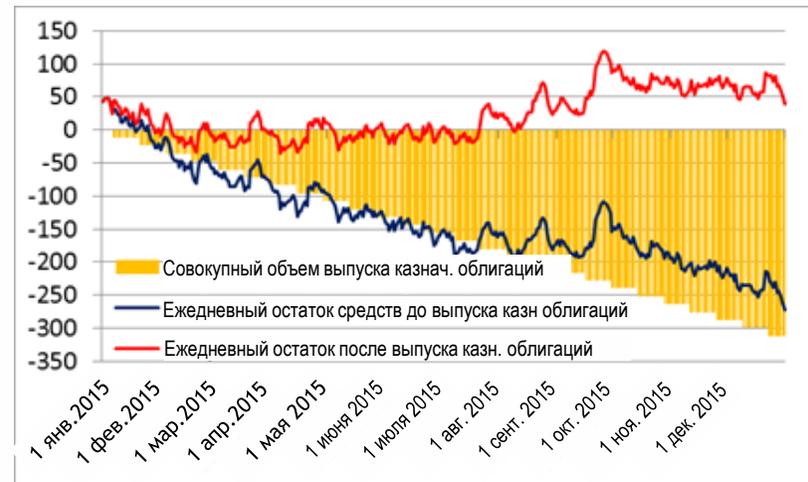
Ежедневный денежный поток до выпуска облигаций



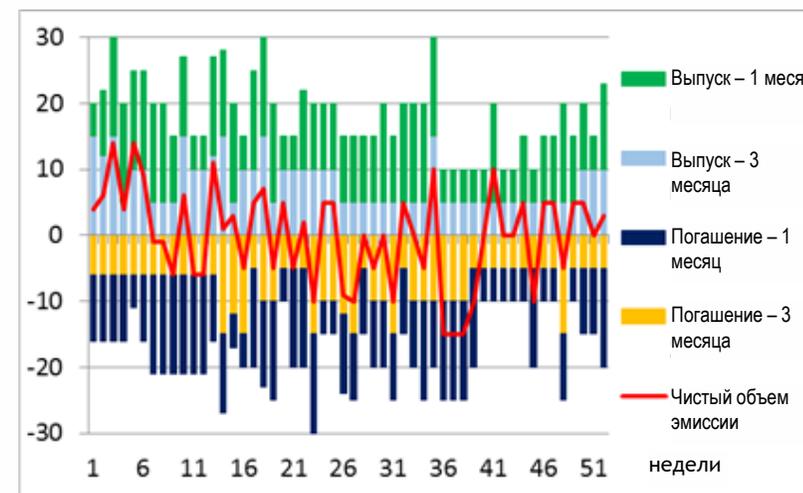
Кумулятивный ежедневный денежный поток

Влияние валового объема выпусков казначейских облигаций на сглаживание объемов остатков средств (чистый объем эмиссии = дефицит)

- Как казначейство поддерживает размер буфера ликвидности на уровне, близком к целевому (40 в приведенном примере)?



# Выравнивание денежных потоков: намерение



↑ Сглаживание объемов ежедневного остатка средств с помощью выпуска казначейских векселей со сроком погашения 1 месяц и 3 месяца

Дополнительное сглаживание с помощью краткосрочных размещений средств



Примечание: сохраняются существенные колебания внутри недели; для дополнительного выравнивания требуются сделки РЕПО овернайт

# Переход от пассивного к активному управлению ликвидностью

Различие между пассивным и активным управлением определяется не как «либо/либо»

- Множество подходов – от простых до сложных
- Они становятся доступными по мере роста компетентности и уверенности (в прогнозах)

Типичный процесс развития

Более активное использование казначейских векселей

Развитие операций обратного РЕПО

Более широкое использование сделок РЕПО

Переход к более активному управлению ликвидностью требует:

- Установления целевого уровня буфера ликвидности
- Надежных, часто обновляемых прогнозов движения денежных средств на достаточно длительном горизонте
- Наличия набора инструментов и круга контрагентов для заимствований и размещения средств, а также достаточно ликвидного денежного рынка
- Надлежащей нормативно-правовой базы, в т.ч. в области управления рисками
- Хорошо развитой системы координации со структурами, отвечающими за управление долгом, и центральным банком
- Наличия персонала, обладающего достаточной квалификацией, и надлежащей вспомогательной ИТ-инфраструктуры

# Некоторые выводы

\* «Грубая» настройка = выпуск казначейских векселей (или иных краткосрочных долговых ценных бумаг) в соответствии с графиком, специально разработанным для уменьшения воздействия ежедневного чистого денежного потока на ликвидность

\* «Тонкая» настройка = более активные меры с применением более широкого спектра инструментов, которые призваны более полно сглаживать объемы остатков средств Минфина, находящихся в центральном банке

«Грубая»  
настройка\*  
требует

- Функционирующий рынок краткосрочных казначейских векселей или доступ к банковским кредитам
- Прогнозирование должно быть достаточно точным
- Если готовятся ежемесячные прогнозы, доступ на рынки должен быть достаточным для устранения самых крупных ожидаемых совокупных дефицитов ликвидности за соответствующий месяц.
  - Чем выше степень детализации прогнозов (например, в разбивке по неделям), тем в меньшем объеме, по всей вероятности, потребуются крупные кредиты.
- В идеальном случае должны готовиться ежедневные прогнозы движения денежных средств на текущий месяц, а также (как минимум) ежемесячные прогнозы на последующий период – для поддержки, например, выпуска казначейских векселей со сроком погашения 1 месяц.

«Тонкая»  
настройка\*  
требует

- Прогнозы денежных потоков должны быть как можно более точными; чем точнее прогноз, тем меньший буфер ликвидности потребуется.
- Рынок казначейских векселей должен быть ликвидным для векселей с любым сроком погашения,
  - в том числе для векселей со сроком < 1 месяца, что позволит выпускать казначейские векселя с целью управления ликвидностью по мере необходимости.
- Рынок сделок РЕПО должен быть хорошо развит, поскольку эти операции будут наиболее экономически эффективным краткосрочным безрисковым инструментом размещения средств по сравнению с краткосрочными заимствованиями.

# В странах РЕМРАЛ практика активного управления ликвидностью применяется, но в ограниченном объеме (по результатам опроса 2021 года\*)

Во всех странах-респондентах за выпуск краткосрочных (а также долгосрочных) долговых обязательств и другие заимствования отвечает департамент управления долгом или аналогичная структура

- При этом структуры, отвечающие за краткосрочное размещение временно свободных средств, могут быть разными.
- В этой связи возникает беспокойство по поводу координации / последовательного взаимодействия с денежными рынками

В большинстве стран в качестве инструмента краткосрочных заимствований используются казначейские векселя

- Однако, судя по полученным ответам, казначейские векселя скорее рассматриваются странами как инструмент управления долгом с программой регулярных выпусков,
- а не как более гибкий инструмент управления ликвидностью

Избыток денежных средств: половина (8 из 16) респондентов имеют возможность размещать средства на срочных депозитах в центральном банке, половина – в коммерческих банках

- Три страны имеют возможность размещать средства как в центральном банке, так и в коммерческих банках.
- Всего три страны имеют возможность брать и давать средства в долг с помощью сделок РЕПО.
- При проведении опроса не изучались вопросы сроков погашения, предоставления обеспечения и т.д.

\* Примечание: в опросе приняли участие 16 стран. Ряд других стран, возможно, смогут предоставить информацию об определенных операциях (например, Узбекистан проводит аукционы по размещению временно свободного остатка средств в банках)

# Программа семинара



# Выравнивание денежных потоков на практике – 1/2



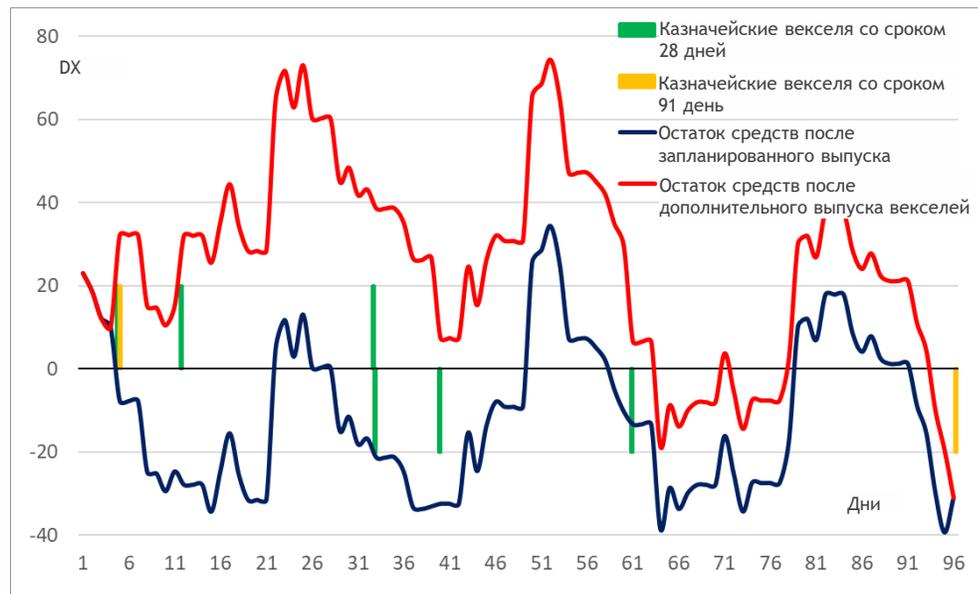
- Целевой размер буфера – диапазон 20-40
- Несомненно, требуются определенные действия
- Также идентифицированы основные риски
- Пунктиром обозначен негативный сценарий
  - (например, два стандартных отклонения, хотя сценарий, вероятно, более полезен)



- Прогноз ежедневного денежного потока на предстоящие три месяца и предполагаемый остаток средств на ЕКС.
- Прогноз после запланированной эмиссии казначейских облигаций и казначейских векселей.
- День 1 = понедельник, выпуск казначейских векселей – по пятницам с расчетами в ту же пятницу; прогноз пересматривается в предыдущий четверг (день -4).
- Каждую пятницу публикуется объявление о выпуске казначейских векселей на следующую пятницу.
- В примере предполагается отсутствие государственных праздников (кроме выходных).

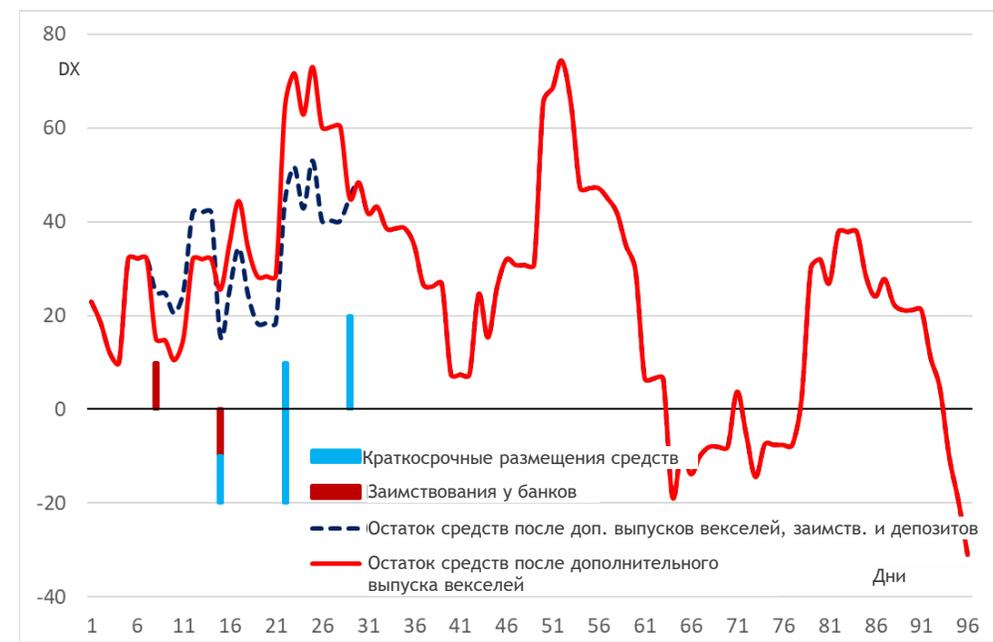


# Выравнивание денежных потоков на практике – 2/2

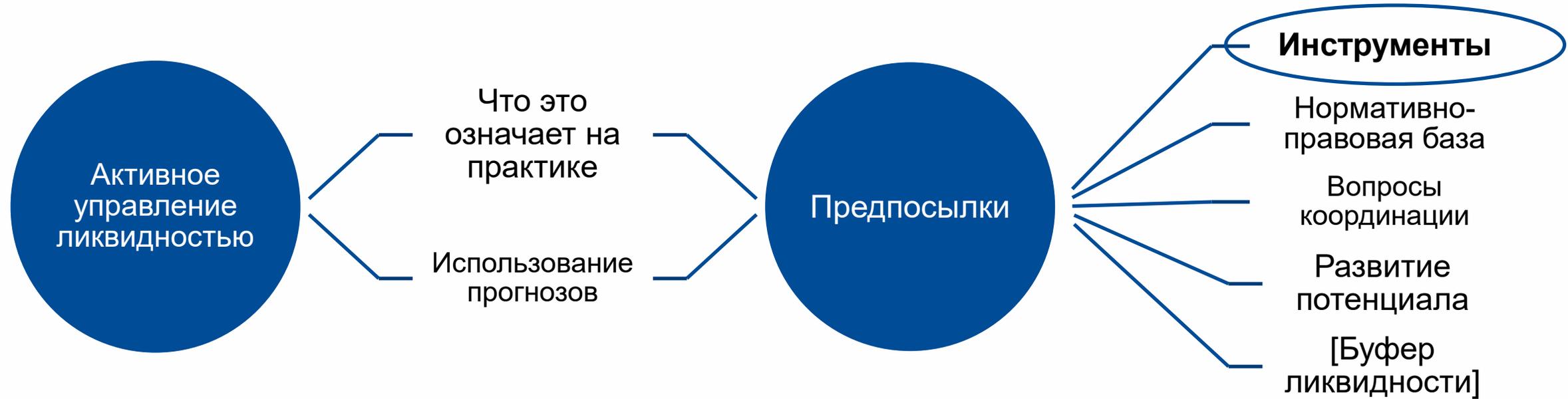


- Согласно прогнозу, ожидается дефицит ликвидности на протяжении большей части периода => выпуск дополнительных векселей со сроком погашения 91 день.
- Особая проблема - в ближайшем будущем => также выпускаются векселя со сроком погашения 28 дней.
- Рекомендация показывает выпуск в день 5 дополнительных 20 казначейских векселей со сроком 28 дней и 20 со сроком 31 день; векселя со сроком 28 дней рефинансируются в день 33; и еще 20 выпускаются в день 12.
- Заимствование сопряжено с затратами, но без него Минфину пришлось бы финансировать буфер ликвидности большего размера

- Этих выпусков векселей может быть недостаточно, учитывая дефицит ликвидности в самой ближайшей перспективе и риск падения курсов.
- Следовательно, необходимо подготовиться к тому, чтобы занять еще 10 у банков (на 1 неделю) в день 8 (понедельник).
- В предстоящий месяц ожидается значительный приток средств: необходимо подготовиться к размещению их в банковском секторе (предполагается 10 в день 15 и 20 в день 22, каждое на 1 неделю).
- Эти более поздние решения могут быть пересмотрены через неделю с учетом обновленного прогноза.
- Вопрос о том, как справиться со значительными оттоками средств в дни 53-63, должен быть рассмотрен на последующих заседаниях.



# Программа семинара



# Инструменты управления ликвидностью

## Заимствования

- При переходе к более активному управлению ликвидностью в качестве основного инструмента обычно используются казначейские векселя.
  - ▶ Казначейские векселя играют разные роли в качестве инструмента
    - управления долгом
    - управления ликвидностью
    - денежно-кредитной политики
- Акцент на использовании векселей с более коротким сроком (например, 1 месяц) для управления ликвидностью – некоторые эмитенты используют векселя с нестандартными сроками погашения.
- Для «тонкой» настройки обычно используют сделки РЕПО, но это требует наличия ликвидного рынка и установленных процедур.

## Размещение средств

- Сделки РЕПО (прямого и обратного) – предпочтительный инструмент при наличии достаточно ликвидного рынка
  - Обеспеченные и гибкие сделки
- Многие страны используют банковские депозиты
  - Предоставление средств в долг по рыночным ставкам – на срок или овернайт
  - Конкурентный процесс (размещение средств на тендере при отсутствии прозрачных цен, как, например, в Китае, Чили)
  - Однако для снижения кредитного риска требуется предоставление обеспечения
- Размещение средств на депозитах (с выплатой процентного дохода) в центральном банке следует рассматривать в том случае, если это важно для поддержания денежно-кредитной политики

*Примечание: покупка и продажа Минфином пакетов ценных бумаг создает риск нанесения урона рынку облигаций и лишения рынка гибкости; такие активы рекомендуется использовать только в качестве гарантийного обеспечения*

# Некоторые ложные различия

- Векселя, выпускаемые для управления ликвидностью и для управления долгом, с экономической точки зрения одинаковы. Различие между ними может быть полезным в презентационном плане.
- Не имеет значения, погашается ли вексель в тот же или в последующий финансовый год.
- Процентный доход снижает чистые процентные расходы бюджета.
- План финансирования может допускать чистое изменение накопленного объема выпусков
  - Нередко это разумно: например, если в конце года расходы резко повышаются, накопленный объем выпусков казначейских векселей, возможно, потребуется увеличить в декабре, а затем уменьшить в январе.
  - Выявление изменений в объеме других краткосрочных активов и обязательств.
  - Объем выпуска казначейских векселей должен засчитываться в счет любого лимита заимствований на нетто-основе, а не на валовой основе.

Государственные расходы	A
Государственные доходы	B
<b>Профицит (+) или дефицит (-)</b>	<b>C=A-B</b>
<i>Другие потоки:</i>	
Поступления от продажи активов или приватизации	D
Последующее кредитование за вычетом платежей в погашение долга	E
Погашение долга и платежи в счет погашения долга	F
<b>Валовые потребности в финансировании</b>	<b>G=C-D+E+F</b>
<i>Источники финансирования:</i>	
I. Внешние займы и кредиты	
• связанные с проектами	H
• программные займы	I
• коммерческие заимствования	J
II. Внутренние заимствования	
• [Облигации]	K
• Векселя	L
• [Ссуды]	M
Чистое изменение краткосрочных обязательств*	N
<b>Совокупные валовые потребности в финансировании</b>	<b>G=H+I+J+K+L+M+N</b>

\* Увеличенный овердрафт за вычетом увеличенного остатка средств

# Более высокий уровень гибкости при выпуске казначейских векселей

Стандартный тендер на размещение казначейских векселей

- Векселя выпускаются еженедельно, расчеты в тот же день или на следующий рабочий день
- Объемы выпуска и предлагаемые сроки погашения объявляются при закрытии каждого тендера (т.е. на следующую неделю)

Специальные тендеры (ad hoc) [параметры Великобритании]

- Тот же правовой инструмент – потенциально взаимозаменяемый с существующими выпусками
- Стандартные и нестандартные сроки погашения
- О намерении выпуска объявляется на предыдущей неделе
  - путем публикации стандартного еженедельного извещения
- Детали сообщаются утром в день тендера – см. график
- Расчеты могут проводиться в тот же день

Объявление торгов	08.00
Окно подачи заявок	08.30-45
Объявление результатов к	09.00
Платежи в системе ВРРВ к	13.30
Расчеты к	закрытию

Двусторонние сделки по выпуску казначейских векселей

- Агентство по управлению долгом Великобритании (DMO) может выпускать казначейские векселя в рамках двусторонних сделок, в т.ч. по запросу любого отвечающего установленным требованиям контрагента по управлению ликвидностью – если это согласуется с собственными операциями DMO по управлению ликвидностью
- Цены устанавливаются в соответствии с рынком. Сроки погашения должны отличаться как минимум на 5 дней от сроков погашения векселей, выпущенных на ближайших тендерах.

# Размещение денежных средств – неотъемлемая часть современной практики управления ликвидностью

Размещение избытка денежных средств – это не просто произвольное получение дополнительного дохода

- Сглаживание колебаний денежных потоков подразумевает размещение избыточных остатков
- Сглаживание приносит выгоды: снижает волатильность ликвидности, позволяет поддерживать остаток средств на более низком уровне и облегчает операции в рамках денежно-кредитной политики
- Тщательно управляемое вложение средств по своей сути является экономически эффективным, так как снижает чистый процент по долгу
- Этот принцип отражен в цели управления ликвидностью во многих странах

Казначейство, агентство по управлению долгом или управляющий ликвидностью отвечают только за краткосрочное размещение средств

- Избыток средств, образовавшийся сверх буфера ликвидности, размещается на денежном рынке
- Средства, свободные на более коротком горизонте – временные, которые, как ожидается, долго не сохранятся, – структуры по управлению ликвидностью редко размещают средства на срок > 3-6 месяцев
- «Избыток» в данном контексте определяется прогнозом (из соображений предосторожности возможны поправки в отношении размера размещаемых средств или срока их размещения).

Проблемы, связанные со структурным или устойчивым избытком ликвидности, следует решать отдельно

- Создание сберегательного фонда или фонда благосостояния с определением собственных целей такого фонда, стратегическое распределение активов, структура общего руководства и управления

# Размещение средств на практике

## Сделка обратного РЕПО – предпочтительный инструмент при наличии достаточно ликвидного рынка

- Надежный и гибкий инструмент
- Зачастую обеспечивается государственными ценными бумагами (или ценными бумагами ЦБ)
- Стоимость обеспечения ежедневно переоценивается на основе текущих рыночных цен – срок бумаг, предоставленных в качестве обеспечения, превышает срок РЕПО
- Управление обеспечением может осуществляться центральным банком (как агентом) или центральным депозитарием ценных бумаг (ЦДЦБ) (если им предложена сделка трехстороннего РЕПО)

## Многие страны размещают средства на депозиты в банках

- Кредиты по рыночным ставкам: срочные или овернайт
- Конкурентный процесс (или аукцион при отсутствии прозрачных рыночных цен)
  - Возможно определение ставки в виде разницы, например, со ставками овернайт (Испания)
- Но требуется предоставление обеспечения: снижение кредитного риска
- Контракт позволяет разбивку депозитов (за плату)

## Для сделок РЕПО и банковских депозитов обычно устанавливается перечень заранее одобренных банков

- Предварительное подписание всей документации, например, глобальных генеральных соглашений для договоров РЕПО (GMRA)
- Упрощение порядка проведения каждого аукциона: требуется лишь короткое извещение
- Осмотрительная политика в отношении кредитного риска – но предоставление обеспечения значительно снижает риск
- См. приложение «РЕПО»

## Депозиты в центральном банке

- Размещение средств на депозитах в центральном банке (на фиксированный срок и с начислением процентов) следует рассматривать только в случае монетарного дисбаланса, т.е. когда принимаются меры для устранения структурной проблемы.
- По всем депозитам в ЦБ (как ЕКС, так и срочным депозитам) должны выплачиваться проценты по рыночным ставкам («рыночная безрисковая процентная ставка»)

# Остатки на валютных счетах оставляем в стороне

Управление ликвидностью сосредоточено на обеспечении наличия национальной валюты (DX)

- Которая имеет значение для ЕКС и денежно-кредитной политики



Общепринятая лучшая практика:

- Все валютные поступления конвертируются в национальную валюту центральным банком, что делает иностранную валюту доступной для Минфина при возникновении необходимости
- Этот подход модифицируется в случае дефицита валюты или существования неликвидного внутреннего валютного рынка – Минфину могут потребоваться валютные остатки в определенном объеме



В принципе, любые валютные остатки можно использовать как инструмент

- Либо путем прямого обмена (на рынке или через центральный банк) либо через валютный своп (как правило, с центральным банком в качестве контрагента) – так происходит, например, в Албании и Венгрии

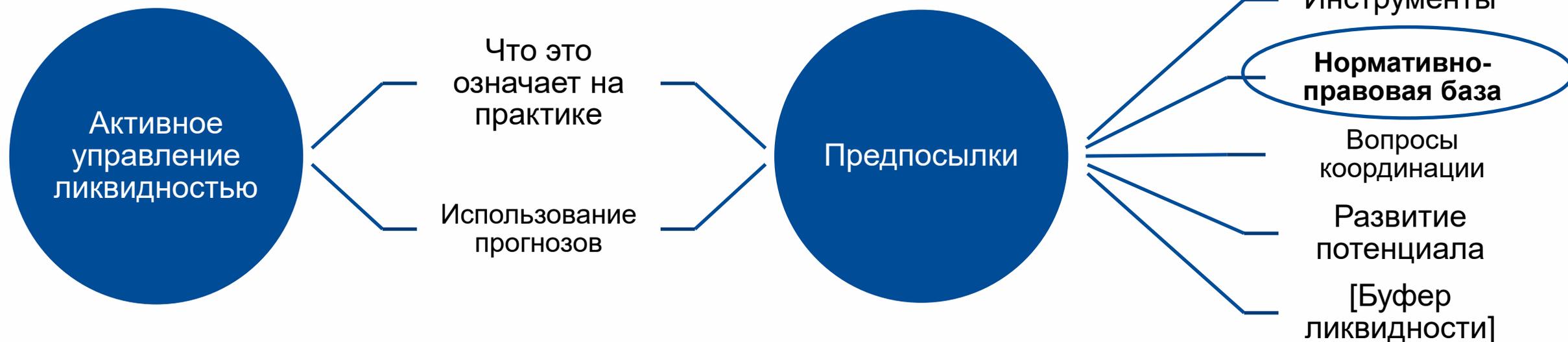
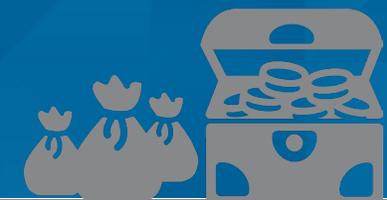


Однако валютные остатки не должны быть существенными

- Ограниченный источник для получения новой национальной валюты
- Маловероятно, что валютные остатки могут быть разумным способом размещения временно свободных средств (валютный риск, транзакционные издержки)

Подразумевается, что доступ к валютным остаткам правильнее всего рассматривать как очень кратковременный инструмент, прежде всего как «страховочный» механизм

# Программа семинара



# ОСНОВЫ ПОЛИТИКИ

## Цели

- Обеспечение наличия денежных средств, сглаживание колебаний денежных потоков
- Цели буфера ликвидности
- Цели в отношении риска, ликвидности, доходности
- В т.ч. накопление активов для финансирования существенного роста расходов в конце года

## Ясность в отношении приемлемых инструментов

- Включая сроки погашения (ориентация на профиль денежного потока; погашение займов/выплата депозитов в дни оттока денежных средств)

## Спецификация рисков; политика в отношении рыночных, кредитных, правовых, операционных рисков и рисков, связанных с ликвидностью, в т.ч.

- Идентификация приемлемых контрагентов
- Контрактные требования (GMRA)
- Требования к обеспечению и управление обеспечением
- Способ доступа на рынок (тендеры, двусторонние ценовые котировки, платформы и т.д.)
- Консультации с рынком

## Установление критериев эффективности

# Правовая база

## Специальные правовые требования в отношении активного управления ликвидностью

- [В идеальном случае] должна быть установлена четкая ответственность министерства за цели управления ликвидностью – определение этих целей на высоком уровне
- Полномочия Минфина по осуществлению заимствований для поддержания эффективного управления денежными потоками государства и по размещению избыточных остатков средств на финансовых рынках (или на срочных депозитах в центральном банке)

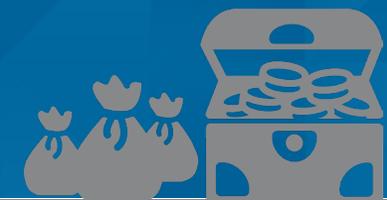
## Примечание

- Для сохранения гибкости при реагировании на рыночные условия или практики, вероятно, не целесообразно определять инструменты в юридическом документе.
- Целесообразно настаивать на определении и одобрении параметров риска.
- Не следует устанавливать ограничения в отношении принятых сроков погашения, возможности осуществлять заимствования в конце года, а также возможности центрального банка выплачивать процентный доход по депозитам.

## Правовые требования в отношении более широкого управления ликвидностью

- Контроль над счетами в банках и возможность создавать и структурировать ЕКС
- Требования в отношении представления прогнозов ликвидности министерствами, департаментами и агентствами
- Полномочия по установлению систем стимулирования
- Требования в отношении отчетности и аудита

# Программа семинара



# Основные связи

## Управление долгом

- Стратегическое и оперативное взаимодействие
- Долговая стратегия, годовой план заимствований и заимствования в течение года
- Требуется интегрированный процесс принятия решений с участием лиц, отвечающих за управление долгом

## Денежно-кредитная политика

- Операции по управлению денежными средствами влияют на ликвидность банковского сектора
- Требуется хорошее взаимопонимание с центральным банком
- Центральная роль денежного рынка – и общие цели



# Ликвидность и долг: как сделать выбор

Финансирование потребностей государства в крупных заимствованиях **подразумевает выбор** между различными инструментами: внутренними и внешними, краткосрочными и долгосрочными, облигациями и векселями, фиксированной и плавающей ставкой, розничными и оптовыми операциями и т.д.

Выбор делается в контексте стратегии управления долгом и зависит от аппетита рынка, волатильности на рынке, перспектив изменения процентных ставок

- **Спрос:** потребности посредников и инвесторов меняются в зависимости от конъюнктуры рынка и их денежных потоков
- **Предложение:** выбор правительства в отношении финансирования делается с учетом профиля финансовых потоков
- **Цена:** отражается кривой доходности

При принятии этих решений лица, ответственные за управление [долгом/ликвидностью] должны

- перебрать весь возможный набор инструментов, принимая решение о выпуске ценных бумаг
- найти компромисс между требованиями стратегии, запросами рынка и потребностью государства в денежных средствах, учитывая уровень цен.

# Управление долгом: цикл координации



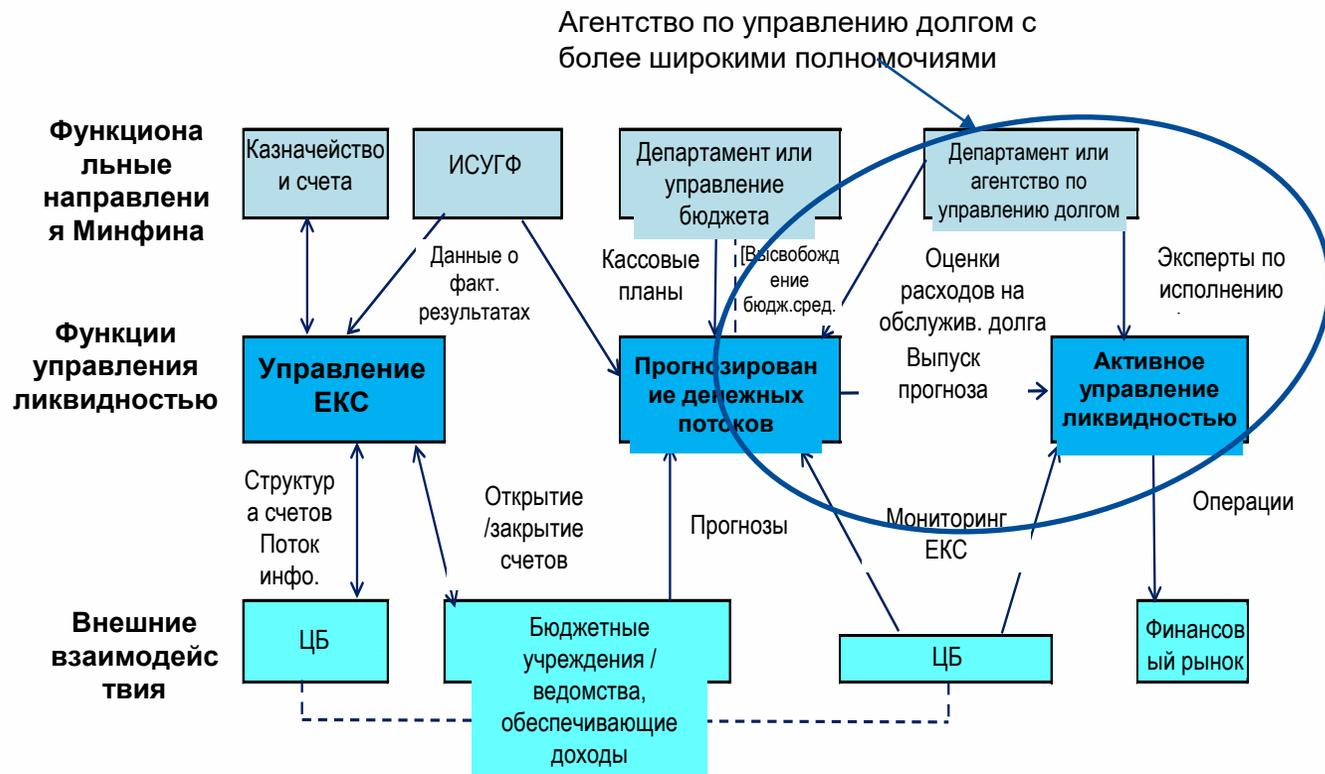
## Другие требования в части ежедневной координации

- Увязка дат выпуска с датами погашения долговых обязательств
- При выборе дат погашения следует избегать недель и особенно дней, на которые приходится существенный отток денежных средств (например, выплаты заработной платы); напротив, следует ориентироваться на дни поступлений средств (сроки исполнения обязанностей по уплате налогов).
- Структуры, отвечающие за управление долгом, могут снижать остроту проблем по управлению ликвидностью, которые потенциально могут возникать при наступлении срока погашения крупных выпусков облигаций.
- Ответственные за управление долгом могут также корректировать искажения или нарушения на рынке РЕПО.

## Со временем...

- По мере развития взаимодействия с рынком интеграция функций управления долгом и ликвидностью потенциально может приносить более существенные выгоды.
- За счет активного управления краткосрочной денежной позицией объединенная функция сможет более эффективно обеспечивать ослабление связи между распределением во времени денежных потоков и выпусками облигаций.
  - Возможность заблаговременного объявления плана размещения облигаций
- В любом случае фронт-офис должен быть интегрирован для того, чтобы государство, взаимодействуя с рынком, представляло ему согласованную позицию.

# Интеграция функций управления ликвидностью и управления долгом



Раздельные функции требуют наличия структур координации



## Координационный комитет по вопросам ликвидности

- Полезный и широко распространенный механизм для поддержки решений по управлению краткосрочной ликвидностью
- Заседания проводятся еженедельно; возглавлять комитет может, например, глава казначейства
  - Комитет также включает представителей департамента бюджета, подразделения макрофискальной политики, структур по управлению долгом, центрального банка, налоговых органов
  - Ему делегируются полномочия по принятию решений в рамках согласованных параметров
- Основные обязанности:
  - Рассмотрение фактических показателей движения денежных средств, сравнение их с прогнозами
  - Рассмотрение прогнозов движения денежных средств на предстоящий период
  - Принятие решений о действиях, необходимых для обеспечения достаточности денежных средств в течение предстоящего периода
- Поддержку комитету оказывает подразделение по управлению ликвидностью (CMU)
  - Оно отвечает за подготовку прогнозов, ведение базы данных, анализ ошибок и т.д.
  - Также занимается подготовкой сценариев и альтернативных вариантов
  - Рекомендации для определения политики (по итогам обсуждений с управляющими долгом)

# Фронт-офис одновременно осуществляет заимствования и предоставляет средства в долг

- Требования в отношении институциональной структуры, управления и принятия решений, которые применяются к размещению временно свободных денежных средств, в принципе не отличаются от тех, что применимы к другим операциям по управлению ликвидностью или долгом

## Интегрированное подразделение по управлению долгом (DMU)



- В ряде стран (в т.ч. в некоторых странах PEMPAL) размещение временно свободных средств относится к компетенции казначейства, что отражает его историческую роль как управляющего ликвидностью (с использованием в основном пассивного подхода).
- Эта практика сохранилась с созданием современных департаментов по управлению долгом, отвечающих как за выпуск казначейских облигаций, так и казначейских векселей (Мексика – один из примеров; в Чили в связи с сохранением устаревших правовых норм функция размещения временно свободных средств осталась в ведении директората по бюджету).
- Разделение обязанностей, касающихся размещения денежных средств и выпуска долговых обязательств, создает риск получения рынком неоднозначных сигналов (а также риск необоснованного дублирования навыков у сотрудников).

- Размещение временно свободных денежных средств естественным образом относится к компетенции интегрированного департамента по управлению долгом

# Роль денежного рынка

Развитый  
денежный  
рынок  
поддерживает

- **Денежно-кредитную политику** – более активное использование рыночных инструментов и сигналов о процентных ставках, совершенствование трансмиссионного механизма
- **Управление ликвидностью** – облегчение сглаживания колебаний денежного потока, кредитования и заимствований
- **Управление долгом**
  - Непосредственно - облегчение выпуска казначейских векселей, снижение риска провала аукционов
  - Косвенно – помощь посредникам (первичным дилерам и т.д.) в финансировании их позиций
- **Более широкое развитие рынка**
  - Межбанковский рынок помогает банкам и др. участникам более гибко управлять своими балансами
  - Цены формируют «короткий конец» кривой доходности; облегчается ценообразование, управление риском

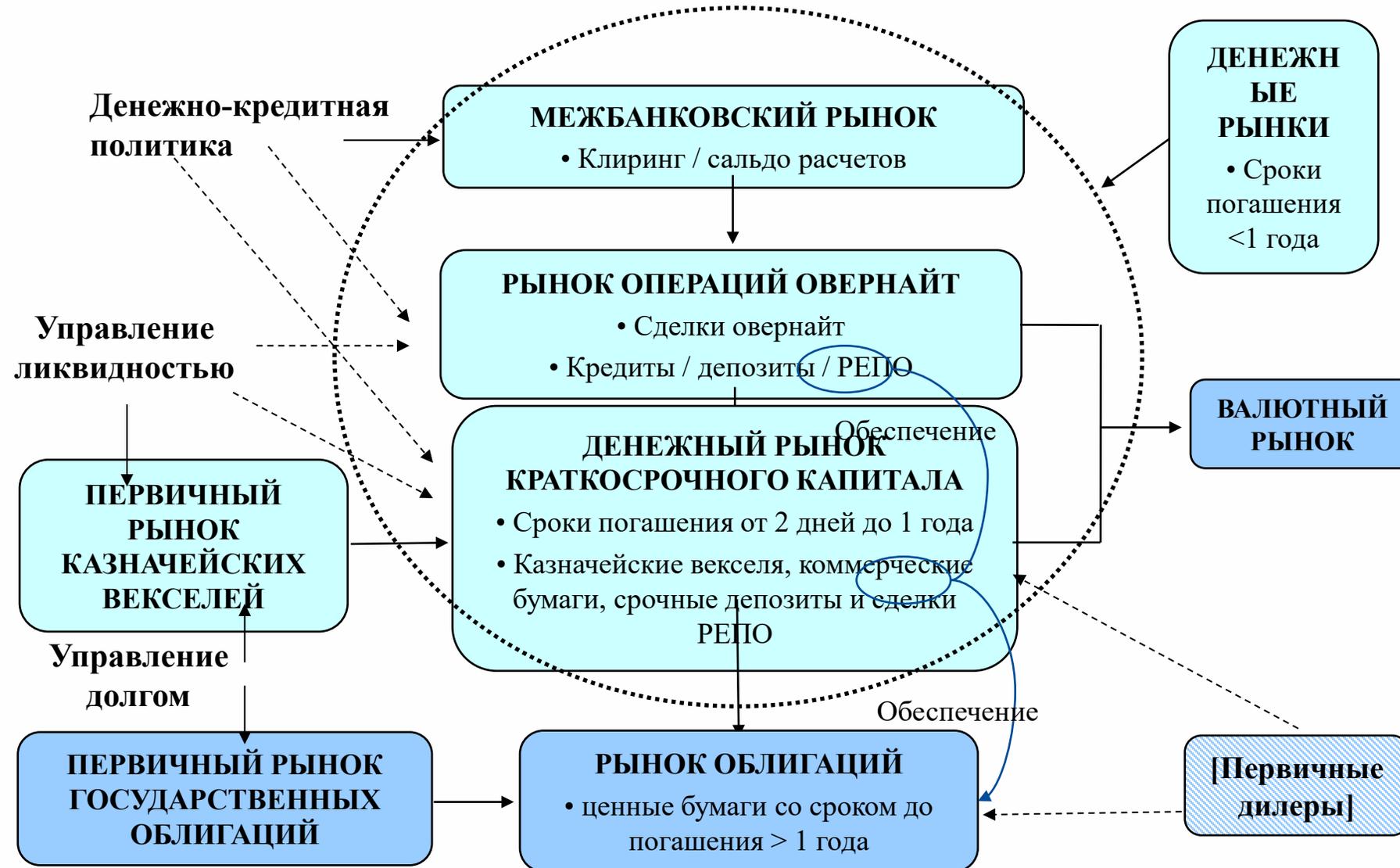
Требует

- Наличия рыночных инструментов для проведения денежно-кредитной политики
- Эффективно функционирующих межбанковского рынка и рынка РЕПО
- Благоразумной политики управления долгом и ликвидностью

Подчеркивает  
важность:

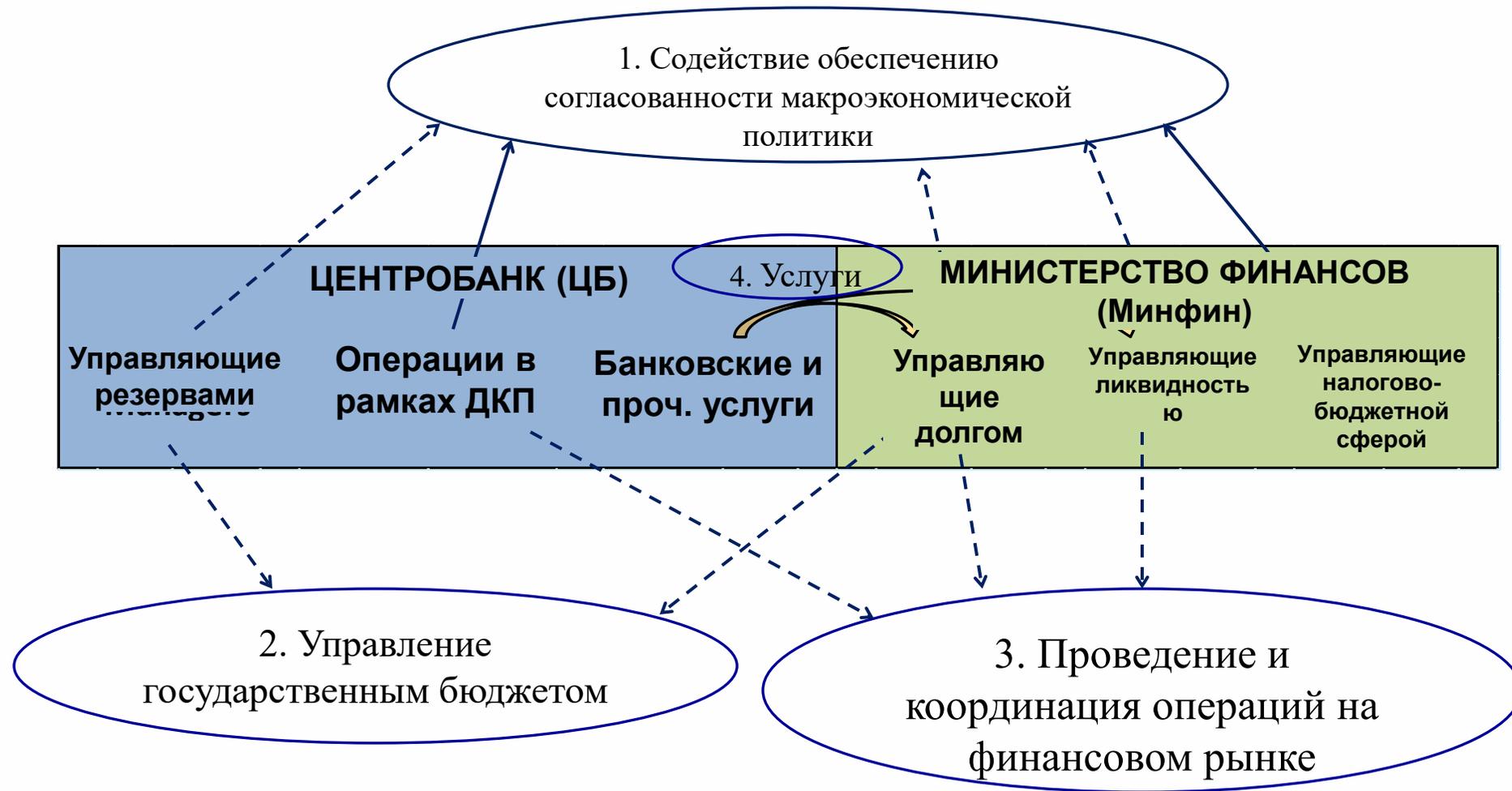
- Тесного взаимодействия управляющих долгом и управляющих ликвидностью
- Взаимосвязи между политикой управления ликвидностью и денежно-кредитной политикой

# Денежный рынок и его взаимодействия



Важно наличие развитого денежного рынка – как самого по себе, так и с учетом его связи с другими финансовыми рынками

# Взаимодействие с центральным банком: обзор



# Активное управление ликвидностью и денежно-кредитная политика

- Ликвидность национального банковского сектора зависит от следующих факторов:
  - ▶ Операций в рамках денежно-кредитной политики центрального банка – заимствований или кредитования кредитных организаций, требований к формированию резервов, услуг по размещению средств на депозитах и т.д.
  - ▶ «Автономных» влияний – спроса на банкноты и металлические деньги со стороны населения (предсказуемо), чистого притока иностранной валюты (зависит от политики валютных интервенций) и изменений в объеме государственных депозитов в центральном банке (т.е. изменений в размере остатков средств на ЕКС).
- Уменьшение колебаний денежных потоков государства на счетах ЕКС подразумевает уменьшение нестабильности денежно-кредитных условий и колебаний ликвидности в банковском секторе (при прочих равных факторах)
  - ▶ Меньший вес нужно будет придавать денежно-кредитным операциям для контролирования уровня ликвидности
  - ▶ Активное управление ликвидностью облегчает задачу центральных банков

Активы	Обязательства
Механизм рефинансирования для банков	Депозиты в банках на текущих счетах
Маржинальное кредитование банков	Обязательные депозиты банков
Чистые иностранные активы	Банкноты в обращении
Прочее (нетто)	Депозиты государства

**Можно перестроить**

**Предоставление ликвидности через операции ДКП**

Механизм рефинансирования для банков
Плюс маржинальное кредитование банков
Минус обязательные депозиты банков

**Равно «автономным» факторам**

Банкноты в обращении
Плюс депозиты государства
Минус чистые иностр. активы

**Плюс**

Прочие факторы / остаток
--------------------------

# Взаимодействие с центральным банком

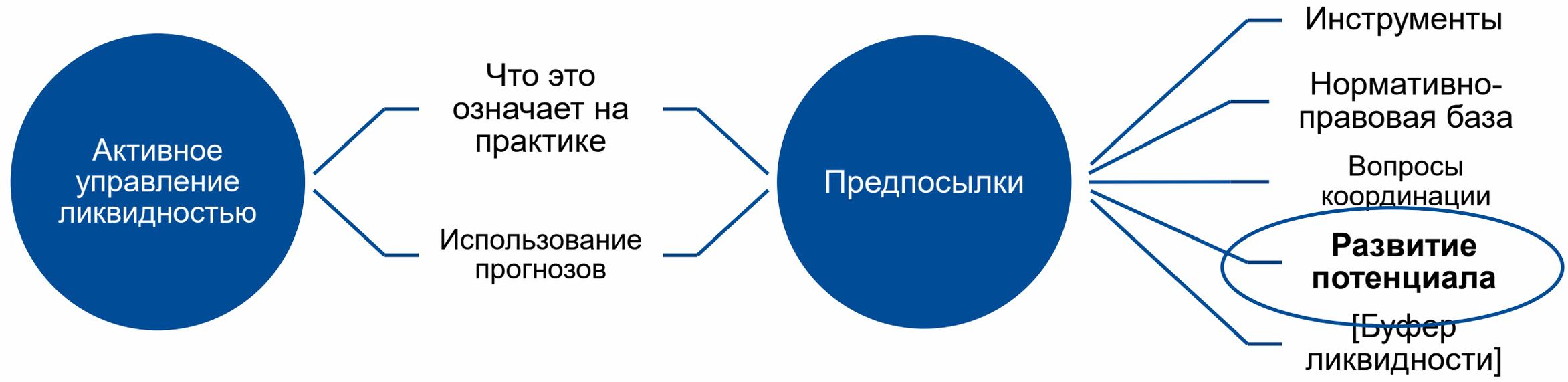
Координация требует подписания меморандума о взаимопонимании в той или иной форме

- Совместная программа по развитию денежного рынка
- Соответствующие операции, будь то инвестиции, выпуски казначейских векселей или операции на открытом рынке
- В идеальном случае для связывания избыточной ликвидности ЦБ использует казначейские векселя, а не собственные ценные бумаги
- Согласование времени дня для операций, а также сроков и форм объявлений
- Информационные обмены. Центральный банк должен также знать параметры предполагаемых операций на денежном рынке, например, целевой остаток средств на конец дня. Представителя ЦБ полезно включать в состав координационного комитета по вопросам ликвидности (ССС) в качестве члена или наблюдателя.
- Уточнение соответствующих обязанностей в Договоре об обслуживании с ЦБ

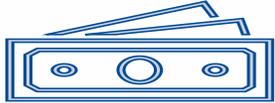
По денежным средствам, размещенным в ЦБ, должен выплачиваться процентный доход по рыночным ставкам без риска («рыночная безрисковая процентная ставка»)

Размещение средств на депозитах (срочных, с выплатой процентов) в ЦБ следует рассматривать только в случае монетарного дисбаланса, т.е. когда принимаются меры для устранения структурной проблемы

# Программа семинара



# Определение политики



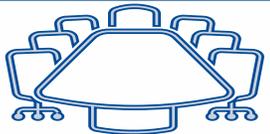
Согласование цели; оценка выгод



Соглашение высокого уровня с центральным банком



Идентификация рисков и факторов их снижения



Формирование структуры управления, включая процесс принятия решений



Согласование показателей эффективности

# Этапы наращивания потенциала



# Внутренние процедуры

- Процедуры, в том числе средства контроля, являются неотъемлемой частью системы управления рисками
  - Для формирования чек-листа для члена персонала или руководителя, позволяющего удостовериться в том, что все необходимые действия, лежащие в основе операции, выполнены и подтверждены соответствующими средствами контроля:
    - ◆ Одобрение
    - ◆ Санкционирование
    - ◆ Верификация
    - ◆ Сверка
    - ◆ Разделение обязанностей
  - Для обеспечения полного и безопасного осуществления процесса даже в отсутствие члена персонала
  - Для формирования основы, необходимой для того, чтобы специалист по управлению рисками, аудитор или сотрудник, ответственный за обеспечение соответствия требованиям, мог подтвердить, что все действия совершены в соответствии с согласованными процедурами, и что все встроенные средства контроля результативны, эффективны и пропорциональны.
- Необходимо разграничивать
  - Решения руководства (например, координационного комитета по вопросам ликвидности)
  - Функции фронт-офиса, мидл-офиса и бэк-офиса
  - Взаимодействие с другими сторонами (центральным банком, фондовой биржей, ЦДЦБ и др.) – и рынком (в т. ч. с платформой для проведения аукционов и т.д.)
- Временные рамки также крайне важны

# Некоторые выводы

Более активное управление ликвидностью приносит выгоды

- Позволяет снизить средний размер буфера ликвидности, сокращая затраты на поддержание запаса ликвидности
- Снижает волатильность денежных потоков в банковском секторе, поддерживая денежно-кредитную политику
- Поддерживает развитие денежного рынка и повышает финансовую устойчивость

Сохранение пассивного подхода не приносит ни одной из этих выгод

- Дополнительные затраты на поддержание крупного буфера ликвидности (финансируемого за счет выпуска казначейских облигаций), по всей вероятности, будут гораздо больше затрат на выпуск казначейских векселей, тем более если центральный банк не выплачивает процентный доход по буферу ликвидности
- Сохранение на рынке неопределенности относительно соответствующих ролей ЦБ и казначейства
- Банковский сектор продолжает воспринимать казначейство как проблему, а не как решение

Требуется определенная подготовка и размышления

- Составление прогнозов, определение размера буфера ликвидности
- Институциональное закрепление механизмов координации – с центральным банком и структурами по управлению долгом – и работа с рынком
- Формирование нормативно-правовой базы, идентификация рисков, развитие потенциала

Развитие со временем по мере наращивания потенциала, роста компетентности и повышения ликвидности рынка

**СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!**



# Приложение: РЕПО

Сделка РЕПО («обратный выкуп»; иногда также называется «продажей с обязательством выкупа») представляет собой сделку купли или продажи ценных бумаг с одновременным заключением соглашения о совершении в будущем обратной операции в заранее оговоренный срок и по согласованной цене

Ставка РЕПО – процентная ставка, отражающая разницу между ценой продажи и ценой «выкупа»

С экономической точки зрения сделка РЕПО представляет собой то же самое, что предоставление/получение займа с обеспечением, однако

- в отличие от обеспеченного займа, сделка РЕПО подразумевает переход права собственности на актив (что дает кредитору лучшую возможность доступа к обеспечению в случае неисполнения обязательств второй стороной);
- сделка РЕПО отличается большей гибкостью: она поддерживает ликвидность – кредит можно фактически превратить в ценные бумаги (секьюритизировать) и перепродать – и позволяет применять маржу.

# Классическая сделка РЕПО



- Сделка РЕПО может осуществляться с «общим» обеспечением или с определенными облигациями (например, они могут потребоваться для покрытия короткой позиции, а ставка РЕПО, как правило, ниже).
- Если требуется первоначальная маржа («стрижка»), выплачивается обеспечение в размере  $100/(1-V)$ , где  $V$  – маржа.
- Если во время срока РЕПО выплачивается купон, он передается продавцу (если цена бумаг падает ниже установленного уровня, может потребоваться внесение недостающей суммы для доведения стоимости обеспечения до уровня переоценки). По этой причине участники рынка часто избегают получения обеспечения вблизи даты выплаты купона.
- Проценты могут начисляться по фиксированной или переменной ставке.

# Почему важны сделки РЕПО

Денежный  
рынок

- Снижают проблемы, связанные с привлечением кредитов; содействуют развитию межбанковского рынка
- Гибкость => идеальный инструмент для операций в рамках ДКП

Поддержка  
операций по  
управлению  
долгом и  
ликвидностью

- **Поддерживают операции по управлению долгом и содействуют развитию денежного рынка**
  - Возможность использования обеспечения кредитором повышает активность и ликвидность
  - Облегчение «коротких» продаж – ценные бумаги, проданные на срок без покрытия, могут использоваться в сделках РЕПО в качестве обеспечения
- **Стимулируют арбитражную торговлю между долговым рынком и денежным рынком**
  - Формирование непрерывной кривой доходности
- **Обеспечивают механизм для финансирования позиций**
  - Первичные дилеры могут передавать ценные бумаги в рамках сделок РЕПО для финансирования приобретения таких же ценных бумаг
  - Поддержание активного управления рисками со стороны участников
  - Снижение риска провала аукциона
- **Для структур по управлению ликвидностью**
  - Доступ к внутренним источникам краткосрочного фондирования
  - Надежное размещение избыточных остатков денежных средств