

КАЗНАЧЕЙСКОЕ СООБЩЕСТВО (КС) РЕМPAL
Тематическая группа по управлению ликвидностью и прогнозированию
ликвидности

Переход к более активному управлению ликвидностью

Видеоконференция, 28 января 2025 г.

Вступление

1. 28 января 2025 года Казначейское сообщество РЕМPAL провело видеоконференцию на тему «Переход к более активному управлению ликвидностью». Цель мероприятия состояла в подробном рассмотрении вопросов более активного управления ликвидностью, включая использование прогнозов ликвидности, инструментов управления ликвидностью и практик их применения в отдельных странах. Во встрече приняли участие 29 членов КС из 14 стран-участниц РЕМPAL (Албании, Азербайджана, Боснии и Герцеговины, Хорватии, Грузии, Венгрии, Казахстана, Косово, Кыргызстана, Северной Македонии, Румынии, Таджикистана, Турции и Узбекистана). Также к встрече присоединился представитель Министерства финансов Индонезии. Встреча проходила при поддержке ресурсной группы Всемирного банка в составе г-жи Елены Никулиной (руководитель ресурсной группы КС), г-жи Галины Кузнецовой и г-жи Елены Добролюбовой (члены ресурсной группы КС), а также г-жи Тетяны Шалкивска (Секретариат КС).
2. **Г-жа Елена Никулина** поприветствовала участников и представила цели и программу мероприятия. Она отметила, что в ходе недавнего тематического заседания в Тиране некоторые участники КС проявили значительный интерес к внедрению активного управления ликвидностью. В связи с этим была организована данная видеоконференция, чтобы еще раз обратиться к этому вопросу и более детально обсудить его.

Переход к более активному управлению ликвидностью: прогнозы, инструменты, практика стран

3. Основной доклад представил **г-н Майк Уильямс**, советник КС по тематическим вопросам. В докладе были освещены цели активного управления ликвидностью, подчеркнута важная роль прогнозов ликвидности, а также рассмотрены предпосылки перехода к активному управлению ликвидностью, включая инструменты, политическую основу и нормативно-правовую базу, необходимость координации с процессами управления государственным долгом и денежно-кредитной политикой, а также развитие потенциала.
4. Активное управление ликвидностью предполагает выравнивание денежных потоков за счет использования инструментов краткосрочных заимствований и кредитования, с установлением целевого показателя (диапазона значений) остатка средств на ЕКС, осуществляемое таким образом, чтобы нивелировать воздействие на банковский сектор чистого денежного потока, формирующегося в результате поступлений и платежей государства. Такой подход создает важные преимущества как для казначейства за счет снижения затрат на поддержание чрезмерно большого буфера ликвидности и защиты потоков расходов от волатильности денежных потоков, так и для других видов политики, включая денежно-кредитную

политику (благодаря снижению волатильности потоков в банковском секторе), развитие более широкого денежного рынка и управление долгом (благодаря защите программы выпуска облигаций). Переход к практике активного управления ликвидностью требует выполнения ряда важных предпосылок, и его лучше всего осуществлять путем постепенного внедрения новых инструментов и наращивания потенциала (рисунок 1). Одна из основных предпосылок активного управления ликвидностью – наличие надежных и часто обновляемых **прогнозов движения денежных средств** на достаточно длительном горизонте.

Переход от пассивного к активному управлению ликвидностью

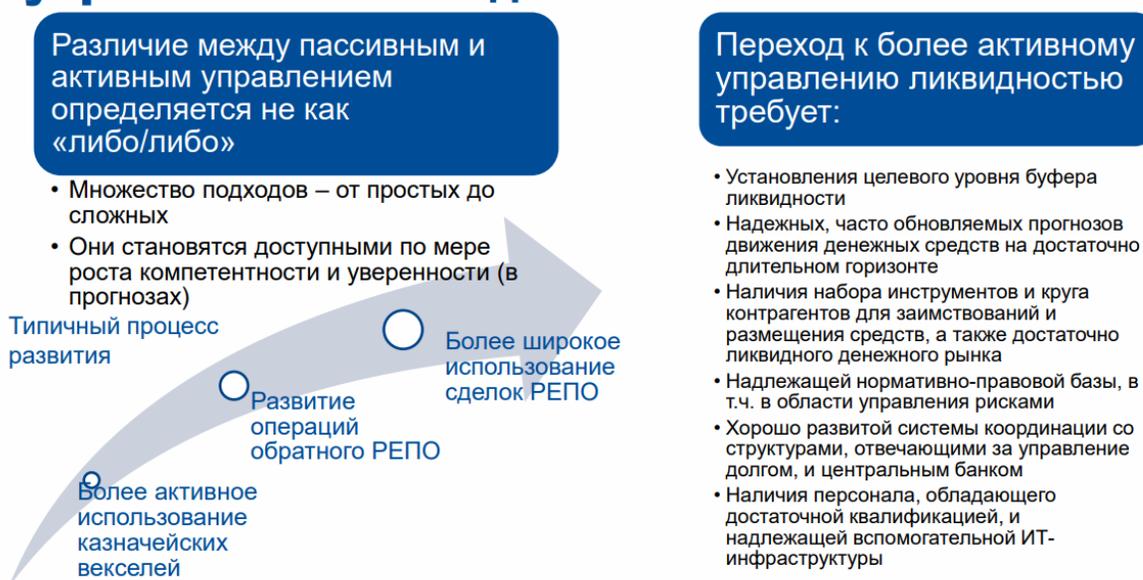


Рисунок 1. Переход от пассивного к активному управлению ликвидностью: процесс и предпосылки

5. Инструменты активного управления ликвидностью, используемые для **краткосрочных заимствований**, включают казначейские векселя с акцентом на векселях с более коротким сроком (например, 1 месяц) и векселях с нестандартными сроками погашения, а также сделки РЕПО. Инструменты, используемые для **краткосрочного размещения** временно свободных излишков средств, включают сделки обратного РЕПО и депозиты в коммерческих банках (для снижения кредитного риска требуется обеспечение). Также возможно размещение средств на депозитах в Центральном банке, но только при наличии структурного избытка ликвидности на рынке. Основное внимание необходимо уделять краткосрочным дефицитам и профицитам ликвидности, определяемым прогнозом; долгосрочные или структурные дефициты и профициты требуют использования других инструментов (например, долгосрочные заимствования или размещение структурных профицитов в стабилизационных фондах, фондах благосостояния или аналогичных фондах). Поддержание крупных валютных остатков обычно не рекомендуется из-за соображений стоимости и риска, однако если некоторые остатки поддерживаются, их можно

использовать (либо напрямую, либо через валютные свопы) как часть «страховочного» механизма управления ликвидностью. Опрос по управлению ликвидностью 2021 года показал, что, хотя некоторые страны PEMPAL используют инструменты активного управления ликвидностью, их применение ограничено. В частности, большинство стран имело возможность выпускать краткосрочные казначейские векселя, восемь стран могли размещать временно свободные излишки средств в коммерческих банках, но только три страны имели возможность использовать сделки РЕПО для получения и предоставления средств в долг.

6. Активное управление ликвидностью требует наличия адекватной основы политики (см. таблицу 1) и правовой базы. Основы политики должны определять цели управления ликвидностью, устанавливать приемлемые инструменты и риски, а также задавать критерии эффективности. Правовая база должна устанавливать цели высокого уровня и наделять Министерство финансов достаточными полномочиями 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). Вместе с тем законодательство должно также допускать гибкость в использовании различных инструментов и не ограничивать сроки погашения, возможность осуществлять заимствования в конце года, а также право Центрального банка выплачивать процентный доход по депозитам.

Таблица 1. Основы политики для активного управления ликвидностью

Компонент	Затрагиваемые вопросы
Цели	<ul style="list-style-type: none"> • Обеспечение наличия денежных средств, сглаживание колебаний денежных потоков • Цели буфера ликвидности • Цели в отношении риска, ликвидности, доходности • В том числе накопление активов для финансирования существенного роста расходов в конце года
Ясность в отношении приемлемых инструментов	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • Установление целевого показателя (диапазона значений) остатка средств на ЕКС

7. Активное управление ликвидностью тесно связано с управлением долгом и денежно-кредитной политикой, что требует постоянной координации между этими функциями. В некоторых странах такая координация обеспечивается путем интеграции функций управления государственным долгом и ликвидностью в одном департаменте. Другой формой такой координации могут быть координационные комитеты по вопросам ликвидности с участием

представителей департамента управления ликвидностью, департамента управления долгом, Центрального банка и других профильных ведомств. Какой бы ни была организационная структура, операции по заимствованиям и предоставлению средств в долг следует осуществлять через один и тот же фронт-офис. Кроме того, прочную основу для координации операций по управлению ликвидностью и проведению денежно-кредитной политики обеспечивают такие полезные инструменты, как меморандумы о взаимопонимании и договоры об обслуживании. Наконец, переход к более активному управлению ликвидностью требует разработки внутренних процедур и наращивания институционального потенциала (см. рисунок 2).

Этапы наращивания потенциала



37

Рисунок 2. Операционные этапы внедрения активного управления ликвидностью

8. **Г-жа Никулина** поблагодарила г-на Уильямса за исчерпывающий доклад и отметила, что с 2021 года, когда проводился тематический опрос, посвященный управлению ликвидностью, подобные инструменты внедрили некоторые другие страны, включая Узбекистан. Она пригласила представителей двух стран РЕМОРPAL – Румынии и Грузии – поделиться своим опытом в области активного управления ликвидностью.

Активное управление ликвидностью в Румынии и Грузии

9. **Г-н Ромео Думитру** из Главного управления казначейства Министерства финансов Румынии рассказал об опыте Румынии в применении инструментов активного управления ликвидностью. В целом, законодательство Румынии предусматривает возможность использования инструментов как временного размещения средств, так и временного заимствования. Однако из-за текущего дефицита ликвидности на практике используются только инструменты заимствования. Для временных заимствований доступны три инструмента:

- Государственные облигации (**казначейские векселя**) сроком на 1, 3 и 6 месяцев (хотя такие «короткие» ценные бумаги обычно не вызывают интереса у банков; в 2024 году казначейство провело 8 операций с бумагами со сроком погашения 7 месяцев, что составило 6% от общего объема эмиссии CTN и DBN и 9% от совокупного объема эмиссии);
- **Продажа валюты** из буфера (с использованием прямых сделок с Центральным банком, а также потенциально свопов, хотя они пока не применяются); и
- **Займы от коммерческих банков (депозиты банков)**, которые представляют собой наиболее часто используемый инструмент, со срочностью овернайт, 1 неделя, 2–3 недели и 1 месяц (займы привлекаются у крупных, а в некоторых случаях и у средних банков; такие займы могут быть двусторонними или многосторонними, причем в последнем случае они привлекаются через аукционы).

10. В некоторых случаях для обеспечения достаточного остатка на ЕКС в один и тот же день используется сочетание разных инструментов (например, займы от коммерческих банков и валютные операции).

11. **Г-н Эрекле Гваладзе**, Казначейство Грузии, поделился опытом Грузии в области временного размещения избытков ликвидности. С 2017 года Грузия использует аукционы для размещения временно свободных средств в коммерческих банках. Сроки депозитов варьируются от одного до шести месяцев, и в 99% всех аукционов требуется обеспечение для снижения рисков (для небольших банков проводятся аукционы без обеспечения). Процедура включает три этапа: подготовительный, на котором определяются объем средств, дата, срок погашения и способ проведения аукциона, а также объявляется о проведении аукциона; непосредственно этап аукциона; и этап после аукциона, на котором предоставляется обеспечение и осуществляются расчеты. В качестве минимальной ставки для аукционов используется справочная ставка Центрального банка.

12. Г-н Гваладзе отметил положительные результаты практики проведения аукционов, среди которых – дополнительные поступления в бюджет, эффективное управление государственными ресурсами, дополнительные источники ликвидности для банковского сектора и институциональное развитие казначейства.

Обсуждение

13. **Г-жа Никулина** поблагодарила г-на Думитру и г-на Гваладзе за содержательные доклады и пригласила всех участников присоединиться к обсуждению.

14. **Г-н Уильямс** ответил на вопрос представителя Министерства финансов Индонезии о необходимости дифференциации векселей, выпускаемых для управления ликвидностью. Он отметил, что некоторые страны дифференцируют казначейские векселя, используемые для управления ликвидностью, однако необходимость в этом определяется коммуникациями с рынком. Чтобы у рынка не создалось впечатление, будто заимствования правительства указывают на структурный дефицит бюджета, цели краткосрочных заимствований должны быть четко разъяснены.

15. **Г-жа Мимоза Пилкати**, руководитель Департамента казначейских операций Албании, поблагодарила ресурсную группу за предоставленную возможность ознакомиться с опытом Румынии и Грузии и отметила, что в Албании Центральный банк выступает в роли фискального агента правительства. Примечательно, что несколько лет назад функции казначейства и управления долгом выполнял один и тот же департамент Министерства финансов. В настоящее время эти функции возложены на два главных управления, но для обеспечения надлежащей координации управления ликвидностью и долгом ежемесячно проводятся заседания Координационного комитета. **Г-жа Никулина** поблагодарила г-жу Пилкати и отметила, что представители обоих управлений принимали участие в недавней тематической встрече в Тиране, где были подробно обсуждены подходы к координации управления долгом и ликвидностью¹.

16. **Г-н Гваладзе** спросил г-на Уильямса, можно ли разделить функции управления долгом и ликвидностью на «грубую» настройку (которую выполняют управляющие долгом на более длительном горизонте, например, путем выпуска казначейских облигаций) и «тонкую» настройку (которую выполняют управляющие ликвидностью на более коротком горизонте). **Г-н Уильямс** подчеркнул, что для минимизации риска неоднозначных сигналов от Министерства финансов операции с казначейскими облигациями, казначейскими векселями и операции по размещению излишков средств должен выполнять один и тот же фронт-офис. Иногда имеются различия в подходах; например, в некоторых странах управляющие долгом неохотно выпускают краткосрочные ценные бумаги из-за влияния на показатель среднего срока погашения по всему портфелю и на риски рефинансирования (хотя на практике использование казначейских векселей для управления ликвидностью обычно оказывает ограниченное влияние на эти показатели).

17. **Г-н Гваладзе** также спросил у г-на Думитру, имеется ли у Казначейства Румынии перечень предпочтительных банков для заимствования средств. **Г-н Думитру** ответил, что наиболее предпочтительным вариантом является сотрудничество с крупными коммерческими банками. Кроме того, для координации политики в сфере управления долгом и ликвидностью Финансовый комитет ежемесячно проводит заседания, где обсуждаются вопросы выпуска казначейских векселей и казначейских облигаций, а также другие способы покрытия кассовых разрывов.

18. **Г-жа Никулина** отметила, что буфер ликвидности в Румынии поддерживается в иностранной валюте, и спросила г-на Думитру о причинах такого подхода. **Г-н Думитру** ответил, что средства, заимствованные на внешнем рынке в евро или долларах США, не конвертируются и служат буфером, если рыночная ситуация неблагоприятна для выпуска новых долговых обязательств на внешнем рынке (или рефинансирования государственного долга). Например, поскольку бюджет Румынии на 2025 год еще не утвержден, Министерство финансов не может выпускать новые ценные бумаги в евро, но может использовать валютный буфер. Кроме того, поскольку не всегда есть возможность занять достаточный объем средств у коммерческих банков, валютные остатки обеспечивают дополнительную гибкость для управления ликвидностью. **Г-н Уильямс** отметил, что крайне необычно полагаться исключительно на буфер в иностранной, а не

¹ Более подробная информация содержится в отчете о проведении тематического мероприятия в Тиране, который доступен по адресу: <https://www.pempal.org/events/pempal-tcop-thematic-meeting>

в национальной валюте, однако признал, что некоторые страны поддерживают буферы в иностранной валюте для покрытия предстоящих валютных платежей.

19. **Г-жа Никулина** поблагодарила всех за участие в видеоконференции и отметила, что управление ликвидностью остается важной темой в повестке дня КС. В целях содействия дальнейшему развитию практики управления ликвидностью в регионе РЕМPAL Исполнительный комитет КС поручил ресурсной группе подготовить записку о комитетах по ликвидности. Она проинформировала участников о том, что следующая тематическая видеоконференция КС запланирована на конец февраля. В ходе этого мероприятия будет рассмотрен опыт Казначейства Индонезии в области анализа данных и представлены результаты последней оценки готовности применять аналитику данных (DARA), проведенной в Министерстве финансов Индонезии. Очередное очное заседание КС состоится 27 марта в Вене параллельно с общесетевым пленарным заседанием. **Г-н Эрекле Гваладзе** пригласил участников присоединиться к расширенному ознакомительному визиту в Грузию, который запланирован на 28–30 мая.

Выводы

20. **Более активное управление ликвидностью приносит важные преимущества не только казначействам, но и для управления долгом и денежно-кредитной политики.** Оно позволяет снизить средний размер буфера ликвидности и сократить расходы на его поддержание, уменьшить волатильность денежных потоков в банковском секторе, поддержать развитие денежного рынка и повысить финансовую устойчивость. Чтобы реализовать эти преимущества, необходимо выполнить ряд важных предпосылок: иметь высококачественные прогнозы ликвидности, адекватную политическую основу и нормативно-правовую базу, наладить управление рисками, эффективно координировать действия с управлением долгом и денежно-кредитной политикой, а также постоянно развивать потенциал.

21. **Внедрение активного управления ликвидностью представляет собой не единовременный проект, а постепенный процесс институционального развития, наращивания потенциала и освоения более сложных инструментов.** На начальных этапах страны преимущественно занимаются «грубой» настройкой для покрытия кассовых разрывов с помощью казначейских векселей; по мере развития казначейских учреждений и рынков применяются более сложные инструменты, такие как сделки РЕПО и обратного РЕПО, с целью «тонкой» настройки денежных потоков и дальнейшего снижения расходов на поддержание буфера ликвидности.

22. **Как показывает практика, представленная казначейскими управлениями Румынии и Грузии, инструменты активного управления ликвидностью следует адаптировать к условиям и потребностям конкретных стран.** Хотя одна страна – Румыния – делает упор на краткосрочные заимствования, а другая – Грузия – на краткосрочные инвестиции, оба подхода приносят выгоды и позволяют снижать финансовые риски (за счет использования сочетания инструментов и, при необходимости, обязательного обеспечения), а также акцентируют внимание на вопросах эффективности (путем минимизации ставок заимствований и максимизации ставок кредитования). Таким образом, оптимальный набор инструментов активного управления ликвидностью зависит не только от возможностей казначейства, но и от рыночных условий и контекста денежно-кредитной политики.

23. **Эффективная координация между управлением ликвидностью, управлением государственным долгом и денежно-кредитной политикой** – важная предпосылка для внедрения практики активного управления ликвидностью. Одним из подходов к обеспечению такой координации является создание комитетов по ликвидности. Учитывая большой интерес стран REMPLAL к активному управлению ликвидностью, будет разработан информационный продукт, посвященный деятельности таких комитетов.