



**КАЗНАЧЕЙСКОЕ СООБЩЕСТВО (КС) РЕМПАЛ**  
**Тематическая группа по управлению ликвидностью**  
**Видеоконференция, 27 февраля 2024 г.**

**Вступление**

1. Данное виртуальное мероприятие было организовано для обсуждения вопросов, связанных с буфером ликвидности, таких как его значение, расчет и механизм реализации. В мероприятии приняли участие 41 должностное лицо из 16 стран (Албания, Азербайджан, Беларусь, Босния и Герцеговина, Хорватия, Грузия, Венгрия, Казахстан, Косово, Кыргызская Республика, Молдова, Северная Македония, Румыния, Таджикистан, Турция и Узбекистан). Организацию заседания обеспечивали члены ресурсной группы Всемирного банка в составе г-жи Елены Никулиной (руководитель ресурсной группы КС), г-жи Галины Кузнецовой (член ресурсной группы КС), г-жи Тетяны Шалкивска (Секретариат РЕМПАЛ) и г-на Майка Уильямса (консультант КС по тематическим вопросам).

2. Поприветствовав участников, **г-жа Елена Никулина** предложила им почтить минутой молчания память **г-жи Елены Слижевской**, члена ресурсной группы Всемирного банка, которая ушла из жизни в прошлом месяце. Елена оказывала поддержку КС на протяжении почти 10 лет. Ее очень высоко ценили коллеги, как в личном, так и в профессиональном отношении, и всем будет ее сильно не хватать.

**Буфер ликвидности**

3. **Г-жа Елена Никулина** представила тему заседания. Она отметила, что управление буфером ликвидности является одним из приоритетных вопросов, которые были определены на заседании тематической группы, состоявшемся в Вене в ноябре прошлого года. Эта тема является сложной, что отражено в спектре вопросов, охватываемых презентацией. При подготовке материалов к заседанию секретариат организовал перевод не только презентации, но и «Практического руководства», недавно опубликованного МВФ<sup>1</sup>.

4. **Г-н Майк Уильямс** представил презентацию по теме. Он обратил внимание на важность наличия буфера ликвидности<sup>2</sup>, что подтверждается опытом мирового финансового кризиса и пандемии коронавируса, когда стало очевидно, что риск истощения ликвидности присутствует даже на местных рынках. При этом целесообразно различать два типа буфера ликвидности: «операционный» буфер,

---

<sup>1</sup> Yasemin Hürçan, Fatoş Koç, and Emre Balıbek “How to Set Up a Cash Buffer: a Practical Guide to Developing and Implementing a Cash Buffer Policy” (IMF How to Note 2020) (Ясемин Хюркан, Фатош Коч и Эмре Балибек. Как создать буфер ликвидности: практическое руководство по разработке и реализации политики резервирования ликвидности. Практические рекомендации МВФ, 2020.) <https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Affairs-Department-How-To-Notes/Issues/2020/12/21/How-to-Set-Up-A-Cash-Buffer-A-Practical-Guide-to-Developing-and-Implementing-a-Cash-Buffer-49955>

<sup>2</sup> Обычно определяется следующим образом: «Минимальный уровень остатка денежных средств для обеспечения ежедневных потребностей в ликвидности в любой момент времени при любых обстоятельствах с учетом наличия иных ликвидных ресурсов».

который должен быть достаточным для осуществления ежедневных казначейских платежей в большинстве обстоятельств, и «страховочный» буфер или буфер «на случай непредвиденных обстоятельств» сверх операционного. Последний требуется в качестве резервного фонда на случай признания аукциона несостоявшимся или присутствия на рынке других неблагоприятных условий, влияющих на финансирование. Другой подход предполагает создание буфера для управления ликвидностью и буфера для управления долгом, но, по существу, речь идет о таком же разделении и таких же основных компонентах анализа; в любом случае важно, чтобы процесс принятия решений был интегрированным.

5. Что касается операционного буфера, есть несколько важных переменных, которые перечислены на слайде.

**Операционный буфер: важные переменные**

1. Волатильность ежедневных потоков денежных средств
2. Способность прогнозировать потоки денежных средств
3. Способность реагировать на прогнозы
4. Масштаб (и временные рамки) управления непредвиденными колебаниями
5. Страховочные инструменты
6. Затраты на поддержание буфера ликвидности

Г-н Уильямс пояснил, что, если известна историческая ежедневная волатильность, в принципе можно рассчитать соотношение между размером буфера и вероятностью постоянной достаточности денежных средств. Однако такие расчеты, как правило, исходят из допущения о нормальном распределении базовых переменных или ошибок прогноза, что

происходит не всегда. Более того, даже если истощение буфера статистически маловероятно, казначейскому управлению все же требуются механизмы, которые позволили бы справиться с такой ситуацией, если она возникнет.

6. Г-н Уильямс подчеркнул важность прогнозирования. Хороший прогноз позволяет запланировать стратегию сглаживания пиков и спадов в денежных потоках. Разумеется, при этом предполагается наличие возможности реагирования на прогнозы, например, путем варьирования объема выпуска казначейских векселей, но даже в этом случае сохраняется вероятность волатильности денежных потоков между датами выпуска, что необходимо учитывать в расчетах. В этом случае возникает потенциальная проблема совокупной ошибки прогноза, где ключевой переменной являются сроки, в рамках которых можно управлять данным расхождением.

**Влияние ошибок прогноза**

- Стандартное отклонение ошибок в прогнозе намного меньше стандартного отклонения фактических результатов
  - » но они не будут равны нулю
  - » важна совокупная ошибка
- Определить: максимальное непредвиденное снижение уровня остатка денежных средств за любой период, когда вмешательство уже практически невозможно
  - » В этом контексте важны сроки, в рамках которых можно управлять непредвиденными колебаниями
  - » В странах, которые регулярно выпускают казначейские векселя, речь вероятно идет об 1–2 неделях

**Операционный буфер = максимальная совокупная ошибка прогноза в течение периода реагирования**

Таким образом, операционный буфер можно рассчитывать как максимальную совокупную ошибку прогноза в течение периода директивного реагирования. В странах, выпускающих казначейские векселя еженедельно, период реагирования вероятно составляет 1–2 недели. Данная концепция описана на

представленном слайде. Далее г-н Уильямс проиллюстрировал это на примерах из опыта некоторых стран.

7. Продолжая доклад, г-н Уильямс отметил, что акцент на ошибках прогнозов является ретроспективным подходом. Другой подход, который нередко оказывается эффективным, состоит в проведении дополнительной проверки в контексте сценариев будущих неблагоприятных обстоятельств. В качестве примеров таких обстоятельств можно привести увеличение ошибок в прогнозах доходов и расходов по сравнению с прошлым опытом, разовый шок от изменения уровня расходов или доходов, а также отказ в доступе к рынку. Подобный подход применяется, к примеру, в Турции.

8. Что касается страховочного буфера, есть целый ряд возможных вариантов управления им, например, его можно определить как максимальную сумму финансирования, необходимую в случае сбоя на рынке капитала длительностью (2–3) месяца с невозможностью или ограниченной возможностью выпуска облигаций в течение данного периода. В некоторых странах напрямую допускается возможность признания несостоявшимся аукциона по размещению государственных ценных бумаг (однако они обязывают первичных дилеров осуществлять андеррайтинг бумаг, размещаемых через аукционы, в качестве механизма снижения риска). Также может быть эффективно определять периоды повышенного риска на основе исторических данных, когда рынок не обеспечивал достаточной ликвидности, что, в свою очередь, может указывать на необходимость динамического буфера, который изменяется во времени в зависимости от предполагаемого риска.

9. Крайне важно наличие страховочных инструментов, то есть вариантов доступа к ликвидности в самой краткосрочной перспективе для смягчения проблемы. Не во всех странах есть доступ к средствам центрального банка, однако там, где он есть, размер буфера может быть уменьшен. К другим страховочным инструментам потенциально относятся кредитные линии в коммерческих банках, отзывные срочные депозиты, доступ к средствам в иностранной валюте в тот же день и заимствования у фондов национального благосостояния (на рыночных условиях).

10. Говоря о международном опыте, г-н Уильямс отметил, что в большинстве стран ОЭСР установлен обязательный буфер ликвидности. В среднем его размер, как правило, равен сумме государственных расходов примерно за один месяц, но разброс значений очень высок (при этом данные относятся к 2016 году; после пандемии размер буферов мог увеличиться). В странах Северной Европы, которые осуществляют активное управление ликвидностью, буферы ликвидности очень небольшие, но в других странах размер буфера варьируется в широком диапазоне и часто увязан с расходами или выплатами в счет обслуживания долга за определенное количество дней или недель, хотя г-н Уильямс подчеркнул важность аналитического обоснования таких решений. В странах с формирующимся рынком размер буфера ликвидности, как правило, составляет 2–4 процента от ВВП. В ходе опроса 2021 года о практике применения ЕКС в странах ЕМРПАЛ только три страны (Албания, Венгрия и Турция) сообщили о наличии официально установленного целевого значения уровня буфера ликвидности, хотя, возможно, большинство стран на практике ориентируются на то или иное целевое значение, хотя официально оно и не определено.

11. Г-н Уильямс остановился на некоторых особых вопросах, которые нередко возникают в конкретных контекстах. Он выразил мнение о том, что, за исключением отдельных случаев, когда денежные средства не являются переносимыми, как правило, нецелесообразно разбивать буфер на подкатегории, привязанные к конкретным рискам, поскольку это может привести к созданию неоправданно больших буферов. Обычно предполагается, что буфер хранится в центральном банке как часть остатка средств на ЕКС, что позволяет избежать риска, связанного с кредитованием или ликвидностью. Некоторые страны хранят средства в виде депозитов в коммерческих банках, но необходимо предусмотреть обеспечение. Промежуточным вариантом между буфером ликвидности и более долгосрочными фондами являются буферные фонды ликвидности, например, как «подушка безопасности» на случай неблагоприятного будущего сценария (к примеру, буферный фонд Перу на случай возможного будущего банковского кризиса, использование отзывных депозитов в Канаде). Буферный фонд может храниться в виде отдельного блока средств в фонде национального благосостояния, но при этом важно подчеркнуть, что буфер ликвидности предназначен в основном для поддержки краткосрочного управления ликвидностью, а фонды благосостояния должны управляться отдельно.

12. Следует периодически анализировать базовые факторы, определяющие размер буфера ликвидности.

**Изменения размера буфера ликвидности с течением времени**

- Некоторые страны наметили целевой размер буфера ликвидности в зависимости от рыночных условий (изменение процентных ставок, отрицательной напряженности на рынке), способности более активно управлять остатком средств и ожидаемых бюджетных трудностей / потребности в заемных средствах.
- Многие страны увеличили размер буфера ликвидности во время пандемии Covid, хотя некоторые вновь уменьшили его после ее завершения.

**В многолетней перспективе**

Поступление нормированное в 2013 г. на уровне 100% от выделенных средств в рамках целевой дисциплины за значительное время (с 2013 года увеличилось до 95%, а с 2017 года до 40%). Подтверждение буфера сбалансировано в рамках политики укрепления устойчивости после внеочередных заседаний об стратегической информационной прозрачности.

Польша: в декабре 2017 года на фоне снижения бюджетного дефицита размер буфера был увеличен с 25 млрд до 26 млрд польских злотых.

Венгрия: буфер ликвидности был увеличен после введения в действие с 2019/2020 г. в целях снижения риска повышения долга.

Турция: минимальный размер ликвидности сбалансирован с учетом волатильности процесса погашения долга.

Венесуэла: минимальный размер ликвидности в ЕЦБ с целевым объемом в 10 млрд евро не удалось исполнить.

Многие страны увеличили размер буфера ликвидности во время пандемии Covid, хотя некоторые вновь уменьшили его после ее завершения. Г-н Уильямс привел несколько примеров стран, которые периодически меняют размер буфера ликвидности, либо от года к году, либо в пределах года (см. слайд).

Структура буфера ликвидности может быть разной. Большинство стран устанавливают минимальный уровень, но некоторые определяют диапазон значений относительно предпочтительного остатка, а в еврозоне ЕЦБ выплачивает проценты по более низкой ставке на сумму свыше целевого уровня. Есть примеры двухуровневой структуры буфера ликвидности: в Венгрии проводится различие между минимальным остатком на ЕКС и оптимальным остатком. При наличии интегрированного подразделения по управлению долгом (ПУД) оно, как правило, выдвигает предложение об уровне буфера ликвидности, а если функции по управлению долгом и ликвидностью разделены, то важно обеспечить комплексный подход. И в том, и в другом случае важно информировать центральный банк. Г-н Уильямс также упомянул преимущества информирования рынков и широкой общественности, хотя не все страны раскрывают информацию подобным образом. Публичное раскрытие информации дает положительный сигнал участникам рынка, повышая доверие к правительству. В обстановке, характеризующейся большей неопределенностью, некоторые страны раскрывают информацию о политике (обоснование и определяющие факторы), не предоставляя количественной информации о целевом размере буфера ликвидности.

13. В заключение г-н Уильямс подчеркнул роль буфера ликвидности как одного из элементов «Плана обеспечения непрерывности финансирования». Есть ряд переменных, которые необходимо учитывать в этом отношении, однако важно избегать шаблонных подходов.

### **Обсуждение**

14. **Г-н Илиас Туфан, до недавнего времени возглавлявший Тематическую группу по управлению ликвидностью**, отметил важность систематического (как минимум, раз в год) пересмотра размера буфера ликвидности, с учетом изменения базовых параметров. К таким параметрам относятся следующие: возможности прогнозирования и уровень ошибок прогнозирования; частота применения краткосрочных инструментов и других стратегий управления ликвидностью; альтернативные источники финансирования; прогнозируемый уровень обслуживания долга; уровень развития финансового рынка. Он отметил, что уровни обслуживания долга значительно выросли после пандемии, что указывает на необходимость изменения размеров буферов ликвидности по сравнению с периодом до пандемии.

15. **Г-жа Мимоза Пилкати, директор Департамента казначейских операций (Албания)**, отметила важность буфера ликвидности для снижения риска ликвидности. В Албании буфер ликвидности, в котором объединены как операционный, так и страховочный элементы, упоминается в нормах законодательства, регулирующих исполнение бюджета. Пересмотр размера буфера ликвидности осуществляется при поддержке МВФ; рекомендации направляются в Комитет по управлению ликвидностью и долгом, а затем министру. Г-н Уильямс согласился с важностью институционального закрепления механизмов пересмотра размера буфера ликвидности.

16. **Г-н Бариш Кан, Министерство финансов и казначейства Турции**, отметил важность наличия буфера ликвидности. В Турции размер буфера ликвидности пересматривается ежегодно, а затем рассматривается и утверждается Комитетом по управлению долгом и рисками. При этом принимаются во внимание аспекты, связанные с управлением как ликвидностью, так и долгом. Количество сценариев, рассматриваемых при определении размера буфера ликвидности, может достигать 18, а результаты усредняются. Отдельно имеются буферы, относящиеся к валютным и золотым резервам. Г-н Кан задал вопрос касательно очень высокого уровня остатков денежных средств в Бразилии (19 процентов от ВВП, как показано на одном из слайдов в презентации г-на Уильямса).

17. Г-н Уильямс пояснил, что в Бразилии почти каждый источник доходов увязан с определенным потоком расходов. Если для исполнения бюджета не хватает ресурсов, выделенных на данный сектор, остаток денежных средств все равно необходимо поддерживать<sup>3</sup>. Ответственным за управление ликвидностью хорошо известно о

---

<sup>3</sup> Определенный остаток денежных средств должен поддерживаться на конец финансового года, а в течение года есть некоторые возможности для более эффективного использования ликвидности. Большой остаток средств обходится министерству недорого, поскольку на него

неэффективности этого (законодательно закрепленного) требования. Хотя формального буфера ликвидности нет, публикуется индекс ликвидности, который, по существу, является показателем остатка средств на субсчете долга плюс любые ресурсы, которые также можно использовать для погашения долга (в частности, перечисление дивидендов из Центрального банка).

18. **Г-жа Алия Байгенжина (Казахстан)** задала вопрос о том, можно ли сумму расходов за один месяц принять в качестве оптимального размера буфера ликвидности, с учетом того, что в случае нехватки ликвидности у Правительства Казахстана есть доступ к Национальному фонду. Г-жа Байгенжина также попросила уточнить, как на практике происходит пополнение буферов ликвидности, поскольку после пандемии COVID излишки средств, ранее использовавшиеся для пополнения буфера ликвидности, сократились. Г-н Уильямс подчеркнул важность анализа для обоснования решения о размере буфера ликвидности. Доступ к средствам Центрального банка действительно позволяет использовать буфер ликвидности меньшего размера, при прочих равных условиях, однако сумма расходов за один месяц может быть недостаточной величиной. Вместе с тем, чтобы определить это, нужен более подробный анализ. Чаще всего буфер ликвидности формируется за счет избыточных заимствований (то есть заимствований в размере, превышающем запланированные валовые потребности в финансировании) в течение года. Также можно использовать доходы, полученные в результате перевыполнения бюджета по доходам, либо непотраченные средства в результате неполного исполнения бюджета по расходам, но такие показатели планировать сложнее.

19. Отвечая на вопрос **г-жи Анджелы Касапи из Департамента казначейских операций Албании** о том, нужно ли, при расчете совокупных ошибок прогноза, рассчитывать их только за периоды напряженности или за весь рассматриваемый период, г-н Уильямс пояснил, что важно оценивать совокупные ошибки прогноза за весь рассматриваемый период. Ежедневные колебания являются ожидаемыми. Проблема возникает, когда ежедневная ошибка накапливается, и последствия этого могут быть значительными не только в периоды особой напряженности.

20. **Г-жа Ядранка Грокса Кардум (Хорватия)** задала вопрос о том, в каких законодательных актах обычно определяется буфер ликвидности. Г-н Уильямс ответил, что единообразия нет. Это могут быть законы, такие как закон о бюджете или закон об управлении долгом. А во многих странах положения о буфере ликвидности содержатся не в законах, а в подзаконных правовых актах. Иногда эффективен подход, при котором в законодательстве установлено только требование о наличии буфера как такового, что дает органам власти больше свободы действий. **Г-н Андраш Рез, заместитель руководителя Агентства по управлению государственным долгом Венгрии (ÁКК)**, отметил, что в Венгрии принятие решений о выпуске ценных бумаг для пополнения ЕКС и утверждение плана финансирования, в котором предусмотрен буфер ликвидности, входит в компетенцию министра финансов. В рамках своего годового плана финансирования **ÁКК** подает предложение о размере буфера ликвидности министру

---

начисляются проценты по ставке, по которой Центральный банк получает доход от вложений в государственные долговые обязательства и которая близка к средней ставке процентов, выплачиваемых министерством по выпущенным долговым обязательствам.

финансов, который уполномочен определять размер буфера. Размер буфера ликвидности может пересматриваться ежегодно, поэтому методология может меняться. В качестве комментария к тому же вопросу **г-н Бариш Кан** пояснил, что в Турции есть Закон об управлении государственным долгом, согласно которому размер буфера ликвидности устанавливается ежегодно Комитетом по управлению долгом и рисками.

21. **Г-н Талант Келдибеков, заместитель директора Центрального казначейства Министерства финансов Кыргызской Республики**, пояснил, что в Кыргызской Республике управление ликвидностью заключается в управлении остатками средств на ЕКС в соответствии с порядком, установленным подзаконным актом правительства. Если общий остаток средств на ЕКС превышает месячные потребности бюджетов всех уровней (местных бюджетов, республиканского бюджета, бюджета Социального фонда), то по отдельным бюджетам может образовываться дефицит, который покрывается за счет условных операций между различными бюджетами. Но если остаток на ЕКС меньше месячных расходов, то переводы средств между различными бюджетами запрещены. Кроме того, есть еще один нормативный акт, который предусматривает, что при нехватке средств для финансирования расходов по защищенным статьям (например, заработная плата) осуществление других расходов приостанавливается до тех пор, пока не будут покрыты расходы по защищенным статьям. Министерство не привлекает займы у национальных фондов и Национального банка, поэтому финансирование осуществляется за счет выпуска государственных ценных бумаг. **Елена Никулина** отметила, что такой подход понятен, однако страна могла бы рассмотреть механизм, который обсуждался в ходе сегодняшней видеоконференции, чтобы избежать приостановления расходов, если средств на ЕКС недостаточно.

### **Подведение итогов**

22. **Г-жа Никулина** подчеркнула важность буфера ликвидности для обеспечения исполнения бюджета. Как уже отмечалось, на практике буфер ликвидности, как правило, формируется за счет дополнительного финансирования. Она попросила участников поделиться соображениями о том, как группе по управлению ликвидностью следует организовать дальнейшую работу над вопросами, связанными с буферами ликвидности.

23. **Г-н Уильямс** предположил, что, возможно, было бы целесообразно рассмотреть практический опыт стран-членов, что, в свою очередь, может стать основой для обсуждения аналитических методов и механизмов управления. После этого **г-н Уильямс** поблагодарил всех участников за их вклад и высказанные идеи, которые он будет учитывать в ходе будущих обсуждений на эту тему.

24. **Г-жа Никулина** также поблагодарила всех участников и переводчиков. Она отметила, что ресурсная группа и Исполнительный комитет КС продолжат обсуждать, как лучше организовать дальнейшую работу по этой теме, а также рассмотрит возможность проведения других дистанционных заседаний до следующего заседания полного состава тематической группы, которое, вероятно, состоится следующей осенью.