

УПРАВЛЕНИЕ ЛИКВИДНОСТЬЮ: КАК ОПТИМИЗИРУЮТ ЭТОТ ПРОЦЕСС В РАЗНЫХ СТРАНАХ?

М. Коскун Кангоз* и Леандро Секуньо**

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

Искусство управления ликвидностью заключается в том, чтобы иметь денежные средства в необходимом объёме в нужное время, так чтобы государственные обязательства выполнялись с наименьшими издержками. Современный стиль управления ликвидностью отличают наличие централизованных государственных банковских счетов и создание единого казначейского счета (ЕКС), способность точно прогнозировать движение потоков денежных средств, использование инструментов краткосрочного финансирования и умение инвестировать излишек денежных средств. От создания надежной системы управления ликвидностью с вышеупомянутыми характеристиками выиграют не только правительства и государственные организации, но и прочие участники процесса, в том числе получатели бюджетных средств, банки и кредиторы. В условиях недавней пандемии COVID-19, когда многие страны были вынуждены ввести ограничительные меры, правительствам пришлось столкнуться с непредвиденным снижением доходов на фоне значительного увеличения государственных расходов ввиду финансирования мер по бюджетному стимулированию экономики и расходов на здравоохранение, связанных с пандемией. Поэтому наличие грамотно организованной системы управления государственными денежными средствами сейчас даже более важно, чем раньше.

Цель данной исследовательской работы – изучение методов прогнозирования движения потоков денежных средств и управления ликвидностью на примере 24 стран из разных регионов, которые имеют разные уровни доходов и технических возможностей, а также сопоставление полученных данных с передовыми подходами на основе информации, представленной на семинарах Всемирного банка по прогнозированию движения денежных средств и управлению ликвидностью, состоявшихся в 2018 и 2019 годах. Также в работе описывается опыт и практика других развивающихся и развитых стран.

На примерах из опыта разных стран становится очевидным, что полномасштабное внедрение современного управления ликвидностью по-прежнему остается непростой задачей, хотя в большинстве стран широко распространена система единого казначейского счета, а после глобального финансового кризиса были созданы или увеличены буферы ликвидности. Улучшения требуют и методики прогнозирования движения денежных средств, так как точность, горизонт и регулярность планирования зачастую оставляют желать лучшего. Управление ликвидностью осложняется и фрагментированной организационной структурой. Примеры стран также демонстрируют, что имеется достаточный потенциал для более эффективной координации управления долгом и ликвидностью, а также использования краткосрочных инструментов в целях

* Руководитель подразделения по контролю кредитных рисков, Казначейство Всемирного банка.

** Старший специалист по работе с задолженностями, Глобальная практика по макроэкономике, торговле и инвестициям (МТИ), Всемирный банк.

покрытия дефицита ликвидности. Не менее слабым звеном остается инвестирование остатков денежных средств, поскольку многие страны хранят свои буферы ликвидности в Центральном банке, не получая от этого отдачи.

Коды классификации JEL: E61, E62, E63, H20, H30, H50, H62, H63, H68

Ключевые слова: Управление ликвидностью, прогнозирование движения денежных средств, управление риском ликвидности, управление долгом, буфер ликвидности, казначейские векселя, управление резервами, единый казначейский счет.

Выражение признательности

Авторы благодарны Эмре Балибеку (МВФ), Ларсу Йессену и Себастьяну Буатро (Всемирный банк) за их вклад и комментарии к более ранним версиям.

Вся ответственность за ошибки, упущения и несоответствия любого рода, которые могут быть обнаружены в данной работе, ложится на авторов.

Выводы, толкования и заключения, изложенные в данной исследовательской работе, являются исключительно точкой зрения авторов и не должны каким-либо образом приписываться Всемирному банку, связанным с ним организациям, членам Советов исполнительных директоров Всемирного банка или странам, которые они представляют.

Аббревиатуры и сокращения

ЦБ: Центральный банк

КЦБ: Корпоративные (коммерческие) ценные бумаги

ОЭУГД: Оценка эффективности управления государственным долгом

ПУД: Показатель эффективности управления долгом

Инвалюта: Иностранная валюта

ВВП: Валовой внутренний продукт

ОГУ: Органы государственного управления

МВФ: Международный валютный фонд

Минфин: Министерство финансов

ССУД: Среднесрочная стратегия управления долгом

КВ: Казначейский вексель

ЕКС: Единый казначейский счет

США: Соединенные штаты Америки

НДС: Налог на добавленную стоимость

Содержание

Выражение признательности	3
Аббревиатуры и сокращения.....	4
Введение	6
I. Прогнозирование движения денежных средств	10
A. Управление и организация процессов прогнозирования движения денежных средств... 10	
B. Методы прогнозирования движения денежных средств	13
II. Финансирование кассовых разрывов.....	22
A. Инструменты финансирования	23
B. Взаимная координация при управлении ликвидностью и долгом.....	29
III. Резервы ликвидности и управление излишком денежных средств	35
A. Необходимые условия для инвестирования излишка денежных средств.....	36
B. Снижение затрат на поддержание запаса ликвидности.....	38
C. Инвестирование остатков денежных средств в краткосрочные инструменты	39
IV. Заключение и ключевые выводы	43
Список использованной литературы	46
ПРИЛОЖЕНИЕ: Организационные схемы структур, отвечающих за управление ликвидностью и государственным долгом в некоторых странах	48
Колумбия.....	48
Франция.....	49
Венгрия	50
Соединенные Штаты Америки	51

Введение

Если рассматривать управление ликвидностью как процесс сбора, распределения и инвестирования денежных средств, то такой процесс требует умения прогнозировать движение потоков денежных средств, разработки отлаженного механизма исходящих платежей и сбора доходов, наличия краткосрочных инструментов для финансирования разрывов между входящими и исходящими денежными потоками, возможности генерировать доходность с остатков денежных средств, а также межведомственной координации. Согласно Storkey (2001 г.), искусство управления ликвидностью заключается в обеспечении наличия необходимых сумм денежных средств в определенное время в нужном месте, так чтобы государственные обязательства выполнялись с наименьшими издержками. Williams (2004 г.) рассматривает управление ликвидностью как стратегию и сопряженные с ней процессы, целью которой является экономически эффективное управление свободными остатками денежных средств на государственных счетах и краткосрочными денежными потоками как внутри государства, так и между государственным и другими секторами. Эффективность управления ликвидностью зависит от надежности предоставляемых для прогнозирования движения денежных средств данных и реалистичности вероятных сценариев, консолидации денежных потоков через централизованную систему банковских счетов, наличия структурированных и ликвидных рынков облигаций и краткосрочного капитала, а также четко определенной институциональной и правовой базы.

Lienert (2009 г.) и Williams (2010 г.) выделили базовые структурные элементы, к наличию которых следует стремиться странам при создании прочной основы, обеспечивающей эффективное управление ликвидностью.

Таблица 1. Ключевые характеристики систем управления ликвидностью

Ключевые характеристики современной практики управления ликвидностью (Lienert, 2009)	Ключевые характеристики передовых методов управления денежными средствами государства (Williams, 2010)
Централизация остатков бюджетных средств и создание единого казначейского счета (ЕКС)	Централизация остатков бюджетных средств на и создание ЕКС
Четкое понимание сферы охвата системой планирования ликвидности	
Способность точно прогнозировать входящие и исходящие краткосрочные денежные потоки	Способность точно прогнозировать входящие и исходящие краткосрочные денежные потоки
Эффективная система обработки и учета транзакций	
Своевременный обмен информацией между центральным казначейством, администраторами доходов бюджета, бюджетными министерствами и/или отделениями казначейства	Обмен информацией между органами управления ликвидностью, администраторами доходов бюджета и бюджетными министерствами (а также любыми их подведомственными структурами)
Соответствующие институциональные механизмы и разграничение сфер ответственности	Официальное соглашение между Минфином и Центральным банком об организации информационных потоков и сферах ответственности сторон

Ключевые характеристики современной практики управления ликвидностью (Lienert, 2009)	Ключевые характеристики передовых методов управления денежными средствами государства (Williams, 2010)
Использование современных банковских, платежных и расчетных систем	Современные системы: адекватная система обработки и учета транзакций (сокращение числа этапов обработки транзакций с государственными денежными средствами, использование электронных транзакций); современные банковские, платежные и расчетные системы
Использование краткосрочных инструментов финансового рынка для управления ликвидностью	Использование краткосрочных инструментов (казначейских векселей, сделок РЕПО и обратного РЕПО, срочных депозитов и т. д.) для управления остатками средств и несовпадениями активов и пассивов по срокам погашения и предъявления к оплате
Интеграция управления долгом и ликвидностью	Эффективная координация управления госдолгом и ликвидностью

По утверждению Williams (2004 г.), эффективное управление ликвидностью повышает надежность государственных платежей и снижает операционные риски, связанные с злоупотреблениями и мошенничеством. Обеспечивается дальнейшее сокращение неиспользуемых остатков свободных денежных средств, находящихся в распоряжении правительства, а также достигается прямая экономия благодаря отказу от привлечения займов, за счёт которых финансировались бы средства, вряд ли способные принести отдачу, - потребность в таких займах отпадает.

После глобального финансового кризиса многие развитые и развивающиеся страны либо создали (как, например, США, Канада, Португалия и Венгрия), либо увеличили буферы ликвидности (Cruz and Kos, 2018). Цель накопления ликвидности состоит в том, чтобы смягчить последствия непредвиденного оттока денежных средств и избежать необходимости выходить на рынок для привлечения незапланированного краткосрочного финансирования. Вместе с тем, учитывая, что размер буфера ликвидности зависит, помимо прочего, от величины погрешности при прогнозировании движения денежных потоков и их волатильности, стратегия в отношении денежного резерва отражает важность решения проблемы, связанной с недостаточной точностью прогнозирования таких потоков.

С другой стороны, необходимо учитывать соотношение между размером буфера ликвидности и затратами по его содержанию¹, поскольку поддержание денежного запаса имеет свои издержки. Таким образом, точность прогнозирования движения потоков денежных средств и эффективное управление ликвидностью не позволяют правительствам накапливать долги, способствуют сокращению расходов и снижению рисков. Из-за пандемии COVID-19 во многих странах были

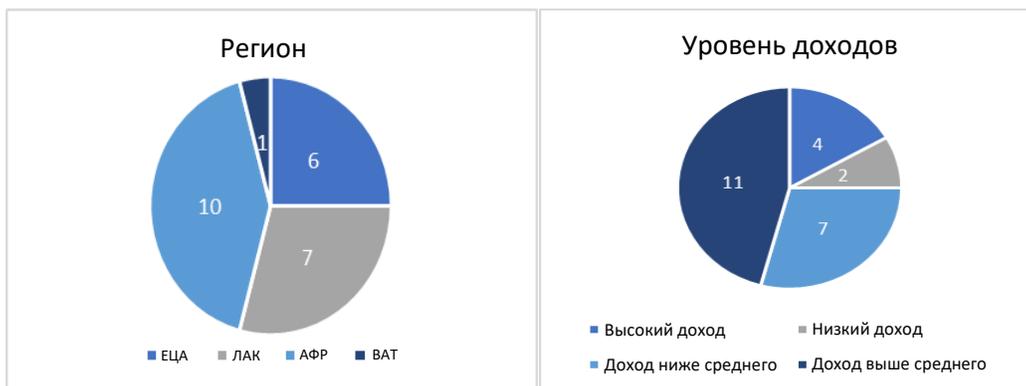
¹ Затраты на поддержание запаса ликвидности в широком понимании определяются в данной работе как стоимость хранения излишка денежных средств на счетах государства, учитывая, что стоимость заимствований, как правило, выше доходности при инвестировании этих средств (если таковая вообще имеется). В известном смысле такие затраты можно сравнить с упущенной выгодой от «неиспользования» денежных средств в чистом выражении.

введены ограничения, что привело к снижению деловой активности во всем мире. Таким образом, доходы правительств упали, а отток денежных средств, напротив, возрос из-за финансирования мер по бюджетному стимулированию экономики и расходов на здравоохранение, связанных с пандемией. Учитывая возросшую неопределенность в период кризиса, связанного с распространением COVID-19, обеспечивать эффективное управление ликвидностью стало ещё сложнее. В этом контексте уроки, извлеченные из опыта других стран, могут быть чрезвычайно полезными.

Благодаря активному управлению ликвидностью правительства могут задействовать широкий спектр финансовых инструментов, что также помогает сбалансировать движение бюджетных средств в центральных банках и уменьшить степень неопределенности в прогнозировании ликвидности Центральными банками. Кроме того, грамотное управление ликвидностью способствует развитию эффективного рынка краткосрочных ценных бумаг (Williams, 2004 г.). Однако бывают случаи, когда управление ликвидностью используется для иных целей, например, для осуществления бюджетного контроля с помощью процесса, называемого «нормирование денежных средств» (Miller and Hadley, 2016).

Цель данного исследования - рассмотреть методы прогнозирования движения потоков денежных средств и управления ликвидностью на примере 24 стран, которые представляют разные регионы и имеют разные уровни доходов, технические возможности и степень соответствия передовым подходам; при его проведении используются данные, полученные в ходе семинаров Всемирного банка по прогнозированию движения денежных потоков и управлению ликвидностью, которые состоялись в 2018 и 2019 годах. В исследовании приняли участие следующие страны: Албания, Ангола, Боливия, Бразилия, Чили, Колумбия, Экваториальная Гвинея, Эсватини, Гамбия, Гана, Гондурас, Косово, Лесото, Нигерия, Северная Македония, Перу, Румыния, Руанда, Сербия, Сейшельские острова, Словения, ЮАР, Таиланд, Уругвай. В документе также используется опыт и практика развивающихся и развитых стран, таких как Франция, Венгрия, Индия, Португалия, Швеция, Турция, Великобритания и США.

Рис. 1 – Страны – участницы семинаров, в разбивке по регионам и уровню доходов



В данной работе мы не ставим перед собой задачи рассмотреть все составляющие эффективного управления ликвидностью, ранее подробно исследованные другими авторами, но намерены осветить следующие основополагающие моменты: прогнозирование движения денежных средств, использование краткосрочных инструментов для преодоления кассовых разрывов, инвестирование

излишка ликвидности, а также взаимная координация при управлении ликвидностью и долгом. Практический опыт на примере актуальной выборки стран, не сегментированной по регионам или уровням доходов, показывает, что можно применять различные подходы с учетом специфики, ограничений и преимуществ каждой страны, придерживаясь при этом принципов эффективности.

Документ состоит из четырех разделов, кратко изложенных ниже. Раздел I содержит сжатый обзор основ прогнозирования движения денежных средств. В разделе II обсуждаются финансовые инструменты для финансирования разрывов между входящим и исходящим потоками денежных средств, а также взаимная координация при управлении ликвидностью и долгом. В разделе III исследуется практический опыт по использованию буфера ликвидности и инвестирования остатков временно свободных средств на ЕКС. Наконец, в Разделе IV сформулированы выводы и даны рекомендации по разработке эффективной стратегии управления ликвидностью.

I. Прогнозирование движения денежных средств

Управление денежными средствами – процесс, призванный обеспечить наличие правильной суммы средств в правильное время в правильном месте, чтобы исполнить платёжные обязательства государства. Это общепринятое определение кажется простым, но применение его на практике может быть сопряжено с определенными сложностями. В случае, если сумма в полном объеме («правильная сумма») не будет переведена в необходимый момент («правильное время») получателю («правильное место»), у государства может образоваться задолженность по выплатам, и его может ждать дефолт (неспособность выполнять свои финансовые обязательства). Этот трехсторонний процесс можно назвать «калибровкой 3-х П», где каждая буква П соответствует «правильному», - сумме, месту и времени. Поиск «правильного» баланса 3-х П похож на жонглирование тремя мячами, когда ни один из мячей не должен коснуться земли. Следовательно, для этого необходима хорошее умение прогнозировать денежные потоки и способность осуществлять на практике стратегии, разработанные на основании такого прогноза.

Основная цель управления ликвидностью – минимизировать разрыв между входящим и исходящим потоками денежных средств в любой момент времени, в идеале - на три месяца вперед. Поэтому, чтобы определить «правильную сумму» платежных обязательств, необходимо спрогнозировать ожидаемые доходы и расходы и выявить разрывы. Учитывая, что распорядителям бюджетных средств почти всегда деньги нужны «здесь и сейчас», а объем доступных ресурсов обычно ограничен, выполнять все платежные заявки по первому требованию непросто. Поэтому ответственные за управление ликвидностью в первую очередь классифицируют платежи с учетом их приоритетности и срочности. Это позволяет составить график очередности платежей и обеспечить наличие необходимых для получателей ресурсов.

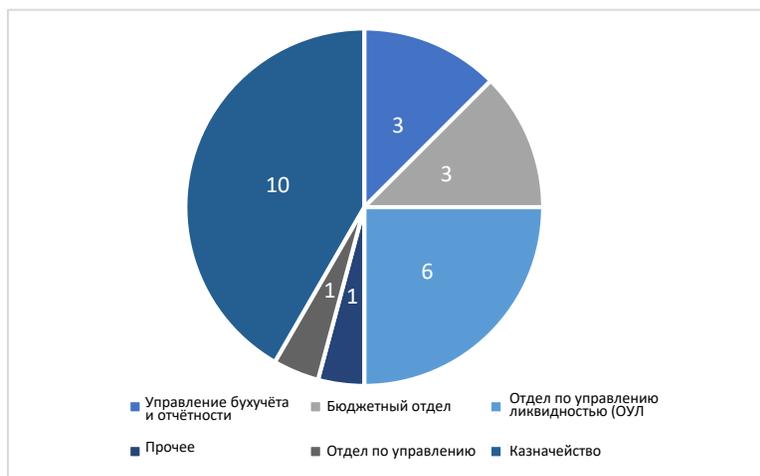
A. Управление и организация процессов прогнозирования движения денежных средств

Прогнозирование движения денежных средств - ключ к гарантированному выполнению государственных платежных обязательств в полном объеме и отсутствию накопления просроченной задолженности. Однако если управление ликвидностью не занимает должного места в цикле государственного планирования и учета ресурсов, а также не связано с обслуживанием задолженности, ответственный за управление ликвидностью не сможет точно спрогнозировать картину движения денежных средств и предоставить надежную и своевременную информацию лицам, принимающим решения, распорядителям бюджетных средств, Центральному банку и рынкам. Таким образом, как подтверждается передовой практикой, для эффективного управления ликвидностью важно создавать соответствующие институциональные механизмы и распределять зоны ответственности между учреждениями.

Управление ликвидностью, будучи элементом эффективного управления государственными финансами, помогает не выходить за рамки бюджета при осуществлении платежей за счет планируемого распределения бюджетных средств. Это может еще больше повысить реалистичность бюджетных прогнозов и помочь руководству с принятием корректирующих бюджетных мер. Однако управление ликвидностью не является частью бюджетного цикла и не является инструментом бюджетного контроля.

С другой стороны, в странах, где отсутствует уверенность в исполнении бюджета, а расходы нельзя покрыть за счёт имеющихся средств, правительства могут пересмотреть приоритеты в процессе исполнения бюджета. Они могут директивно ввести комплексные меры, включающие в себя корректировку бюджета, контроль бюджетных обязательств и нормирование денежных средств, чтобы гарантировать, что распорядители бюджетных средств останутся в рамках бюджетных ограничений, и что совокупные бюджетные целевые показатели будут достигнуты (Miller and Hadley, 2016). В этой связи в ряде стран управление ликвидностью рассматривается как часть бюджетного процесса; об этом свидетельствует либо полное его включение (Чили), либо частичная передача его функций (Гана, Сейшельские Острова) в бюджетный департамент. Кроме того, в некоторых странах управление ликвидностью полностью или частично передается Управлению бухгалтерского учета и отчетности (Эсватини, Лесото, Нигерия). Также случается, когда прогнозирование движения денежных средств осуществляется другими подразделениями (например, Отделом анализа макроэкономической политики Гамбии).

Рисунок 2 – Главные ведомства, отвечающие за управление ликвидностью в странах, принимавших участие в семинарах



В условиях нормирования денежных средств распорядители бюджетных средств не имеют полномочий для самостоятельного планирования ресурсов, поскольку выделение денежных средств происходит непредсказуемо, а управление финансовыми ресурсами крайне централизовано. Это мешает министерствам планировать деятельность в своем секторе, что потенциально может отрицательно сказаться на предоставлении государственных услуг.

Как показано на Рисунке 2, в большинстве исследуемых стран управление ликвидностью является одной из функций Казначейства; оно осуществляется либо отдельным подразделением (Южная Африка, Косово, Руанда), либо выполняется различными подразделениями. Также широко распространен комбинированный вариант, когда функции управления ликвидностью и долгом совмещены (Колумбия, Косово, Перу, Румыния, Словения, Южная Африка и Таиланд). Это соответствует практике, сложившейся в развитых странах. Согласно недавнему исследованию, интегрированное управление ликвидностью и долгом является обычной практикой в странах ОЭСР (Cruz and Kos, 2018). С другой стороны, не существует единого рецепта, подходящего для всех стран.

Следовательно, организационное оформление в разных странах может различаться при условии, сохранения основных элементов эффективного управления ликвидностью. Индикаторами наличия «соответствующих институциональных механизмов и функций», по Lienert (2009), служат четкое распределение обязанностей и рабочих процессов как внутри ведомств, так и между организациями, отвечающими за управление ликвидностью, грамотно выстроенные механизмы внутреннего контроля и аналитический аппарат.

Независимо от функционального подчинения, основным источником фактических данных для управляющих денежными средствами является единый казначейский счет (ЕКС), где аккумулируются все государственные доходы и производятся платежи. Наличие ЕКС - общепринятая практика во всех странах, и, учитывая, что налоговые поступления и большинство расходов осуществляются в национальной валюте, в ней же всегда ведётся основной счет в системе ЕКС. Однако во многих случаях страны также имеют в системе ЕКС субсчета в иностранной валюте, - в основном для совершения международных валютных операций (Албания, Ангола и Колумбия). Согласно общепринятой практике, во всех странах, которые рассматриваются в настоящей работе, ЕКС – при его наличии - находится в Центральном банке; основной валютой этого счета является национальная валюта, даже если имеется субсчет ЕКС в иностранной валюте. Такие страны, как Лесото и Нигерия, признали ключевую роль ЕКС в управлении ликвидностью, и недавно ввели у себя систему ЕКС. Лишь в малом числе стран по-прежнему отсутствует система централизованного банковского счета (например, в Экваториальной Гвинее); среди причин – ограниченная пропускная способность отделений центральных банков и недостаточная эффективность платежных операционных систем. Рекомендуется переход к постепенному внедрению «системы» ЕКС путем консолидации государственных средств на меньшем количестве счетов с учетом имеющихся в стране ограничений.

ЕКС - надежный источник информации о фактических потоках денежных средств, однако ответственным за управление ликвидностью всё равно необходимо наладить сбор данных от государственных организаций, так чтобы прогнозы движения денежных средств соответствовали прогнозам доходов по линии налоговой службы и плану расходования бюджетных средств РБС.

В целом прогнозирование движения денежных средств предполагает коллективную деятельность, как в случае Ганы, где в этом процессе участвуют четыре различных департамента Министерства финансов. В Гане за прогнозирование движения денежных средств отвечает сектор управления государственными расходами Бюджетного отдела. Отдел доходов бюджета и налоговой политики Минфина предоставляет налоговые данные, отдел управления государственным долгом готовит информацию об обслуживании долга, а отдел мобилизации внешних ресурсов предоставляет информацию о ссудах и грантах. Кроме того, Центральный банк Ганы предоставляет фактические данные о доходах и расходах, а Налоговое управление Ганы обеспечивает как фактический сбор, так и прогнозирование поступлений доходов. Далее Управление бухгалтерского учета и отчетности рассчитывает остатки денежных средств на банковских счетах. Координация совместной деятельности этих организаций осуществляется двумя комитетами: по управлению ликвидностью и по управлению казначейскими операциями. Комитеты проводят заседания еженедельно, и итоги этих заседаний взаимно используются ими.

Как уже говорилось, помимо налоговых органов и распорядителей бюджетных средств (РБС) в схему активного взаимодействия включены отделы по управлению ликвидностью, по контролю за исполнением бюджета, по управлению долгом и по денежно-кредитной политике. Поэтому скоординированность их усилий - как внутри организации, так и в рамках межведомственного взаимодействия – весьма важна. С другой стороны, при фрагментарности функции управления ликвидностью координацию обеспечить сложнее, а неэффективность организации может привести к снижению точности прогнозов движения денежных средств. Чтобы избежать этой проблемы, многие страны создали координационные комитеты на высшем или экспертном уровне. С этой целью в таких странах, как Боливия, Чили, Гана, Северная Македония и Румыния, в состав комитета входят представители как министерства финансов, так и Центрального банка. Кроме того, есть примеры, когда в их работе участвуют и другие государственные структуры (например, Боливия, Гана). В таких странах, как Албания, Эсватини, Гамбия и Руанда, в состав координационных комитетов включены только представители подразделений министерства финансов. Обычно координационные комитеты заседают один раз в месяц, но бывают случаи, когда экспертные группы встречаются еженедельно (например, Боливия, Северная Македония, Гана).

В. Методы прогнозирования движения денежных средств

Когда остаток средств недостаточно велик, а прогнозирование движения денежных средств и планирование потребности в ликвидности отсутствуют, правительства осуществляют платежи главным образом исходя из приоритетов политической экономии. В подобных случаях неэффективное распределение финансовых ресурсов может привести к чрезмерному или недостаточному объёму заимствований, что, в свою очередь, может стать причиной роста затрат и рисков. Отсутствие подотчётного и предсказуемого механизма распределения денежных средств может вызвать кризис доверия и усложнить процесс финансирования государства. Напротив, при всеобъемлющем и точном прогнозировании движения денежных средств управление ликвидностью гарантирует поступление средств на счет получателя в нужное время. Как отмечалось выше, наряду с методологией прогнозирования движения денежных средств решающее значение для нахождения правильного баланса 3-х П также имеют охват, горизонт прогнозирования и периодичность прогнозов.

Государственный бюджет является отражением процессов, происходящих в государственной политике, и включает нормы и лимиты по сбору и распределению государственных ресурсов. В стратегическом этапе бюджетирования участвуют государственные учреждения, такие как министерства финансов и планирования, отраслевые министерства, крупные распорядители бюджетных средств и другие субъекты, например, группы гражданского общества. Исходя из стратегических директив, сформулированных на уровне бюджетной политики, должностные лица, ответственные за бюджет, готовят официальный бюджет, в который включены предполагаемые доходы и расходы для каждого бюджетного учреждения. Принимая во внимание, что в государственном бюджете содержится информация о размере доходов и расходов, а также о государственных учреждениях, имеющих право на проведение бюджетных финансовых операций, в качестве первого шага ответственный за управление ликвидностью составляет на основе бюджета годовой план движения денежных средств. Этот процесс представляет собой применение метода «сверху вниз»: (i) обзор совокупных бюджетных показателей, (ii) преобразование данных из бюджета в кассовый план, (iii) создание ежемесячного, еженедельного и ежедневного прогноза движения денежных средств с применением аналитических моделей на основе исторических данных ЕКС, (iv) отражение возможных изменений в государственной политике и нормативных

актах, которые могут повлиять на сбор доходов и использование государственных ресурсов, (v) учет непредвиденных обстоятельств (Рисунок 3).

Рисунок 3. Методы прогнозирования денежных потоков: «сверху-вниз» и «снизу-вверх»



Источник: Авторы

Основным продуктом прогнозирования движения денежных средств являются точные ежедневные прогнозы как минимум на один месяц, оптимально - на три месяца вперед. Однако недостаточная степень детализации бюджетных данных и их периодичность не позволяют ответственному за управление ликвидностью определить точные даты поступления денежных средств и исходящих платежей. Поэтому, чтобы найти правильный баланс 3-х П и составить достоверный прогноз, ответственные за управление ликвидностью сочетают метод «сверху-вниз» с методом «снизу-вверх». Учитывая, что распорядители бюджетных средств и администраторы доходов бюджета располагают информацией из первых рук и имеют больше полномочий по расстановке приоритетов отдельных транзакций, ответственные за управление ликвидностью могут получать от них информацию на ежедневной основе посредством подхода «снизу-вверх». При этом охват государственного бюджета может быть ограничен в некоторых странах, особенно там, где значительную роль играют внебюджетные фонды/организации, и управляющим ликвидностью требуется получать недостающую информацию непосредственно от этих организаций, если они используют ЕКС или наделены полномочиями по управлению ликвидностью.

Другой канал для сбора информации в рамках метода «снизу-вверх» – это территориальные органы/расчетно-кассовые центры, что также может способствовать повышению точности прогнозов. Учитывая, что во многих странах размер долга является внушительным, государственные займы и обслуживание долга могут существенно влиять на денежные потоки в национальной и иностранной валюте. Таким образом, важной частью метода «снизу-вверх» также является принятие в расчет государственного долга, предполагаемых требований о предоставлении государственных гарантий и выплат по гарантиям.

Охват прогнозов движения денежных средств

Управление ликвидностью является частью процесса управления государственными финансами и напрямую зависит от эффективности планирования и исполнения бюджета. В принципе, основными исходными данными для прогнозирования движения денежных средств являются предполагаемые доходы и потолки расходов центральных органов государственной власти, установленные в государственном бюджете. С другой стороны, во многих странах - в частности, развивающихся и в странах с переходной экономикой, - фактический охват государственного бюджета может быть ограничен, потому что государственные средства используются через внебюджетные фонды (например, во Вьетнаме²) и/или целевые счета (например, в Гане, Южной Африке³). Однако в случае, если эти организации/счета собирают и расходуют бюджетные средства через казначейские банковские счета, они должны учитываться в прогнозах движения денежных средств, даже если находятся вне бюджета.

Охват ЕКС имеет решающее значение для определения диапазона прогнозирования движения денежных средств и управления ликвидностью, которые в большинстве стран относятся к центральному правительству. Однако в зависимости от степени децентрализации управления и нормативно-правового соответствия систем бухгалтерского учета и контроля, рамки управления ликвидностью (и ЕКС) могут быть расширены с уровня центрального правительства до уровня всех органов государственной власти вплоть до органов местного самоуправления (как, например, во Франции).

В принципе, считается, что государственные предприятия (ГП), включая государственные банки и финансовые учреждения, подотчетны собственным советам директоров и финансово независимы. Таким образом, при прогнозировании движения государственных денежных средств учитываются только капитальные трансферты государственным предприятиям и выплаты дивидендов государству. С другой стороны, если ГП выполняет какие-либо функции государства или входит в список государственных учреждений и/или включено в бюджет, ответственный за управление ликвидностью должен учитывать финансовые потребности ГП при прогнозировании движения денежных средств. (См. Врезку 5 «Межбюджетные заимствования», где представлена возможная роль государственных предприятий в финансировании дефицита.)

Согласно Руководству МВФ по статистике государственных финансов, выплата процентов по долгу и обслуживание долга рассматриваются как балансовые статьи, а погашение основной суммы долга в бюджет не включается. Однако при прогнозировании движения денежных средств ответственные за управление ликвидностью должны удостовериться, что учтены как балансовые («над чертой»), так и внебалансовые («под чертой») статьи, относящиеся к долгу.

Потенциальные обязательства, такие как гарантии по кредитам и договорам государственно-частного партнерства, классифицируются как внебюджетные статьи. Эти обязательства контролируются в большинстве стран и оплачиваются правительством по требованию. Во избежание неисполнения финансовых обязательств из-за непредвиденных платежей в прогнозы движения денежных средств должны включаться потенциальные требования по условным обязательствам.

² IMF Fiscal Monitor, April 2020.

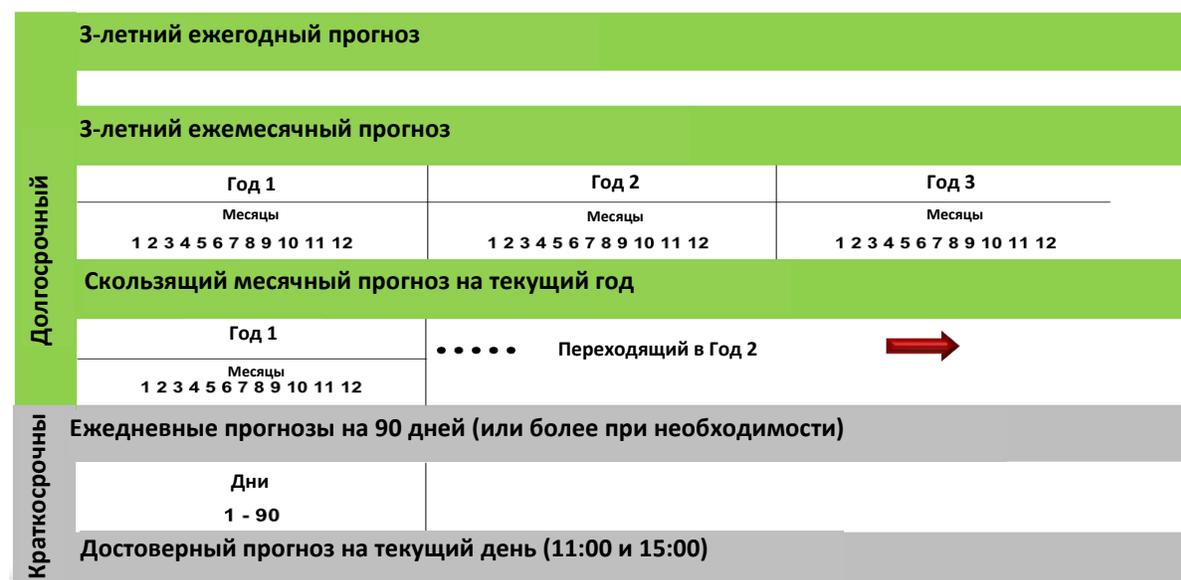
³ Cashin, C., S. Sparkes and D. Bloom (2017).

Горизонт планирования и периодичность прогнозов

Многолетние бюджеты получают все большее распространение и могут обеспечить более долгосрочный горизонт планирования при прогнозировании движения денежных средств. Однако даже для стран с многолетними бюджетами ключевым документом по-прежнему является годовой бюджет, официально утвержденный парламентом. Соответственно, за некоторыми исключениями, горизонт прогнозирования движения денежных средств не превышает одного года. Помимо бюджетных смет на прогнозирование движения денежных средств и управление ликвидностью влияет ряд факторов, таких как средства платежа (например, денежные средства, чеки, электронные платежи), платежные агенты (например, Центральный банк, коммерческие банки), потенциал по управлению ликвидностью центрального правительства и органов местного самоуправления, а также глубина и ликвидность рынков государственных облигаций и краткосрочного капитала (Miller and Hadley, 2016). Таким образом, как горизонт планирования, так и периодичность прогнозов движения денежных средств зависят от разных параметров и демонстрируют значительные расхождения по странам. Есть страны (например, Южная Африка, Албания), выпускающие прогнозы движения денежных средств, рассчитанные на 3 года, 1 год, 1 месяц, 1 неделю и 1 день; в отличие от этого, есть страны, где такие прогнозы производятся раз в месяц (например, Ангола, Нигерия). В большинстве стран годовые прогнозы движения денежных средств выпускают с разной периодичностью: в Косово – ежемесячно, на Сейшельских островах – еженедельно, а в Боливии, Колумбии, Гондурасе, Северной Македонии, Уругвае – ежедневно. Аналогично, периодичность пересмотра прогнозов движения денежных средств в разных странах отличается. В большинстве случаев прогнозы анализируются и пересматриваются еженедельно или ежедневно. Однако есть страны, которые пересматривают прогнозы лишь ежемесячно.

Врезка 1. Развернутое прогнозирование движения денежных средств: Южная Африка

Развернутое прогнозирование движения денежных средств в Южной Африке позволяет правительству управлять денежным потоком таким образом, чтобы обеспечить достаточный объем денежных средств для выполнения бюджетных обязательств; нейтрализовать влияние денежных потоков государства на ликвидность финансовой системы; и максимально выгодно использовать излишки денежных средств на счетах казначейства. Одной из целей развернутого прогнозирования движения денежных средств является гарантированное отсутствие масштабных и неожиданных изменений ликвидности в банковской системе, а также потрясений денежно-кредитной политики.



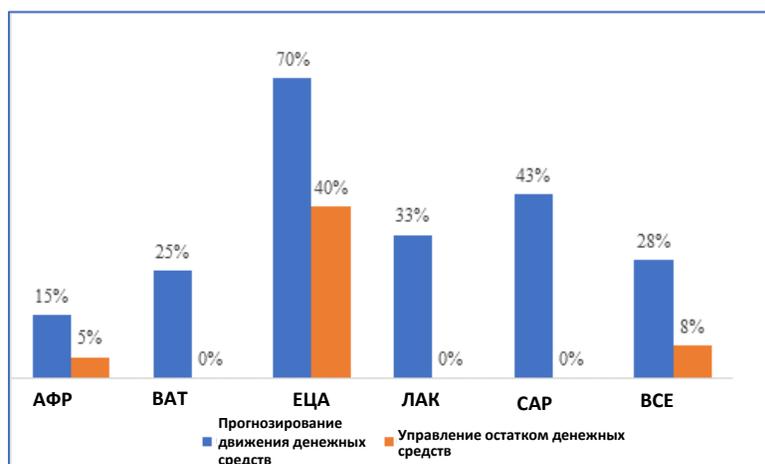
Источник: Национальное Казначейство

В прогнозах движения денежных средств Национальное казначейство отражает доходы, расходы, погашение внутреннего и внешнего долга, финансирование требований по займам и результирующее изменение остатков денежных средств с горизонтом планирования до 3 лет с различной периодичностью (см. рисунок выше).

Методика Всемирного банка по оценке эффективности управления государственным долгом (ОЭУГД или DeMPA) оценивает достоверность, горизонт планирования и периодичность прогнозирования движения денежных средств с помощью показателя управления долгом (ПУД) 11.1.⁴ Для получения оценки С достаточно осуществлять прогнозирование с периодичностью один раз в месяц, В – один раз в неделю, и наивысшей оценки А – ежедневно. По состоянию на конец 2019 года оценка по методике ОЭУГД проводилась в 80 развивающихся странах, и только 28 процентов из них соответствовали минимальным требованиям или превышали их (Рисунок 4, синие столбцы).

⁴ <http://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/dempa-2015>

Рисунок 4 – Доля стран, соответствующих минимальным требованиям по методике ОЭУГД (оценка С или выше)



Источник: Отчеты Всемирного банка по оценкам DeMPA.

Согласно методике ОЭУГД, в идеале страны должны формировать прогнозы движения денежных средств ежедневно, но даже если прогноз обновляется с ежемесячной периодичностью (минимальное требование), рекомендуется, чтоб он при этом охватывал бюджетный год (горизонт планирования). С другой стороны, учитывая, что данные по новому бюджету могут быть недоступны ближе к концу финансового года, управляющие денежными средствами должны уметь приблизительно рассчитать денежные потоки на первые месяцы следующего бюджетного года.

Прогнозирование доходов

Распространенной практикой является прогнозирование доходов с применением метода «сверху-вниз», с обращением внимание на то, что (i) основные налоги (например, налог на доходы физических лиц, налог на прибыль предприятий и НДС), таможенные пошлины и сборы составляют значительную часть в корзине поступлений, и достаточно достоверно оцениваются в доходной части годового бюджета, (ii) график поступления доходов в бюджет отличается выраженной сезонностью, и целесообразно генерировать ежемесячные и еженедельные прогнозы на основе годовых бюджетных показателей с использованием исторических данных, и (iii) необходимо вносить корректировки по мере изменения государственной политики и нормативно-правового регулирования, развития макроэкономической и финансовой ситуации. Соответственно, в большинстве стран ответственные за управление ликвидностью полагаются на прогнозы налоговых ведомств. С другой стороны, есть случаи, когда планированием доходной части бюджета занимается отдел управления ликвидностью (Перу), отдел налогово-бюджетной политики (Таиланд) или отдел макроэкономического прогнозирования (Республика Сейшельские Острова).

Для прогнозирования прочих доходов помимо налогов и таможенных пошлин, таких как, например, дивиденды, гранты и возврат предоставленных займов, лучше всего подходит метод «снизу-вверх», который представляет собой сбор информации от соответствующих учреждений, что обеспечивает более высокую степень детализации и позволяет проследить конкретные денежные потоки.

Врезка 2: Модель прогнозирования движения денежных средств на примере Перу

В Перу используется количественный вариант метода финансового программирования операций ЕКС на базе сценариев прогнозирования движения денежных средств. На первом этапе денежные потоки разбиваются на пять приведенных ниже категорий, для которых впоследствии создается прогноз с помощью различных моделей:

- Обыкновенные ресурсы (например, налоги)
- Определенные ресурсы
- Пожертвования и переводы
- Собственные доходы ведомств
- Ресурсы для государственных кредитных операций

Обыкновенные ресурсы (сборы налогов) прогнозируются с использованием эконометрических моделей временных рядов, в то время как другие источники доходов прогнозируются с использованием метода скользящих средних и моделирования темпов роста.

Аналогичным образом, расходы сгруппированы в категории по типам (например, базовые расходы, такие как заработная плата, пенсии и другие социальные пособия; расходы на приобретение товаров и услуг; текущие расходы; капитальные расходы). Расходы, финансируемые за счет обыкновенных ресурсов, прогнозируются с использованием эконометрических моделей временных рядов. Другие виды расходов прогнозируются с использованием метода скользящих средних, моделирования темпов роста и графических методов анализа данных.

Источник: Министерство экономики и финансов Перу

Прогнозирование расходов

Учитывая, что государственным бюджетом устанавливается потолок расходов за счет механизма ассигнования бюджетных средств, а динамика недискреционных (обязательных) расходов вполне предсказуема, прогнозирование расходов не доставляет ответственных за управление ликвидностью особых проблем. Вместе с тем, учитывая временные разрывы между выделением ассигнований и фактическими платежами с ЕКС, ответственные за управление ликвидностью при прогнозировании расходов склонны больше полагаться на исторические данные ЕКС. Кроме того, полезным источником информации о датах платежей по регулярным и крупным транзакциям также могут стать исторические данные и нормативно-правовые документы.

Дискреционные расходы (например, закупка товаров и услуг, капитальные затраты, субсидии и трансферты) зависят от политических решений правительства, что затрудняет их прогнозирование. Следовательно, более эффективной стратегией было бы сосредоточиться на крупных проектах и программах, требующих больших выплат, а не стремиться прогнозировать все расходы. С другой стороны, в большинстве стран, где финансирование ведется в соответствии с календарем распределения бюджетных ассигнований, а бюджетная политика действует по принципу «израсходуй или потеряешь», дискреционные расходы, такие как закупка товаров и услуг, капитальные затраты, демонстрируют сильные сезонные колебания: показатели расходов держатся на низком уровне в начале года и резко вырастают в последние несколько месяцев.

В связи с тем, что управляющие ликвидностью не владеют информацией о физических условиях реализации инфраструктурных инвестиционных проектов и не могут определить то время, когда понадобятся товары и услуги, лучшими источниками информации для прогнозирования дискреционных расходов являются отраслевые министерства и распорядители бюджетных средств; такая модель получения данных относится к методу «снизу вверх».

В основе прогнозирования расходов лежат количественный анализ и данные распорядителей бюджетных средств, однако экспертная оценка содержит дополнительную информацию, которая не может быть заключена в рамки данной модели. Экспертное мнение позволяет управляющим денежными средствами корректировать свои прогнозы с учетом надежности данных, поступающих из различных источников, и результатов прогнозов коллег.

Врезка 3: Инструмент для реализации метода «снизу-вверх»: система запроса ликвидности в Турции

В 2011 году Турция запустила веб-портал для сбора данных от государственных организаций в режиме реального времени. Более 200 пользователей отправляют информацию через систему с разной периодичностью:

- Отраслевые министерства и другие распорядители бюджетных средств каждый месяц представляют свои планы расходов и поступления предполагаемых доходов с разбивкой по дням с учетом выделенных бюджетных ассигнований. Государственным учреждениям предлагается разделить свои запросы на несколько категорий. Прогнозы могут пересматриваться еженедельно, в течение месяца.
- Региональные и федеральные управления бухгалтерского учета и контроля: формируют отчеты о неисполненных платежных поручениях, передаваемых бухгалтериями отраслевых министерств и другими распорядителями бюджетных средств на ежедневной основе.

Подразделение казначейства по управлению ликвидностью широко использует эти данные, в частности, при разбивке спрогнозированных потоков денежных средств на месяц по дням.

Источник: Министерство финансов Турции

Учет данных о долге

Важными составляющими прогнозирования движения денежных средств являются выплаты процентов и основной суммы долга, а также денежные потоки в результате выпуска новых долговых обязательств. Распространенной практикой является ситуация, когда специалисты по управлению долгом предоставляют прогнозы движения денежных средств, связанных с обслуживанием долга и заимствованиями. Кроме того, ответственные за управление ликвидностью обычно координируют свои действия с отделом по управлению долгом для сбора информации об условных обязательствах на случай необходимости их удовлетворения.

Прогнозирование движения денежных средств по обслуживанию и выплате долговых обязательств с плавающей, индексируемой по уровню инфляции ставкой, деноминированных в иностранной валюте или с привязкой к любым другим переменным, необходимо оценивать с точки зрения макроэкономического сценария (сценариев), который чаще всего не разрабатывается специалистами по управлению долгом (необходимые экспертные оценки обычно генерируются

третьей стороной, например, Центральным банком или отделом макроэкономического прогнозирования министерства финансов). Шоковые сценарии могут быть полезны при разработке регламента по формированию буфера ликвидности, как и при разработке среднесрочной стратегии управления долгом (ССУД).

Точность прогнозов

Надежное и точное прогнозирование движения денежных средств имеет решающее значение для разработки и реализации политики управления государственными финансами благодаря (i) важности такой информации для принятия информированных решений о необходимости внедрения корректирующих налогово-бюджетных мер, (ii) предотвращению накопления просроченной задолженности и (iii) минимизации затрат на поддержание денежного запаса.

Существуют факторы, которые вызывают расхождения между фактическими цифрами и первоначальными прогнозами, например внешнеполитические события, смена курса государственной политики или недостаточность сведений.

Чтобы устранить некоторые из этих факторов и повысить точность прогнозирования движения денежных средств, страны вводят механизмы мониторинга и упреждающие меры.

Мониторинг баланса ЕКС в режиме реального времени позволяет управляющим денежными средствами оценивать эффективность прогнозирования движения денежных средств, но необходимым условием является наличие надежной системы электронного банка/платежей.

Повышению точности прогнозов способствуют более реалистичные бюджетные прогнозы, информирование специалистов отраслевых министерств о цене ошибок прогнозирования и меры по минимизации последствий, такие как разработка более жесткой нормативно-правовой базы для исключения внезапных крупных платежей.

Отклонения прогнозных данных по потокам денежных средств от фактических следует регулярно анализировать, чтобы повысить точность прогнозов и помочь управляющим ликвидностью найти источники ошибок.

С этой целью полезно иметь архив исторических прогнозных данных, который позволит детально анализировать расхождения в разные периоды года и находить временные лаги между предполагаемыми и реализованными денежными потоками.

Лишь 9 из 24 стран – участниц семинара представили индексы точности своих прогнозов; это говорит о том, что тщательная оценка эффективности прогнозирования в большинстве этих стран не проводилась, и указывает на аспекты, требующие улучшения.

Полезным инструментом для устранения расхождений между прогнозами и фактическим исполнением является резерв («буфер») ликвидности, подробно описанный в Разделе III.

Такие резервы обеспечивают запас денежных средств для покрытия непредвиденных разрывов потоков денежных средств (более низкие доходы или более высокие расходы по сравнению с прогнозом), с тем чтобы запланированные обязательства могли быть выполнены в срок.

II. Финансирование кассовых разрывов

Предпосылкой к тому, чтобы правительства могли предпринять необходимые меры для своевременного выполнения обязательств, является надёжная оценка остатка денежных средств; при этом объём заимствованных средств (и их стоимость) ограничивается тем, что действительно важно, благодаря чему можно избежать ненужных заимствований.

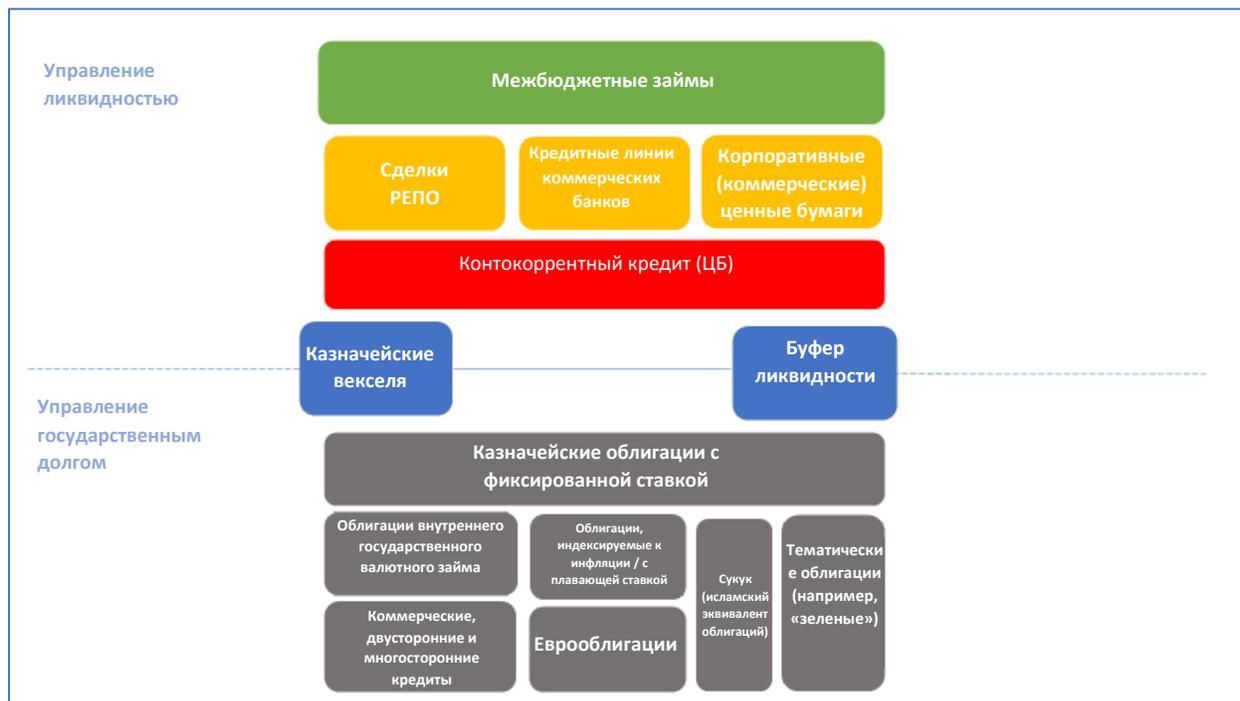
Традиционной задачей управления государственным долгом и ликвидностью является обеспечение ресурсов, необходимых для финансирования бюджетных расходов/дефицита и выполнения долговых обязательств, минимизируя при этом затраты и риски. Основное различие заключается во временных горизонтах планирования, на которые ориентируются ответственные за управление ликвидностью и долгом.

Управление остатками денежных средств включает в себя две основные задачи: i) привлечение финансирования для покрытия дефицита денежных средств; и ii) инвестирование остатков денежных средств для минимизации затрат на поддержание запаса ликвидности. Действия правительства будут зависеть от размера текущих и предполагаемых остатков денежных средств (дефицит или избыток); для решения обеих задач используют прогнозирование движения денежных средств. Нам могут заметить, что основная связь между управлением ликвидностью и государственным долгом прослеживается в использовании краткосрочных инструментов для покрытия временной нехватки денежных средств, и это верное утверждение. Тем не менее, стоит отметить, что, учитывая затраты на поддержание денежного запаса, инвестирование денежных средств будет иметь экономический смысл только в тех случаях, когда правительство не прибегает к заимствованиям.

Выбор инструментов, которые будут использоваться для покрытия временной нехватки денежных средств, зависит от ожидаемой длительности периода дефицита ликвидности и связанных с этим затрат. На приведенной ниже диаграмме показаны инструменты финансирования, используемые правительствами для управления ликвидностью и государственным долгом, а также наглядно продемонстрировано, что казначейские векселя и резерв ликвидности находятся на пересечении этих видов деятельности и эффективно используются при их осуществлении.⁵

⁵ В контексте управления долгом также могут быть использованы корпоративные (коммерческие) ценные бумаги, хотя чаще они применяются для решения проблем денежных дефицитов в краткосрочной перспективе (управление ликвидностью).

Рисунок 5. Инструменты финансирования при управлении ликвидностью и государственным долгом



Источник: Авторы

А. Инструменты финансирования

Для устранения временной нехватки денежных средств ответственные за управление ликвидностью могут использовать различные инструменты, представленные на Рисунке 5 и более подробно рассмотренные ниже.

Контокоррентный кредит: Центральным банком предоставляется краткосрочная кредитная линия (также известная как авансовый кредит или овердрафт), как правило, с ограничениями по объему и срокам (используется, например, Эсватини, Индией и Уругваем). Многие развивающиеся и развитые страны ограничили эту практику, чтобы избежать инфляционных и валютных побочных эффектов в связи с финансированием расходов федерального правительства финансовым регулятором (Бразилия и Чили запретили любое финансирование со стороны Центрального банка на конституционном уровне). Однако в последнее время в ряде стран наблюдается чрезвычайный рост эмиссионного финансирования по сравнению с тем, как это должно выглядеть в идеале⁶; эта практика объясняется ростом потребности правительств в денежных средствах в результате кризиса, связанного с распространением COVID-19 (см. Врезку 4). Контокоррентный кредит, как правило, является одним из наиболее гибких инструментов, при условии что он доступен

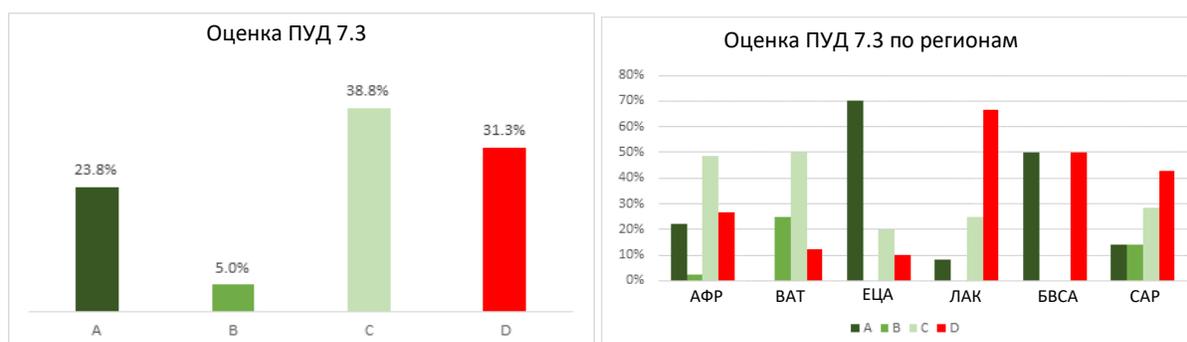
⁶ Методика Всемирного банка по оценке эффективности управления государственным долгом (ОЭУГД) оценивает страны по показателю политики развития «Показатель управления долгом» (ПУД) – ПУД 7.3 (степень ограничения прямого доступа к финансовым ресурсам Центрального банка) в соответствии с введением максимальных значений по объемам и срокам; при этом максимальную оценку получают страны, которые запрещают прямое финансирование или ограничивают авансирование чрезвычайными ситуациями на срок не более двух недель. Красный цвет контокоррентного кредита на Рис. 5 указывает на чрезвычайный характер этого инструмента, в идеале не используемого на регулярной основе для государственного финансирования.

правительству, но и он не лишен возможных недостатков с точки зрения стоимости обслуживания и ограниченного объема.

Врезка 4: Финансирование правительства Центральным банком

Денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика обнаруживают неоспоримые взаимосвязи, однако во избежание нежелательного вмешательства в реализацию обеих политик и поддержки бюджетной дисциплины необходимо разграничивать полномочия Центрального банка и государственное финансирование.

Jacome et al. (2012) показывают, что в выборке из 152 стран в 57 разрешается использование авансовых платежей, в 40 не возбраняется использование кредитов (займов), а в 51 устанавливают запрет на любой вид кредита. Результаты оценки по методике ОЭУГД, проведенной в 80 странах по состоянию на конец 2019 года, также указывают на необходимость ограничения условий, при которых правительство может напрямую заимствовать средства у финансового регулятора.



Почти треть оцениваемых стран не устанавливают на законодательном уровне максимальное значение для прямых заимствований у Центрального банка (оценка D), что является минимальным требованием для оценки C в соответствии с методикой ОЭУГД. С другой стороны, чуть менее четверти стран законодательно запрещают или ограничивают сферу применения эмиссионного финансирования чрезвычайными ситуациями, а временной параметр – сроком не более двух недель (оценка A). Кроме того, подходы существенно различаются от региона к региону: большинство стран Латинской Америки не набирают минимальных баллов, в то время как более двух третей стран региона Европы и Центральной Азии в последних исследованиях были удостоены самых высоких оценок.

Реагируя на глобальный финансовый кризис, Федеральная резервная система (США), Центральный банк Европы и Банк Японии предоставили держателям облигаций (в том числе банкам и институциональным инвесторам) ликвидность путем скупки государственных ценных бумаг на вторичном рынке для достижения стабильности финансовых рынков. При этом целью центральных банков не являлось содействие в покрытии краткосрочных дисбалансов денежных потоков правительств, для которых существует овердрафт.

Врезка 4. Финансирование правительства Центральным банком: чрезвычайный инструмент (продолжение)

Однако совсем недавно, в связи с возросшими потребностями в финансировании, которые обусловлены пандемией COVID-19, некоторые страны разрешили центральным банкам финансировать правительства непосредственно через покупку государственных ценных бумаг на первичном рынке и поддерживать держателей облигаций на вторичном рынке (см. Arslan, Y, Drehmann, M and Hoffmann, B (2020)).

Центральные банки Индонезии, Таиланда и Малайзии покупали государственные ценные бумаги на первичном рынке; при этом финансовые регуляторы выступили покупателями облигаций на вторичном рынке в Чили, Колумбии, Венгрии, Индии, Израиле, Корее, Мексике, Филиппинах, Польше, Румынии, Южной Африке, Турции и Малайзии (Бразилия и Чешская Республика предложили внести поправки в законодательство, чтобы иметь возможность сделать это). Центральный банк Филиппин также недавно заключил сделки РЕПО между Центробанком и Казначейством, чтобы справиться с временным дефицитом ликвидности, связанным с кризисом.

Источник: https://dataviz.worldbank.org/views/FS-COVID19/Overview?embed=y&isGuestRedirectFromVizportal=y&:display_count=n&:showAppBanner=false&:origin=viz_share_link&:showVizHome=n

Сделки РЕПО: Сделка РЕПО - это временная продажа (государственной) ценной бумаги с обязательством продавца выкупить ее обратно по истечении заранее определенного срока и по заранее согласованной цене. Правительства используют РЕПО для покрытия временной нехватки денежных средств, предоставляя кредитору государственную ценную бумагу в качестве обеспечения. РЕПО обеспечивают достаточную гибкость и в большинстве случаев используются в течение периодов, не превышающих промежуток времени между аукционами казначейских векселей. Процентные ставки и сроки оговариваются контрагентами, как правило, в рамках глобального генерального соглашения о РЕПО⁷. Преимуществом этих сделок для кредитора является получение залога (государственной ценной бумаги). Хотя кредитный риск обеспечения такой же, как и у заемщика (правительства), предоставление торгуемой ценной бумаги снижает риск ликвидности кредитора. Поэтому сделки РЕПО менее затратны по сравнению с необеспеченными займами. Несколько стран используют сделки РЕПО для временного заимствования, включая Венгрию, Францию, Швецию, США и Великобританию. Несмотря на удобство сделок РЕПО для целей управления денежными средствами, страны с менее развитой практикой управления ликвидностью и менее развитыми рынками капитала для покрытия дефицита денежных средств главным образом используют выпуск казначейских векселей. Williams (2010) рассматривает использование сделок РЕПО в качестве одного из механизмов «тонкой настройки» уровней остатков денежных средств, в то время как большинство стран с переходной экономикой придерживаются подхода «грубой настройки». Наконец, важно рассмотреть вопрос о том, как эти сделки отражаются в статистике задолженности во избежание недооценок, которые могут повлиять на денежно-кредитную и бюджетно-налоговую политику и правила, поскольку

⁷ Более подробно см. <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/legal-documentation/global-master-repurchase-agreement-gmra/>

сделки РЕПО могут использоваться казначействами для покрытия дефицита денежных средств, а центральными банками — для вывода излишков ликвидности из финансовой системы.

Кредитные линии коммерческих банков: Необеспеченные прямые заимствования у коммерческих банков в рамках двусторонних соглашений являются одним из вариантов для стран с менее развитыми финансовыми рынками. Этот инструмент проще, но, как правило, дороже по сравнению с обеспеченными сделками. Кредитные линии коммерческих банков имеют высокую степень гибкости с точки зрения сроков, но они могут регулироваться лимитами, ограничивающими риски для правительства⁸; кроме того существуют некоторые опасения в отношении прозрачности этого инструмента. Он, как правило, используется только для очень краткосрочных и чрезвычайных нужд. Кредитные линии коммерческих банков в своем портфеле инструментов управления ликвидностью держат Румыния и Экваториальная Гвинея.

Корпоративные (коммерческие) ценные бумаги: Эти инструменты денежного рынка обычно выпускаются корпорациями и финансовыми учреждениями для управления собственными денежными средствами на срок до одного года, по аналогии с казначейскими векселями для правительства. Тем не менее, в целях управления ликвидностью некоторые правительства также выпускают коммерческие ценные бумаги (КЦБ), в основном деноминированные в долларах США и евро – для покрытия разрывов либо в иностранной, либо в национальной валюте. Основными преимуществами являются стандартизация и наличие крупных рынков КЦБ в США и Европе. Эмиссия осуществляется по «программе», согласованной с несколькими коммерческими банками, которые обращаются к инвесторам. В программе указывается диапазон сроков погашения, максимальный объем, который может быть эмитирован, технические условия (дни выплат, расчетные дни и т. д.), в остальном оставляя эмитенту достаточно свободы и позволяя при необходимости довыпустить очередной транш ценных бумаг (частные размещения). Программы выпуска КЦБ, деноминированные как в евро, так и в долларах США, популярны среди европейских Агентств по управлению государственным долгом (включая Австрию, Бельгию, Данию, Ирландию, Италию, Нидерланды, Швецию) как способ диверсифицировать базу инвесторов на рынке краткосрочного капитала. КЦБ также могут быть использованы - хотя и в меньшей степени - для управления государственным долгом.

Межбюджетные заимствования: Правительства расширяют свои источники краткосрочного финансирования либо путем объединения государственных ресурсов за пределами федерального правительства в рамках ЕКС, либо путем создания специальных механизмов заимствования для доступа к ресурсам местных органов власти, государственных предприятий и государственных фондов. Механизм внутригосударственных заимствований минимизирует ненужные государственные краткосрочные заимствования, «сводя» между собой государственные структуры, испытывающие дефицит денежных средств, с такими, кто имеет профицит.

⁸ Нормы финансового регулирования, как правило, требуют, чтобы кредиторы распределяли капитал после открытия кредитной линии, даже если она не используется.

Врезка 5. Межбюджетные заимствования: оптимальное использование государственных средств

Расширенное использование ресурсов органов государственного управления (ОГУ) может выходить за рамки просто эффективного использования имеющихся совокупных денежных средств ЕКС, и обеспечивать механизм, который позволяет осуществлять заимствования за пределами финансовых рынков и имеет особые механизмы управления. Такая структура не обязательно включает в себя все организации, входящие в состав ОГУ (некоторые государственные предприятия или государственные банки, которым требуется финансовая и управленческая независимость и доступ к рынку капитала, обычно остаются за пределами этой схемы). Поскольку такой механизм расширяет охват и размеры «государственного бюджета» и снижает потребность в рыночных заимствованиях, входящий и исходящий потоки капитала в финансовую систему будут меньше, что потенциально облегчит Центральным банкам задачу по изъятию или вливанию ликвидности в систему с помощью инструментов денежно-кредитной политики.

Франция – ЕКС, находящийся в *Банке Франции*, включает в себя примерно 5000 государственных счетов, включая счета корреспондентов Казначейства. Корреспондентами являются местные / региональные органы власти и финансируемые правительством учреждения, а также внешние организации, такие как Европейский Союз, который хранит часть своих средств в Казначействе Франции. Основной целью такой централизации является предоставление дополнительного источника финансирования правительству и сокращение масштабов операций финансирования на рынках. Для того, чтобы *Казначейское агентство Франции* могло справляться с тысячами ежедневных операций, осуществляемых множеством владельцев счетов, помимо ежедневного представления надежного прогноза движения денежных средств, корреспонденты Казначейства обязаны уведомлять Казначейство не позднее 16:00 о любой операции, которая планируется в следующий день, объем которой превышает 1 млн. евро.

Португалия — Институт государственного кредитного и казначейского управления (*Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público – IGCP*) уполномочен выдавать специальные сертификаты государственного долга (CEDIC) в рамках интегрированных полномочий по управлению государственным долгом и ликвидностью. Эти сертификаты представляют собой механизм межбюджетного заимствования для административных субъектов государственного сектора и позволяют корпорациям государственного сектора инвестировать излишки денежных средств. Ценная бумага призвана содействовать «интеграции, оптимизации и гибкости управления государственным долгом и излишком ликвидности государственных организаций». Чтобы обеспечить IGCP и организациям-инвесторам пространство для маневра, сертификаты могут быть погашены до наступления заявленного срока (12 месяцев) по взаимному соглашению сторон, а также могут торговаться между депозитариями. Процентные ставки определяются Институтом на основе ставок межбанковского денежного рынка.

Колумбия — ассортимент инструментов государственного краткосрочного финансирования расширяется за пределы выпуска казначейских векселей (для управления как долгом, так и ликвидностью) за счет использования: i) специальных фондов; ii) ресурсов фонда нефтяных роялти; и iii) ресурсов государственных структур, входящих в состав ЕКС.

Врезка 5. Внутригосударственные заимствования: оптимальное использование государственных средств (продолжение)

Специальные фонды собирают ресурсы в основном для инвестиционных проектов, и Казначейство может временно использовать их в качестве источника краткосрочного финансирования (на конец 2019 года – 8,1 млрд долларов США). Ресурсы от нефтяных роялти (*Sistema General de Regalias*) также служат для покрытия временного дефицита денежных средств (5,9 млрд долларов США на декабрь 2019 года). Для использования этих двух источников финансирования и ресурсов, уже выделенных конкретным государственным структурам в рамках ЕКС (пункт iii), казначейство выпускает векселя (*pagares*) с рыночными ставками (процентные ставки по межбанковским и государственным ценным бумагам).

Южная Африка – ЕКС находится в Резервном банке ЮАР, который передает решение задачи инвестирования избыточных денежных средств на аутсорсинг своей дочерней структуре (Корпорация по государственным депозитам — CPD), единственным владельцем которой он является. Ресурсы, подлежащие инвестированию, поступают от национального правительства, региональных органов власти и государственных корпораций (ГК). Субнациональные субъекты и отдельные ГК обязаны инвестировать свои избыточные денежные средства в CPD, а национальное правительство использует эти средства для погашения долгов и, в основном, для управления ликвидностью. В 2018/2019 годах национальное правительство заимствовало более 70% среднесуточных остатков, сохраняемых в CPD. Региональные органы управления также могут заимствовать средства из этого общего фонда для финансирования краткосрочных дисбалансов денежных средств в рамках заранее определенных лимитов.



Врезка 5. Внутригосударственные заимствования: оптимальное использование государственных средств (продолжение)

Перу — Главное управление по государственному долгу и казначейским операциям (DGETP) ежегодно публикует 3-летнюю Стратегию глобального управления активами и обязательствами с 2013 года. В документе определяется полный объем активов и обязательств нефинансового государственного сектора; среди прочих целей, он призван улучшить централизацию ресурсов в ЕКС. Что касается активов, то из общего объема, составлявшего 16% ВВП в июле 2018 года, i) 3,4% приходилось на собственные средства государственного казначейства, ii) 3,7% — на целевые фонды, выделенные и зарезервированные средства, iii) 4,5% — на средства государственных структур в частной финансовой системе и iv) 3,6% — на средства государственных структур в государственном казначействе. Категории ii) и iii) главным образом включают в себя целевые средства; категория iv) представляет собой дополнительный источник временного финансирования, чаще всего размещенный в ЕКС.

Источник: данные с веб-сайтов Национальных бюро/агентств по управлению государственным долгом и презентации стран, представленные в ходе семинаров по прогнозированию движения денежных средств и управлению ликвидностью, проводившихся Всемирным Банком в 2018 и 2019 годах.

Казначейские векселя: это бескупонные облигации с предполагаемым сроком погашения от нескольких недель до одного года. Как показано на Рисунке 5, казначейские векселя используются как при управлении ликвидностью, так и при управлении государственным долгом. Для целей управления ликвидностью казначейские векселя могут выпускаться на эластичной основе, не обязательно посредством регулярных эмиссий; суммы предложения определяются в соответствии с неотложными потребностями в денежных средствах, а сроки — с прогнозируемой продолжительностью ожидаемого дефицита ликвидности⁹. С другой стороны, казначейские векселя являются одним из основных инструментов для управляющих госдолгом: как для решения вопросов, связанных с оптимальным соотношением¹⁰ затрат на обслуживание долга и рисками, так и для удовлетворения потребностей в крупном финансировании при отсутствии диверсифицированной базы инвесторов (сосредоточенной в коммерческих банках).

В. Взаимная координация при управлении ликвидностью и долгом.

Как упоминалось ранее, казначейские векселя служат двум различным целям: i) рефинансирование долга, особенно в странах, где база инвесторов сконцентрирована в банках¹¹, и, следовательно, спрос на государственные долговые инструменты ограничивается краткосрочными (соответствующими продолжительности обязательств банков); и ii) покрытие временного дефицита ликвидности. Учитывая, что в последнем случае потребности в финансировании носят временный характер, ожидается, что объем казначейских векселей будет довольно стабильным на протяжении нескольких лет, но с существенными колебаниями в пределах одного года. С другой стороны, когда

⁹ Инвесторы не требуют такого же уровня прогнозирования по сравнению с долгосрочными инструментами.

¹⁰ Даже страны с широким доступом к долгосрочному финансированию используют казначейские векселя для изменения финансового профиля эмитента и диверсификации портфеля, временно сокращая их, чтобы избежать излишних затрат в тех случаях, когда график кривой доходности демонстрирует крутую траекторию.

¹¹ Спрос банков на казначейские векселя также ограничен их ликвидностью и требованиями регулятора, что усиливает необходимость диверсификации базы инвесторов с учетом спроса со стороны конечных инвесторов.

казначейские векселя в основном используются в целях управления долгом, можно ожидать изменения непогашенной задолженности в зависимости от аппетита инвесторов (спроса) и того, что определено в ССУД (предложения).

Что касается специальных инструментов управления долгом, кассовые разрывы в основном закрываются выпуском казначейских облигаций (более 1 года), в то время как казначейские векселя используются для временного дефицита денежных средств. Однако даже в странах, где казначейские векселя относятся к инструментам управления ликвидностью (см. Врезку 6), предусмотрена определенная гибкость, так чтобы управляющий госдолгом имел возможность тактически варьировать содержание долгового портфеля, сокращая или удлиняя сроки погашения обязательств в зависимости от рыночных условий, выпуская больше или меньше казначейских векселей в разные периоды. Такой подход чаще встречается на развитых рынках, где инвестиционная база диверсифицирована, и возможно долгосрочное финансирование; страны с неразвитыми рынками для ликвидации кассового разрыва в большей степени полагаются на казначейские векселя.

Чтобы не нести ненужных затрат по займам после периода дефицита ликвидности, идеальным решением было бы выпустить новую ценную бумагу с фиксированным сроком действия (соответствующим продлению периода дефицита ликвидности). Как показано на Врезке 6 ниже, подходы стран различаются: одни предпочитают использовать для управления ликвидностью более гибкий набор инструментов (Венгрия, Индия, Франция, Южная Африка), другие оперируют казначейскими векселями со сроками погашения в 3, 6 и 12 месяцев (Албания, Бразилия, Гана, Колумбия, Северная Македония, Румыния и Руанда).

Следует отметить, что даже в странах, где имеются более гибкие краткосрочные инструменты для финансирования временного дефицита ликвидности, тоже регулярно выпускают казначейские векселя со сроком погашения через 3, 6 и 12 месяцев (в Индии выпускаются казначейские векселя и казначейские векселя управления ликвидностью; во Франции и Венгрии в качестве инструмента для целей управления ликвидностью указываются казначейские векселя). Эти стандартизированные казначейские векселя не только обеспечивают ответственным за управление ликвидностью и долгом гибкость в привлечении средств, но и служат в качестве инструмента для разработки ценовой привязки на рынке краткосрочного капитала. Есть страны, где эту функцию в основном выполняет эмиссия краткосрочных векселей Центральным банком (Чили¹², Гондурас). В других странах казначейские векселя выпускаются подразделениями по управлению государственным долгом в рамках регулярной программы эмиссии для того, чтобы поддерживать надежные справочные цены на представленных сроках в дополнение к традиционным целям управления госдолгом и ликвидностью (Бразилия, Колумбия, Турция).

¹² Правительство Чили недавно приступило к выпуску 6- и 12-месячных казначейских векселей, чтобы справиться с возросшими потребностями в заимствованиях, связанными с кризисом COVID-19 и «в перспективе улучшить ликвидность и развитие внутреннего рынка краткосрочных инструментов с фиксированным доходом» (Презентация «Отношения с инвесторами», 27 апреля, 2020); при этом краткосрочные инструменты для целей управления ликвидностью не выпускаются.

Врезка 6. Некоторые примеры использования казначейских векселей при управлении ликвидностью и государственным долгом

Франция — казначейские векселя (BTFs - *Bons du Trésor a taux fixe*) используются исключительно для целей управления ликвидностью, то есть для «сглаживания колебаний денежной позиции правительства в течение года». Проводятся еженедельные аукционы 3-месячных BTF, в то время как 6-месячные и 1-летние казначейские векселя используются реже в зависимости от наличия более длительных периодов дефицита ликвидности. С другой стороны, предусмотрена большая гибкость, чтобы справиться с неожиданным краткосрочным дефицитом ликвидности: есть возможность выпуска более коротких BTF, обычно со сроком погашения от 4 до 7 недель.

Венгрия — «дисконтные казначейские векселя» со сроком погашения 3 и 12 месяцев используются для управления ликвидностью, то есть для сглаживания колебаний ликвидности, вызванных изменением потребностей в финансировании в течение года. «Дисконтные казначейские векселя ликвидности» более коротких сроков (обычно 6 недель) наряду с использованием сделок РЕПО дополняют инструменты, используемые для финансирования временных дисбалансов ликвидности.

Индия — несогласованность денежных потоков федерального правительства устраняется посредством выпуска казначейских векселей, казначейских векселей управления ликвидностью и доступа к средствам авансового обеспечения (WMA) Резервного банка Индии. Казначейские векселя выпускаются на фиксированные сроки - 91, 182 и 364 дня; казначейские векселя управления ликвидностью и WMA предоставляют правительству большую гибкость. Последние могут размещаться на срок до 90 дней под рыночную ставку (РЕПО) и также распространяться на органы местного самоуправления.

Южная Африка — казначейские векселя со сроком погашения 6, 9 и 12 месяцев выпускаются еженедельно в рамках стратегии управления госдолгом; для управления ликвидностью используются аналогичные инструменты со сроком погашения 3 месяца или менее используются.

Колумбия — казначейские векселя с расчетным сроком погашения 12 месяцев еженедельно выпускаются для финансирования казначейских операций (являясь одним из инструментов управления ликвидностью). Инструменты с фиксированными сроками погашения (срок погашения в марте, июне, сентябре и декабре) выпускаются в течение квартала (дополнительные выпуски). Поэтому срок погашения казначейских векселей варьируется от 12 до 9 месяцев, в зависимости от даты выпуска. Выпуски казначейских облигаций проводятся в разные дни недели; они в меньшей степени ориентированы на удовлетворение потребности в денежных средствах (но связаны с ним), и в большей - на рефинансирование долга.

Врезка 6. Некоторые примеры использования казначейских векселей при управлении ликвидностью и государственным долгом (продолжение)

Бразилия — казначейские векселя со сроком погашения 6 и 12 месяцев поочередно выпускаются каждую неделю через довыпуски; фактические сроки варьируются от 12 до 9 месяцев и от 6 до 3 месяцев, соответственно. Даты погашения — 1 апреля и 1 октября; , первоначально казначейские векселя выпускались как 2-летние бескупонные облигации. Выпуск казначейских векселей, опирающихся на денежную позицию, которая составляет от 15% до 20% ВВП, с доходностью устанавливаемой Центральным банком в соответствии с рыночными ставками, является скорее частью стратегии по управлению государственным долгом (поддержка развития рынка и управление денежно-кредитной политикой), нежели стратегии управления ликвидностью.

Гана — краткосрочные инструменты для управления ликвидностью и государственным долгом представлены казначейскими векселями со сроком погашения 3, 6 и 12 месяцев. Ранее, до конца 2018 года, вместо выпущенного в начале 2019 года 364-дневного казначейского векселя правительство использовало 1-летние казначейские сертификаты, для чего осуществлялся довыпуск среднесрочных бумаг (со сроком погашения от 2 лет и выше). Это изменение является водоразделом между управлением ликвидностью и государственным долгом, но также иллюстрирует функциональную многогранность казначейских векселей, учитывая, что более 50% общего валового долга, выпущенного в III кв. 2019 г., состояло из этих ценных бумаг.

Источник: данные с веб-сайтов Национальных бюро / агентств по управлению государственным долгом

Облигации с привязкой к иностранной валюте, инфляции и плавающей ставке, выпущенные на внутреннем рынке, связаны с управлением ликвидностью таким же образом, как и казначейские облигации с фиксированной ставкой¹³; при этом еврооблигации и внешние займы, деноминированные в иностранной валюте, имеют специфические особенности, связанные с тем, что входящие потоки денежных средств поступают в иностранной валюте. Может потребоваться особая договоренность с Центральным банком для интернализации средств, а привлеченные ресурсы могут храниться в иностранной валюте в виде отдельного резервного фонда для погашения обязательств в твердой валюте. Такие страны, как Бразилия, Чили, Южная Африка и Турция держат резервы ликвидности в иностранной валюте.

Внутри страны также можно привлечь коммерческие займы от коммерческих банков и банков развития, что особенно актуально для финансирования проектов. В случаях привлечения внешних заемных ресурсов для проектного финансирования на основании двусторонних и многосторонних кредитных соглашений кредитор (или донор в случае грантов) нередко требует, чтобы такие ресурсы хранились отдельно от основных средств ЕКС, так чтобы они не использовались для

¹³ За исключением того факта, что казначейские облигации обеспечивают точный прогноз движения денежных средств в контексте сроков погашения, являясь ценными бумагами с фиксированной процентной ставкой, в отличие от облигаций в инвалюте, облигаций с плавающей процентной ставкой и индексированных облигаций, для которых необходимо использовать сценарии/оценки, а также создавать резервы для смягчения неожиданных колебаний забалансовой переменной доходности (валюта, инфляция и процентная ставка).

финансирования расходов, не связанных с проектом. Возможные несоответствия между датами получения кредитных средств и фактическим их использованием создают дополнительные затраты, связанные с поддержанием резерва ликвидности. Эти затраты можно снизить благодаря применению специальных механизмов управления, согласованных с кредитором. К таким механизмам могут относиться временное инвестирование кредитных средств (например, в казначейские облигации США) или согласование сроков получения заемных средств и их использования.

Еще одним долговым инструментом, который применяется для проектного финансирования и находит в последние годы всё более широкое распространение, являются так называемые тематические облигации, среди которых наибольшую популярность получили «зеленые» облигации. Другие примеры — «синие» и социальные облигации. В базовом варианте выпуск облигаций генерирует целевые средства, которые будут использоваться исключительно в проектах, удовлетворяющих конкретным требованиям¹⁴, таким как устойчивое развитие, экологичность и т. д. С точки зрения управления долгом важно определить, каким образом эти инструменты соответствуют стратегии управления долгом и включаются в неё. С точки зрения управления ликвидностью выплаты по тематическим облигациям, как правило, происходят в соответствии с теми же процедурами, что и для казначейских облигаций, в то время как использование выручки следует специальным и более строгим принципам.

Последним долговым инструментом в нашем списке является сукук (или облигации, удовлетворяющие требованиям шариата), используемый в исламских странах. С точки зрения структуры долга они напоминают казначейские облигации с фиксированной процентной ставкой; при этом они используются при финансировании проектов таким образом, чтобы «владельцу сукук отходила доля собственности в финансируемых активах или бизнесе, а доходность была привязана к финансовым результатам этих активов»¹⁵. С точки зрения управления ликвидностью, в части планирования платежных обязательств государства сукук следует рассматривать как выплаты в счёт погашения долга, и его применение требует тесной координации с управляющим долгом.

Координация между управлением ликвидностью и долгом тесно связана с инструментами привлечения денежных средств для выполнения обязательств государства, но не ограничивается этим. Операции по управлению обязательствами - ещё один аспект, способствующий эффективному сотрудничеству при осуществлении обоих видов деятельности и укрепляющий такое сотрудничество. Наиболее распространенными способами борьбы с рисками рефинансирования и ликвидности, которые позволяют избежать крупных краткосрочных заимствований, являются выкуп и переуступки государственных ценных бумаг.

Концентрация задолженности по срокам погашения (эталонные облигации), созданная в целях развития рынка, повышает риск рефинансирования долга¹⁶ и регулируется посредством предварительного рефинансирования, обратного выкупа или переуступки. Если сроки погашения

¹⁴ В последнее время ведутся дискуссии, указывающие на то, что инвесторы скорее склонны размещать средства в странах, «признанных» «зелеными», а не вкладывать в отдельные проекты, объявленные таковыми. Для получения дополнительной информации о «зеленых» облигациях см. — <https://treasury.worldbank.org/en/about/unit/treasury/ibrd/ibrd-green-bonds>

¹⁵ <http://www.mifc.com/index.php?ch=39&pg=97&ac=312&bb=attachpdf>

¹⁶ Неспособность рефинансировать долг (или рефинансирование по неожиданной высокой цене), учитывая неготовность инвесторов покупать новые государственные ценные бумаги взамен тех, у которых подходит срок погашения.

таких бумаг совпадают с моментами, в которые остатки денежных средств невелики, то это также может привести к ухудшению риска ликвидности. В этой связи даже если государству удастся пролонгировать свой долг при уверенности рынка в том, что оно способно это сделать, платежи по другим обязательствам могут быть отсрочены, так как государство не будет располагать необходимыми денежными средствами в нужное время (вследствие проблем с движением денежных средств, а не сложностей с рефинансированием). Поэтому сроки погашения должны планироваться таким образом, чтобы по возможности сглаживать волатильность кривой остатков денежных средств, учитывая, что политика управления инвестиционным портфелем будет ограничивать излишнюю разбросанность профиля платежей в счёт погашения. Практика подтверждает, что три инструмента, упомянутые выше, помогают достигать целей управления государственным долгом и ликвидностью, смягчая внутренние конфликты.

Хорошим первым шагом для укрепления связи между управлением ликвидностью и долгом могут стать такие протокольные механизмы, как создание координационных комитетов, особенно в странах, где функции распределены между различными департаментами. Недавно эти механизмы были внедрены в ряде развивающихся стран¹⁷; основной акцент при этом ставился на совершенствовании механизмов прогнозирования движения денежных средств и укреплении связей между прогнозами и краткосрочной долговой стратегией/аукционами. Подобные механизмы создают официальную платформу для обмена информацией и улучшения координации, однако они не избавляют от таких негативных явлений, как нормирование денежных средств и накопление задолженности, если связь между управлением ликвидностью, долгом и бюджетом слаба. Обмен информацией, официальное взаимодействие с другими комитетами (по управлению казначейством, по принятию решений об аукционах) и участие в совместной деятельности (управление бюджетом, распределение денежных средств) также крайне важны для того, чтобы результаты работы комитетов по управлению ликвидностью должным образом учитывались в процессе принятия решений.

С другой стороны, есть много других стран, где действует комплексный институциональный механизм, при котором управление ликвидностью и долгом осуществляется одним и тем же департаментом; в данном случае достаточно внутренней координации, и создания официальных комитетов не требуется (Венгрия, Индия, Колумбия, Перу, Румыния, Словения, Таиланд, Турция, Великобритания и Франция). Примеры институциональных механизмов, действующих в некоторых странах, приведены в Приложении.

Для того, чтобы с наименьшими издержками гарантировать наличие денежных средств, когда они требуются, управляющие ликвидностью и долгом могут использовать финансовые инструменты, описанные в этом Разделе, в разных сочетаниях. Чем более развиты рынки долговых и краткосрочных инструментов, тем большее число стран склонны использовать широкий спектр инструментов для покрытия дефицита финансирования. Единой формулы, которая отвечала бы потребностям управляющих ликвидностью и государственным долгом, не существует, и поскольку выбор инструментов определяется с учетом ограничений финансовых рынков, всегда можно достичь целей управления ликвидностью, используя меньшее количество таких инструментов.

При этом странам, поддерживающим большие (размещенные под процент) резервы ликвидности и нечасто сталкивающимся с её дисбалансом, нет необходимости задействовать весь набор

¹⁷ Албания, Боливия, Чили, Эсватини, Гамбия, Гана, Лесото, Северная Македония, Нигерия, Руанда.

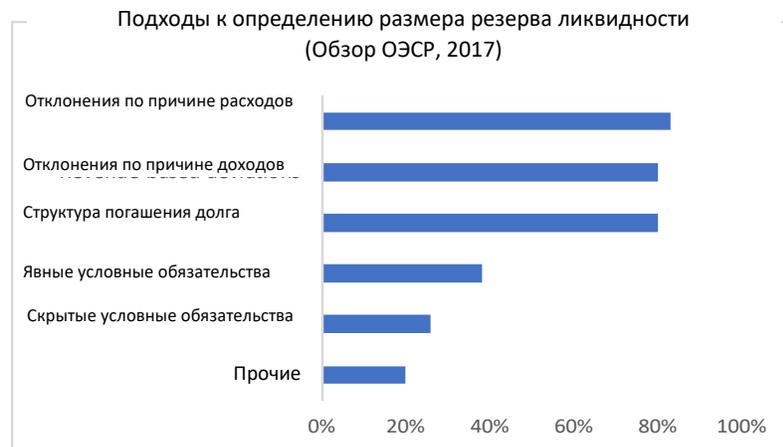
инструментов; им следует работать, например, над диверсификацией инвестиций. С другой стороны, использование более широкого спектра финансовых инструментов не поможет странам со структурным дефицитом бюджета преодолеть нехватку ресурсов. Поэтому следует продолжать развивать разные инструменты денежного рынка и связанную с ними инфраструктуру, но при этом необходимо предпринимать и более простые действия, которые могут принести столь же важные результаты (например, обеспечивать прозрачность для участников рынка, налаживать взаимную координацию с управляющими долгом и Центральным банком, применять межбюджетные заимствования).

III. Резервы ликвидности и управление излишком денежных средств

Формирование резерва («буфера») ликвидности¹⁸ (наряду с рассмотренными выше положениями, которые касаются казначейских векселей), является частью политики управления ликвидностью и долгом (Рисунок 5). Резерв позволяет смягчить риски, которые присутствуют главным образом (но не только) при управлении ликвидностью (риски ликвидности, операционные, расчетные и платежные риски) и долгом (риски, связанные с рефинансированием и с волатильностью рынка). Поскольку накопление больших резервов ликвидности означает увеличение затрат на поддержание запаса денежных средств, присутствует компромисс между этими затратами и риском, который должен быть смягчен за счет «подушки ликвидности». Затраты на поддержание

Врезка 7 – Определение размера резерва ликвидности

Размер резерва ликвидности редко определяется каким-то одним параметром; гораздо чаще искомое значение зависит от сочетания факторов. Ниже приводится ряд примеров различных подходов стран к определению размеров резерва ликвидности. Основой инфографики стало исследование ОЭСР, проведенное в 2017 году с участием 35 стран-членов, дополненное методиками, характерными для конкретных стран.



Албания – нижний предел резерва ликвидности определяется средним значением расходов за три последних дня предыдущего месяца (когда наблюдается максимальный отток), а верхний предел – предполагаемыми расходами первой недели текущего месяца.

¹⁸ Обычно также называется «подушкой ликвидности» или «денежным буфером».

запаса денежных средств можно минимизировать, если рассчитать размер неснижаемого остатка денежных средств и инвестировать остальные деньги, не предназначенные для немедленного использования. В разных странах сложились разные подходы к определению размера резерва

Врезка 7 – Определение размера резерва ликвидности (продолжение)

Бразилия – неофициально минимальный остаток денежных средств рассчитывается как сумма, достаточная для рефинансирования внутреннего долга в течение 6 месяцев. Также существует отдельный буфер ликвидности для внешнего долга (ограниченный сроком погашения 1500 дней).

Гана – минимальный остаток денежных средств (неофициально) определяется как номинальное число (около 170 миллионов долларов США), и рассчитывается на базе исторических данных по срокам погашения долга и состояния активов.

Румыния – определенного уровня резерва ликвидности нет, но если принимается решение об инвестировании денежных средств, требуется минимальный (неинвестированный) баланс (приблизительно 200 миллионов евро) на период инвестирования.

Таиланд – резерва должно хватить на покрытие планируемых расходов не менее чем на 2 недели вперед.

Турция – минимальный остаток денежных средств определяется в процентах от суммы долга, срок погашения которого наступает в ближайшие месяцы. Количественное значение рассчитывается с учетом (i) среднего снижения спроса на рынке (в периоды нестабильности); (ii) доли планируемого финансирования в периоды напряженности; (iii) прогнозируемых входящих и исходящих потоков денежных средств на год; и (iv) графика погашения долговых обязательств.

Уругвай – резерв ликвидности понимается как диапазон, в минимальной точке которого резерв достигает размера, достаточного для обслуживания долга на случай чрезвычайно напряженной экономической ситуации (12 месяцев без новой эмиссии). Для определения диапазона также используются статистические расчеты на базе исторической волатильности денежных потоков.

Источники: Исследование Рабочей группы ОЭСР по управлению государственным долгом, направленное на изучение практик по применению буфера ликвидности (2017 г.) и примеры из международной практики, представленные на семинарах ВБ по прогнозированию движения денежных средств и управлению ликвидностью (2018 и 2019 гг.).

ликвидности (Врезка 7).

А. Необходимые условия для инвестирования излишка денежных средств

Размещение временно свободных денежных средств на рынке снижает затраты на поддержание их запаса, однако имеется ряд условий, которые не всегда выполняются. Существенными элементами являются консолидация денежных средств в рамках ЕКС, достоверное прогнозирование движения денежных средств, безупречная координация с управлением долгом,

способность определять размер резерва ликвидности и осуществлять инвестиции, доступность инвестиционных инструментов и рыночной инфраструктуры, а также концепция инвестиционной политики.

Инвестиционные решения и их исполнение будут опираться на множество элементов, и потому причины, по которым важно обеспечить наличие таких элементов до того, как приступить к инвестированию избыточных денежных средств, представляются совершенно очевидными. Правительству необходимо: i) владеть информацией о наличии денежных средств как на текущий момент, так и в перспективе; ii) представлять величину затрат на поддержание денежного запаса и проводить политику по их минимизации; и с) иметь готовую стратегию по управлению рисками, в соответствии с которой будет определяться позиция при выборе инструментов с более высоким уровнем доходности и риска или менее рискованных, но вместе с тем и менее доходных (см. ниже Раздел С, где рассматриваются различные инструменты для инвестирования денежных средств на рынке).

Компетентность правительства в области надежного прогнозирования движения денежных средств и привлечения денежных ресурсов для покрытия временной нехватки ликвидности сводит к минимуму (но не всегда может устранить полностью) необходимость поддерживать неснижаемый остаток денежных средств (резерв или «буфер» ликвидности) и, следовательно, затраты на поддержание денежного запаса. Точное прогнозирование движения денежных средств опирается на эффективную методологию/процедуры, трудоемкие операции по сбору, хранению и обработке данных, а также надлежащий институциональный механизм. Однако даже при наличии надежных прогнозов волатильность денежных потоков и операционные факторы могут привести к необходимости экстренного краткосрочного заимствования¹⁹. В свою очередь, способность государства своевременно привлекать необходимые средства будет зависеть от наличия необходимых инструментов, уровня развития финансовых рынков и надежной инфраструктуры. Наряду с аспектами, описанными на Врезке 7, эти факторы будут определяющими при расчете размера резерва ликвидности и разработке инвестиционной политики для минимизации затрат на поддержание денежного запаса.

В Швеции целевой остаток денежных средств равен нулю, в силу чего все средства, оставшиеся на ЕКС после завершения операций, ежедневно инвестируются на денежный рынок. Даже для покрытия экстренной нехватки ликвидности, вызванной операционными проблемами, страна полагается на возможность привлечь деньги на рынке, и оперативно инвестирует ресурсы, остающиеся ежедневно после выплаты всех обязательств. Однако после глобального финансового кризиса даже в развитых странах с высокой степенью ликвидности государственных ценных бумаг и развитыми рынками межбанковского кредитования (например, во Франции и США) управляющие ликвидностью в последнее время занимают более осторожную позицию, накапливая или увеличивая неснижаемый остаток денежных средств²⁰. Бразилия и Перу относятся к странам,

¹⁹ В некоторых странах резерв ликвидности условно делится на уровни, в соответствии с теми рисками, для предупреждения которых они предназначены (например, риски ликвидности, волатильности, операционные), что также определяет типы инвестиций для каждого уровня, которые будут зависеть от необходимой степени ликвидности.

²⁰ В рамках исследования, проведенного Рабочей группой ОЭСР по управлению государственным долгом и направленному на изучение практик применения резерва ликвидности (2017 г.), почти половина респондентов сообщили, что за последние 5 лет политика в отношении резерва ликвидности в их странах претерпела концептуальные и операционные изменения, и около четверти - что ожидают того же в краткосрочной перспективе; это свидетельствует о том, что порядок определения размера резерва ликвидности может меняться.

поддерживающим резервы самого большого размера; это обусловлено не более низким уровнем ликвидности их внутренних рынков более низок, а целевыми фондами и другими структурными причинами. С другой стороны, есть страны, у которых нет официальной целевой величины такого резерва, - в том числе из-за неразвитой системы управления денежными средствами или напряженной финансовой ситуации (Ангола, Боливия, Экваториальная Гвинея, Гамбия, Гана, Гондурас, Лесото, Нигерия, Северная Македония, Руанда).

Уместно отметить, что в любом случае для определения размера резерва ликвидности большое значение будет иметь договоренность с Центральным банком о вознаграждении за размещённые в нём временно свободные денежные средства. Так, во Франции основную часть остатков бюджетных денежных средств размещают в краткосрочные инструменты; при этом в Центральном банке имеется ограниченный неинвестированный резерв для подстраховки от операционных рисков и рисков в сфере информационных технологий, а связанные с этим затраты рассматриваются как «плата» за смягчение таких рисков. Также немаловажное значение имеет механизм переноса прибылей и убытков с баланса Центрального банка на баланс Казначейства (Министерство финансов) (см. ниже).

В. Снижение затрат на поддержание запаса ликвидности

Для активного инвестирования излишка денежных средств на рынке требуется соблюдение предварительных условий, однако это не означает, что менее развитые страны, не отвечающие указанным выше условиям, не могут снизить затраты на поддержание запаса ликвидности. Первое, что можно сделать в этой связи, – уточнить соотношение притока и оттока ликвидности для уменьшения дисбаланса (включая излишек ликвидности). В отличие от нормирования денежных средств, это - попытка сгладить пики дефицита ликвидности, соотнеся графики оплаты расходов и поступления доходов. Это двусторонний процесс: разнесение по времени крупных балансовых расходов и сроков погашения крупных долговых обязательств, а также организация поступления крупных доходов ближе к периодам значительных исходящих денежных потоков. Также можно наметить план заимствований, учитывающий периоды предполагаемого дефицита ликвидности, и предполагающий наращивание объема эмиссии в эти периоды. Однако это может быть не очень практично и даже нежелательно, учитывая, что инвесторы более всего ценят в профиле выпуска долговых обязательств регулярность и предсказуемость. Сопоставление движения денежных средств должно подкрепляться их достоверным прогнозированием и эффективной межведомственной координацией (метод «снизу-вверх»).

Второй способ снизить затраты на поддержание запаса ликвидности предполагает изучение возможности заключить с Центральным банком соглашение о начислении процентов на остатки денежных средств, размещённых на ЕКС (в идеале ставки таких процентов должны соответствовать рыночным); это является минимальным требованием²¹ согласно ОЭУГД ПУД 11.2. Данный второй аспект ПУД «Прогнозирование движения денежных средств потоков и управление остатками денежных средств» оценивает «наличие надлежащего остатка денежных средств (буфера ликвидности) и эффективность управления этим остатком денежных средств на государственных

²¹ Для получения оценки С (минимальной) необходимо, чтобы эмиссия краткосрочных инструментов планировалась в соответствии с ежемесячным прогнозом остатков денежных средств. Кроме того, федеральное правительство управляет излишком денежных средств (то есть денежными средствами, превышающими целевой показатель резерва), осуществляя инвестиции на рынке с учётом соответствующих ограничений в части кредитного риска, или размещая эти средства в Центральном банке по рыночным ставкам.

банковских счетах». Однако условия, на которых ЦБ начисляет проценты на остатки денежных средств, могут разительно отличаться от страны к стране. Например, в Бразилии, Колумбии и Турции проценты по депонированным остаткам денежных средств соответствуют рыночным ставкам²², а в Перу и Боливии – нет (в последней действует процентная ставка на уровне инфляции). В Чили и Словении для этой цели используют срочные вклады, предлагаемые Центральным банком, а в ЮАР инвестициями занимается Корпорация по депонированию государственных денежных ресурсов (дочерняя структура Резервного банка ЮАР) на условиях аутсорсинга.

Есть также страны, где остатки денежных средств на счетах Казначейства в Центральном банке депонируются безвозмездно (Албания, Гамбия, Гана, Гондурас, Нигерия, Руанда, Сейшельские Острова, Таиланд и Уругвай). Некоторые из них сталкиваются с правовыми ограничениями и заключают соглашения, предусматривающие «компенсацию» в виде бесплатных услуг, предоставляемых Центральным банком Министерству финансов; как правило, такие услуги связаны с операционной деятельностью ЕКС. Даже в тех случаях, когда прибыль Центрального банка переводится в Казначейство (так или иначе компенсируя отсутствие процентов на остатки денежных средств на ЕКС), возможным дальнейшим развитием могло бы стать повышение прозрачности за счет нормативно-правовой базы, которая позволила бы финансовому регулятору выплачивать проценты на остатки по ЕКС и в то же время взимать плату за свои услуги в соответствии с соглашением о более четком распределении затрат (Турция приняла подобные меры в 2011 году).

Бразилия недавно опубликовала отчет о взаимоотношениях между Национальным казначейством и Центральным банком Бразилии²³, проливающий свет на механизм распределения прибылей и убытков ЦБ, структуру доходов ЕКС, а также портфель ценных бумаг ЦБ, используемых для операций РЕПО с использованием остатков денежных средств на казначейских счетах. В исследовании Pessoa and Williams (2012) представлены детали подобных взаимоотношений, что выходит за рамки настоящей работы.

С. Инвестирование остатков денежных средств в краткосрочные инструменты

Помимо возможной выгоды от начисления Центральным банком процентов на остатки денежных средств на ЕКС, при наличии предварительных условий вложение остатков денежных средств государства в краткосрочные инструменты не только может привести к повышению доходов, но также имеет положительный побочный эффект, способствуя развитию рынков краткосрочных финансовых инструментов и государственных ценных бумаг за счет укрепления справочных цен. С другой стороны, это создает кредитный риск контрагента, который необходимо обязательно учитывать и держать на контроле.

При размещении денежных средств на финансовых рынках крайне важна согласованность действий с Центральным банком. В рамках такого взаимодействия финансовый регулятор получает данные о прогнозируемых потоках денежных средств, в том числе планируемых краткосрочных заимствованиях и инвестициях (которые, помимо прочего, оказывают влияние на ликвидность

²² Даже в этих случаях страны по-прежнему обременены затратами на поддержание запаса ликвидности, поскольку обычно они вкладывают денежные средства в инструменты с более короткими сроками погашения, чем те, которые используются для выпуска долговых обязательств, а кривая доходности обычно имеет положительный наклон (что означает более высокие процентные ставки в долгосрочной перспективе).

²³ https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:7141

финансовой системы). Делясь информацией, управляющие ликвидностью минимизируют риск конкуренции с Центральным банком: располагая этими данными, он будет проводить денежно-кредитную политику с учетом потребностей государства в денежных средствах или их излишка. Взаимная согласованность будет гарантировать, что два государственных учреждения не станут вслепую раскачивать рынок, конкурируя за заёмные средства и истощая ликвидность, или соперничая на инвестиционном рынке и заливая его ликвидностью. Инвестирование всего излишка денежных средств в краткосрочные бумаги облегчает прогнозирование собственных денежных потоков Центрального банка и управление ликвидностью, поскольку вся государственная ликвидность немедленно возвращается на рынок.

Управляющие ликвидностью могут задействовать несколько разных инвестиционных инструментов (при наличии выбора), что позволяет регулировать соотношение риска и доходности в зависимости от временных горизонтов инвестирования и склонности правительства к риску. Наиболее распространенные инструменты приводятся на Рисунке 5, а их описание дается ниже.

Депозиты: депозиты в коммерческих банках – это один из самых быстрых и простых способов инвестирования денежных средств, учитывая, что они не обеспечены залогом (не требуется учета прав собственности и внесения дополнительных гарантийных депозитов²⁴), не имеют сроков погашения, в отличие от краткосрочных инструментов (возможна автоматическая пролонгация) и, как правило, обещают более высокий доход по сравнению с другими вариантами. Так, Индия, чтобы получить максимальную прибыль проводит аукцион по размещению свободных остатков денежных средств государства. С другой стороны, депозиты подвержены кредитному риску банкротства банков-получателей, не обеспечены какими-либо активами в случае дефолта, и чаще используются для депонирования средств на один день или на очень короткие сроки. Диверсификация рисков путем депонирования средств в несколько разных банков может быть хорошей стратегией, при условии, что осуществляется многоуровневая оценка кредитных рисков и постоянный мониторинг всех контрагентов.

Государственные ценные бумаги: еще одной широко распространенной практикой является использование излишка денежных ресурсов для покупки государственных ценных бумаг. Управляющие ликвидностью могут либо выкупить собственные облигации внутреннего государственного займа на вторичном рынке, либо инвестировать в гособлигации других стран (так поступают, например, в Словении). Последнее более характерно для инвестирования составляющих буфер ликвидности денежных средств в иностранной валюте, где наиболее распространенной практикой являются инвестиции в ценные бумаги Казначейства США, учитывая их ликвидность, низкий кредитный риск и деноминацию в долларах США. Такие страны, как Франция, Бельгия, Нидерланды и Германия, заключили между собой договоренности о взаимном депонировании денежных средств ввиду отсутствия валютных рисков. При совершении межгосударственных денежных операций государственные ценные бумаги могут использоваться в качестве обеспечения.

Корпоративные облигации: инвестирование денежных средств в корпоративные облигации, выпущенные финансовыми учреждениями (например, депозитные сертификаты) или компаниями (например, краткосрочные векселя, долговые обязательства) менее распространено. Учитывая

²⁴ Предоставление дополнительного гарантийного обеспечения при снижении его стоимости.

низкую ликвидность этих ценных бумаг по сравнению с государственными облигациями, управляющие ликвидностью могут либо искать способы досрочного погашения, либо инвестировать со среднесрочным и долгосрочным горизонтом, стремясь к более высоким доходам. Оценка и постоянный мониторинг кредитного риска контрагента также являются крайне важными задачами, решение которых требует привлечения технических и людских ресурсов. В качестве примера использования депозитных сертификатов и коммерческих бумаг можно привести опыт Великобритании, хотя большая часть ликвидности инвестируется в операции обратного РЕПО.

Обратное РЕПО: это, вероятно, наиболее ходовой инвестиционный инструмент из арсенала управляющих ликвидностью. Сделки обратного РЕПО имеют относительные недостатки по сравнению с другими рассмотренными вариантами, но также у них есть одно определяющее преимущество: они обеспечены залогом. Таким образом, вместо риска, связанного с контрагентом, правительство подвергается кредитному риску эмитента обеспечения (в качестве которого чаще всего выступает оно само). Управление залоговым обеспечением усложняет работу (и увеличивает стоимость), а сравнительно низкий риск этого инструмента приводит к снижению доходности. Учитывая устойчивость к кредитным рискам, срок инвестирования в подобные инструменты может быть более длительным, - от нескольких недель до 1–3 месяцев. Риск ликвидности, на который идет правительство, совершая сделку, определяется ликвидностью обеспечения, в роли которого обычно выступают государственные ценные бумаги. Хотя в случае несостоятельности ценные бумаги могут быть аннулированы, что приведет к сокращению объема государственного долга (при нейтральной чистой приведенной стоимости), такая ситуация нежелательна, учитывая, что сделка заключается государством для возвращения денежных средств в краткосрочной перспективе.

Таблица 2 – Инструменты, используемые некоторыми странами для инвестирования излишка денежных средств

	Депозиты в Центральном банке	Депозиты в коммерческих банках	Государственные ценные бумаги/ Обратный выкуп	Прочие ценные бумаги	Сделки обратного РЕПО
Албания					
Бразилия					
Чили					
Колумбия					
Франция					
Венгрия					
Индия					
Перу					
Словения					
Швеция					
Турция					
Великобритания					
США					

Примечание: Ангола, Экваториальная Гвинея, Эсватини, Гамбия, Гана, Гондурас, Косово, Лесото, Нигерия, Северная Македония, Румыния, Руанда, Сейшельские острова, Таиланд и Уругвай не осуществляли инвестирование излишка средств в краткосрочные инструменты (по разным причинам: от недостатка потенциала до отсутствия законодательно закрепленных прав или свободных денежных средств).

Источники: данные Национальных бюро / агентств по управлению государственным долгом и презентации стран, представленные в ходе семинаров по прогнозированию денежных потоков и управлению денежными средствами, проводившихся Всемирным Банком в 2018 и 2019 годах.

Опыт стран показывает, что вложение денежных средств в краткосрочные инструменты напрямую связано с уровнем развития рынка ценных бумаг, - иначе говоря, с наличием инструментов, инфраструктуры и участников рынка. Центральный банк и управляющих ликвидностью/долгом объединяет общая цель: обеспечить развитие внутреннего рынка долговых и краткосрочных инструментов. Для ее реализации необходимо разработать среднесрочный план. Lienert (2019) предлагает интересный подход к определению последовательности реформ в сфере управления ликвидностью, согласно которому активное инвестирование остатков денежных средств осуществляется на более поздних этапах; на начальных этапах реформ необходимо сформировать обеспечивающие механизмы и факторы.

Порядок управления государственным долгом определяется среднесрочной стратегией управления долгом (ССУД), однако применительно к управлению ликвидностью инвестиционная деятельность определяется не стратегией, но инвестиционной политикой²⁵. Эта политика обеспечивает управление кредитным риском и риском ликвидности, обычно через установку лимитов, ограничивающих риски для контрагентов и инструментов²⁶. В Таблице 3 приводится пример из опыта Чили.

²⁵ Инвестиционная политика будет определять лимиты и условия использования инструментов, в то время как стратегии по управлению государственным долгом обозначают направления государственного финансирования (возможно, устанавливая целевые показатели).

²⁶ Одним из вариантов снижения затрат на поддержание запаса ликвидности может стать обратный выкуп, если стоимость нового заимствования ниже, чем существующего (а разница в процентных ставках превышает доход по «другим инвестициям»), при условии наличия излишка денежных средств для инвестирования/размещения.

Таблица 3 - Инвестиционная политика Чили в сфере управления ликвидностью

Портфель инвестиций на внутреннем рынке	Класс активов			Лимит по инструменту (в % от общего объема портфельных инвестиций на внутреннем рынке)
	Краткосрочные активы (инструменты со сроком погашения менее одного года)	Инструменты со сроком погашения от 1 до 3 лет (с фиксированной ставкой)	Инструменты со сроком погашения от 1 до 3 лет (с индексацией ставки по уровню инфляции)	
Местная валюта				
Депозиты в Центральном банке	X			100%
Инструменты Центрального банка	X	X	X	100%
Обратное РЕПО	X			50%
Депозиты в коммерческих банках	X	X	X	60%
Краткосрочные паевые инвестиционные фонды	X			20%
Иностранная валюта (доллар США)				
Депозиты в Центральном банке	X			100%
Инструменты Центрального банка	X	X		100%
Обратное РЕПО	X			50%
Депозиты в коммерческих банках	X			45%
Максимальный предел по классам активов (% от общего объема портфельных инвестиций на внутреннем рынке)	100%	20%		
Международный портфель ценных бумаг				
Класс активов				
Иностранная валюта				
Государственные облигации	X	X	X	100%
Одндневные облигации	X			50%
Банковский депозит	X			
Депозитные сертификаты	X			
Краткосрочные паевые инвестиционные фонды (фонды краткосрочных инвестиций и биржевые инвестиционные фонды)	X			
Максимальный предел по классам активов (% от общего объема портфельных инвестиций на международном рынке)	100%	20%		

IV. Заключение и ключевые выводы

Глобальный финансовый кризис и недавняя пандемия COVID-19 еще раз доказали, что способность правительства эффективно управлять ликвидностью имеет решающее значение в вопросах реагирования на непредвиденные потери доходов и рост расходов. Неопределенность экономической ситуации и неблагоприятные рыночные условия ухудшают ситуацию с ликвидностью, особенно в странах со слабым бюджетным контролем и неудовлетворительным

прогнозированием движения денежных средств. С другой стороны, современное управление ликвидностью предоставляет ряд инструментов, позволяющих избежать просроченных платежей и накопления задолженности, а именно: (i) консолидация банковских счетов; (ii) создание на ежедневной основе прогнозов движения денежных средств с горизонтом не менее, чем три месяца; (iii) интеграция (или, по крайней мере, безупречная координация) процессов управления ликвидностью и государственным долгом, и (iv) запас ликвидности на случай непредвиденных ситуаций.

Опыт практического применения, которым поделились специалисты из разных стран в процессе презентаций, состоявшихся в ходе серии семинаров по управлению ликвидностью, организованных Всемирным банком (ВБ), и результаты тестирования по методике ОЭУГД показывают, что до полного внедрения современной системы управления ликвидностью всё ещё далеко. Единые казначейские счета (ЕКС) получили распространение в большинстве стран, но сохраняются и другие проблемы. После глобального финансового кризиса стратегия создания резервов ликвидности во многих развитых и развивающихся странах склоняется к необходимости хеджирования из-за ошибок прогнозирования и нестабильности денежных потоков. Ещё одним аргументом в пользу пересмотра политики управления резервом ликвидности является возможное возобновление перебоев с ликвидностью на межбанковских рынках. Таким образом, во многих развивающихся странах, представители которых приняли участие в семинарах ВБ, прогнозирование движения денежных средств и несистематический анализ качества такого прогнозирования остаются областью, требующей улучшения, как показано на Рисунке 4 (оценки ОЭУГД). Образцом рациональной организации процесса могут служить практики, принятые на вооружение в Колумбии, Южной Африке и Уругвае: временной горизонт прогнозирования не менее одного бюджетного года, с еженедельной/ежедневной разбивкой и актуализацией.

Координация между учреждениями жизненно важна для точного прогнозирования движения денежных средств. Анализ практического опыта разных стран показывает, что диапазон прогнозирования движения денежных средств, горизонт планирования и частота прогнозов во многих случаях весьма ограничены. Для преодоления этих ограничений удачным первым шагом в сторону расширения возможностей стран в области создания надежных и точных прогнозов движения денежных средств могло бы стать объединение функций управления ликвидностью в одном подразделении, создание механизма сбора организованных данных/информации и создание официальных структур для координации управления ликвидностью и госбюджетом, управления долгом и денежно-кредитной политикой.

Когда дело доходит до использования инструментов для покрытия дефицита ликвидности и размещения излишка денежных средств на фондовом рынке (или в Центральном банке), в развивающихся странах, и особенно в странах с низким уровнем дохода, на поверхность выходит еще больше проблем, чем при прогнозировании движения денежных средств. Как указано в оценках ОЭУГД (Рисунок 4), только 8% из 80 оцененных стран с низким уровнем доходов имеют значения показателя ПУД 11.2 (управление ликвидностью) на уровне или выше минимального, а в 3 из 5 регионов ни одна из стран не достигла этого минимума. В некоторых странах можно предусмотреть более тесную, чёткую и прозрачную связь между прогнозированием движения денежных средств и выпуском казначейских векселей. Вместе с тем, гораздо более проблемной сферой представляется инвестирование свободных денежных средств, поскольку многие страны держат резервы ликвидности в Центральном банке, не получая за это процентов.

Управляющие ликвидностью могут покрывать временную нехватку ресурсов, используя широкий спектр инструментов. - с учётом разных потребностей они имеют возможность выбирать оптимальные с точки зрения временного горизонта и склонности к риску. Однако большинство развивающихся стран, подвергшихся оценке, полагаются исключительно на выпуск казначейских векселей и не используют операции РЕПО. Главным образом это объясняется недостаточным уровнем развития рынков капитала, отсутствием правовой базы и проблемами с ликвидностью залога в случае дефолта контрагента²⁷. С другой стороны, для стран, где рынки государственных облигаций менее развиты, хорошим вариантом могут стать межбюджетные заимствования, которые все чаще используются странами с формирующейся экономикой (Колумбия, Перу и Южная Африка).

Активное инвестирование остатков денежных средств на фондовых рынках находится в зачаточном состоянии или полностью отсутствует не только в странах с низким уровнем доходов, но и в странах с различным уровнем доходов, которые перечислены во Введении к настоящей работе. Из 24 стран, которые участвовали в семинарах ВБ по управлению ликвидностью, только Албания, Боливия (офшор), Чили, Колумбия, Перу, Словения и Южная Африка заявили, что размещают излишки государственных средств на фондовом рынке. Основные причины, объясняющие этот разрыв - слабое прогнозирование движения денежных средств, отсутствие официального определения буфера ликвидности и неразвитый рынок краткосрочного капитала.

С другой стороны, приоритетом всегда должна оставаться прозрачность использования финансовых инструментов независимо от их предназначения, будь то для покрытия дефицита ликвидности или инвестирования остатков денежных средств. Такой подход позволит постепенно задействовать более продвинутые стратегии. В таких странах, как Турция, Венгрия, Великобритания и Франция в годовые отчеты о долге включены специальные разделы об управлении ликвидностью. Важно наладить взаимную координацию между управляющими государственным долгом/ликвидностью и Центральным банком во избежание необоснованных расходов, связанных с привлечением заимствований, и искажения сигналов, которые государство подаёт рынку.

В заключение следует подчеркнуть, что, исходя из опыта стран, имеется значительный потенциал для того, чтобы в краткосрочной перспективе добиться улучшений во всех аспектах управления ликвидностью, включая точность прогнозирования движения денежных средств, эффективное использование инструментов финансирования для покрытия временного дефицита ликвидности и инвестирование остатков средств на ЕКС для снижения затрат на поддержание запаса ликвидности. С этой целью укрепление технического потенциала в области управления ликвидностью, совершенствование структуры управления и координация с бюджетно-налоговой, долговой и денежно-кредитной политикой позволяют правительствам лучше управлять ликвидностью и справляться с чрезвычайными ситуациями, что еще раз нашло подтверждение во время пандемии COVID-19.

²⁷ Операции РЕПО для покрытия дефицита ликвидности не использует ни одна из 24 стран-участниц семинаров ВБ по прогнозированию движения денежных средств и управлению ликвидностью.

Список использованной литературы

Agence France Tresor, Managing Government Cash Flows – Performance, <https://www.aft.gouv.fr/en/cash-management-performance> and Debt Management – General Information – Products, <https://www.aft.gouv.fr/en/products-> Accessed on May 22nd, 2020

Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, Home Page, <https://www.igcp.pt/en/> Accessed May 22nd, 2020

Arslan, Y, Drehmann, M and Hoffmann, B “Central bank bond purchases in emerging market economies” BIS Bulletin № 20, June 2020

AKK, Annual Reports, <https://www.akk.hu/en/page/publications#annual-reports> Accessed on May 22nd, 2020

Cangoz, M.C., S. Boitreaud, and C. Dychala (2018) “How Do Countries Use an Asset and Liability Management Approach?” Policy Research Working Paper 8624, The World Bank

Cashin, C., S. Sparkes and D. Bloom (2017) “Earmarking for Health: From Theory to Practice” Health Financing Working Paper, WHO

Cruz, P. and F. Koc (2018) “The liquidity buffer practices of public debt managers in OECD countries” OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management No:9

Department of Economic Affairs of India, Public Debt Management, <https://www.dea.gov.in/public-debt-management>, Accessed on May 22nd, 2020

Jácome, L., Matamoros-Indorf, M., Sharma, M. and Townsend, S. (2012) “Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?” IMF Working Papers 12/16

Investor Relations of Colombia, Publications – Documents of Interest http://www.irc.gov.co/webcenter/portal/IRCEs/pages_Publicaciones/documentosdeinters Accessed on May 22nd, 2020

IMF (2020) “Fiscal Monitor” <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020> Accessed on June 18, 2020

Lienert, I. (2009) “Modernizing Cash Management” Technical Notes and Manuals, International Monetary Fund

Miller, M. and S. Hadley (2016) “Cash management in cash-constrained environments” Overseas Development Institute

Ministry of Finance of Brazil, National Treasury, https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:7141 Accessed on July 1st, 2020

Ministry of Finance of Chile, Investor Relations, <https://www.hacienda.cl/english/investor-relations-office/presentations.html> Accessed on May 22nd, 2020

Ministry of Economy and Finance of Peru, Public Debt <https://www.mef.gob.pe/es/deuda-publica-sp-14826>, and Financial Policy Guidelines <https://www.mef.gob.pe/en/financial-strategy> Accessed on May 22nd, 2020

Ministry of Treasury and Finance of Turkey, Public Debt Management Report, <https://en.hmb.gov.tr/public-debt-management-reports> Accessed on May 22nd, 2020

National Treasury of South Africa, Investor Relations, <http://investor.treasury.gov.za> Accessed on May 22nd, 2020

Pattanayak, S. and I. Fainboim (2011) “Treasury Single Account: An Essential Tool for Government Cash Management” Technical Notes and Manuals, International Monetary Fund

Pessoa, M. and Williams, M (2012) “Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank” Technical Notes and Manuals, International Monetary Fund

Storkey, I. (2001) “International Government Cash Management Practices” www.storkeyandco.com accessed on August 22, 2020

Swedish National Debt Office, About the Debt Office, <https://www.riksgalden.se/en/About-the-Debt-Office/> Accessed on May 22nd, 2020

World Bank, Finance, Competitive and Innovation (FCI) - https://dataviz.worldbank.org/views/FS-COVID19/Overview?:embed=y&:isGuestRedirectFromVizportal=y&:display_count=n&:showAppBanner=false&:origin=viz_share_link&:showVizHome=n

Williams, M. (2004) “Government Cash Management: Good and Bad Practice” http://www.mj-w.net/cac_gov_cash.html accessed on August 22, 2020

Williams, M. (2010) “Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies” Technical Notes and Manuals, International Monetary Fund

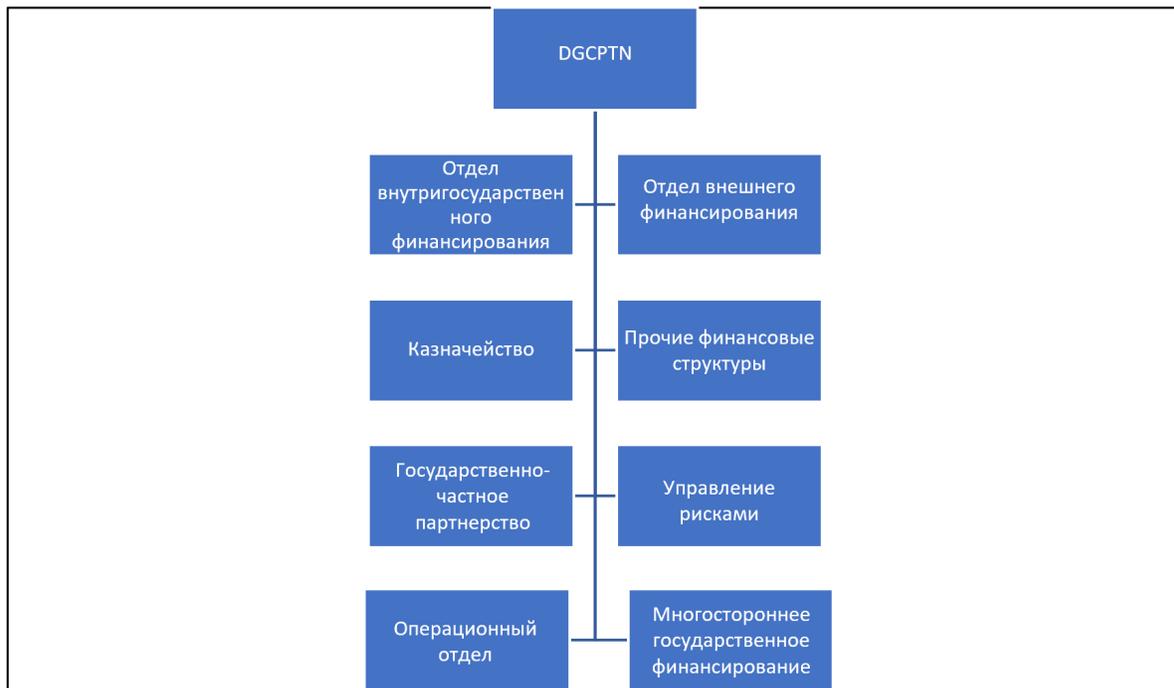
ПРИЛОЖЕНИЕ: Организационные схемы структур, отвечающих за управление ликвидностью и долгом в некоторых странах

Колумбия

В целях повышения качества управления ликвидностью и долгом правительство Колумбии осуществляет постепенную интеграцию обеих функций в рамках Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional - DGCPTN (Главное управление национального казначейства и государственных финансов). Принятым недавно Национальным планом развития на 2018–2022 годы предусмотрено расширение и усиление функции DGCPTN по контролю за курсом национальной валюты, излишками ликвидности и финансовыми активами прочих государственных организаций. Последнее положение имеет особенно инновационный характер, и другие страны²⁸ постепенно переходят к практике комплексного обзора баланса государственного сектора.

В настоящее время, когда вся деятельность по управлению долгом и ликвидностью уже интегрирована в рамках единого управления (включающего два подразделения), План предусматривает укрепление информационных систем, включая модернизацию тех из них, что используются для управления деятельностью казначейства, ликвидностью и долгом.

Рисунок 6 – Организационная структура Главного управления национального казначейства и государственных финансов



Источник: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Министерство финансов Колумбии).

²⁸ Например, Новая Зеландия, Дания, Индонезия. См. Cangoz et. al. (2018)

В соответствии с годовой бюджетной программой, с точки зрения управления долгом целевые показатели финансирования определяются в соответствии с текущим дефицитом и необходимыми остатками денежных средств. Между отделами внутригосударственного финансирования и Казначейством существует прямая координация в отношении сумм, необходимых для бесперебойного управления потоками денежных средств, погашения долгов и выпуска долговых ценных бумаг, а также казначейскими векселями, выпущенными как в интересах управления государственным долгом, так и управления ликвидностью.

Подразделение внутригосударственного финансирования выпускает казначейские векселя со сроком погашения 1 год и долгосрочные казначейские облигации со сроком погашения от 4 до 18 лет. С другой стороны, Казначейство удовлетворяет свои потребности в краткосрочном финансировании за счет межбюджетных займов²⁹, инструментом которых является выпуск бумаг, отражающих процентную ставку, под которую излишки денежных средств инвестированы в Центральном банке.

Для привлечения краткосрочных инвестиций и вложения временно свободных денежных средств Казначейство также использует операции РЕПО (и обратного РЕПО). Эти инвестиции дополняются депозитами, размещенными под проценты в Центральном банке, и государственными ценными бумагами Колумбии, деноминированными в песо, а также счетами в иностранных банках, срочными депозитами, фондами денежного рынка и суверенными глобальными облигациями в долларах США.

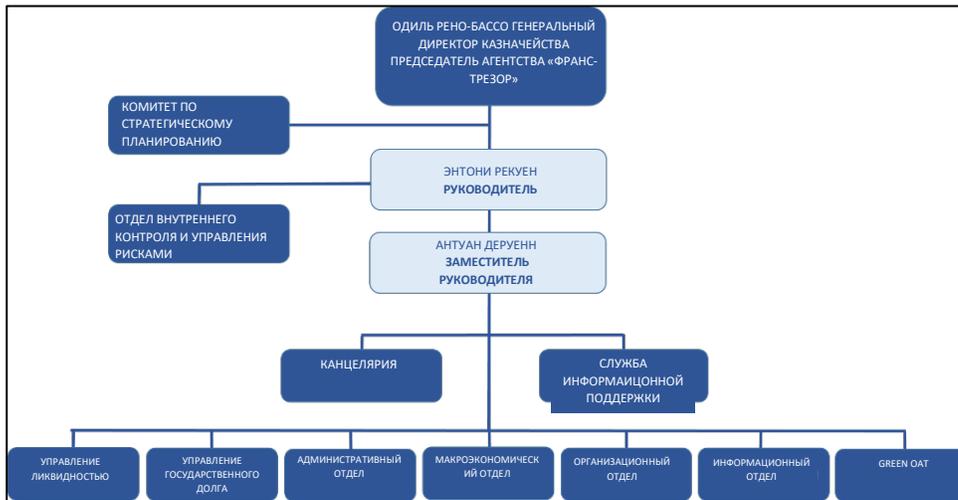
Франция

В Управлении государственного долга есть отдел по управлению ликвидностью. Их обслуживает общая структура в составе административного отдела, службы информационной поддержки и отдела внутреннего контроля и управления рисками. Краткосрочные операции, осуществляемые на рынке краткосрочного капитала для покрытия дефицита ликвидности и инвестирования излишков денежных средств, проводятся отделом по управлению ликвидностью; казначейские векселя и казначейские облигации выпускаются операционным отделом Управления государственного долга (см. Рисунок 7 – «управление государственным долгом»), а оперативный отдел по управлению обязательствами занимается различными рисками, связанными с управлением ликвидностью и долгом (например, риск ликвидности, рефинансирования, контрагента, риск изменения процентной ставки). Структурная интеграция позволяет очень гладко и неформально координировать работу отдела управления ликвидностью и операционного отдела управления государственным долгом, например, при принятии решений о суммах и сроках погашения казначейских векселей, которые будут выпущены на еженедельных аукционах.

Агентство организовано в соответствии с организграммой, представленной ниже:

²⁹ Казначейство имеет доступ к ресурсам специальных фондов, находящихся под его управлением, фондов развития (Sistema General de Regalías) и некоторых государственных предприятий.

Рисунок 7 – Организационная структура Казначейства (Агентство «Франс-трезор»)



Источник: Agence France Trésor

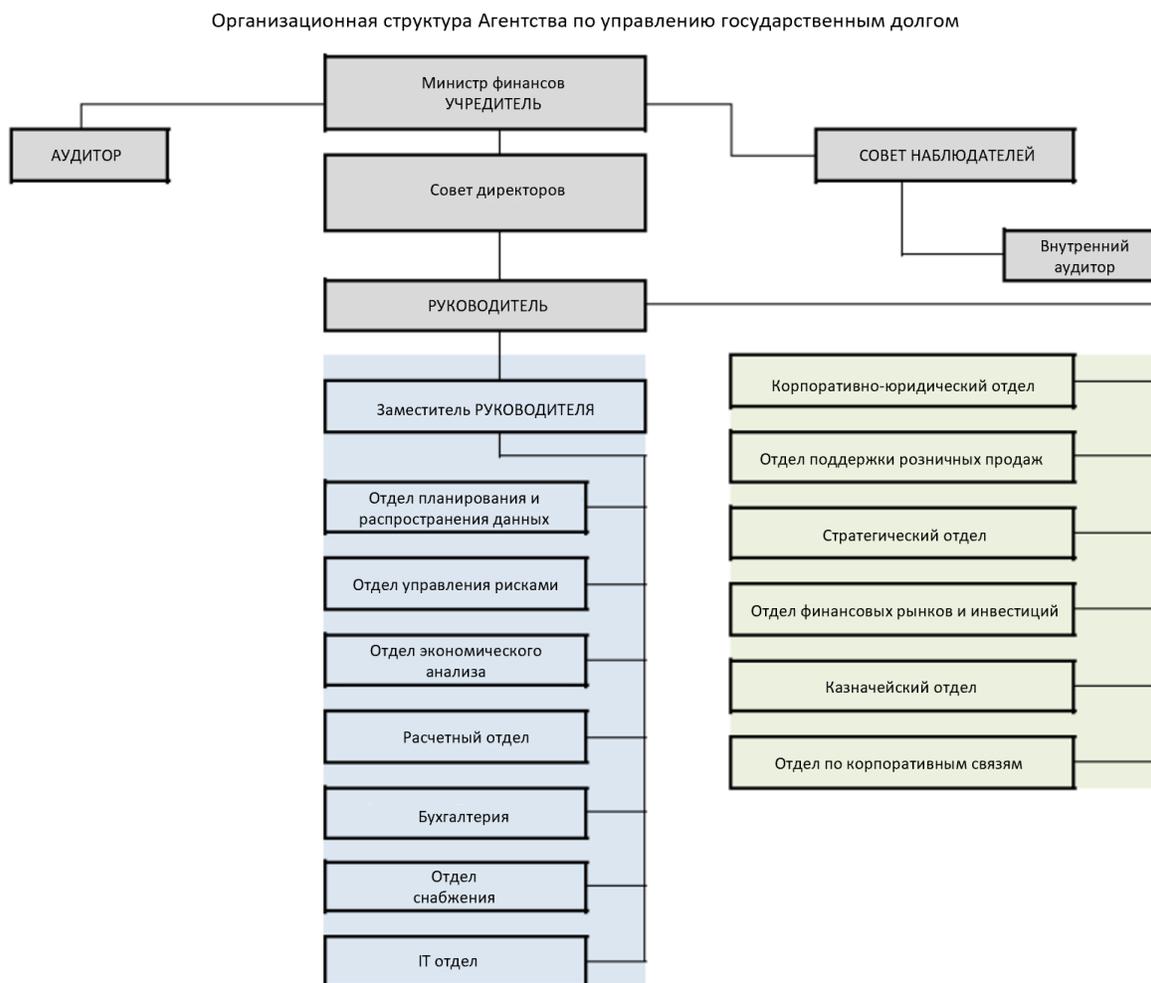
Венгрия

Управление государственным долгом в Венгрии осуществляется независимым агентством, которое полностью принадлежит Министерству финансов. Ранее это была организация в подчинении Казначейства, и в 2001 году она была преобразована в независимое агентство (ÁKK Rt. - Government Debt Management Agency Ltd.).

Основным направлением деятельности Агентства является управление государственным долгом, однако оно также отвечает за управление ликвидностью в соответствии с одной из своих основных обязанностей: «обеспечивать финансирование дефицита центрального правительства и платежей по обязательствам, а также эффективно управлять государственным долгом и временно свободными денежными средствами»³⁰. Организационная структура свидетельствует о полной интеграции функций по управлению ликвидностью и государственным долгом с общими административным, контрольным и операционным отделами.

³⁰ Источник: АКК

Рисунок 8 – Организационная структура АКК



Источник: АКК

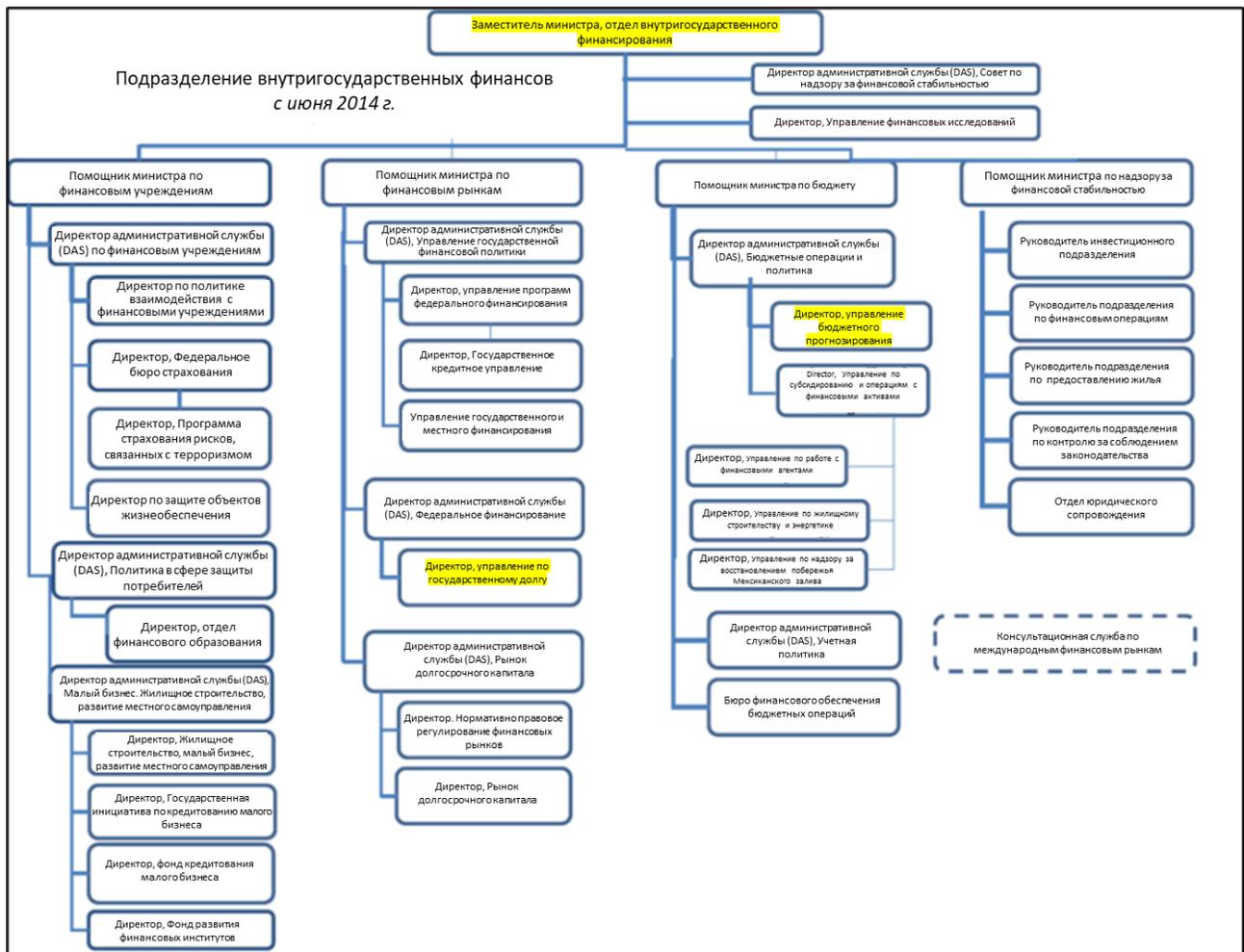
Соединенные Штаты Америки

Сектора по управлению денежными средствами и государственным долгом находятся в одном структурном подразделении и подчиняются одному заместителю министра, отвечающему за внутригосударственные финансы. При этом эти сектора находятся в подчинении у разных помощников министра. Сектор управления государственным долгом (УГД) размещается в отделе финансовых рынков, а управление бюджетного прогнозирования (УДС) относится к бюджетному отделу. УДС распоряжается ежедневной денежной позицией государства, формирует прогнозы движения денежных средств и долга, которые используются для определения масштаба и сроков финансовых операций государства.

Представители УГД и УДС проводят совещания два раза в неделю, на которых обсуждаются планы финансирования на неделю и остаток денежных средств, прежде чем раскрыть эту информацию рынкам. «Сектор управления государственным долгом (УГД) также предоставляет консультации и

аналитику по вопросам, связанным с политикой Казначейства по управлению государственным долгом, выпуском казначейских и федеральных ценных бумаг, а также ситуацией на финансовых рынках»³¹ помощнику министра по финансовым рынкам. Несмотря на то, что функции управления государственным долгом и ликвидностью не объединены в рамках одного структурного подразделения, присутствуют механизмы управления и координации; выпуском ценных бумаг для финансирования дефицита бюджета и пролонгации государственного долга занимается единый государственный субъект. Ведомственная структура более подробно показана на диаграмме ниже.

Рисунок 9 – Организационная структура подsecretариата внутригосударственных финансов Казначейства США



Источник: Казначейство США

³¹ Источник: Казначейство США