

## УПРАВЛЕНИЕ КРАТКОСРОЧНОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКОЙ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА БАНКОМ РОССИИ И ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ДЕНЕЖНЫХ ВЛАСТЕЙ

**В. И. МОРГУНОВ**

*Управление объемом ликвидности банковского сектора и краткосрочной процентной ставкой денежного рынка со стороны Банка России находится под влиянием структурного профицита ликвидности и операций Федерального казначейства по размещению временно свободных денежных средств бюджета в кредитных организациях. Взаимодействие двух ветвей денежных властей в России может быть усовершенствовано в целях большей эффективности управления краткосрочной процентной ставкой денежного рынка.*

**Ключевые слова:** процентная политика центрального банка, денежный рынок, ключевая ставка, Банк России, Федеральное казначейство.

**JEL:** E42, E43, E52, E58, E63.

Банк России с помощью операций предоставления и абсорбирования ликвидности стремится управлять краткосрочной процентной ставкой денежного рынка так, чтобы процентная ставка «овернайт» на рынке была вблизи ключевой ставки Банка России [2, с. 65]. Выполнение этой задачи Банком России зависит, среди прочего, также от действий его партнера по управлению ликвидностью банковского сектора – Федерального казначейства (Минфина России). Сумма временно свободных денежных средств бюджета, размещаемых Федеральным казначейством в кредитных организациях (на депозитах, в операциях РЕПО, в остатках на банковских счетах и на депозитах с центральным контрагентом) увеличива-

лась в последние годы и составила на 1 июля 2021 г. около 6 трлн руб. К сожалению, роль таких операций Федерального казначейства в достижении операционной цели денежно-кредитной политики Банка России исследована в недостаточной степени.

Банку России удастся удерживать краткосрочную процентную ставку денежного рынка внутри процентного коридора, но она отклоняется, временами весьма существенно, от середины процентного коридора – ключевой ставки Банка России. Эти отклонения зависят, при нынешнем положении дел, от состояния структурной позиции ликвидности банковской системы (см. табл. 1), хотя такой зависимости могло бы не быть.

**Таблица 1**

**Средний за период спред между процентными ставками денежного рынка и ключевой ставкой в 2014 г. – первом полугодии 2021 г., базисных пунктов**

Период	Структурная позиция ликвидности	MIACR	RUONIA
4 февраля – 30 июня 2021 г.	Профицит ликвидности	-16	-19
9 января – 16 декабря 2020 г.	Профицит ликвидности	-12	-15
2019 г.	Профицит ликвидности	-11	-15
2018 г.	Профицит ликвидности	-28	-28
2017 г.	Профицит ликвидности	-17	-18
2016 г.	Дефицит ликвидности	-2	-4
2015 г.	Дефицит ликвидности	20	20
2014 г.	Дефицит ликвидности	63	61

*Источник:* данные Банка России, расчеты автора.

*Моргунов Вячеслав Иванович, ведущий научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук, профессор, e-mail: morgunov@ranepa.ru*

Для периодов структурного дефицита ликвидности характерен положительный спред между рыночной ставкой «овернайт» и ключевой ставкой Банка России. Небольшой положительный спред (до 5 б.п.) легко было бы объяснить тем, что Банк России предоставляет ликвидность кредитным организациям под обеспечение, а межбанковские кредиты «овернайт» – необеспеченные и процентная ставка по ним включает премию за кредитный риск. Но спред значительно больше.

Спред между краткосрочной процентной ставкой и ключевой ставкой зависит и от состояния настроений денежного рынка; иногда этот спред особенно велик – его средняя величина, например, в 2014 г. составила 61–63 б.п. Это объяснялось высокой нервозностью на финансовом рынке и повышенным спросом кредитных организаций на величину средств на их корреспондентских счетах в Банке России в тот период. Этим же объяснялся положительный спред (даже при структурном

профиците ликвидности) в период усреднения обязательных резервов с 8 апреля по 12 мая 2020 г. (см. табл. 2) – период прихода пандемии коронавируса и финансового стресса, вызванного локдауном и общей неопределенностью.

Для периодов структурного профицита ликвидности характерен отрицательный спред – краткосрочная процентная ставка денежного рынка находится ниже ключевой процентной ставки Банка России.

Насколько это неизбежно? Должна ли процентная ставка денежного рынка быть выше ключевой ставки в периоды структурного дефицита ликвидности и быть ниже ключевой ставки в периоды структурного профицита ликвидности? Нет, не должна. Следует подчеркнуть, что структурный профицит или структурный дефицит ликвидности являются характеристиками структуры баланса центрального банка, а не характеристиками ситуации на денежном рынке. Структурная по-

**Таблица 2**
**Средние показатели ликвидности банковского сектора: по периодам усреднения обязательных резервов, с 11 марта 2020 г. по 8 июня 2021 г.**

Первый день периода усреднения	Последний день периода усреднения	Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, млрд руб.	Средний спред между RUONIA и ключевой ставкой, б.п.	Средний спред между MIACR и ключевой ставкой, б.п.	Избыточные резервы (фактические остатки на корсчетах минус обязательные резервы на корсчетах), млрд руб.
12.05.21	08.06.21	-1599	-17	-16	75,8
07.04.21	11.05.21	-1554	-22	-18	76,6
10.03.21	06.04.21	-1677	-15	-12	58,4
10.02.21	09.03.21	-1811	-19	-17	70,3
13.01.21	09.02.21	111	-8	-3	60,4
09.12.20	12.01.21	15	-3	0	111,3
11.11.20	08.12.20	-496	-21	-21	69,7
07.10.20	10.11.20	-964	-7	-9	64,8
09.09.20	06.10.20	-1773	-11	-11	65,1
05.08.20	08.09.20	-1930	-12	-9	53,8
08.07.20	04.08.20	-1884	-25	-20	61,1
10.06.20	07.07.20	-1683	-32	-25	66,2
13.05.20	09.06.20	-1593	-14	-6	64,9
08.04.20	12.05.20	-1985	1	10	79,9
11.03.20	07.04.20	-3081	-30	-26	105,6

Источник: Банк России (URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/BSliquidityMA/Full/](http://www.cbr.ru/hd_base/BSliquidityMA/Full/)), расчеты автора.

зиция ликвидности банковской системы измеряет потребность в операциях центрального банка, т.е. то, должен ли он предоставлять ликвидность банковскому сектору или абсорбировать ликвидность из него – и в каком объеме. Если управление ликвидностью банковского сектора осуществляется денежными властями эффективно и спрос банковского сектора на ликвидность удовлетворяется, то спред между краткосрочной процентной ставкой денежного рынка и ключевой процентной ставкой центрального банка может отсутствовать или быть очень небольшим (в интервале -5 – +5 б.п. в отсутствие финансового стресса).

Чтобы удовлетворить потребность банковского сектора в ликвидности, Банк России своими операциями реагирует на состояние автономных факторов ликвидности (если требования обязательных резервов постоянны).

Когда он реагирует своевременно и в полной мере, то удовлетворяет потребность банковского сектора в ликвидности и процентная ставка на рынке находится вблизи ключевой процентной ставки. На это как раз нацелена структура операций Банка России – прогнозирование факторов ликвидности, объема его операций и процентные ставки по ним (о теории вопроса см., например, [1]). Величина автономных факторов ликвидности определяет в основном<sup>1</sup> структурную позицию ликвидности банковского сектора.

Банк России предпочитает продемонстрировать<sup>2</sup> определение структурной позиции ликвидности банковского сектора как разности между объемами предоставления им ликвидности банковскому сектору (+) и ее абсорбирования (-). Это определение раскрывает результаты операций центрального банка, но не

**Таблица 3**

**Структурный профицит/дефицит ликвидности банковского сектора: по периодам усреднения обязательных резервов, с 11 марта 2020 г. по 8 июня 2021 г., рассчитанный вторым способом, млрд руб.**

Первый день периода усреднения	Средства на корсчетах	Обязательные резервы на спецсчетах по их учету	Автономные факторы ликвидности – нетто (предложение (+) / спрос (-))	Средний за период структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности = (2) + (3) - (4)
1	2	3	4	5
12.05.21	3082	766	5446	-1599
07.04.21	3011	747	5312	-1554
10.03.21	2965	737	5378	-1677
10.02.21	2895	722	5428	-1811
13.01.21	2879	718	3486	111
09.12.20	2902	711	3598	15
11.11.20	2806	696	3998	-496
07.10.20	2753	683	4400	-964
09.09.20	2699	670	5141	-1773
05.08.20	2632	655	5216	-1930
08.07.20	2590	650	5123	-1884
10.06.20	2636	660	4978	-1683
13.05.20	2700	669	4961	-1593
08.04.20	2685	649	5319	-1985
11.03.20	2536	620	6237	-3081

Источник: URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/BSliquidityMA/Full/](http://www.cbr.ru/hd_base/BSliquidityMA/Full/)

<sup>1</sup> Предполагаем, что требования обязательных резервов неизменны или их изменение незначительно.

<sup>2</sup> См.: Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора / Банк России. URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/bliquidity/](http://www.cbr.ru/hd_base/bliquidity/)

раскрывает движущих факторов изменения структурной ликвидности банковского сектора. Чтобы раскрыть эти факторы, следует, используя баланс центрального банка, определить структурную позицию ликвидности вторым способом — как сумму автономных факторов ликвидности<sup>3</sup>, остатков средств на корреспондентских счетах кредитных организаций и средств на спецсчетах для учета обязательных резервов. (См. табл. 3.) Именно второе определение показывает источники потребности банковского сектора в ликвидности.

Среди автономных факторов ликвидности остатки средств расширенного правительства на счетах в Банке России являются самым волатильным фактором. (См. табл. 4.)

Изменчивость остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России вносит большой вклад в изменчивость суммарной величины автономных факторов ликвидности. Это ведет к трудностям прогнозирования факторов ликвидности и к неточностям в определении объемов операций Банка России на открытом рынке (аукционных операций предоставления или абсорбирования ликвидности). С такой проблемой сталкиваются или сталкивались многие центральные банки в мире.

Например, такая проблема стояла перед Федеральной резервной системой (ФРС) США

до финансового кризиса 2008 г. и появления новой системы управления краткосрочной процентной ставкой денежного рынка с выплатой процентов на банковские резервы.

Казначейство США делило имеющиеся у него денежные средства между двумя типами счетов: казначейским общим счетом (TGA) в ФРС США и казначейскими налоговыми и иссудными счетами (TT&L) в частных кредитных организациях<sup>4</sup>. До финансового кризиса 2008 г. остатки средств на счете TGA колебались в узком коридоре около 5 млрд долл., в то время как остатки средств на счетах TT&L изменялись в очень широком диапазоне [4]. Поведение соответствующих остатков средств на счетах резко изменилось осенью 2008 г.: с этого времени остатки на счетах TT&L в кредитных организациях колебались в узком диапазоне около 2 млрд долл., а остатки на едином казначейском счете, TGA, напротив, теперь колебались сильно [4]. Причина таких изменений лежит в изменении операционного каркаса реализации денежно-кредитной политики (*monetary policy framework*) ФРС США после финансового кризиса.

Понимание взаимосвязи между кредитной политикой ФРС и управлением наличностью Казначейства США важно, поскольку она демонстрирует симбиотические взаимоотношения между двумя учреждениями, в которых

**Таблица 4**

**Показатели вариации дневных изменений двух факторов ликвидности: среднее линейное отклонение изменений, млрд руб.**

Период	Изменение наличных денег в обращении (вне Банка России)	Изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции
2018 г.	24	137
2019 г.	21	159
2020 г.	20	153
Первое полугодие 2021 г.	19	208

Источник: Банк России (URL: <http://cbr.ru/statistics/flikvid/>), расчеты автора.

<sup>3</sup> Обычно чистая позиция автономных факторов определяется на стороне обязательств в балансе центрального банка (как абсорбирующий ликвидность фактор). В табл. 3 они показаны с плюсом, т.е. их чистая позиция определена на стороне активов (предоставление ликвидности).

<sup>4</sup> После финансового кризиса и изменений в соотношении процентных ставок по операциям денежных властей Казначейство США потеряло заинтересованность в переводе средств на счета TT&L и программа TT&L к 2012 г. была прекращена [4].

каждое из них помогает другому в выполнении своих уставных обязанностей (подробнее см. [4]).

До начала кризиса программа Казначейства по налогам и ссудам (использование счетов TT&L) имела три основные цели: обработка федеральных налоговых поступлений, стабилизация баланса единого казначейского счета (TGA) и получение процентного дохода для Казначейства США. До начала кризиса Казначейство, как правило, стремилось сохранить остатки счета TGA в размере 5 млрд долл. Эта целевая сумма счета определялась для того, чтобы в конце операционного дня единый казначейский счет не остался без средств и не имел овердрафта, так как законодательство не позволяет ФРС США напрямую кредитовать Казначейство. Казначейство тщательно управляло переброской денежных средств между единым казначейским счетом и счетами TT&L — так, чтобы поддерживать стабильным фактический баланс TGA, близкий к целевому объему (5 млрд долл.). Благодаря такой политике стабилизировался этот автономный фактор ликвидности банковской системы (в противном случае — очень волатильный) и кредитные операции ФРС США получали предсказуемую базу.

Федеральное казначейство и Минфин России, насколько нам известно, не ставят перед собой цели поддерживать некоторую стабильную величину остатков рублевых денежных средств на едином казначейском счете в Банке России, когда определяют свою программу размещения денежных средств на банковские депозиты, в операциях РЕПО и в других операциях управления денежными активами и обязательствами расширенного правительства. Поэтому неудивительно, что Банку России трудно спрогнозировать этот важный фактор формирования ликвидности (изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России) и с хорошей точ-

ностью установить лимит на основном депозитном аукционе (или аукционе РЕПО).

Кроме того, условия, на которых Федеральное казначейство размещает денежные средства бюджета в банковском секторе, определены так, что кредитные организации получают ликвидность по более низким процентным ставкам, чем процентные ставки на депозитных аукционах Банка России. Возникает теоретическая (и практическая?) возможность арбитража. Например, в первом полугодии 2021 г. средневзвешенная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России была ниже его ключевой ставки в среднем на 5 б.п. Между тем ознакомление с данными Федерального казначейства<sup>5</sup> показывает, что кредитные организации получают ликвидность в операциях размещения им денежных средств на банковские депозиты и в операциях РЕПО по процентным ставкам, которые ниже ключевой ставки Банка России на 15–25 б.п.<sup>6</sup> Это неудивительно, так как в качестве базовой плавающей процентной ставки, служащей ориентиром в операциях размещения средств, используется индикативная взвешенная ставка однодневных рублевых кредитов (депозитов) RUONIA, которая, как мы видели в табл. 1 и 2, в последние годы заметно ниже ключевой ставки Банка России. Кредитная организация может получить ликвидность от Федерального казначейства и разместить ее на депозите в Банке России с выигрышем в 10–20 б.п.

Минфин России зарабатывает доходы для федерального бюджета на операциях управления денежными средствами бюджета, а Банк России несет убытки, абсорбируя ликвидность, так как платит проценты на привлеченные от кредитных организаций депозиты и размещенные ОБР. Минфин России не беспокоится на этот счет, так как механизм распределения финансового результата деятельности Банка России не симметричен — прибыль (наиболь-

<sup>5</sup> См. раздел сайта Федерального казначейства «Операционный день». URL: <https://roskazna.gov.ru/finansovye-operacii/operacionnyj-den/>

<sup>6</sup> Сроком на один день, несколько дней, одну или две недели.

шую ее часть) он перечисляет в федеральный бюджет (когда прибыль есть), но его убытки не возмещаются бюджетной властью.

Проблема может быть разрешена следующим образом. При соответствующих изменениях в законодательстве<sup>7</sup> Банк России будет платить проценты на остатки денежных средств расширенного правительства на его срочных счетах в Банке России. Минфин России потеряет главный мотив размещать средства бюджета в кредитных организациях без оглядки на задачи управления ликвидностью банковского сектора Банком России. Последний при этом приобретет, а не потеряет: он будет платить проценты на срочные депозиты Федерального казначейства, но сократятся его процентные платежи по операциям абсорбирования ликвидности банковского сектора. Депозитов кредитных организаций в Банке России и ОБР станет на столько меньше, на сколько больше станет средств на срочных счетах органов власти на его балансе. Банк

России сможет точнее прогнозировать факторы формирования ликвидности и точнее, эффективнее управлять краткосрочной процентной ставкой денежного рынка.

Такие изменения соответствовали бы лучшим практикам управления ликвидностью денежных властей в других странах. Например, Швейцарская Конфедерация размещает срочные депозиты в Национальном банке Швейцарии под рыночные проценты, хотя ее счета до востребования в швейцарских франках не приносят процента [5, с. 185]. Международный валютный фонд в техническом руководстве [3] отмечает, что лучшей является практика, когда центральный банк платит сопоставимую с рынком процентную ставку на средства, размещенные на едином казначейском счете, так как это улучшает прозрачность счетоводства и устраняет заинтересованность министерства финансов принимать экономически нерациональные решения. Эталонные процентные ставки (бенчмарки), используе-

**Таблица 5**  
**Два варианта структурной позиции ликвидности на одну дату, трлн руб.**

Фактическая структурная позиция на дату				
Дата	Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	в том числе		
		стандартные инструменты денежно-кредитной политики Банка России		регулярные операции на возвратной основе, не относящиеся к стандартным инструментам денежно-кредитной политики Банка России
		требования Банка России к кредитным организациям	требования кредитных организаций к Банку России	
23.06.21	-1,2	0,2	-1,7	0,3

Справочно: Федеральное казначейство предоставило банкам ликвидность объемом 5,8 трлн руб.

Альтернативная позиция (Федеральное казначейство оставляет на своих счетах в Банке России на 2 трлн руб. больше)				
Дата	Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	в том числе		
		стандартные инструменты денежно-кредитной политики Банка России		регулярные операции на возвратной основе, не относящиеся к стандартным инструментам денежно-кредитной политики Банка России
		требования Банка России к кредитным организациям	требования кредитных организаций к Банку России	
23.06.21	0,8	0,5	0,0	0,3

Справочно: Федеральное казначейство предоставило банкам ликвидность объемом 3,8 трлн руб.

Источник: данные Банка России, расчеты (и предположения) автора.

<sup>7</sup> Минфину России и Банку России будет несложно договориться о проекте таких изменений в законодательстве.

мые при этом для сопоставления с рынком, разнообразны. Это ставки по межбанковским кредитам (Мексика), процентные ставки по казначейским векселям (Италия, Южная Африка, Канада), процентные ставки, получаемые центральным банком на его активы (Бразилия, Тринидад и Тобаго, Восточно-Карибский валютный союз) и другие примеры (см. [3], вставка 4).

С введением предлагаемых изменений во взаимодействии ветвей денежных властей в

России станет возможным таргетирование величины остатков денежных средств расширенного правительства на счетах в Банке России. Это повлечет также изменения в величине структурного дефицита/профицита ликвидности банковского сектора (см. пример в табл. 5), что упростит управление краткосрочной процентной ставкой денежного рынка Банком России. Федеральное казначейство не потеряет в доходах, а Банк России получит прибыль, а не убыток. ■

### Литература

1. Моргунов В.И. Управление ликвидностью банковского сектора и краткосрочной процентной ставкой денежного рынка. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2015.
2. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов / Банк России. М., 2020.
3. Pessoa M. and M. Williams. Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank // IMF Technical Notes and Manuals. November 2012.
4. Santoro P.J. The Evolution of Treasury Cash Management during the Financial Crisis // Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance. 2012. Vol. 18. No. 3.
5. Swiss National Bank. 113th Annual Report. 2020. URL: [https://www.snb.ch/en/i/about/pub/annrep/id/pub\\_annrep\\_2020](https://www.snb.ch/en/i/about/pub/annrep/id/pub_annrep_2020)

### References

1. Morgunov V.I. Liquidity management of the banking sector and short-term interest rate of the money market. Moscow. Delo Publishers RANEPА, 2015.
2. The main directions of the unified state monetary policy for 2021 and the period of 2022 and 2023 / Bank of Russia. Moscow, 2020.
3. Pessoa M. and M. Williams. Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank // IMF Technical Notes and Manuals. November 2012.
4. Santoro P.J. The Evolution of Treasury Cash Management during the Financial Crisis // Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance. 2012. Vol. 18. No. 3.
5. Swiss National Bank. 113th Annual Report. 2020. URL: [https://www.snb.ch/en/i/about/pub/annrep/id/pub\\_annrep\\_2020](https://www.snb.ch/en/i/about/pub/annrep/id/pub_annrep_2020)

### Management of the Short-Term Interest Rate of the Money Market by the Bank of Russia and Interaction of the Monetary Authorities

**Vyacheslav I. Morgunov** – Leading Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences, Professor (Moscow, Russia). E-mail: [morgunov@ranepa.ru](mailto:morgunov@ranepa.ru)

*The management of the banking sector's liquidity and the short-term money market interest rate by the Bank of Russia is influenced by the structural liquidity surplus and the operations of the Federal Treasury of Russia to place temporarily free budget funds in credit institutions. The interaction of the two branches of the monetary authorities in Russia can be improved in order to manage the short-term interest rate of the money market more effectively.*

**Key words:** interest rate policy of the central bank, money market, key rate, Bank of Russia, Federal Treasury.  
**JEL-codes:** E42, E43, E52, E58, E63.