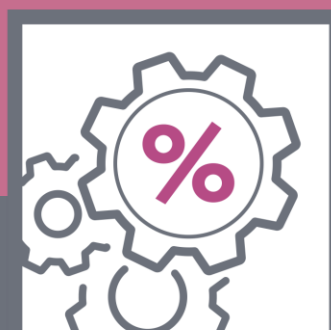




Банк России

ОБЗОР
денежно-кредитной
политики



Операционная процедура денежно-кредитной политики Банка России

Аналитическая записка

О. Яцык
А. Киюцевская
Д. Клепацкий
Ф. Ахмед Абу Бакр

Май 2023

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ.....	4
1. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДКП И КРИТЕРИИ ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ.....	5
2. ПАРАМЕТРЫ ОПЕРАЦИОННОЙ ПРОЦЕДУРЫ БАНКА РОССИИ.....	8
2.1. Операционная цель денежно-кредитной политики Банка России	8
Характеристики ставки RUONIA как операционного ориентира ДКП	8
Подходы к выбору операционной цели	10
2.2. Система инструментов ДКП Банка России	18
Характеристики системы инструментов ДКП Банка России.....	18
Выбор и определение параметров операционной процедуры	18
Ширина процентного коридора Банка России	23
3. ИЗМЕНЕНИЯ ОПЕРАЦИОННОЙ ПРОЦЕДУРЫ ДКП БАНКА РОССИИ В 2013–2022 ГОДАХ	26
4. ЭФФЕКТИВНОСТЬ ОПЕРАЦИОННОЙ ПРОЦЕДУРЫ ДКП БАНКА РОССИИ	33
4.1 Оценка эффективности операционной процедуры ДКП	33
4.2. Факторы, ограничивающие эффективность операционной процедуры Банка России ...	40
ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ.....	42
ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ВЗАИМНОЕ ВЛИЯНИЕ СТАВОК ОВЕРНАЙТ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	44
ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ИЗМЕНЕНИЯ ОПЕРАЦИОННЫХ ОРИЕНТИРОВ В СТРАНАХ С РАЗВИТЫМИ РЫНКАМИ	46
ПРИЛОЖЕНИЕ 3. АЛЬТЕРАТИВНЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕДУРЫ ДКП.....	49
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	52
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	53

Содержание настоящей аналитической записки отражает личную позицию авторов. Результаты анализа являются предварительными и публикуются с целью стимулировать обсуждение и получить комментарии для возможной дальнейшей доработки материала. Содержание и результаты анализа не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Электронная почта: yatsykov@cbr.ru

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: <http://www.cbr.ru/>

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

ВВЕДЕНИЕ

Главной целью денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России является ценовая стабильность, под которой понимается поддержание инфляции вблизи 4%. Режим таргетирования инфляции предполагает, что регулятор влияет на экономику в основном через канал процентных ставок и канал ожиданий. С помощью своих операций Банк России воздействует на уровень ставок, по которым участники финансового рынка заключают сделки друг с другом и с участниками нефинансового сектора экономики. Одновременно через активную коммуникацию с участниками рынка и населением национальный регулятор влияет на их ожидания относительно будущей стоимости денег. Ставки по кредитам и депозитам, доходности активов на финансовых рынках в свою очередь влияют на решения предприятий и населения о потреблении, сбережении и инвестировании. В результате формируется совокупный спрос в экономике, оказывающий влияние на темп роста потребительских цен.

Операции ДКП являются связующим звеном между решениями Банка России по ДКП и финансовым сектором и, таким образом, всей экономикой. Банк России ужесточает или смягчает ДКП, изменяя уровень своей ключевой ставки. Успех Банка России в достижении ценовой стабильности напрямую зависит от того, насколько быстро и точно сигнал о направленности ДКП будет передан в ставки по операциям участников финансового рынка.

Систему инструментов, с помощью которых регулятор влияет на процентные ставки в экономике, и подходов к их применению принято называть операционной процедурой ДКП. Объект настоящего исследовательского доклада – операционная процедура ДКП Банка России. В рамках работы над докладом мы стремились оценить, насколько операционная процедура Банка России способствует достижению конечной цели ДКП и соответствует условиям, в которых он реализует ДКП. Для этого мы рассмотрели отдельные параметры операционной процедуры Банка России в контексте опыта других центральных банков (ЦБ), проанализировали особенности российского денежного рынка и опыт Банка России по реализации ДКП в период после перехода к таргетированию инфляции.

1. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДКП И КРИТЕРИИ ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Операционная процедура ДКП является связующим звеном между ЦБ и банковским¹ сектором, и, таким образом, всей экономикой в целом². Операционная процедура ДКП включает в себя систему инструментов ДКП и подходы к их применению для достижения операционной цели ДКП. От действенности операционной процедуры зависит возможность достижения конечной цели ДКП, то есть ее эффективность в целом.

Операционные процедуры современных ЦБ, таргетирующих инфляцию, воздействуют на процентные ставки. В силу устройства своих балансов ЦБ могут влиять на стоимость денег в экономике: наиболее ликвидная и надежная форма денег – корсчета банков в ЦБ или ликвидность³ – являются их обязательствами. Во-первых, ЦБ являются единственным эмитентом ликвидности, они могут эффективно контролировать ее стоимость. Во-вторых, ряд платежей могут проводиться только через платежные системы ЦБ (например, расчеты при эмиссии наличных денег или платежи в бюджет), а значит, на корсчета в ЦБ всегда есть спрос со стороны кредитных организаций (КО).

ЦБ могут влиять на стоимость ликвидности несколькими способами. В зависимости от этого определяется тип операционной процедуры ДКП.

Во-первых, ЦБ могут с помощью своих инструментов формировать спрос на ликвидность и ее предложение. Проводя операции по предоставлению или привлечению ликвидности, ЦБ обеспечивают равенство спроса и предложения ликвидности на денежном рынке при целевом уровне ставок. Ключевым мотивом участников для заключения сделок на таком рынке является необходимость урегулировать свою ликвидность, то есть сформировать тот уровень корсчета, который им необходим для проведения платежей и выполнения требований ЦБ. В таком случае принято говорить, что ЦБ управляет ставками в системе процентного коридора (corridor system).

Во-вторых, ЦБ могут влиять на ставки денежного рынка через влияние на альтернативную стоимость заимствований. В таком случае ЦБ предлагают контрагентам безрисковую доходность в виде процентов по корсчетам или депозитам постоянного действия. Этот уровень безрисковой доходности формирует нижнюю границу стоимости средств на денежном рынке. Как правило, ЦБ выбирают такой подход, когда в банковском секторе наблюдается избыток ликвидности, и у регуляторов нет необходимости активно управлять ее предложением. В результате участники рынка становятся не заинтересованы в заключении сделок на рынке и их активность сокращается, при этом ставки формируются вблизи нижней границы, установленной ЦБ. Эта система инструментов ДКП называется системой с ключевой нижней границей (floor system). Однако ЦБ могут модифицировать эту систему, вводя несколько инструментов абсорбирования, предлагающих участникам разную доходность. При этом доступ к размещению средств по более высокой ставке оказывается ограничен. Таким образом, основным мотивом заключения сделок на рынке становится арбитраж. Подобную систему называют системой с множественной нижней границей (tiered-floor system).

¹ Финансовым, если контрагентами ЦБ являются также некредитные финансовые организации (НФО).

² Bindseil, U. Evaluating monetary policy operational frameworks. Speech at the Jackson Hole conference on. Vol. 31. 2016.

³ В контексте ДКП под ликвидностью банков (банковского сектора) понимаются остатки на корреспондентских счетах банков в ЦБ.

К началу мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. среди ведущих мировых ЦБ сложился консенсус относительно основных характеристик операционных процедур ДКП. К их числу относились^{4,5}:

1. Наличие единой, четко сформулированной операционной цели ДКП. Под такой целью понимается целевое значение экономического индикатора, который ЦБ может достаточно успешно контролировать с помощью своих операций и который является значимым элементом трансмиссионного механизма ДКП. В результате достижение операционной цели в нормальных условиях приводит к достижению конечной цели ДКП. Операционная цель должна быть единой, непротиворечивой, понятной как внутри ЦБ, так и для участников рынка и давать четкий сигнал о направленности ДКП. Большинство ЦБ выбирает в качестве операционной цели ДКП уровень однодневных ставок межбанковского кредитного рынка (МБК)⁶.

2. Простота системы инструментов ДКП. ЦБ стремятся минимизировать количество операций ДКП со схожими задачами и параметрами. Цели и условия применения каждого инструмента ДКП должны быть понятны участникам рынка.

3. Разделение задач по определению направленности ДКП и достижению операционной цели. На основе макроэкономического прогноза ЦБ определяет уровень ставки политики – ключевой ставки. Именно она служит ориентиром изменения стоимости средств для большинства экономических агентов. Операционный ориентир определяется с учетом особенностей финансового рынка отдельной страны. Это должен быть такой сегмент финансового рынка, стоимость ресурсов на котором изменится первой вслед за изменением ключевой ставки. Обычно это ставка краткосрочном сегменте межбанковского денежного рынка. Цель операционного ориентира – стать первым звеном в цепочке транслирования изменения ключевой ставки в различные сегменты финансового рынка и в дальнейшем в экономику. Именно так будет обеспечено достижение конечной цели ДКП. Затем операционные подразделения ЦБ проводят операции с участниками рынка на таких условиях, чтобы операционная цель достигалась. Эти процессы полностью разделены и независимы друг от друга. Изменение отдельных параметров инструментов ДКП (кроме уровня процентных ставок по ним) обычно не связано с направленностью ДКП.

Наиболее распространенным типом операционной процедуры среди ЦБ стран с развитыми рынками до мирового финансового кризиса был симметричный процентный коридор. Операции постоянного действия ЦБ образуют границы процентного коридора, в центре которого находится ставка политики. В таком случае операционная цель ДКП заключается в сближении однодневных ставок межбанковского денежного рынка со ставкой политики. Для этого ЦБ проводят операции, объем которых определяется на основе прогноза ликвидности. Возможен процентный коридор как с усреднением обязательных резервов (Европейский центральный банк – ЕЦБ, Банк Англии), так и без обязательных резервов (Швеция, Канада, Новая Зеландия, Австралия). Операционная процедура ФРС США до 2008 г., хотя формально не являлась процентным коридором, функционировала схожим образом.

Банк России руководствовался этими принципами при выстраивании собственной операционной процедуры ДКП. Операционной целью Банка России является сближение ставки RUONIA с ключевой ставкой. Банк России управляет краткосрочными ставками МБК с помощью симметричного процентного коридора, в центре которого находится ключевая ставка. Обязательные резервные требования Банка России создают условия для снижения волатильности ставок межбанковского денежного рынка – обеспечивают стабильный спрос на ликвидность со стороны банков и достаточный запас средств в банковском секторе в целом для проведения платежей и расчетов⁷.

⁴ Bindseil U. Monetary policy operations and the financial system. OUP Oxford, 2014.

⁵ Bindseil U. Evaluating monetary policy operational frameworks. Speech at the Jackson Hole conference on. Vol. 31. 2016.

⁶ Подробнее см. раздел «Подходы к выбору операционной цели ДКП».

⁷ Подробнее см. доклад «Обязательные резервы Банка России».

После мирового финансового кризиса операционные процедуры ряда ЦБ стран изменились. После перехода к нулевым и отрицательным процентным ставкам и реализации программ «количественного смягчения» ЦБ многих развитых стран отказались от активного управления ликвидностью в процентном коридоре, трансформировали свои операционные цели. Системы инструментов ДКП усложнились, отражая развитие финансового сектора, регуляторной среды, платежных инноваций. Банк России влияет на темпы роста потребительских цен в условиях положительных процентных ставок, не прибегая к мерам нестандартной ДКП, таким как покупки активов в рамках «количественного смягчения». Поэтому у Банка России не было необходимости трансформировать свою операционную процедуру. Однако отдельные вызовы, с которыми столкнулись ЦБ стран с развитыми рынками, являются актуальными и для Банка России. В частности, развитие рынка репо, хотя и позволяет КО более эффективно перераспределять ликвидность, делает его участников более уязвимыми к ситуации на рынках обеспечения. В то же время регуляторные нормативы могут влиять на операции КО на денежном рынке и с Банком России. Наконец, развитие платежной инфраструктуры, позволяющей клиентам КО мгновенно переводить средства, усложняет для КО управление собственной ликвидностью. Есть и вызовы, специфичные для Банка России: активная фискальная политика Минфина России, приводящая к высокой волатильности бюджетных потоков, необходимость обеспечивать работу платежной системы Банка России одновременно в 11 часовых поясах, высокая концентрация в банковском секторе, отражающаяся на структуре рыночных операций, относительно узкий рынок государственного внутреннего долга.

Ключевым показателем эффективности операционной процедуры ДКП является обеспечение контроля над краткосрочными ставками денежного рынка. Важным критерием достижения операционной цели ДКП при этом является не только уровень ставок денежного рынка, но и их волатильность.

Помимо непосредственного достижения операционной цели ДКП, Банк России выделяет следующие важные характеристики, которым должна соответствовать операционная процедура ДКП:

- 1) Она должна предоставлять Банку России возможность управлять ставками при любой ситуации с ликвидностью, в том числе в случае резкого роста ее структурного дефицита. Основные статьи баланса Банка России – остатки средств на счетах бюджетной системы и наличные деньги в обращении – достаточно волатильны и могут оказывать большое влияние на структуру операций Банка России по управлению ликвидностью. При этом, Банк России должен учитывать не только потенциальный объем ликвидности, который может понадобиться КО, но и наличие у банков достаточного объема обеспечения.
- 2) Операционная процедура ДКП должна быть прозрачной, непротиворечивой и статичной (то есть не меняться слишком часто). Важную роль в снижении волатильности ставок денежного рынка играют ожидания банков относительно их будущего уровня. Чтобы у участников денежного рынка сформировалось доверие к Банку России, его действия должны быть предсказуемыми и понятными.
- 3) Условия совершения операций с Банком России должны быть одинаковыми для всех контрагентов. При этом Банк России стремится снизить свое влияние на финансовый рынок, кроме сегмента, на который Банк России собственно влияет с помощью своих операций – рынка МБК овернайт. Ценообразование на прочих рынках должно происходить под действием рыночных факторов.
- 4) Операционная процедура ДКП должна косвенно способствовать развитию финансового рынка и улучшению трансмиссии сигнала ДКП в экономику. Для этого операционная процедура ДКП должна стимулировать участников рынка эффективно управлять своей ликвидностью с помощью преимущественно рыночных операций.

2. ПАРАМЕТРЫ ОПЕРАЦИОННОЙ ПРОЦЕДУРЫ БАНКА РОССИИ

2.1. Операционная цель денежно-кредитной политики Банка России

Операционной целью ДКП Банка России является поддержание ставок овернайт необеспеченного сегмента МБК вблизи ключевой ставки Банка России. Операционным ориентиром Банка России является ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average). Это взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая стоимость необеспеченного заимствования на условиях овернайт. КО используют сегмент МБК для управления собственной ликвидностью (остатками средств на корсчетах). Банк России регулирует объем ликвидности в банковском секторе с помощью своих операций и поэтому может эффективно влиять на ее стоимость – процентные ставки на рынке МБК.

Характеристики ставки RUONIA как операционного ориентира ДКП

RUONIA выбрана Банком России в качестве эталонной процентной ставки, характеризующей безрисковую стоимость заимствования на рынке МБК. Несмотря на то, что объем сделок, учитываемых при расчете RUONIA, составляет около 1/3 от всего рынка МБК (рис. 1), ставка RUONIA корректно отражает стоимость заимствований на межбанковском рынке. Для этого есть несколько причин. Во-первых, RUONIA рассчитывается на основе фактических подтвержденных и проверенных Банком России операций КО, совершенных в течение всего операционного дня⁸. Это исключает возможность манипулирования значениями ставок, что было одной из причин глобальной реформы процентных ставок и отказа от ставок группы IBOR, расчет которых производился на основании котировок, предоставляемых участниками рынка, в пользу индикаторов, рассчитываемых на основе фактических данных⁹. Во-вторых, методология расчета RUONIA исключает присутствие искажающих значение ставки статистических выбросов – сделок по крайне высоким или низким ставкам¹⁰. В-третьих, RUONIA рассчитывается на основании операций, заключенных между КО с минимальным кредитным риском, то есть с

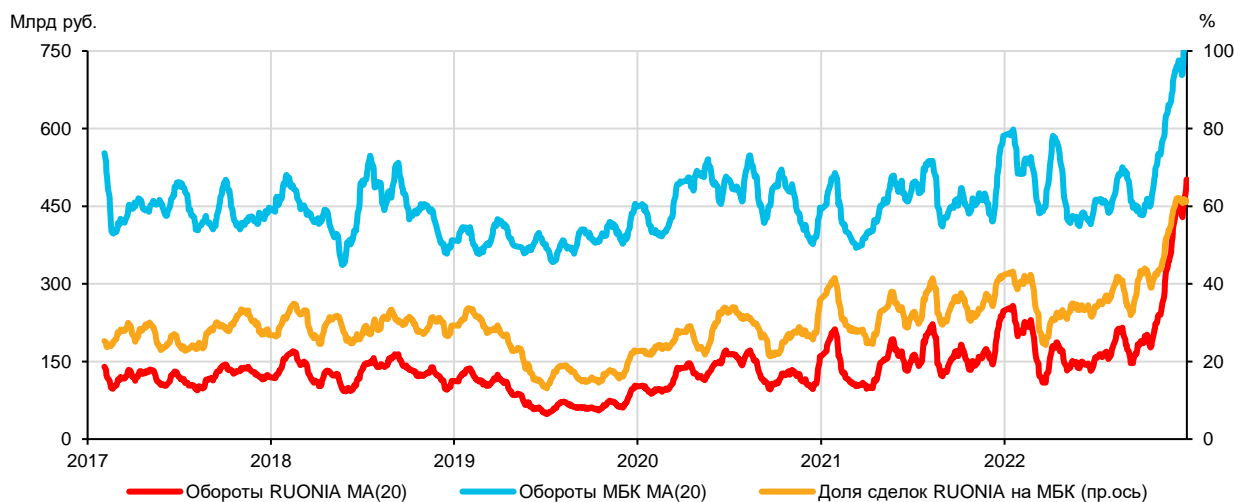
⁸ RUONIA рассчитывается на основе ежедневной отчетности по форме 0409701 «Операции на денежных и валютных рынках», представляемой кредитными организациями в соответствии Указанием Банка России от 08.10.2018 № 4927-У «О перечне, формах и порядке составления и представления форм отчетности кредитных организаций в Центральный банк Российской Федерации» (с изменениями) «Методология формирования и публикации ставки однодневного межбанковского кредитования в российских рублях RUONIA (Ruble OverNight Index Average)» // http://www.cbr.ru/Content/Document/File/131094/Meth_ruonia_20211129.pdf.

⁹ Подробнее см. Приложение 2 «Изменения операционных ориентиров в странах с развитыми рынками».

¹⁰ RUONIA рассчитывается как средневзвешенное значение ставок, вычисляемое на основе центральных 80% веса, равного произведению объема сделок на число участвовавших в данных сделках кредитных организаций, оставшегося после отсека (по 10% со стороны минимальных и максимальных ставок) // «Методология формирования и публикации ставки однодневного межбанковского кредитования в российских рублях RUONIA (Ruble OverNight Index Average)» http://www.cbr.ru/Content/Document/File/131094/Meth_ruonia_20211129.pdf.

наиболее надежными, крупными и активными участниками сегмента МБК¹¹. Это позволяет воспринимать RUONIA как показатель безрисковой стоимости заимствования. В-четвертых, методология расчета RUONIA предусматривает альтернативный подход к определению ее значения в случае наличия признаков «нерыночности» ставки или технической невозможности расчета. Это делает возможной непрерывную публикацию ставки. Наконец, ставка соответствует всем прочим принципам эталонных процентных индикаторов IOSCO¹².

РИС. 1 ОБОРОТЫ РУБЛЕВОГО РЫНКА МБК ОВЕРНАЙТ И В СЕГМЕНТЕ RUONIA В 2017–2022 ГОДАХ



* Скользящее среднее за 20 рабочих дней.

Источник: Банк России.

Однодневные ставки рынка МБК и, в частности, ставка RUONIA являются отправной точкой для большинства ставок в экономике и служат базовой ставкой для производных финансовых инструментов (ПФИ) и финансовых продуктов с плавающей ставкой. Это позволяет Банку России с лагом воздействовать на всю трансфертную кривую¹³. Однодневные ставки МБК влияют на ставки овернайт по сделкам репо и вмененные рублевые ставки по валютным свопам¹⁴. Изменение однодневных ставок МБК и ожидания относительно их динамики способствуют изменению ставок на срочных сегментах денежного рынка. Вместе с этим на основе ставок МБК формируются ставки по ПФИ и продуктам с плавающей ставкой: так, ставка RUONIA служит основой для формирования цен по процентным свопам, а также для определения доходностей ОФЗ с переменным купоном. КО используют эти индикаторы при построении трансфертной кривой, определяющей ставки: кредитам и депозитам. Это обеспечивает эффективность трансмиссионного механизма ДКП в достижении ценовой стабильности¹⁵.

¹¹ Перечень участников RUONIA определяется на основе показателей, характеризующих активность КО на рынке МБК, и регулярно пересматривается на предмет добавления/исключения новых членов // «Методика отбора кредитных организаций в список участников RUONIA». На 01.01.2023 перечень включал 35 КО // http://www.cbr.ru/Content/Document/File/125036/metod_ruonia_24082021.pdf.

¹² Principles for Financial Benchmarks. OICU-IOSCO. The Board of the International Organization of Securities Commissions. July 2013: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>.

¹³ Подробнее см. Приложение 1 к «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов». [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/126064/on_project_2022\(2023-2024\).pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/126064/on_project_2022(2023-2024).pdf).

¹⁴ Подробнее см. Приложение 1 «Взаимное влияние ставок овернайт денежного рынка».

¹⁵ Подробнее см. раздел «Эффективность ОП ДКП».

Подходы к выбору операционной цели

ЦБ большинства развитых и значительного числа стран с формирующимися рынками (СФР) устанавливают операционную цель, которая заключается в поддержании процентных ставок денежного рынка на определенном уровне. Число ЦБ, которые отказались от установления монетарных или курсовых показателей в качестве операционных ориентиров в пользу использования процентных ставок, свидетельствует об эффективности этого подхода. Так, например, ЦБ развитых стран (в том числе ФРС США в 1920–1980 гг., Бундесбанк в 1975–1990 гг., Банк Канады на рубеже 1970–1980 гг.) опирались на динамику различных монетарных агрегатов в качестве операционной цели ДКП^{16,17}. Банк Мексики, хотя де-факто придерживался принципов инфляционного таргетирования с 1999 г., к таргетированию ставок овернайт денежного рынка официально приступил только в январе 2008 года. До этого в качестве операционного ориентира он использовал объем остатков на корсчетах банков в ЦБ (*corto*)¹⁸. Значительное число ЦБ – прежде всего стран с формирующимися рынками – перешли к таргетированию инфляции, отказавшись от цели по поддержанию обменного курса (ЦБ Чили, Мексики, Бразилии, Казахстана, Тем не менее в настоящее время большое количество ЦБ СФР по-прежнему придерживаются альтернативных режимов ДКП (монетарное таргетирование, таргетирование обменного курса). В частности, наибольшее их число, в том числе страны – экспортеры сырья Иран, Ирак, Катар, Оман, Саудовская Аравия, реализуют ДКП в рамках таргетирования обменного курса и используют в качестве операционной цели уровень/динамику обменного курса. Монетарные показатели являются операционной целью только семи ЦБ в странах с менее развитыми финансовыми рынками¹⁹.

Банк России ввел ключевую процентную ставку, характеризующую направленность ДКП, в 2013 году. Но и ранее Банк России рассматривал краткосрочные ставки межбанковского денежного рынка в качестве важного звена трансмиссионного механизма ДКП²⁰. В конце 2014 г. Банк России перешел к режиму плавающего валютного курса, который сглаживает влияние внешних факторов на экономику. С этого момента ключевая ставка стала единственным индикатором направленности ДКП, а поддержание ставок МБК с ключевой ставкой – операционной целью ДКП Банка России.

Большинство ЦБ, операционным ориентиром которых являются процентные ставки, используют однодневные процентные ставки (табл. 1). Преимущества такого подхода связаны с рядом факторов^{21,22,23}. Во-первых, как показывает мировой опыт, краткосрочные ставки – единственный индикатор, которым ЦБ может управлять достаточно эффективно с помощью операций ДКП. Во-вторых, краткосрочные ставки денежного рынка являются отправной точкой для формирования более долгосрочных ставок. Их уровень формируется исходя из фактических значений краткосрочных ставок, а также премий за ликвидность и риск, который возникает в условиях неопределенности относительно динамики краткосрочных ставок и экономики в целом.

¹⁶ Bindseil U. The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. (2004).

¹⁷ Mishkin F.S. The economics of money, banking and financial markets, 5-th. ed., 1997.

¹⁸ Bank of Mexico. Monetary Policy Implementation through an Operational Interest Rate Target/<https://www.banxico.org.mx/monetary-policy/d/%7BBBDEC1D9-1E35-00EA-B37A-77FF17ABFCB1%7D.pdf>.

¹⁹ Ключевская А. Денежно-кредитная политика: специфика и особенности реализации на современном этапе экономического развития, Экономическая политика, 2016, Т. 11, № 2, с. 92–111.

²⁰ Банк России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов».

²¹ Bindseil U. «The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine», 2004.

²² Woodford M. Interest and prices. Foundations of a theory of monetary policy. Princeton University press, 2011.

²³ Bindseil U. Monetary policy operations and the financial system. OUP Oxford, 2014.

В результате изменения краткосрочных ставок, а также сигналы ЦБ относительно будущей направленности ДКП достаточно быстро транслируются в более длинные ставки.

В-третьих, весьма небольшое количество стран имеет активный и высокоразвитый рынок среднесрочных финансовых инструментов, что сделало бы возможным таргетирование более долгосрочных процентных ставок.

ТАБЛ. 1. ОПЕРАЦИОННЫЕ ЦЕЛИ (ОРИЕНТИРЫ) ОТДЕЛЬНЫХ ЦБ*

Операционные ориентиры	
Страны с развитыми рынками	
Банк Австралии	Межбанковская ставка овернайт необеспеченного сегмента, с марта 2020 г. дополнительный ориентир – доходность трехлетних государственных облигаций
Банк Англии	Процентная ставка овернайт денежного рынка
ЕЦБ	Ставка овернайт необеспеченного сегмента денежного рынка (€STR)
Банка Канады	Ставка овернайт обеспеченного сегмента денежного рынка
Банк Норвегии	Средневзвешенная ставка овернайт необеспеченного сегмента денежного рынка (NOWA)
ФРС США	Процентная ставка по федеральным фондам необеспеченного сегмента
Банк Швейцарии	Ставка овернайт обеспеченного сегмента денежного рынка (SARON)
Банк Швеции	Межбанковская ставка овернайт
Банк Японии	Доходность 10-летних государственных облигаций, объемы текущих счетов финансовых организаций в Банке Японии и операций по приобретению ETF и J-REIT
Страны с формирующимися рынками	
Банк России	Межбанковская ставка овернайт (RUONIA) необеспеченного сегмента
Банк Бразилии	Ставка овернайт обеспеченного сегмента денежного рынка (SELIC)
Банк Казахстана	Ставка овернайт обеспеченного сегмента денежного рынка (TONIA)
Банк Мексики	Межбанковская ставка овернайт обеспеченного сегмента денежного рынка
Банк Польши	Необеспеченная межбанковская ставка овернайт (POLONIA)
Банк Индонезии	Необеспеченная межбанковская ставка овернайт

* Все рассматриваемые ЦБ реализуют ДКП в рамках таргетирования инфляции, кроме Банка Швейцарии. В соответствии с классификацией МВФ, де-факто он таргетирует обменный курс, ограничивая колебания курса швейцарского франка к евро. Амплитуда его колебаний в течение полугодия и более остается в рамках 2%-ного коридора. Все ЦБ с режимом таргетирования инфляции придерживаются свободно плавающего обменного курса, за исключением Банка Бразилии, Банка Индонезии и Банка Казахстана.

Источники: официальные сайты ЦБ; Bank of International Settlements Markets Committee. Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations// Document prepared by members of the market Committee, 2019; IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, August 25, 2021.

В редких случаях ЦБ в качестве операционного ориентира используют ставки по инструментам с большим сроком. Такого подхода придерживался Банк Швейцарии. До недавнего времени при проведении операций он опирался только на трехмесячную ставку Libor в швейцарских франках²⁴. Эта ставка являлась наиболее важным индикатором денежного

²⁴ В 2020 г. Банк Швейцарии ввел новый операционный ориентир – обеспеченную ставку овернайт денежного рынка (SARON). Выбор сегмента репо связан с тем, что на нем проводится подавляющее большинство межбанковских сделок. Вводя новый операционный ориентир, Банк Швейцарии рассматривал его как дополнительный. По мнению Банка Швейцарии, обеспеченная ставка денежного рынка как операционный ориентир дает четкие сигналы участникам рынка и стимулирует развитие рынка репо. Ее изменения, даже несмотря на периодически проводимые

рынка, что в свою очередь определяло ее значимость в трансмиссионном механизме ДКП Банка Швейцарии^{25,26}. Она в том числе являлась отправной точкой при формировании цен на финансовые контракты и деривативы.

Использование более долгосрочных процентных ставок в качестве операционного ориентира может приводить к нежелательным последствиям. Так, авторы ряда исследований^{27,28,29,30} приходят к выводу, что такой подход, во-первых, чреват повышенной волатильностью ставок в краткосрочном сегменте и необходимостью более частых изменений операционного ориентира; во-вторых, вынуждает ЦБ придерживаться жестких обязательств относительно направленности будущей ДКП, поскольку более долгосрочные процентные ставки учитывают ожидания экономических агентов.

Банк России, придерживаясь традиционного подхода и используя в качестве операционного ориентира ставку овернайт МБК, воздействует на всю трансфертную кривую. Такой подход объясняется тем, что в сегменте овернайт заключается наибольшее количество сделок (в 2022 г. среднедневной оборот в этом сегменте превысил 80% всего рынка МБК) (рис. 2). При этом использование ставки овернайт в качестве операционного ориентира позволяет транслировать на денежный рынок частые изменения ставки политики. Это важно, поскольку Банк России изменяет ставку чаще, чем ЦБ, которые используют в качестве операционного ориентира ставки большей срочности. Так, например, в 2015–2022 гг. Банк России изменял ставку политики 41 раз (в том числе восемь раз в 2022 г.) тогда как, например, Банк Швейцарии – только четыре раза (в том числе трижды в 2022 г.).

Банком Швейцарии с мая 2020 г. валютные интервенции, позволяли судить о состоянии денежного рынка. Это повышало эффективность действий регулятора. С 1 января 2022 г. процентная ставка SARON полностью заменила ставку Libor в качестве операционного ориентира ЦБ.

²⁵ Swiss National Bank, https://www.snb.ch/en/i/about/snb/id/snb_tasks.

²⁶ Jordan T. J. SARON-an innovation for the financial markets //Launch event for swiss reference rates, Zurich, 2009. – Т. 25.

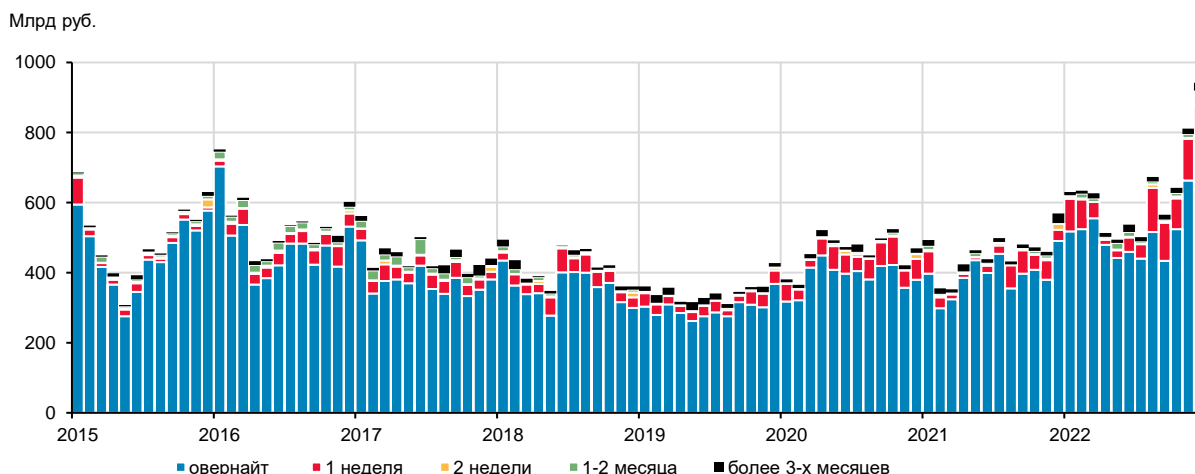
²⁷ Bindseil U. *Monetary policy operations and the financial system*. OUP Oxford, 2014.

²⁸ Woodford M. Monetary policy in the information economy. // National Bureau of Economic Research, 2001. – № w8674.

²⁹ Ennis H. M., Keister T. Understanding monetary policy implementation //FRB Richmond Economic Quarterly. – 2008. – Т. 94. – №. 3. – С. 235–247.

³⁰ Adrian T., Laxton D., Obstfeld M. Advancing the frontiers of monetary policy. International Monetary Fund, 2018.

РИС. 2. СРЕДНЕДНЕВНОЙ ОБОРОТ РУБЛЕВОГО РЫНКА МБК В РАЗБИВКЕ ПО СРОКАМ*



* Для сопоставимости учтены данные по сделкам только с КО – резидентами с исключением двойного счета. Срок 1–2 недели +/- 2 календарных дня; срок 1–2 месяца +/- 5 календарных дней; срок более 3 месяцев +/- 10 календарных дней.

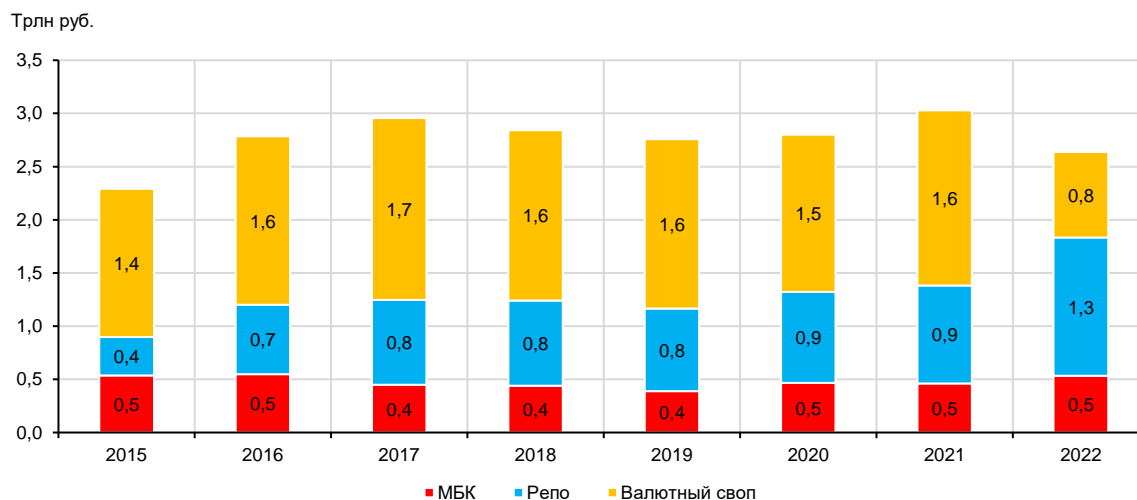
Источник: Банк России.

Наиболее часто ЦБ в странах как с развитыми, так и с формирующимися рынками в качестве операционного ориентира используют ставки рынка необеспеченного МБК. Такой подход применяют ЦБ Австралии, Норвегии, Польши, Чили. Однако в отдельных странах, например, в Канаде, Бразилии, Мексике, ЦБ отдают предпочтение процентным ставкам обеспеченного сегмента денежного рынка. В последние годы снижение объемов торгов на МБК, повышение активности в обеспеченном сегменте денежного рынка, рост роли НФО в экономике, рост спредов между различными процентными ставками денежного рынка побудили ЦБ расширять перечень используемых операционных ориентиров³¹. Отдельные ЦБ, которые проводили программы количественного смягчения, находятся в процессе перехода к использованию нового операционного ориентира и формулируют несколько операционных целей.

Банк России при выборе операционного ориентира придерживается наиболее широко распространенного подхода, используя процентную ставку RUONIA необеспеченного сегмента межбанковского денежного рынка. Несмотря на то, что этот сегмент является не таким большим по сравнению с обеспеченными сегментами репо и валютный своп (рисунок 2.1.3), Банк России выбирает именно ставку МБК в качестве операционного ориентира. Регулируя уровень ликвидности банковского сектора при помощи операций ДКП, Банк России оказывает прямое влияние на уровень ставок МБК и создает условия для того, чтобы участники рынка совершали операции друг с другом. В сегменте МБК присутствуют только КО, так что условия функционирования, в т.ч. доступ к операциям Банка России, для всех участников рынка являются одинаковыми. Через трансмиссионный механизм ДКП это позволяет Банку России воздействовать на прочие ставки в экономике. Вместе с этим, процентные ставки на обеспеченных сегментах денежного рынка репо и валютный своп помимо ситуации с рублевой ликвидностью зависят в том числе от обеспечения, принимаемого по операциям. Возможности Банка России влиять на стоимость обеспечения ограничены. Это является обоснованием выбора именно ставки МБК в качестве операционного ориентира.

³¹ Подробнее см. Приложение 2 «Изменения операционных ориентиров в странах с развитыми рынками».

РИС. 3. СРЕДНЕДНЕВНЫЕ ОБОРОТЫ В СЕГМЕНТЕ ОВЕРНАЙТ РУБЛЕВОГО ДЕНЕЖНОГО РЫНКА В 2015–2022 ГОДАХ*



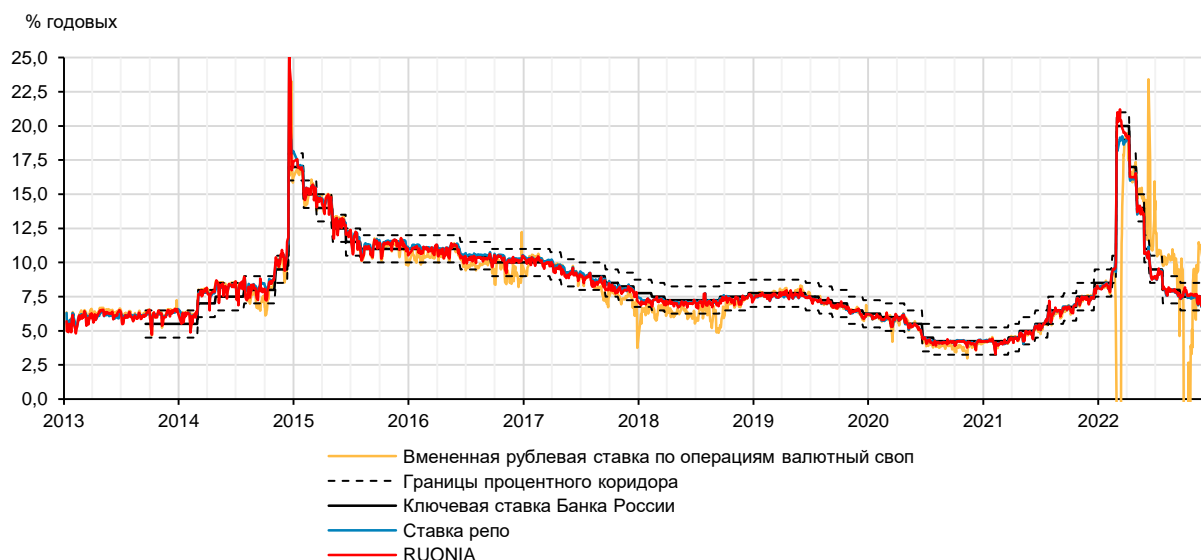
* Обороты по операциям «валютный своп» в 2015–2021 гг. рассчитаны на основе биржевых и внебиржевых операций по валютным парам USD/RUB и EUR/RUB, в 2022 г. – также с учетом операций по валютной паре CNY/RUB. Обороты по операциям репо рассчитаны на основе операций репо на Московской Бирже, а также внебиржевых операций репо. Все расчеты произведены без учета сделок Банка России и Федерального казначейства.

Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

Процентные ставки на обеспеченных сегментах денежного рынка (репо и валютный своп) формируются под влиянием в том числе факторов, напрямую не зависящих от ДКП. Участники этих сегментов могут совершать операции, руководствуясь отличными от КО мотивами: например, в целях привлечения ценных бумаг или валютной ликвидности. С 2013 г. однодневные ставки этих сегментов денежного рынка формировались преимущественно внутри процентного коридора Банка России (рис. 3). При этом в отдельные временные периоды наблюдалось существенное отклонение ставок репо и валютный своп от ключевой ставки Банка России и даже их выход за границы процентного коридора³². Подобные эпизоды объяснялись резким изменением ситуации с обеспечением по таким операциям.

³² В конце 2014 г. и весной 2022 г. ставка RUONIA также выходила за верхнюю границу процентного коридора Банка России. Несмотря на то, что причиной подобного роста ставок явилось резкое обострение ситуации с ликвидностью, именно недостаток обеспечения у отдельных КО не позволил им воспользоваться операциями постоянного действия Банка России по предоставлению ликвидности. Подробнее см. доклад «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность».

РИС. 2. СТАВКИ ОВЕРНАЙТ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА В 2013–2022 ГОДАХ*



* Вмененная рублевая ставка по операциям «валютный своп» в 2013–2021 гг. рассчитана на основе биржевых и внебиржевых операций по валютным парам USD/RUB и EUR/RUB, в 2022 г. – на основе операций на Московской Бирже в безадресном режиме по валютной паре USD/RUB. Ставка репо рассчитана на основе операций репо на Московской Бирже, а также внебиржевых операций репо. Все расчеты произведены без учета сделок Банка России и Федерального казначейства.

Источники: ПАО Московская Биржа, Банк России.

Глубина и ликвидность рынка ценных бумаг, используемых в качестве обеспечения по операциям репо, невелики, и возможности Банка России воздействовать на эти параметры ограничены. В условиях возросшей волатильности на финансовом рынке резкий рост доходностей активов приводит к снижению их рыночной стоимости³³. В результате объем доступного КО обеспечения снижается, что сокращает их возможности привлекать средства при помощи операций репо.

Рост спроса на отдельные ценные бумаги (например, для закрытия коротких позиций по бумагам) может исказить ценообразование на рынке репо. Такая ситуация наблюдалась, в частности, на российском рынке репо 28.02.2022, когда его участники были вынуждены предоставлять ликвидность по репо под залог ценных бумаг дешевле, чем по репо с клиринговыми сертификатами участия (КСУ)³⁴. Разница ставок репо с участием центрального контрагента (ЦК) (без КСУ) со ставкой RUSFAR³⁵ в этот период превышала 4 п.п., отражая

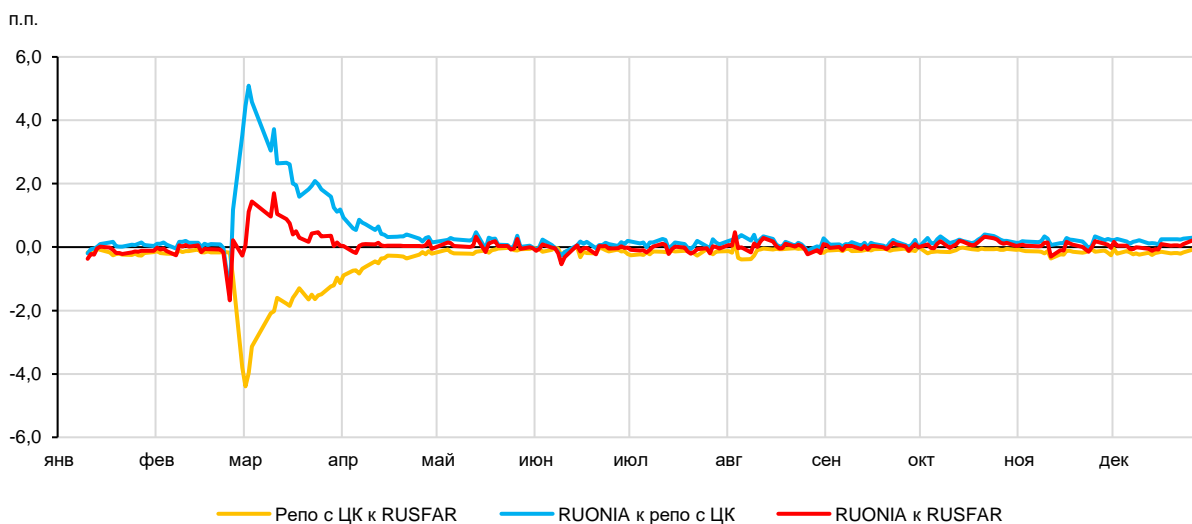
³³ Весной 2022 г. в условиях санкционного давления рыночная стоимость российских активов на фондовом рынке резко упала. В большей степени это коснулось еврооблигаций, операции с которыми было невозможно проводить из-за ограничений иностранных депозитариев. В результате цены на эти ценные бумаги упали наиболее сильно.

³⁴ КСУ – запущенный Московской Биржей в феврале 2016 г. новый вид ценной бумаги, используемый для операций репо с участием ЦК. Участники рынка вносят ценные бумаги с учетом дисконтов в пул активов, права на долю от которого затем используются в качестве обеспечения по операциям репо. Это обезличивает и стандартизирует обеспечение, а также снижает рыночные риски.

³⁵ RUSFAR (Russian Secured Funding Average Rate) – ставка денежного рынка, рассчитываемая на основе операций в сегменте репо с ЦК Московской Биржи, обеспечением по которым выступают КСУ. Ставка рассчитывается на основе сделок в безадресном режиме в период с 10:00 по 12:30 мск (или заявок, в случае если совокупный объем торгов не превышает 30 млрд руб. в день). Подобное узкое окно для расчета ставки исключает сделки, совершенные ближе к концу операционного дня, когда у КО могут возникнуть непредвиденные платежные потребности и, как следствие, спрос на ликвидность. В результате ставка RUSFAR может

возросшую премию за обеспечение (рис. 5). При этом ставки по операциям репо с КСУ в тот же период формировались ближе к ставке RUONIA. Помимо этого, на ставки по репо под отдельные ценные бумаги могут также воздействовать регуляторные требования. В частности, методология расчета норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ, Н26)³⁶ предусматривает различное влияние на норматив операций под различные группы ценных бумаг³⁷.

РИС. 5. СПРЕДЫ СТАВКИ RUONIA К СТАВКАМ ПО ОПЕРАЦИЯМ РЕПО БЕЗ/С КСУ В КАЧЕСТВЕ ОБЕСПЕЧЕНИЯ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ В 2022 ГОДУ



* Ставки репо с ЦК рассчитаны на основе сделок с участием ЦК с ценными бумагами, отличными от КСУ, в качестве обеспечения в безадресном режиме овернайт в рублях на Московской Бирже в 2022 году. Все расчеты произведены без учета сделок Банка России и Федерального казначейства.

Источники: ПАО Московская Биржа, Банк России.

На рынке репо не только присутствуют КО, но и растет активность со стороны НФО. При этом разные группы участников совершают операции на разных условиях. Это может приводить к дифференциации и росту волатильности ставок. Рынок МБК по определению является только межбанковским, в то время как доля КО в объеме открытых позиций на рынке репо (без учета операций Банка России и Федерального казначейства) составляет около 75%³⁸. Поведение и издержки прочих групп участников отличаются от КО: они напрямую не проводят платежи клиентов, не осуществляют выдачу наличных и платежи в бюджет, к ним предъявляются другие регуляторные требования; они не имеют доступа к операциям с Банком России и на МБК. Помимо этого, в настоящий момент почти все сделки репо на Московской Бирже совершаются с участием ЦК³⁹. Для заключения подобных сделок разные участники вынуждены платить разную величину биржевых комиссий, в связи с чем их транзакционные издержки могут различаться. Вмененные процентные ставки двух участников по одной сделке репо с участием ЦК могут быть разными, что может способствовать дополнительной волатильности ставок.

отражать стоимость заимствования на денежном рынке менее объективно, чем ставка RUONIA, расчет которой производится на основе сделок за весь день.

³⁶ Положение Банка России 510-П «О порядке расчета норматива краткосрочной ликвидности («Базель III») Системно значимыми кредитными организациями» от 3 декабря 2015 года.

³⁷ Операции под госбумаги оказывают близкое к нейтральному влияние на норматив, в то время как использование прочих ценных бумаг в разной степени улучшает/ухудшает значение норматива в зависимости от направления и срока сделки, рейтинга эмитента, наличия ипотечного покрытия и прочих характеристик ценных бумаг.

³⁸ Доля КО в общем объеме открытых позиций на Московской Бирже в конце 2022 года.

³⁹ В 2022 г. более 95% операций репо на Московской Бирже (без учета операций Банка России и Федерального казначейства) было совершено с участием ЦК.

Вмененные рублевые ставки по валютным свопам являются наиболее волатильными ставками денежного рынка, в особенности в условиях нестабильной ситуации с валютной ликвидностью. Участники рынка могут совершать сделки на рынке валютных свопов для управления как рублевой, так и валютной ликвидностью. Когда участники рынка испытывают потребность в привлечении валютной ликвидности, вмененные валютные ставки растут, что означает снижение рублевых ставок. Такие эпизоды наблюдались, например, в IV квартале 2016 г., в период с конца 2017 г. до IV квартала 2018 г., а также в 2022 году. В первых двух случаях сокращение валютной ликвидности было связано с иностранными инвестициями крупных российских компаний. Динамика ставок по валютным свопам и их повышенная волатильность в 2022 г. обусловлена прежде всего санкционным давлением⁴⁰. Вместе с этим выбранная Банком России стратегия таргетирования инфляции и плавающего валютного курса не предполагает активных действий по влиянию на объем валютной ликвидности. В том числе в связи с этим контроль над ставками по валютным свопам для Банка России затруднен.

Ставка RUONIA лишена этих недостатков. На уровень краткосрочных ставок МБК влияет в первую очередь ситуация с ликвидностью банковского сектора. Банк России с помощью своих операций достаточно эффективно контролирует динамику ставок необеспеченного межбанковского кредитования. Несмотря на рост значимости НФО, банковский кредит является основным каналом фондирования в российской экономике, Банк России проводит операции ДКП только с КО. Поэтому ставка RUONIA, рассчитываемая на основании сделок КО, достаточно эффективно характеризует стоимость краткосрочных ресурсов в финансовом секторе.

Операционная цель ДКП Банка России, заключающаяся в поддержании процентной ставки RUONIA вблизи ключевой ставки, согласуется с практикой большого числа ЦБ, таргетирующих инфляцию. Операционная цель Банка России четко сформулирована, понятна участникам рынка. Уровень ключевой ставки, с которой Банк России сближает ставки денежного рынка, формирует четкий сигнал о направленности ДКП. Ставки целевого сегмента денежного рынка – рынка однодневных межбанковских кредитов – в наибольшей степени зависят от операций Банка России по управлению ликвидностью. Активность на рынке МБК овернайт является достаточно высокой, что делает этот сегмент релевантным для ценообразования на других сегментах денежного рынка. Наконец, операционный ориентир Банка России – ставка RUONIA – соответствует рекомендациям в отношении эталонных процентных индикаторов и эффективно характеризует стоимость необеспеченного привлечения средств на короткий срок наиболее надежными заемщиками. Это подтверждается и широким использованием ставки RUONIA в ценообразовании других финансовых продуктов.

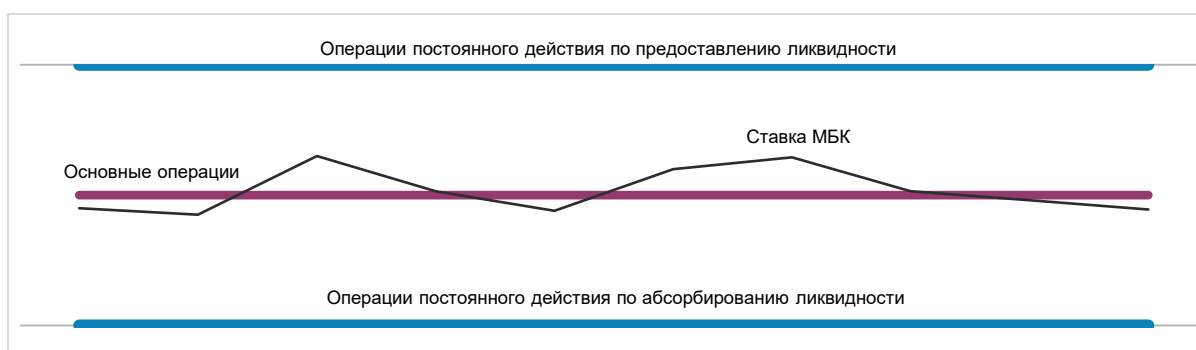
⁴⁰ Подробнее см. доклад «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность».

2.2. Система инструментов ДКП Банка России

Характеристики системы инструментов ДКП Банка России

Операционная процедура Банка России выстроена в виде симметричного процентного коридора с усреднением обязательных резервов. Этот коридор Банка России образован процентными ставками по операциям постоянного действия по предоставлению и абсорбированию ликвидности сроком на 1 день. Нижнюю границу процентного коридора образует процентная ставка по депозитам овернайт. Верхнюю границу формирует процентная ставка по операциям предоставления ликвидности на срок 1 день: операциями репо, ломбардными кредитами и кредитами, обеспеченными нерыночными активами, то есть правами требования по кредитным договорам. Спред между границами процентного коридора, его ширина, составляет 200 б.п. (рис. 6).

РИС. 6. ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ (ИЛЛЮСТРАТИВНАЯ СХЕМА)



Источник: Банк России.

В центре процентного коридора расположена ключевая ставка Банка России. Именно ключевая ставка дает участникам рынка сигнал о направленности ДКП. По ставкам, близким к ключевой, Банк России проводит большую часть операций с КО. В том числе ключевая ставка является минимальной ставкой предоставления / максимальной ставкой абсорбирования средств на недельных аукционах. В зависимости от прогноза ликвидности Банк России либо привлекает средства в депозиты, либо размещает средства на аукционах репо. При необходимости Банк России проводит аукционы «тонкой настройки» на более короткие сроки (от 1 до 6 дней). Кроме того, в системе инструментов Банка России есть операции предоставления / абсорбирования ликвидности на более длительные сроки. Для проведения платежей банкам доступен бесплатный внутрисуточный кредит. Если внутрисуточный кредит не погашен по состоянию на конец операционного дня, он автоматически трансформируется в кредит овернайт по ставке, равной верхней границе процентного коридора. Также банки поддерживают ОР и могут управлять собственной ликвидностью, пользуясь механизмом усреднения⁴¹.

Выбор и определение параметров операционной процедуры

Определяющим фактором для выбора типа операционной процедуры является ситуация с ликвидностью банковского сектора, которая зависит от структуры баланса ЦБ. Управление ставками в системе с ключевой нижней границей (или ее модификация) возможно только в

⁴¹ Действие механизма усреднения рассмотрено в докладе «Обязательные резервы в Банке России».

случае масштабного профицита ликвидности. Под этим понимается ситуация, когда избыток ликвидности наблюдается не только в банковском секторе в целом, но и у всех участников денежного рынка, то есть у КО всегда достаточно средств для проведения платежей. Если же у отдельных участников рынка МБК или в банковском секторе в целом формируется дефицит ликвидности, вероятен рост уровня и волатильности рыночных ставок. В таком случае предпочтительным является управление ставками с помощью процентного коридора.

Для основных статей баланса Банка России, определяющих предложение ликвидности в банковском секторе, характерна значительная волатильность. Она связана в первую очередь с мерами экономической политики Минфина России и регулятора, реализацией рисков для финансовой стабильности и мерами по ее поддержанию. Так, Минфин России проводит активную контрциклическую политику, предполагающую накопление средств суверенных фондов на счетах в Банке России в условиях благоприятной экономической конъюнктуры и их расходование для покрытия дефицита федерального бюджета. Действовавшее в 2017–2021 гг. бюджетное правило «нейтрализовало» влияние изменений остатков средств бюджета на ликвидность банковского сектора. В этот период Минфин России приобретал на внутреннем рынке валюту для пополнения Фонда национального благосостояния. Таким образом, отток ликвидности за счет превышения доходов бюджета над расходами компенсировался ее притоком в банковский сектор за счет операций Минфина России на внутреннем валютном рынке. В то же время траты средств суверенных фондов в 2015–2016 гг. и в 2022 г. способствовали масштабному притоку ликвидности в банковский сектор.

Еще одним важным фактором формирования ликвидности являются наличные деньги в обращении. Как правило, объем наличных денег в обращении постепенно увеличивается, что соответствует тенденции роста номинального ВВП. Однако за последние 10 лет наблюдалось несколько эпизодов ажиотажного роста спроса населения на наличные деньги: декабрь 2014 г., март 2020 г., февраль – март 2022 г., сентябрь – октябрь 2022 года. В эти периоды наблюдался масштабный (более 1 трлн руб. за 1–3 недели) рост спроса населения на наличные, приводивший к соответствующему оттоку ликвидности из банковского сектора. В декабре 2014 г. и в марте 2022 г. Банку России путем резкого повышения ключевой ставки удалось создать условия для возвращения изъятых наличных средств в банковскую систему⁴². Однако в целом такие эпизоды роста спроса на наличные деньги могут приводить к долгосрочному изменению предложения ликвидности в банковском секторе.

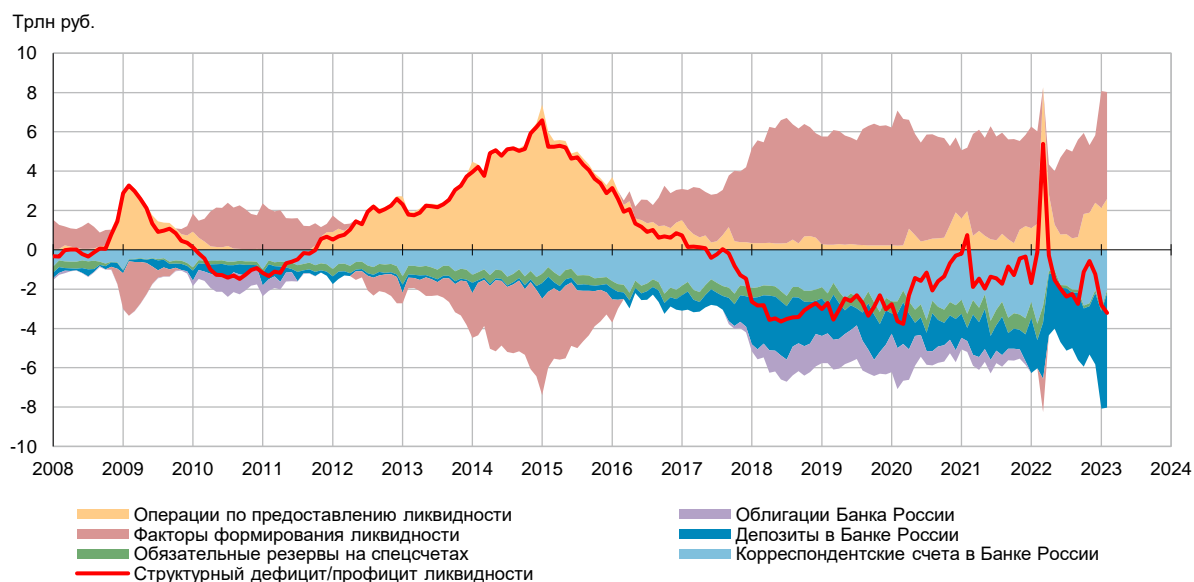
В 2014–2018 гг. серьезно влияли на ликвидность банковского сектора операции Банка России на внутреннем валютном рынке и предоставление ликвидности для финансового оздоровления банковского сектора. Так, в 2014 г. Банк России еще проводил активную курсовую политику, так что валютные интервенции Банка России привели к значительному оттоку ликвидности. Но уже с 2015 г. после перехода к режиму таргетирования инфляции этот фактор практически перестал влиять на ликвидность. В последующие годы Банк России в небольших объемах приобретал иностранную валюту и золото для пополнения международных резервов, но параметры операций уже устанавливались так, чтобы минимизировать их влияние на ликвидность банковского сектора. Притоку ликвидности способствовали также возвратные операции, проводимые в целях, не связанных с управлением ликвидностью. Так, в 2015–2018 гг. Банк России активно реализовывал политику по оздоровлению банковского сектора. В этих целях Банк России предоставлял кредиты ГК «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ) и созданному в 2017 г. Фонду консолидации банковского сектора (ФКБС) для финансирования мер по финансовому оздоровлению КО. Кроме того, Банк России предоставлял АСВ кредиты на пополнение Фонда страхования вкладов. Предоставление таких кредитов означало крупный одноразовый приток средств в банковский сектор. Впоследствии, АСВ и ФКБС постепенно погашали кредиты Банка России, однако такие операции обычно происходят небольшими траншами и незначительно влияют на ликвидность банковского сектора.

Все эти факторы в разное время приводили к резкому изменению уровня ликвидности в банковском секторе, в том числе к переходу от масштабного структурного профицита к

⁴² Подробнее см. доклад «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность».

структурному дефициту ликвидности и обратно (рис. 7). Масштаб таких колебаний достигал 9 трлн руб. в течение месяца. Нельзя исключать подобные колебания уровня ликвидности и в будущем. В таких условиях процентный коридор является единственной приемлемой формой операционной процедуры ДКП.

РИС. 7. ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУРНОГО ДЕФИЦИТА / ИЗБЫТКА ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА



Источник: Банк России.

Многие ЦБ, управляющие ставками в процентном коридоре, предусматривают однонаправленные основные операции. Такого подхода до 2008 г. придерживались, например, ЕЦБ⁴³, Банк Англии⁴⁴, которые в условиях дефицита ликвидности с помощью основных операций предоставляли ликвидность. Банк Польши и Банк Кореи, управляющие процентными ставками в условиях структурного профицита, напротив, в качестве основных операций используют недельные аукционы, соответственно, по размещению краткосрочных облигаций⁴⁵, заключению сделок обратного репо⁴⁶.

Банк России предусмотрел возможность проведения основных операций как по предоставлению, так и по абсорбированию ликвидности. Основные операции – недельные аукционы – могут проводиться как в форме аукционов репо, так и депозитных аукционов. Это позволяет Банку России быстро реагировать на изменение уровня ликвидности в банковском секторе. Формально Банк России еженедельно принимает решение о направлении основных аукционов и в случае изменения направления операций публикует информационное сообщение о направлении операций по понедельникам накануне проведения аукциона. Такой подход позволил Банку России эффективно управлять ликвидностью, в частности, летом 2017 г. и в марте – апреле 2022 г., когда банковский сектор переходил от структурного дефицита к профициту и обратно.

⁴³ Clausen V., Hayo B. Monetary policy in the euro area—lessons from the first years. *International Economics and Economic Policy* 1 (2005): 349-364.

⁴⁴ Bank of England. *The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets*, November 2006.

⁴⁵ National Bank of Poland. [Report of monetary policy, 2021](#), с. 18.

⁴⁶ Bank of Korea. [Monetary policy report \(December 2022\)](#), с. 57.

Для управления ставками денежного рынка оптимальным является симметричный процентный коридор⁴⁷. В таком случае операционная цель ДКП и ставка, по которой проводится превалирующий объем операций ЦБ с банками, находятся в центре коридора. Это связано с тем, что в процентном коридоре с усреднением ОР ставка в центре коридора наименее чувствительна к изменению предложения ликвидности. Если ЦБ пытается удерживать ставку вблизи границ процентного коридора, то даже небольшая ошибка в прогнозе ликвидности будет приводить к росту волатильности ставок⁴⁸. ЦБ могут также пытаться, занижая объем аукционных операций (по сравнению с объемом, рассчитанным на основе прогноза ликвидности), влиять на положение ставки в процентном коридоре.

Отдельные ЦБ управляют ставками в процентном коридоре, не используя при этом усреднение ОР. К таким ЦБ относятся Банк Канады (до 2020 г.), Банк Мексики. При этом упомянутые ЦБ должны были ежедневно управлять ликвидностью с помощью ежедневных аукционов. Важным условием эффективности процентного коридора без усреднения является точность прогноза ликвидности. Так, правительство Мексики обязано уведомлять ЦБ обо всех операциях по своим счетам накануне. Таким образом, единственный независимый от ЦБ фактор формирования ликвидности, который прогнозирует Банк Мексики, – это изменение наличных денег в обращении⁴⁹. Тем не менее Банк Мексики проводит операции по управлению ликвидностью дважды в день.

Факторы, влияющие на ликвидность российского банковского сектора, прогнозировать намного сложнее. Российская бюджетная система является многоуровневой, при этом распорядители бюджетных средств самостоятельно принимают решение об осуществлении расходов. Банк России готовит прогноз изменения остатков бюджетных средств самостоятельно. При этом ошибка дневного прогноза ликвидности может быть значительной. После перехода на Единый казначейский счет в 2021 г. Федеральное казначейство стало эффективнее управлять бюджетными средствами, в том числе быстрее компенсировать за счет операций по размещению средств влияние иных бюджетных операций на ликвидность. Однако в отдельные дни (особенно периоды крупных расходов и налоговые периоды) бюджетные потоки существенно влияют на ликвидность банковского сектора, а их объем может быть трудно прогнозируем. Влияние изменения наличных денег в обращении в нормальных условиях оценить проще, используемые Банком России эконометрические модели позволяют сделать довольно точный прогноз. Однако в отдельные периоды население может предъявлять ажиотажный спрос на наличные средства, в результате чего их траектория может значительно отклоняться от сезонных траекторий.

Российский денежный рынок является относительно узким: оборот денежного рынка в сегменте овернайт в 2022 г. составил порядка 2,6 трлн руб., из них оборот рынка МБК – 0,5 трлн рублей. При этом отток ликвидности за 1 день в результате налоговых платежей может превышать 1 трлн руб., значительная его часть приходится на узкий круг КО. Обороты рынка МБК не позволяют урегулировать отток такого масштаба. Наконец, участники рынка могут предъявлять повышенный спрос на ликвидность в силу особенностей проведения платежей. Операционный день ПС БР заканчивается в 21:00 мск. В период после завершения официального рабочего дня (18:00) активность на межбанковском рынке понижена, и банки могут урегулировать ликвидность только с помощью операций Банка России и усреднения ОР.

Учитывая высокую волатильность факторов формирования ликвидности и относительно невысокий оборот денежного рынка, усреднение ОР позволяет банкам гибко управлять ликвидностью, а Банку России – более эффективно реализовывать ДКП⁵⁰. КО в отсутствие ОР

⁴⁷ Bindseil, U. Monetary policy operations and the financial system. OUP Oxford, 2014.

⁴⁸ Whitesell, William. Interest rate corridors and reserves. *Journal of Monetary Economics* 6 (2006): 1177-1195.

⁴⁹ International Monetary Fund: Mexico. Financial Sector Assessment Program. Technical Note on Systemic Liquidity Management, November 2022.

⁵⁰ Подробнее см. доклад «Обязательные резервы в Банке России».

были бы вынуждены поддерживать на корсчетах буфер ликвидности, а волатильность ставок в вечернее время была бы значительно выше. Усреднение ОР позволяет Банку России реже проводить аукционы по управлению ликвидностью. Только при необходимости, помимо основных операций, Банк России проводит аукционы «тонкой настройки» – как правило, депозитные аукционы на срок 1 день в конце периода усреднения. В остальные дни усреднение ОР позволяет банкам эффективно урегулировать собственную ликвидность без избыточного влияния на ставки.

Помимо основных операций, ЦБ могут проводить так называемые структурные операции, которые направлены на изменение долгосрочного уровня ликвидности банковского сектора и/или снижение нагрузки на основные операции ЦБ. ФРС США до 2008 г. регулировала долгосрочную ликвидность через покупки госбумаг, в то время как краткосрочные изменения ликвидности, связанные с волатильностью бюджетных потоков и наличных денег в обращении, компенсировались за счет операций репо. ЕЦБ, до 2008 г. управлявший ставками в режиме процентного коридора, включал в свою систему инструментов структурные операции, которые могли проводиться в форме операций по покупке или продаже активов либо долгосрочных возвратных операций. Фактически такие операции не проводились.

В российском банковском секторе величина структурного дефицита (профицита) ликвидности может достигать 10% от совокупных активов банков, снижение нагрузки на основные операции достаточно важно. В дополнение к основным операциям Банк России проводит операции на более длительные сроки. В условиях структурного дефицита ликвидности в 2013–2016 гг. Банк России проводил кредитные аукционы на срок 3 месяца, а также 12 и 18 месяцев. После перехода к структурному профициту в последующие годы Банк России начал выпускать трехмесячные купонные облигации (КОБР). Как в случае кредитных аукционов, так и в случае КОБР срок инструментов был обусловлен сезонностью основных потоков ликвидности, в частности, квартальной сезонностью налогов. При принятии решений о проведении долгосрочных операций Банк России исходил из объема основных операций, при котором возможно эффективное управление ставками денежного рынка. Нижняя граница комфортного объема основных операций оценивается в 1–1,5 трлн рублей. С учетом исторической волатильности автономных факторов при таком объеме основных операций маловероятно изменение их направления (то есть проведение вместо аукциона репо депозитного аукциона и наоборот). Верхняя граница комфортного объема основных операций оценивается в 3,5–4,0 трлн рублей. При таком объеме на недельных аукционах растет риск ролл-овера, то есть риск, что крупные участники рынка на очередном аукционе Банка России не смогут пролонгировать задолженность. Тогда данные участники рынка вынуждены будут выходить с большим объемом заявок на денежный рынок, существенно влияя на его ставки. Ставки по кредитам на длительные сроки, а также купоны КОБР были плавающими, привязанными к ключевой ставке. Это позволяло минимизировать спрос банков на эти инструменты связанный с их ожиданиями относительно динамики ключевой ставки (например, банки могли бы предъявлять повышенный спрос на кредиты в ожидании повышения ставок, на КОБР – в ожидании смягчения ДКП). Наконец, кредитные аукционы давали банкам возможность привлечь ликвидность по ставкам, близким к ключевой, под нерыночное обеспечение, тогда как КОБР могли служить обеспечением по операциям рефинансирования.

Снижению волатильности ставок денежного рынка способствуют аукционы репо на срок 1 месяц и 1 год, которые Банк России проводит с 2020 года. В отдельные периоды (IV квартал 2020 г., IV квартал 2021 г. эти операции использовались для компенсации временных дисбалансов в бюджетных потоках, когда Федеральное казначейство изымало ранее размещенные средства из банковского сектора для финансирования крупных бюджетных расходов. В 2022 г. значимость среднесрочных аукционов репо возросла: эффективность денежного рынка снизилась, что выражается в росте объема двусторонних операций Банка России: регулятор одновременно предоставляет банкам и привлекает у них большой объем ликвидности.

Ширина процентного коридора Банка России

Оптимальная ширина процентного коридора определяется исходя из необходимости достижения баланса между двумя целями операционной процедуры ДКП: снижения волатильности ставок МБК и создания условий для его развития. С одной стороны, ЦБ заинтересованы в снижении избыточной волатильности ставок денежного рынка, и этого можно автоматически добиться за счет сужения процентного коридора. С другой стороны, чрезмерно узкий процентный коридор может привести к сокращению активности банков на рынке. Это объясняется тем, что операции постоянного действия являются безрисковыми для банков, тогда как сделки на рынке предполагают некоторый кредитный риск. В то же время транзакционные и операционные издержки использования инструментов ЦБ, как правило, меньше соответствующих издержек рыночных операций⁵¹. Поэтому, если ожидаемый доход или издержки от операций с ЦБ близки к рыночным ставкам, банки могут предпочесть совершать операции с ЦБ⁵². В результате, избыточно сужая процентный коридор, ЦБ может вытеснить операции на рынке МБК своими операциями.

Вытеснение рынка МБК операциями с ЦБ может ухудшить трансмиссию ставки политики на ставки по операциям участников финансового рынка и, таким образом, ослабить влияние ДКП на инфляцию. Чем меньше активность в сегменте овернайт, тем меньше банки склонны инвестировать ресурсы в деятельность по совершению сделок на рынке (выстраивать контрагентские отношения, нанимать персонал). Это в свою очередь подрывает заключение сделок в сегменте производных финансовых инструментов, где базисным активом является будущая ставка овернайт. Активный рынок процентных деривативов способствует более быстрой подстройке длинных ставок по операциям банков к изменению ставки политики, поэтому отсутствие сделок в данном сегменте ухудшает работу процентного канала трансмиссионного механизма ДКП.

Кроме того, переключение КО от рыночных операций на операции с ЦБ приводит к перераспределению процентного дохода в пользу ЦБ⁵³: абсорбируя и предоставляя ликвидность, ЦБ получает процентный доход в размере суммы двусторонних операций, умноженной на ширину процентного коридора. С другой стороны, при росте объема валового кредита ЦБ возможен рост его кредитных рисков⁵⁴. Руководствуясь этими соображениями, Bindseil, Jablecki (2011) показывают⁵⁵, что при параметрах платежной системы и шоков ликвидности, характерных для еврозоны, оптимальным является процентный коридор шириной 175 б.п., если ЦБ стремится к поддержанию высокой активности в целевом сегменте денежного рынка.

Анализ опыта различных ЦБ не позволяет однозначно заключить, что сужение процентного коридора напрямую влияет на волатильность ставок денежного рынка. Ниже представлен график волатильности ставок денежного рынка в отдельных странах до и после

⁵¹ Для биржевых сделок дополнительные издержки формируют биржевые комиссии, для сделок МБК – издержки, связанные с мониторингом контрагентов и установлением контрагентских отношений. В то же время ЦБ стремятся сделать свои операции максимально удобными для КО. Кроме того, операции с ЦБ, как правило, более благоприятны с точки зрения банковских нормативов. Например, обязательства перед ЦБ не ухудшают значения норматива краткосрочной ликвидности в соответствии с Базелем III.

⁵² European Central Bank (2009): The implementation of monetary policy since August 2007, Discussion paper.

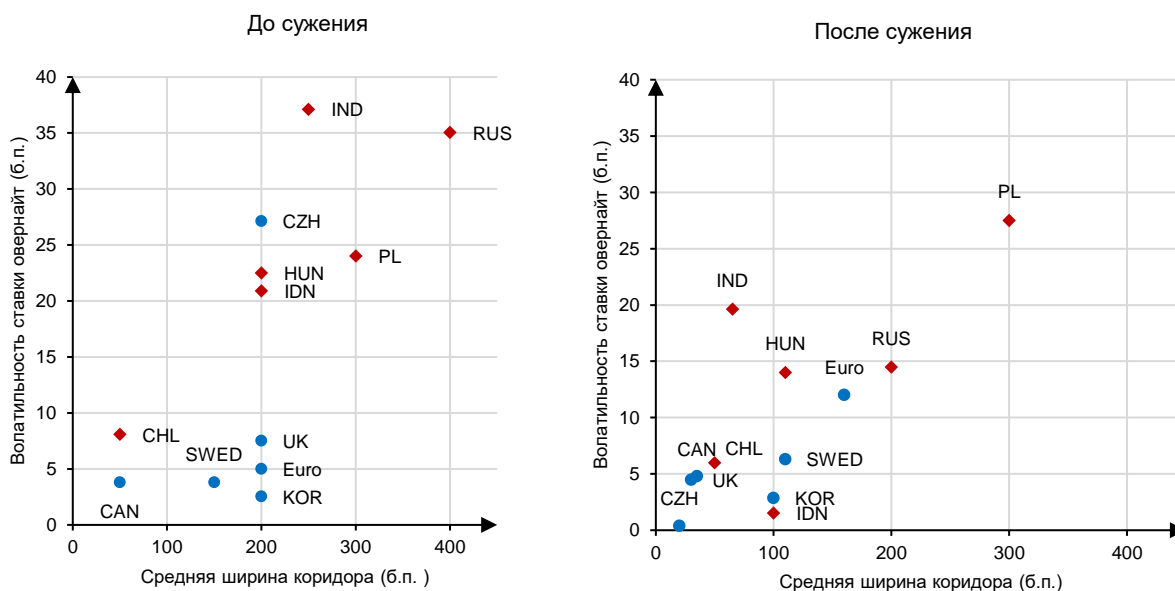
⁵³ Bech M., Monnet C. «A search-based model of the interbank money market and monetary policy implementation»//Journal of economic theory, 2016, Т. 64, p. 32-67.

⁵⁴ Mitlid, K., and M. Vesterlund (2001): Steering Interest Rates in Monetary Policy – How Does It Work?, Sveriges Riksbank Quarterly Review, 1, 19–41.

⁵⁵ European Central Bank (2011): Bindseil, U., Jablecki J., The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management, Working Paper.

сужения процентного коридора (рис. 8). Как можно заметить, в большинстве стран волатильность ставок МБК действительно снизилась после сужения процентного коридора. В то же время снижение волатильности может быть связано с другими факторами. Во-первых, как правило, более узкий коридор наблюдается в случае более низкого уровня ставок политики, когда и шаг ДКП ниже. Во-вторых, многие ЦБ, сужавшие процентный коридор, фактически трансформировали свои операционные процедуры, перейдя от процентного коридора к системе с ключевой нижней границей / множественной нижней границей (например, ЕЦБ). В таких операционных процедурах ставки, как правило, менее волатильны⁵⁶. Наконец, снижению волатильности ставок могли поспособствовать и иные изменения в операционных процедурах ДКП. Например, спред между ставками по операциям постоянного действия Банка России в 2010 г. составлял 400 б.п., а с 2013 г. был сужен до 200 базисных пунктов. Однако снижению волатильности ставки способствовало не только формирование процентного коридора в его текущем виде, но и переход к активному управлению ликвидностью банковского сектора, а также рост значимости усреднения ОР.

РИС. 8. ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И ШИРИНА ПРОЦЕНТНОГО КОРИДОРА*



* Для развитых стран период до сужения коридора соответствует периоду до кризиса 2008–2009 годов. Для СФР данные приведены за разные периоды до сужения процентного коридора. Данные по России приведены за 2010 и 2019 годы.

Источники: официальные сайты ЦБ, Банк России.

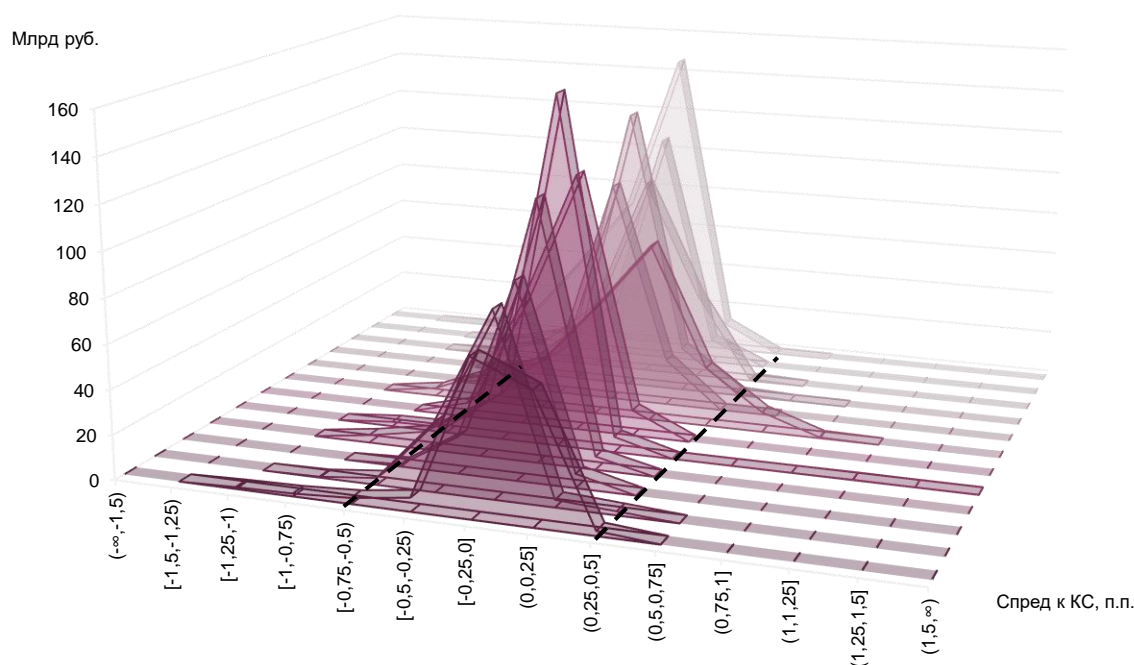
Небольшая волатильность краткосрочных ставок приемлема для действенности трансмиссионного механизма ДКП. Исследования показывают, что волатильность краткосрочных ставок ограниченно транслируется в волатильность ставок на более длительные сроки. Как в случае краткосрочного анализа, так и в случае долгосрочных эффектов значимость

⁵⁶ Veyrune R., Valle G., Guo Sh. (2018) в работе Relationship Between Short-Term Interest Rates and Excess Reserves: A Logistic на основе логистической регрессии с фиксированным размером процентного коридора показали, что при превышении объема ликвидности банковского сектора еврозоны некоторого порога (500 млрд евро) волатильность ставок МБК составляет менее 1% и стремится к 0. Важно отметить, что в работе рассматривается показатель абсолютного отклонения прогноза ставок МБК от фактического значения в течение двух периодов: октябрь 2008 – декабрь 2011 г. (до начала QE) и январь 2012 – февраль 2018 г. (после введения QE). Для эластичного участка кривой спроса (второй период) значение коэффициента сходимости (измеряющего насколько близко ставки МБК формируются вблизи ключевой) снизилось с 13,3 до 6,7%, что также свидетельствует о существенном уменьшении волатильности.

коэффициента регрессии при переменной волатильности ставок целевого сегмента близка к нулю. Так, в работе Colarossi и Zaghini (2009)⁵⁷ была проведена оценка эффекта волатильности ставок денежного рынка на волатильность долгосрочных ставок с помощью моделей ARCH и GARCH на основе ежедневных данных. В работах ЦБ Турции (2015)⁵⁸ и Банка Англии (Osbourne, 2016)⁵⁹ было оценено долгосрочное влияние волатильности коротких ставок МБК на волатильность ставок других сегментов финансового рынка с помощью модели VAR на основе месячных данных. Эти работы показывают, что волатильность ставок целевого сегмента незначительно влияет на волатильность ставок широкого денежного и финансового рынков.

Данные о распределении ставок по операциям на межбанковском рынке внутри процентного коридора Банка России не позволяют сделать вывод о том, что сужение коридора привело бы к снижению волатильности ставок МБК (рис. 9). Так, в 2021 г. (когда на рынке наблюдалась в целом спокойная ситуация с ликвидностью) 93% от всех сделок, входящих в RUONIA, заключались по ставкам внутри коридора шириной 100 б.п. (то есть в два раза уже текущего процентного коридора).

РИС. 9. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМОВ СДЕЛОК МБК ОВЕРНАЙТ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СПРЕДА К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В ТЕЧЕНИЕ ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ (ПУ) В 2021 ГОДУ*



* На графике представлены ПУ в 2021 г.: от январского к декабрьскому. Пунктирная линия показывает диапазон [-50 б.п.; + 50 б.п.] к ключевой ставке.

Источник: расчеты Банка России.

Исходя из этих данных нельзя делать вывод о том, что процентный коридор Банка России является слишком широким. При довольно широком процентном коридоре спред RUONIA к ключевой ставке остается небольшим (18 б.п. с 2016 г.). Нет оснований полагать, что сужение процентного коридора будет способствовать существенному снижению волатильности ставок МБК.

⁵⁷ Colarossi S., Zaghini A. Gradualism, transparency and the improved operational framework: a look at overnight volatility transmission //International Finance. – 2009. – Т. 12. – № 2. – Pp. 151-170.

⁵⁸ Kara M., Afsal M. Ş. The Effectiveness of Monetary Policy Instruments Applied for Financial Stability in Turkey //Ictobiad: Journal of the Human & Social Science Researches. – 2018. – Т. 7. – №. 3.

⁵⁹ Osborne M. Monetary policy and volatility in the sterling money market. – 2016.

3. ИЗМЕНЕНИЯ ОПЕРАЦИОННОЙ ПРОЦЕДУРЫ ДКП БАНКА РОССИИ В 2013–2022 ГОДАХ

В конце 2013 г. Банк России сформировал операционную процедуру ДКП в том виде, в котором она существует до сих пор. Принципы, на которых основана операционная процедура, а также основные инструменты ДКП с тех пор практически не претерпели изменений. При этом Банк России последовательно дополнял систему инструментов, а также модифицировал существующие подходы. Во-первых, проводилась модернизация инструментов для повышения их эффективности и снижения операционных издержек Банка России и КО. Во-вторых, в ответ на новые вызовы и изменение внешних условий Банк России вводил новые инструменты, а также менял параметры существующих.

Банк России начал работу по формированию процентного коридора задолго до перехода к таргетированию инфляции. Еще в 2010–2011 гг. в условиях структурного профицита ликвидности Банк России фактически управлял ставками в системе с ключевой нижней границей. Однако уже в этот период существовали основные элементы процентного коридора: система прогнозирования ликвидности, операции постоянного действия и аукционы по предоставлению и абсорбированию ликвидности на различные сроки, в том числе аукционы репо на 1 день, усреднение обязательных резервов. Поэтому, когда в начале 2012 г. банковский сектор перешел к структурному дефициту ликвидности, Банк России в соответствии с ранее разработанными подходами начал активно управлять ликвидностью с помощью аукционов репо. Банковский сектор достаточно быстро адаптировался к изменившейся операционной процедуре ДКП: значительная часть ликвидности предоставлялась Банком России на аукционах репо, ставки МБК формировались в верхней половине процентного коридора, что соответствует ситуации структурного дефицита. Тогда же Банк России дополнил свою систему инструментов депозитными аукционами на срок 1 неделя, сделав процентный коридор симметричным: направление основных операций – недельных аукционов – определяется на основе прогноза ликвидности Банка России⁶⁰. Одновременно в 2012–2013 гг. Банк России исключал из системы инструментов избыточные операции, выравнивал ставки по операциям на длительные сроки, повышал коэффициент усреднения обязательных резервов.

13 сентября 2013 г. Банк России объявил о модификации системы инструментов ДКП⁶¹. Процентные ставки по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на срок 1 неделя были унифицированы и трансформированы в ключевую ставку Банка России, которая стала индикатором направленности ДКП. Ставки по отдельным операциям предоставления ликвидности на срок 1 день (кредитам овернайт и кредитам, обеспеченным нерыночными активами и поручительствами) были снижены до уровня, равного ключевой ставке, увеличенной на 1 процентный пункт. Таким образом, Банк России сформировал симметричный процентный коридор, центр которого образовала ключевая ставка Банка России, а границы – ставки по операциям постоянного действия: абсорбирования ликвидности (ключевая ставка – 100 б.п.) и предоставления ликвидности (ключевая ставка + 100 б.п.). Роль ставки рефинансирования в системе инструментов ДКП также была изменена – этот показатель начал носить исключительно справочный характер, а в 2016 г. был приравнен к ключевой ставке.

Одновременно с этим были анонсированы другие изменения в системе инструментов ДКП, которые должны были вступить в силу с февраля 2014 года. Во-первых, Банк России решил отказаться от проведения ежедневных аукционов репо. Банки должны были при управлении собственной ликвидностью полагаться в большей мере на недельные аукционы и усреднение обязательных резервов. При этом в случае существенного отклонения спроса на ликвидность от

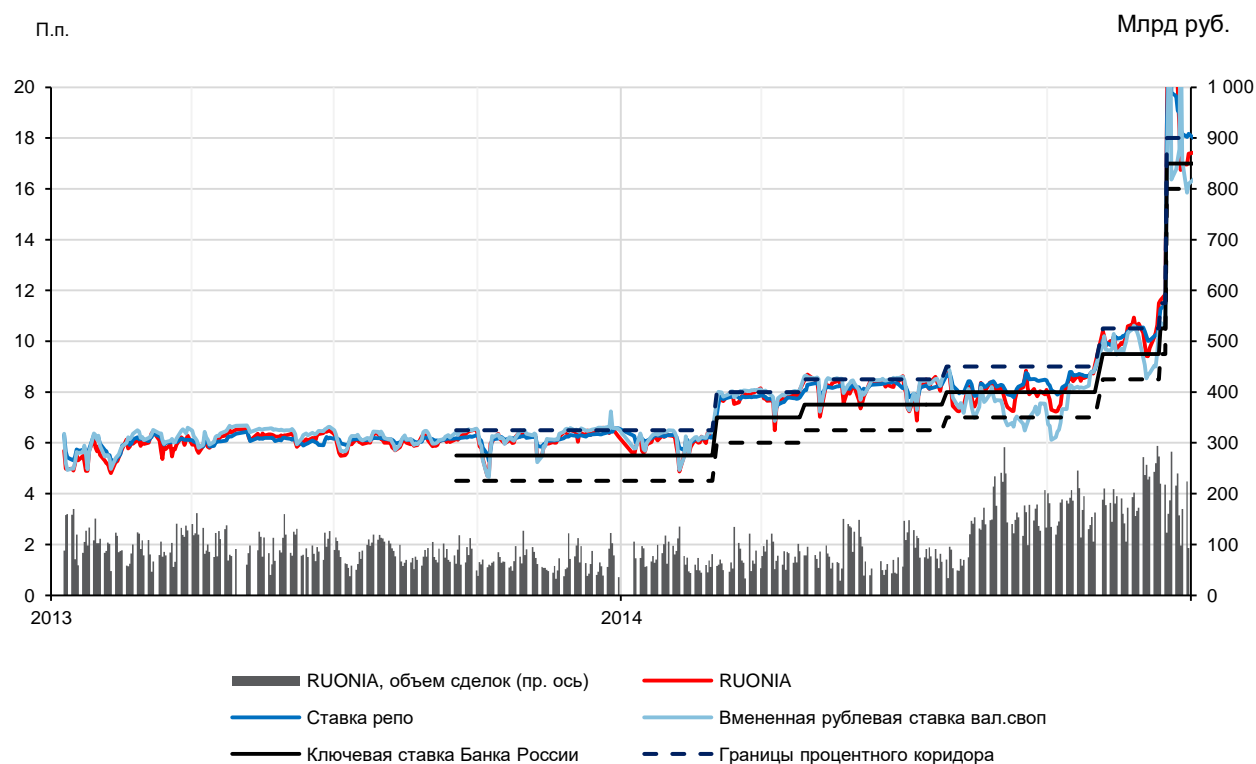
⁶⁰ [Пресс-релиз Банка России от 9 апреля 2012 года.](#)

⁶¹ [Пресс-релиз Банка России от 13 сентября 2013 года.](#)

ее предложения Банк России сохранил за собой возможность проводить аукционы репо или депозитные аукционы «тонкой настройки» на срок от 1 до 6 дней^{62,63}. Потребность в таких операциях, а также их объем и срочность Банк России определяет исходя из ежедневного прогноза ликвидности банковского сектора. Во-вторых, были введены кредиты, обеспеченные нерыночными активами, на срок 3 месяца. Это дополнительно расширило возможности Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора. Подобные операции позволили банкам высвободить ценные бумаги, используемые в качестве обеспечения на аукционах репо, что было особенно важно ввиду растущего структурного дефицита ликвидности. В-третьих, Банк России прекратил проведение ломбардных аукционов на все сроки и аукционов репо на сроки 3 и 12 месяца. Наконец, Банк России принял решение не проводить операции постоянного действия на сроки более 1 дня. Однако после получения обратной связи от КО, касающейся в том числе операционных издержек при пролонгации кредитов постоянного действия, Банк России сохранил операции на длительные сроки в своей системе инструментов.

С момента формирования процентного коридора осенью 2013 г. однодневные ставки денежного рынка формируются преимущественно внутри него. Поскольку банковский сектор в 2013–2014 гг. функционировал в условиях структурного дефицита, ставки МБК, репо, а также вмененные рублевые ставки по валютным свопам и в этот период формировались в основном в верхней половине коридора (рис. 10).

РИС. 10. ОДНОДНЕВНЫЕ РУБЛЕВЫЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ОБОРОТЫ НА МБК В СЕГМЕНТЕ RUONIA



* Ставка по операциям валютный своп основана на сделках по парам USD/RUB и EUR/RUB на Московской Бирже и внебиржевом сегменте. Ставка по операциям репо основана на сделках на Московской Бирже и внебиржевом сегменте.

Источник: Банк России.

Осенью 2014 г. отдельные страны ограничили доступ российских организаций к внешним финансовым рынкам. В результате в российском банковском секторе сформировался дефицит валютной ликвидности. Рост валютных ставок на внутреннем валютном рынке привел к

⁶² [Пресс-релиз Банка России от 29 января 2014 года.](#)

⁶³ [Пресс-релиз Банка России от 14 февраля 2014 года.](#)

отклонению рублевых ставок по валютным свопам вниз от ключевой ставки, что в свою очередь оказало понижающее давление на ставки МБК и репо. На этом фоне, несмотря на растущий структурный дефицит ликвидности, число сделок на рынке МБК возросло по ставкам ниже нижней границы процентного коридора Банка России (рис. 11). Для стабилизации ситуации с валютной ликвидностью Банк России принял меры по предоставлению валютной ликвидности⁶⁴. Во-первых, были введены операции «валютный своп» на срок 1 день по продаже долларов США за рубли с их последующей покупкой⁶⁵. Во-вторых, Банк России запустил еженедельные операции репо по предоставлению долларов США и евро на аукционной основе на срок 1 неделя и 28 дней⁶⁶. В-третьих, Банк России предоставлял кредиты в долларах США и евро на сроки 28 и 365 дней, обеспеченные залогом прав требования по кредитам в этих валютах⁶⁷. Все эти меры были направлены на расширение возможностей КО по управлению собственной валютной ликвидностью. При этом процентные ставки были установлены на высоком уровне, чтобы КО пользовались ими только в случае крайней необходимости. Опосредованно эти меры также помогли стабилизировать ситуацию на валютном рынке и снизить волатильность обменного курса рубля. Банк России изначально предполагал временный характер валютных инструментов. По мере того как ситуация с валютной ликвидностью стабилизировалась, операции репо и кредиты в иностранной валюте были приостановлены.

⁶⁴ В рамках перехода к плавающему валютному курсу еще в августе Банк России установил равным нулю объем валютных интервенций, направленных на сглаживание волатильности обменного курса рубля во всех внутренних диапазонах плавающего операционного интервала. [Пресс-релиз Банка России от 18 августа 2014 года.](#)

⁶⁵ Лимит по таким операциям был установлен на уровне 1 млрд долл. США в день для сделок со сроками расчетов «сегодня/завтра» и на уровне 2 млрд долл. США в день для расчетов «завтра/послезавтра». Процентная ставка по рублевой части сделки была установлена равной ключевой ставке Банка России, уменьшенной на 1 п.п., по валютной части – равной 1,5%. [Пресс-релиз Банка России от 16 сентября 2014 года.](#)

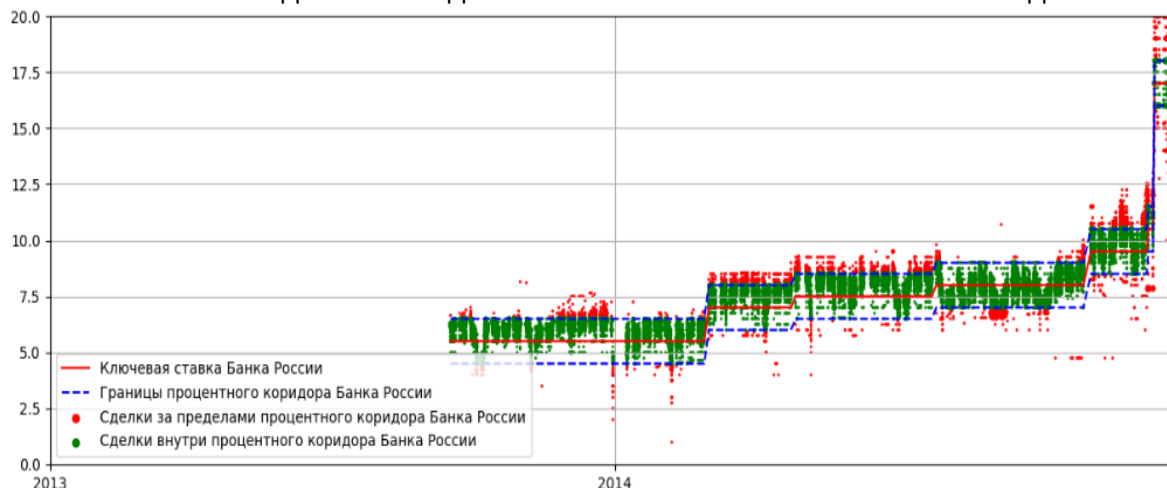
Позднее общий лимит по операциям «валютный своп» был сокращен до 2 млрд долл. США в день. [Пресс-релиз Банка России от 11 ноября 2014 года.](#)

⁶⁶ Максимальный объем задолженности по таким операциям был установлен на уровне 50 млрд в долларовом эквиваленте. Минимальные ставки по сделкам репо в долларах США и евро установлены равными ставкам LIBOR в соответствующих валютах и на сопоставимые сроки, увеличенным на 2 и 2,25 п.п. для операций на сроки 1 неделя и 28 дней соответственно. [Пресс-релиз Банка России от 16 октября 2014 года.](#)

Позднее были также введены аналогичные операции на срок 12 месяцев, а ставки по всем операциям были снижены сначала до ставок соответствующих ставок LIBOR, увеличенных на 1,5 п.п., а затем – до соответствующих ставок LIBOR, увеличенных на 0,5 процентного пункта. [Пресс-релиз Банка России от 5 ноября 2014 года.](#) [Пресс-релиз Банка России от 5 декабря 2014 года.](#)

⁶⁷ По этим операциям был установлен общий лимит вместе с операциями репо в иностранной валюте. Процентная ставка равнялась соответствующей ставке LIBOR, увеличенной на 0,75 процентного пункта. [Пресс-релиз Банка России от 24 декабря 2014 года.](#)

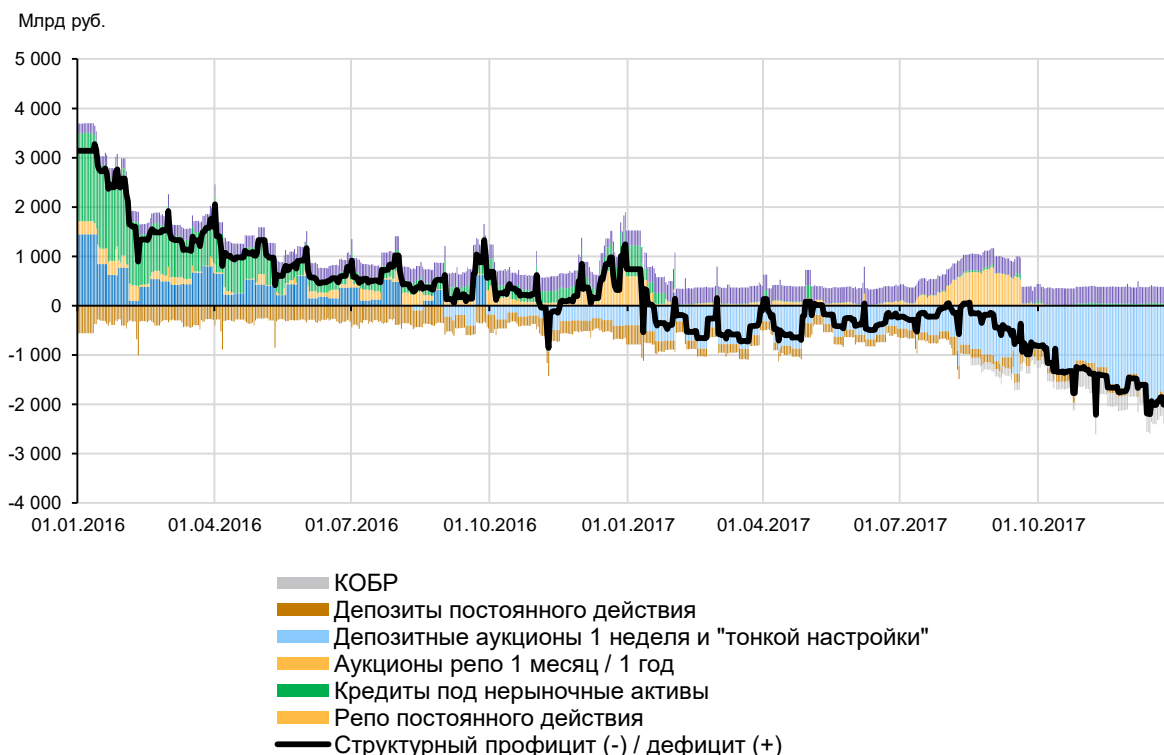
РИС. 11. РУБЛЕВЫЕ СДЕЛКИ РЕЗИДЕНТОВ НА МБК ОВЕРНАЙТ В 2013–2014 ГОДАХ



Источник: Банк России.

Начиная с 2015 г. структурный дефицит ликвидности банковского сектора начал снижаться. Это было связано с притоком ликвидности по бюджетному каналу и за счет операций с АСВ⁶⁸. Уже в августе 2016 г., несмотря на сохранение структурного дефицита ликвидности, Банк России начал проводить недельные депозитные аукционы в качестве основных операций (рис. 12). Это связано с тем, что у ряда банков сохранялась задолженность по обеспеченным кредитам Банка России на длительный срок. При этом у прочих КО наблюдался избыток ликвидности. В начале 2017 г. банковский сектор перешел к структурному профициту ликвидности.

РИС. 12. СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ В 2016 ГОДУ

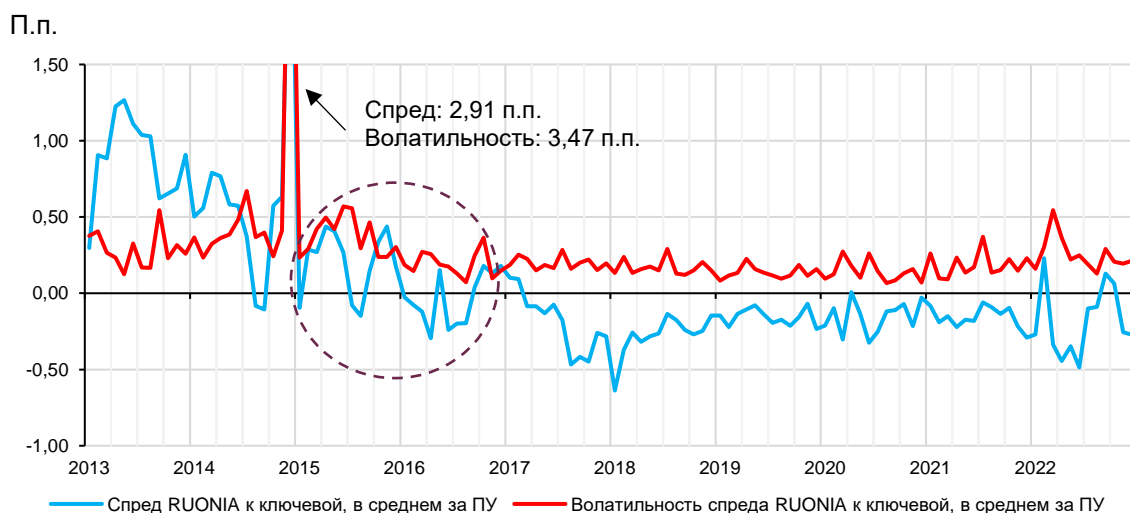


Источник: Банк России.

⁶⁸ Подробнее см. доклад «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность».

Одновременно Банк России продолжил совершенствовать систему инструментов ДКП. Начиная с 2016 г. график ПУ был синхронизирован с датами проведения основных недельных аукционов⁶⁹. Длительность ПУ была установлена равной 4–5 неделям: начало ПУ приходится на среду (в день расчетов по недельным аукционам), конец – на вторник (день проведения недельных аукционов). Такая мера была направлена на формирование более стабильного спроса КО на корсчета в Банке России в течение ПУ. В результате это способствовало снижению волатильности ставок денежного рынка – в первую очередь ставки МБК (рис. 13).

РИС. 13. СПРЕД И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ СПРЕДА С 2013 Г., В СРЕДНЕМ ЗА ПЕРИОД УСРЕДНЕНИЯ (ПУ)



Источник: расчеты Банка России.

Для снижения валютизации пассивов КО Банк России в течение 2016 г. повышал нормативы обязательных резервов (НОР) по обязательствам в иностранной валюте⁷⁰. С 1 апреля НОР по валютным обязательствам были повышены с 4,25 до 5,25% при неизменном нормативе по рублевым обязательствам, а затем еще на 1 п.п. с 1 июля и на 0,75% с 1 августа^{71,72}. Последнее повышение также сопровождалось повышением НОР по обязательствам в рублях, что было направлено на абсорбирование части притока ликвидности в банковский сектор.

На фоне растущего структурного профицита ликвидности Банк России начал размещение КОБР⁷³ (рис. 14). Ранее, в 2004–2011 гг., Банк России выпускал собственные бескупонные облигации. В 2017 г. было принято решение сделать облигации Банка России купонными, причем купон стал плавающим. Купонные выплаты были привязаны к ключевой ставке Банка России. Это было сделано для того, чтобы ожидания банков относительно траектории ключевой ставки не влияли на спрос КО на КОБР.

В 2018 г. Банк России трансформировал свою платежную систему. Нововведения касались в первую очередь введения сервисов срочного и несрочного переводов, единого графика работы платежной системы Банка России для всей страны. Изменение регламента работы платежной системы Банка России позволило Банку России модернизировать порядок проведения депозитных и кредитных операций. В первую очередь порядок проведения операций был значительно упрощен, в особенности это затронуло депозиты постоянного действия⁷⁴. Если

⁶⁹ [Пресс-релиз Банка России от 1 декабря 2015 года.](#)

⁷⁰ Подробнее см. доклад «Обязательные резервы в Банке России».

⁷¹ [Пресс-релиз Банка России от 4 марта 2016 года.](#)

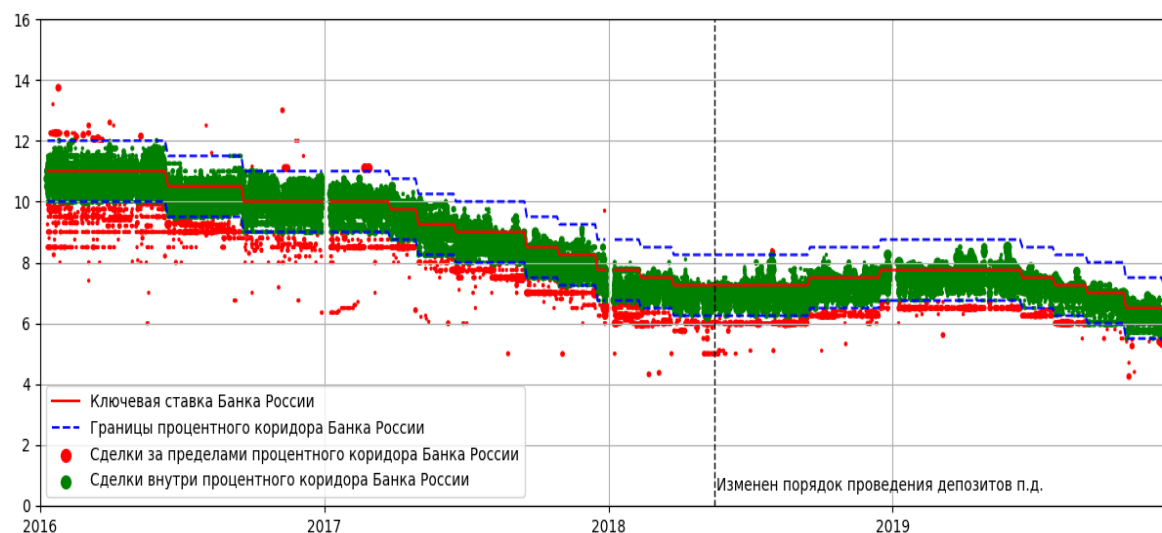
⁷² [Пресс-релиз Банка России от 10 июня 2016 года,](#) [Пресс-релиз Банка России от 27 июня 2016 года.](#)

⁷³ [Пресс-релиз Банка России от 27 июня 2016 года.](#)

⁷⁴ [Пресс-релиз Банка России от 28 марта 2018 года.](#)

ранее проведение депозитов постоянного действия требовало обмена заявками между Банком России и банками, то с 2018 г. размещение средств в депозит постоянного действия заключается в самостоятельном перечислении банком средств на отдельный депозитный счет. Это позволило расширить временной регламент депозитных операций: если ранее они заключались до 17:30 по рабочим дням (до 16:15 по пятницам), то с 2018 г. – в течение всего операционного дня платежной системы Банка России. Кроме того, были отменены не востребовавшиеся рынком депозитные операции «том-некст», «spot-некст» и «до востребования». Также было расширено время приема заявок на привлечение кредитов Банка России – с 19:00 до 20:45. Расширение графика доступности операций постоянного действия укрепило границы процентного коридора Банка России. Ранее КО, в силу специфики своей деятельности сталкивавшиеся с поздними поступлениями средств, были вынуждены размещать избыточную ликвидность на денежном рынке, не имея альтернативы в виде депозитов Банка России. В этот период на денежном рынке присутствовали только крупные КО, которые могли обеспечить работу казначейств за пределами официального рабочего дня. В результате эти заемщики, обладая переговорной силой, привлекали средства по низким ставкам, в том числе ниже ставки по депозитам постоянного действия Банка России. После перехода на новый регламент платежной системы Банка России объем и количество сделок на рынке МБК по ставкам ниже нижней границы процентного коридора снизилось (рис. 14). Кроме того, в новом регламенте платежной системы Банка России был предусмотрен период урегулирования ликвидности. Это период в конце регулярного сеанса платежной системы Банка России (как правило, с 20:00 до 21:00), в течение которого не принимаются к исполнению в текущий день клиентские платежи. Располагая актуальной оценкой остатка средств на корсчете, КО могут в течение часа привлечь или разместить ликвидность, заключив сделки на денежном рынке или с Банком России. Это позволяет КО более гибко управлять остатками средств на корсчетах. Эффективность изменений в регламент работы платежной системы Банка России и порядок проведения операций Банка России подтверждает снижение «навеса» корсчетов над усредняемыми обязательными резервами⁷⁵.

РИС. 14. РУБЛЕВЫЕ СДЕЛКИ РЕЗИДЕНТОВ НА РЫНКЕ МБК В СЕГМЕНТЕ ОВЕРНАЙТ В 2016–2019 ГОДАХ



Источник: расчеты Банка России.

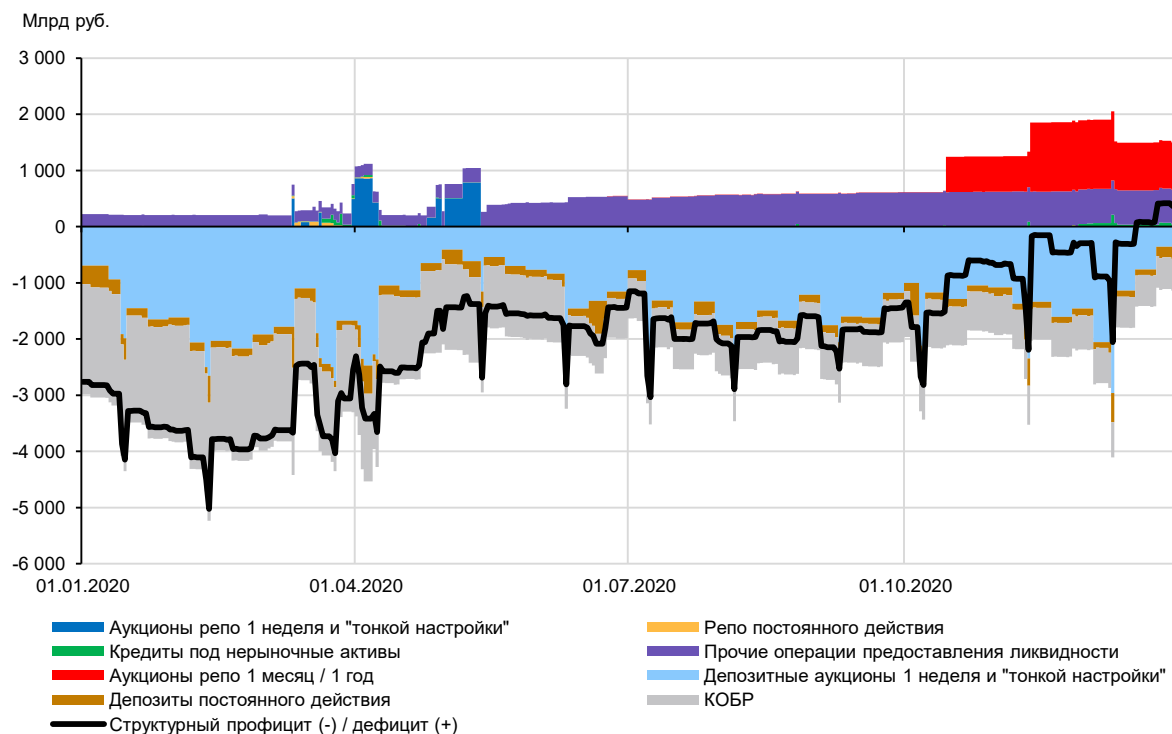
Весной 2020 г. в связи с пандемией коронавируса Банк России ввел ряд мер поддержки банковского сектора. Одной из таких мер являются аукционы репо на длительные сроки: на 1 месяц и на 1 год⁷⁶. Эти операции направлены на уменьшение дисбалансов в срочности активов и пассивов КО в условиях снижения структурного профицита ликвидности и сокращения

⁷⁵ Подробнее см. доклад «Обязательные резервы Банка России».

⁷⁶ [Пресс-релиз Банка России от 14 мая 2020 года.](#)

срочности их обязательств. Возможность долгосрочного рефинансирования в Банке России создала для КО дополнительные стимулы к реструктуризации текущих ссуд и выдаче новых долгосрочных кредитов. Тем не менее сразу после введения спрос КО на эти операции был невысоким (рис. 15). КО начали привлекать средства на аукционах длинного репо лишь осенью 2020 г., причем в первую очередь при помощи операций сроком на 1 месяц.

РИС. 15. СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ В 2020 ГОДУ



Источник: Банк России.

В конце февраля – марте 2022 г. из-за эскалации геополитической напряженности российский финансовый сектор столкнулся с беспрецедентными вызовами. Введение масштабных санкций в отношении России, включая ограничение на совершение операций в долларах США и евро для Банка России и ряда крупнейших банков, «заморозка» счетов Национального расчетного депозитария (НРД) в европейских депозитариях привели к формированию значимых угроз для финансовой стабильности и функционирования российской финансовой системы в целом. Принятые меры позволили Банку достаточно быстро стабилизировать ситуацию, обеспечив непрерывность операционной деятельности финансовых организаций. Основой для успешной реализации этих мер стала устойчивая финансовая система, сформированная в предыдущие годы в результате политики Банка России в области регулирования финансового рынка, обеспечения финансовой стабильности и развития национальной платежной системы. Сформированная в предыдущие годы операционная процедура ДКП позволила Банку России не только ограничить распространение кризисных явлений в финансовом секторе в феврале – марте 2022 г., но и сохранить свою эффективность в последующем⁷⁷.

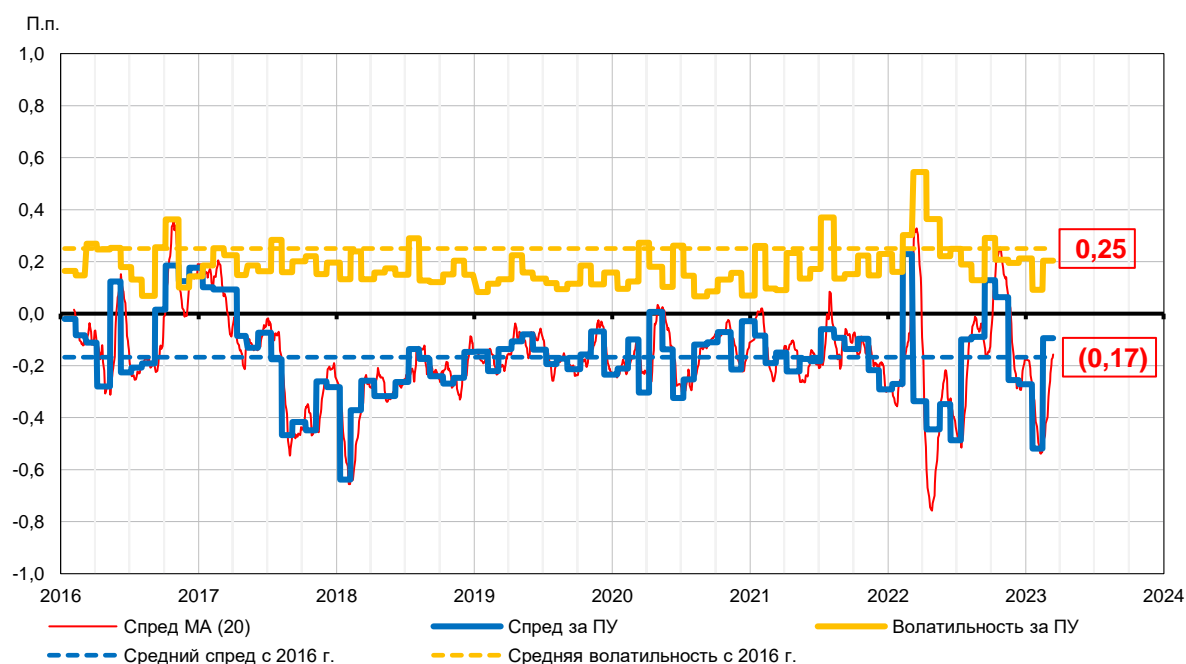
⁷⁷ Меры, принятые Банком России в 2022 г., подробнее рассматриваются в докладе «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность».

4. ЭФФЕКТИВНОСТЬ ОПЕРАЦИОННОЙ ПРОЦЕДУРЫ ДКП БАНКА РОССИИ

4.1 Оценка эффективности операционной процедуры ДКП

Банк России в целом успешно достигает своей операционной цели, а именно: поддерживает ставки в сегменте МБК овернайт вблизи ключевой ставки. Для оценки эффективности операционной процедуры ДКП Банк России использует два показателя, которые являются публичными и освещаются в регулярных аналитических материалах⁷⁸: среднее за период усреднения (ПУ) значение спреда и волатильность спреда (2 стандартных отклонения) за период усреднения. Так, средний спред с 2016 г. составил -17 б.п., в то время как волатильность спреда за тот же период составила 25 б.п. (рис. 16). Спред является небольшим (менее «стандартного» шага ДКП, составляющего 0,25 п.п.), устойчивым и предсказуемым, поэтому наличие спреда не затрудняет проведение ДКП. Совет директоров Банка России учитывает величину спреда, принимая решение об уровне ключевой ставки.

РИС. 16. СПРЕД И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ СПРЕДА С 2016 ГОДА



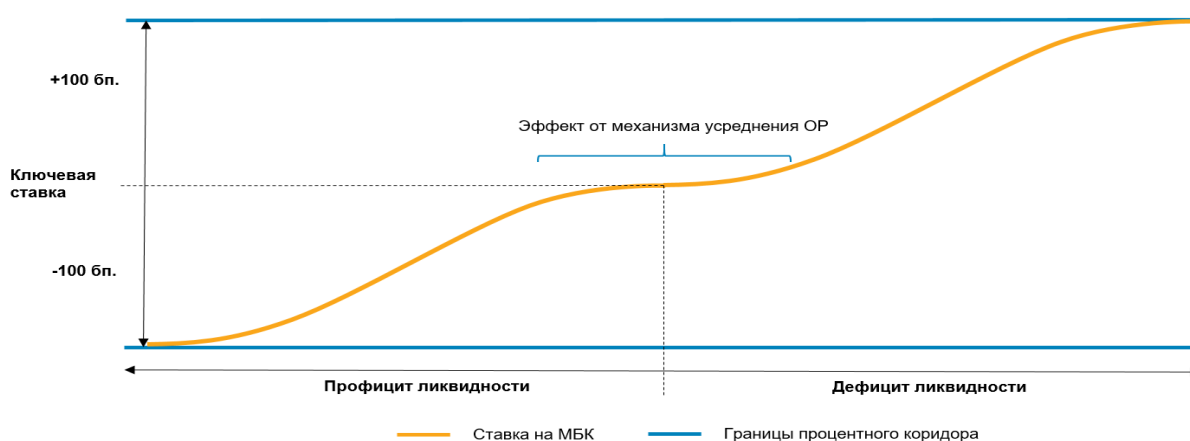
* МА (20) – скользящее среднее за 20 торговых дней.
Источник: Банк России.

При помощи системы инструментов ДКП Банк России управляет ставками МБК при любой ситуации с ликвидностью (подробнее см. раздел «Выбор операционной процедуры ДКП»). Задача применения инструментов ДКП – снизить значение текущего дефицита/профицита ликвидности. Минимизация текущего дефицита/профицита ликвидности на горизонте свыше

⁷⁸ Подробнее см. «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики» и «Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки» http://www.cbr.ru/oper_br/analytics/.

операционной недели достигается за счет основных операций Банка России – недельных аукционов. На более коротком горизонте банки, как правило, компенсируют текущий дефицит/избыток ликвидности самостоятельно за счет действия механизма усреднения. Если размер дефицита/избытка ликвидности является достаточно большим и может привести к росту значения спреда, Банк России проводит аукционы «тонкой настройки». Принимая решение о проведении аукционов «тонкой настройки», помимо размера дефицита/избытка ликвидности, Банк России учитывает: 1) время до конца периода усреднения (чем меньше дней осталось до конца периода усреднения, тем меньше действенность механизма усреднения); 2) уровень корсчетов КО (чем ниже корсчет КО, тем более они чувствительны к оттоку ликвидности); 3) распределение дефицита/избытка ликвидности (при прочих равных, если дефицит/избыток ликвидности затрагивает небольшое количество КО, он окажет меньшее влияние на спред); 4) предсказуемость ситуации с ликвидностью для КО (ожидаемые КО крупные налоговые платежи оказывают меньшее влияние на спред, чем аналогичный по размеру приток бюджетных расходов). Учитывая все эти факторы, Банк России принимает решение о проведении аукционов «тонкой настройки», которые, как правило, эффективно ограничивают рост спреда.

РИС. 17. СИТУАЦИЯ С ТЕКУЩЕЙ ЛИКВИДНОСТЬЮ – ОСНОВНОЙ ФАКТОР, ВЛИЯЮЩИЙ НА СТАВКИ МБК



Источник: Смирнов, 2013.

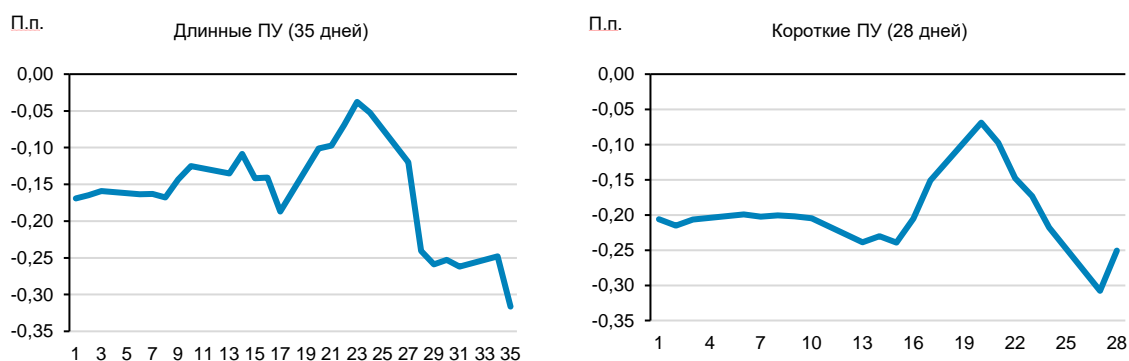
Банк России допускает ограниченные колебания спреда в течение периода усреднения под влиянием ситуации с ликвидностью. Траектория спреда в течение этого периода весьма предсказуема и в усредненном виде имеет форму, представленную на рис. 17. В первой половине периода усреднения проведение сезонных бюджетных расходов, таких как выплата пенсий, регулярных авансовых платежей, как правило служит фактором притока ликвидности в КО, в результате чего спред формируется преимущественно в нижней половине коридора от -10 до -20 базисных пунктов.⁷⁹ Более существенное влияние на спред могут оказывать отдельные крупные движения средств по бюджетному каналу: например, крупные бюджетные выплаты или выплата дивидендов госкомпаний. При этом ярко выраженной сезонности у крупных операций в первой половине периода усреднения, как правило, нет. С началом второй половины периода усреднения, которая обычно приходится на 20-е числа месяца, наступает период уплаты основных налогов. В результате КО сталкиваются с крупным оттоком ликвидности, который может превышать 1 трлн рублей. В этот период ставки на МБК обычно возрастают. Затем средства возвращаются в банковский сектор за счет размещения временно свободных бюджетных средств Федеральным казначейством⁸⁰. Динамика спреда в эти дни в значительной

⁷⁹ После перехода банковского сектора к устойчивому структурному профициту.

⁸⁰ Управляя временно свободными бюджетными остатками, Федеральное казначейство размещает средства в КО на возвратной основе. Ведомство определяет срочность своих операций с учетом ожидаемой траектории бюджетных доходов и расходов.

степени определяется подготовкой КО к уплате налогов (величиной корсчета и накопленного усреднения обязательных резервов), а также оперативностью и срочностью операций Федерального казначейства⁸¹. В последние дни периода усреднения ставки, как правило, снижаются, так как КО уже не ожидают крупных исходящих платежей, и многие КО уже в значительной степени накопили усреднение обязательных резервов. Поскольку эта динамика спреда является предсказуемой, нет оснований предполагать, что она негативно сказывается на дальнейшей трансмиссии сигнала ДКП.

РИС. 18. УСРЕДНЕННАЯ ТРАЕКТОРИЯ СПРЕДА ПО ДНЯМ В ПРЕДЕЛАХ ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ (ПУ) С 2017 ГОДА

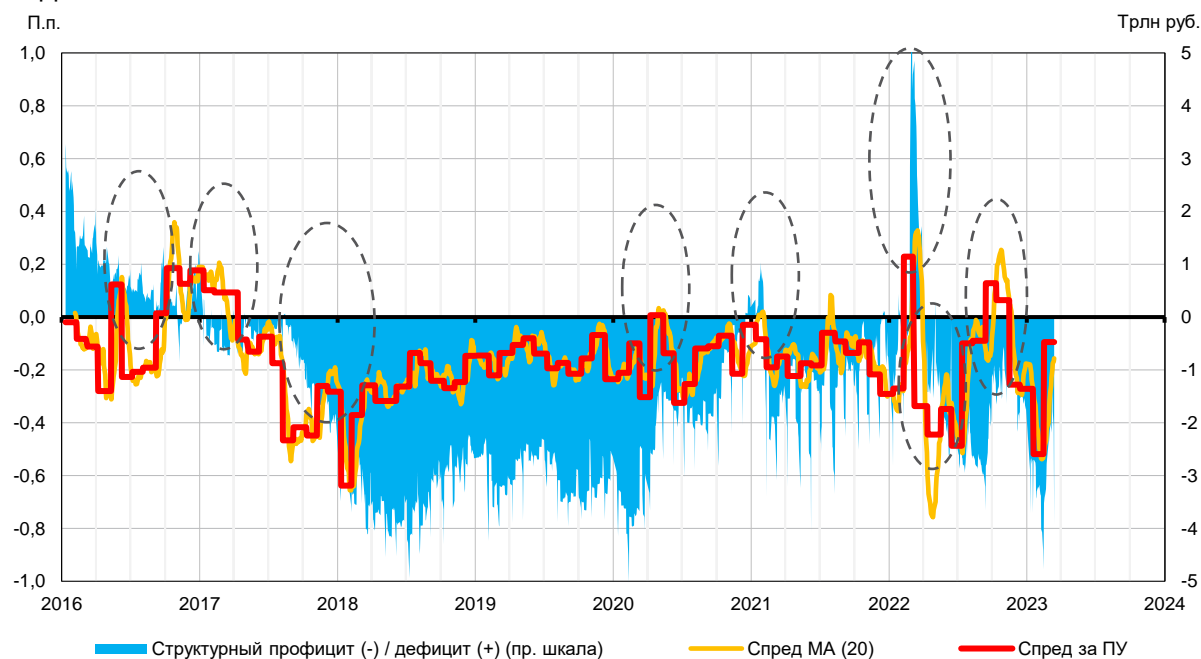


По оси абсцисс указаны порядковые дни в ПУ.

Источник: Банк России.

Спред устойчиво формируется в отрицательной области, поскольку банковский сектор с начала 2017 г., за исключением отдельных периодов, функционирует в условиях структурного профицита ликвидности (рис. 18). В отличие от текущей ситуации с ликвидностью, структурный дефицит/профицит ликвидности определяет устойчивое положение ставки в процентном коридоре Банка России. В условиях структурного избытка спред формируется в нижней половине процентного коридора. При этом в 2012–2016 гг., когда в банковском секторе наблюдался структурный дефицит ликвидности, спред был преимущественно положительным.

⁸¹ Если Федеральное казначейство в период уплаты основных налогов оперативно проводит большой объем операций на сроки до 3 дней, спред, как правило, меняется незначительно.

РИС. 18. СПРЕД И СТРУКТУРНЫЙ БАЛАНС ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА С 2016 ГОДА

* Структурный баланс ликвидности: «-» – профицит, «+» – дефицит.

Источник: Банк России.

Величина структурного профицита/дефицита ликвидности не влияет на размер спреда, однако значительное изменение его уровня приводит к изменению уровня ставок денежного рынка и их волатильности. Значение спреда увеличивается в результате существенного изменения величины структурного профицита/дефицита ликвидности. При существенных изменениях уровня профицита ставка денежного рынка сразу реагирует на его изменение. Повышенная волатильность ставок длится, как правило, в течение 1–2 периодов усреднения. Затем банковский сектор адаптируется к новому уровню структурного профицита/дефицита ликвидности и спред возвращается к новому устойчивому значению. С 2016 г. было несколько подобных эпизодов:

- Переход к структурному профициту ликвидности в 2016–2017 годах. В конце 2016 – начале 2017 г. банковский сектор переходил из состояния структурного дефицита ликвидности в состояние структурного профицита ликвидности. В этот период у участников денежного рынка наблюдалась разнонаправленная ситуация с ликвидностью. Так, в середине 2016 г., несмотря на сохранение структурного дефицита, у отдельных участников рынка сформировался избыток ликвидности, который они размещали на рынке, способствуя снижению ставок. После начала проведения недельных депозитных аукционов вместо аукционов репо в августе 2016 г. ситуация изменилась: значительное количество «дефицитных» КО, не имея альтернативы в виде аукционов репо Банка России, заимствовали средства на денежном рынке по повышенным ставкам. Волатильность ставок снизилась только после того, как у большинства участников денежного рынка сформировался избыток ликвидности в II квартале 2017 года.
- Приток ликвидности в связи с операциями ФКБС 2017 года. С притоком большого объема ликвидности в банковский сектор в результате операций ФКБС, во второй половине 2017 г. значение структурного профицита ликвидности резко увеличилось. Банки не сразу

адаптировались к новой величине структурного профицита⁸². Ставки денежного рынка стабилизировались несколько ниже ключевой ставки только в начале 2018 года.⁸³

- Сокращение структурного профицита ликвидности в связи с ростом объема наличных денег в обращении весной 2020 года. В условиях пандемии коронавируса резко возрос спрос населения на наличные деньги, в связи с чем их объем в обращении резко увеличился (дополнительный отток 1,5 трлн руб.). В результате ставки выросли и некоторое время формировались выше ключевой. В мае 2020 г. Банк России ввел аукционы репо на сроки 1 месяц и 1 год, направленные на уменьшение дисбалансов в срочности активов и пассивов КО. Эти операции сохранились в системе инструментов ДКП, и КО используют их для компенсации неравномерного распределения ликвидности внутри банковского сектора.
- Временный структурный дефицит ликвидности в связи с переходом Федерального казначейства на ЕКС в конце 2020 г. – начале 2021 г. Переход к структурному дефициту в конце 2020 – начале 2021 г. носил технический характер. В связи с переходом Федерального казначейства на управление временно свободными остатками бюджетных средств через ЕКС произошла краткосрочная приостановка размещения средств в КО. Отсутствие притока средств за счет операций Федерального казначейства привело к переходу банковского сектора в состояние структурного дефицита и временному росту ставок.
- Ситуация с ликвидностью в феврале – марте 2022 года. Этот период характеризовался ростом волатильности на финансовых рынках, возникновением крупных платежных потребностей КО и обострением ситуации с ликвидностью. Резкий (в течение месяца) переход банковского сектора из состояния структурного профицита к структурному дефициту и обратно привел к повышенной волатильности ставок МБК⁸⁴.

Через процентный канал трансмиссионного механизма ставка RUONIA транслируется в другие ставки в экономике⁸⁵. Ключевая ставка Банка России в первую очередь воздействует на краткосрочные ставки МБК, которые благодаря системе инструментов ДКП формируются вблизи ключевой ставки Банка России. Совершение срочных сделок на МБК является альтернативой совершению множества однодневных операций. Таким образом, долгосрочные ставки формируются под влиянием динамики однодневных⁸⁶. Затем ставки транслируются в доходности на рынке облигаций, который является альтернативой размещению средств в сегменте «неовернайт» денежного рынка. Росту эффективности трансмиссионного механизма также способствует то, что ставка RUONIA используется в качестве базовой в финансовых продуктах с плавающей ставкой⁸⁷. Помимо этого, на основе ставки RUONIA рассчитываются

⁸² В частности, размещение средств на депозитах в Банке России ограничивали контрагентские лимиты на Банк России со стороны дочерних КО – нерезидентов, традиционно крупных кредиторов на рынке.

⁸³ Подробнее см. доклад «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность».

⁸⁴ Подробнее см. доклад «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность».

⁸⁵ Приложение 1 к «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов» http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2023_2025/.

⁸⁶ После перехода к режиму таргетирования инфляции однодневные ставки МБК практически мгновенно реагируют на изменение ключевой ставки Банка России, тогда как изменение однодневной ставки на 1 п.п. приводит к изменению более долгосрочных ставок МБК в течение двух недель. Влияние изменения ключевой ставки на ставки МБК по мере продвижения вдоль процентной кривой последовательно ослабевает: сдвиг ключевой ставки на 1 п.п. провоцирует изменение однодневной ставки МБК на аналогичную величину, тогда как аналогичных ставок сроком менее 1 года – на 0,75–1 п.п., сроком от 1 до 3 лет – на 0,15–0,45 п.п., сроком более 3 лет – на 0,1–0,35 процентного пункта // Приложение 1 к «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов» http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2022_2024/.

⁸⁷ По состоянию на 01.05.2022 39% рублевых кредитов предоставлено по плавающей ставке («Обзор финансовой стабильности» № 2 (21), II–III кварталы 2022 г.), значительная доля привязана к RUONIA. Минфин России выпускает ОФЗ со ставкой купона, привязанной к RUONIA.

ставки по процентным свопам (например, ROISfix⁸⁸). Ставки по процентным свопам, отражающие ситуацию на денежном рынке, и доходности ОФЗ, показывающие состояние рынка облигаций, используются банками для формирования трансфертной кривой. На ее основе КО определяют ставки по основным продуктам – кредитам и депозитам.

Операционная процедура ДКП Банка России в целом является прозрачной и понятной для участников рынка. Банк России уделяет значительное внимание повышению прозрачности механизма применения инструментов ДКП, а также предоставлению информации о проведении операций. Так, подробная информация об инструментах ДКП, их назначении, целеполагании и особенностях применения, прогнозе ситуации с ликвидностью как в долгосрочную перспективу, так и на ближайшую операционную неделю, а также об алгоритме расчета лимитов на аукционах представлена на официальном сайте Банка России⁸⁹. Помимо этого, Банк России размещает всю информацию о параметрах и итогах проведенных операций, факторах формирования ликвидности банковского сектора, а также ежемесячно, ежеквартально и ежегодно дает оценку применению инструментов ДКП и публикует прогноз ликвидности банковского сектора в регулярных аналитических материалах и пресс-релизах⁹⁰. Банк России находится среди лидеров по объему информации, публикуемой мировыми центральными банками. Все это обеспечивает предсказуемость действий Банка России и способствует повышению готовности банков размещать средства на денежном рынке.

В системе инструментов ДКП Банка России практически отсутствуют дублирующие инструменты, а сама система сохраняет целостность. Проводимые Банком России операции четко разграничены в зависимости от своего назначения. Так, основными операциями являются недельные аукционы, операции постоянного действия ограничивают колебание ставок в процентном коридоре, аукционы «тонкой настройки» позволяют Банку России компенсировать краткосрочные дисбалансы ликвидности. Аукционы на длительные сроки снижают нагрузку на основные операции, в том числе аукционы репо на срок 1 месяц и 1 год позволяют банкам урегулировать среднесрочную потребность в ликвидности. Операции постоянного действия по предоставлению ликвидности на длительные сроки снижают операционную нагрузку на банки при ежедневной пролонгации кредитов. В настоящее время Банк России проводит трансформацию стандартного механизма предоставления ликвидности в основной и дополнительный механизмы предоставления ликвидности. Операции предоставления ликвидности будут разделены в соответствии с их задачами: формирование верхней границы процентного коридора и выполнение Банком России роли кредитора последней инстанции. Эти инструменты будут разграничены по ставке, срокам и принимаемому обеспечению.

Банк России обеспечивает банкам равные условия доступа к своим инструментам. К операциям абсорбирования имеют доступ все КО. Перечень банков, которые могут привлекать рефинансирование у Банка России, ограничен с учетом политики риск-менеджмента, однако является весьма широким. Требования к контрагентам являются публичными⁹¹, а информация о количестве банков, заключивших договоры/соглашения с Банком России, ежемесячно размещается на сайте Банка России⁹². По состоянию на 01.03.2023 350 КО (99% от активов банковского сектора) могут совершать депозитные операции, 179 КО (95% от активов банковского сектора) – операции репо и 250 КО (97% от активов банковского сектора) – кредитные операции. Состав обеспечения по операциям Банка России также является достаточно широким и формируется так, чтобы банки с разными бизнес-моделями и структурой

⁸⁸ ROISfix – RUONIA Overnight Interest Rate Swap – индикативная ставка (фиксинг) по операциям процентный своп на ставку RUONIA. Показатель формируется Национальной финансовой ассоциацией (НФА) согласно «Положению об организации ежедневного фиксинга НФА ставок OIS на базе RUONIA» на основе котировок, объявляемых участниками фиксинга.

⁸⁹ http://www.cbr.ru/oper_br/.

⁹⁰ Подробнее см. «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм ДКП», «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики», «Доклад о денежно-кредитной политике», «Годовой отчет Банка России».

⁹¹ Пресс-релиз по кредитным рейтингам.

⁹² http://www.cbr.ru/hd_base/cntr/ko_politiki/.

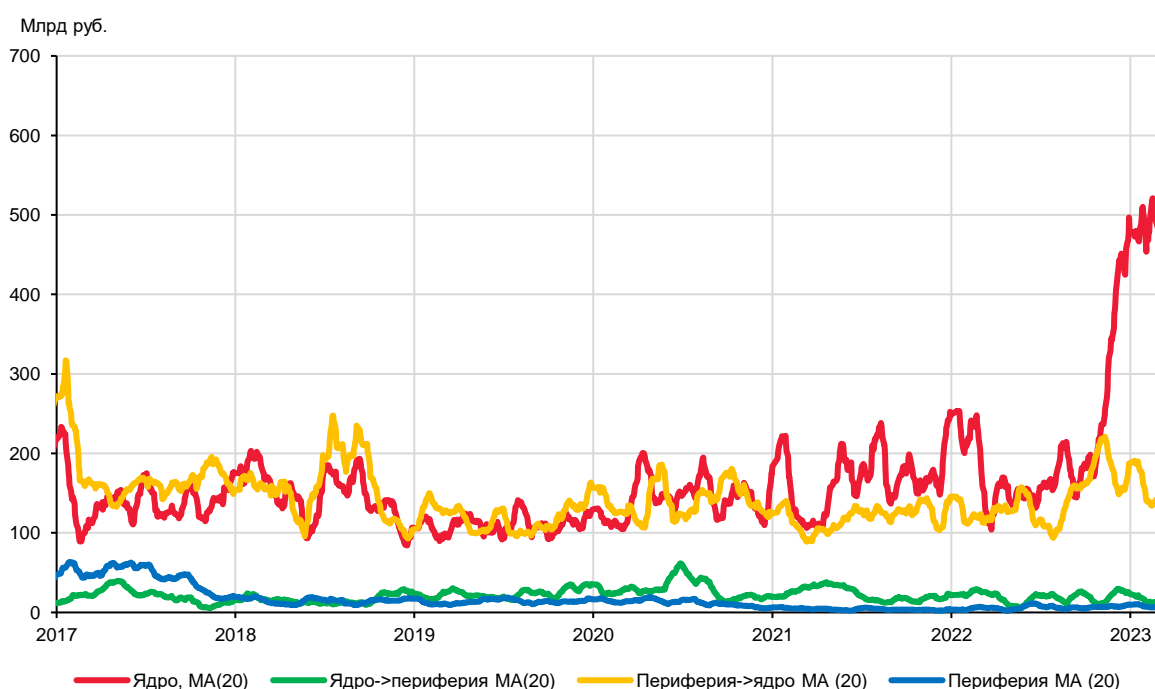
активов могли привлекать ликвидность у Банка России. В обеспечение по операциям Банка России принимается широкий перечень ценных бумаг, а также кредитные требования к надежным заемщикам. При необходимости Банк России расширяет состав обеспечения, включая в него новые группы активов и снижая дисконты (увеличивая поправочные коэффициенты).

Операционная процедура ДКП Банка России является рыночно ориентированной, поскольку присутствие Банка России на денежном рынке минимально. Несмотря на существенный объем операций, Банк России практически не присутствует на денежном рынке в сегменте овернайт, создавая условия участникам рынка для совершения операций между собой. Так, в период относительно спокойной ситуации с ликвидностью во втором полугодии 2020 – 2021 года. Банк России проводил в среднем менее 1 аукциона «тонкой настройки» за период усреднения. Спрос на операции постоянного действия Банка России в основном определяет эффективность операционной процедуры ДКП и объясняется особенностями российского рынка, которые будут рассмотрены далее.

4.2. Факторы, ограничивающие эффективность операционной процедуры Банка России

Отражая структуру банковского сектора, МБК является сегментированным рынком: ликвидность распределяется неравномерно между крупными и более мелкими КО. Крупные КО (так называемое ядро – КО, входящие в перечень RUONIA) являются нетто-заемщиками на рынке, в то время как прочие КО (так называемая периферия) являются нетто-кредиторами. Потоки ликвидности либо поступают из «периферии» в «ядро», либо перераспределяются внутри «ядра». При этом объемы сделок внутри «периферии» и объемы средств, поступающих из «ядра» в «периферию», находятся на низком уровне (рис. 19). Вместе с этим ситуация внутри «ядра» также неоднородная, поскольку даже банки, входящие в перечень RUONIA, сильно отличаются по объему активов, бизнес-моделям и ситуации с ликвидностью. Фактически небольшие КО могут разместить на МБК средства только в более крупные банки, что не всегда удается либо из-за процедур риск-менеджмента крупных банков, либо из-за отсутствия спроса со стороны заемщиков. В результате небольшой круг банков предъявляет постоянный спрос на депозиты постоянного действия Банка России (проводимые по ключевой ставке, уменьшенной на 100 б.п.). До февраля 2022 г. объем депозитов постоянного действия являлся устойчивым и постепенно снижался, в 2022 г. объем этих операций существенно увеличился. Банк России учитывает «неснижаемые» депозиты постоянного действия при установлении лимитов на своих аукционах, поэтому эти операции не влияют на достижение операционной цели ДКП.

РИС. 19. ОБЪЕМЫ КРЕДИТОВАНИЯ В «ЯДРЕ» И «ПЕРИФЕРИИ»



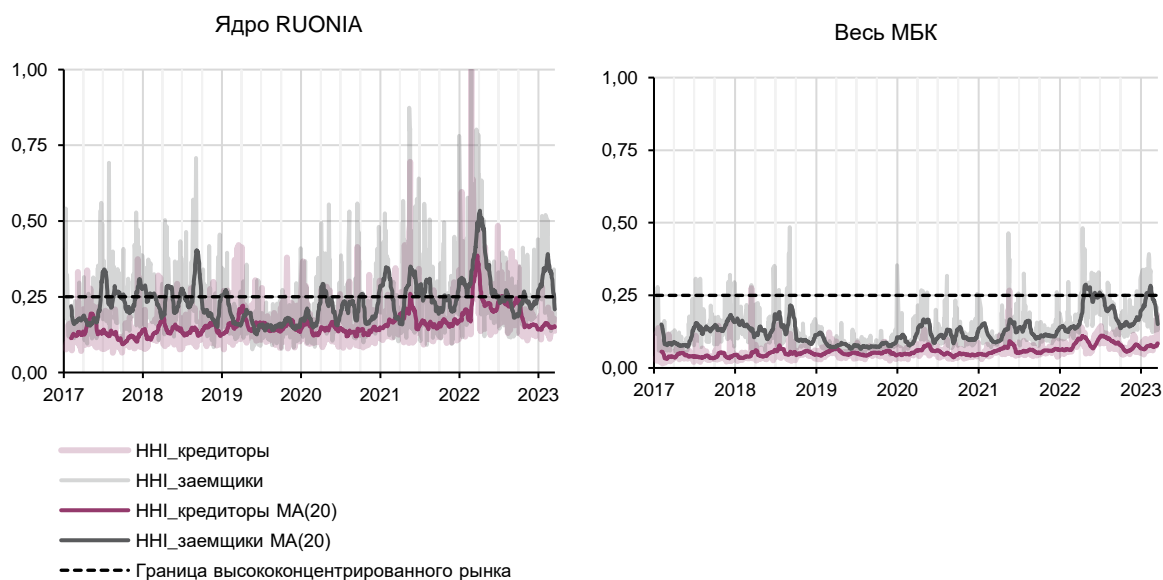
Источник: Банк России.

Российский рынок МБК является концентрированным рынком. Уровень концентрации, измеряемый при помощи индекса Херфиндаля – Хиршмана, (ННН)⁹³ среди заемщиков гораздо

⁹³ Индекс Херфиндаля – Хиршмана (ННН) используется для оценки степени монополизации отрасли и рассчитывается как сумма долей каждого участника в общем обороте рынка. В этом случае под долей понимается объем операций кредитования / заимствования каждой КО в

выше, нежели среди кредиторов (рис. 20). Крупные КО являются основными участниками на МБК, при этом крупнейшие банки преимущественно выступают в роли нетто-заемщиков на денежном рынке, тем самым диктуя свои условия прочим участникам и привлекая средства по более низким ставкам. Это является еще одним фактором того, почему ставки МБК устойчиво формируются ниже ключевой ставки.

РИС. 20. ИНДЕКС КОНЦЕНТРАЦИИ ХЕРФИНДАЛЯ – ХИРШМАНА (ННИ)



* МА (20) – скользящее среднее за 20 торговых дней.
Источник: расчеты Банка России.

Регуляторные требования могут оказывать влияние на применение инструментов ДКП и активность на рынке МБК. В частности, на эффективность операционной процедуры может заметно влиять необходимость соблюдения норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ, Н26). Для выполнения норматива банки могут привлекать ликвидность у Банка России с последующим размещением ее на депозитах в Банке России или на МБК. Это затрудняет установление лимитов на аукционах Банка России и потенциально может приводить к росту предложения ликвидности на рынке и снижению ставок. Необходимостью выполнения НКЛ мог объясняться повышенный спрос банков на кредиты в отдельные периоды 2016 г., 2021 года. Тем не менее благодаря наличию безотзывных кредитных линий (БКЛ), а также послаблениям по НКЛ в периоды оттока ликвидности из банковского сектора, фактическое влияние НКЛ на действенность операционной процедуры ДКП было ограничено. В настоящее время Банк России ведет работу над совершенствованием регуляторных нормативов⁹⁴, в рамках которой в том числе усовершенствован НКЛ, что позволит сохранить эффективность данного инструмента и одновременно минимизирует его потенциальное влияние на действенность операционной процедуры ДКП.

обороте в сегменте RUONIA и на МБК. Индекс принимает значение от 0 до 1. Значение 0,15 считается границей умеренно концентрированного рынка, значение 0,25 – высококонцентрированного рынка.

⁹⁴ Перспективные направления развития банковского регулирования и надзора, Банк России, 2022 г. http://www.cbr.ru/Content/Document/File/143838/dbra_20221227.pdf.

ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Банк России, действуя в рамках режима таргетирования инфляции, управляет процентными ставками денежного рынка в рамках симметричного процентного коридора. Выбранный подход позволяет поддерживать краткосрочные ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России, что является операционной целью ДКП.

Параметры операционной процедуры ДКП установлены с учетом особенностей российской экономики, банковского сектора и денежного рынка.

1. Высокая волатильность факторов формирования ликвидности – движения бюджетных средств и спроса на наличность – предъявляет дополнительные требования к операционной процедуре ДКП Банка России. Она должна, во-первых, быть действенной и обеспечивать Банку России возможность управлять ставками денежного рынка вне зависимости от ситуации с ликвидностью; во-вторых, минимизировать риски, связанные с ошибками прогноза ликвидности в условиях неопределенности относительно движения бюджетных средств. С учетом этих факторов единственно возможным вариантом является симметричный процентный коридор, формирующий равные альтернативные издержки при использовании операций предоставления/абсорбирования ликвидности Банка России.

2. Основные операции Банк России в зависимости от состояния ликвидности проводит в форме недельных аукционов репо или депозитных аукционов. Такой подход позволяет, во-первых, быстро реагировать на изменение ситуации с ликвидностью в банковском секторе; во-вторых, минимизировать текущий дефицит/профицит ликвидности на горизонте свыше одной недели и присутствие Банка России на денежном рынке.

3. Система инструментов Банка России включает широкий перечень операций по предоставлению/абсорбированию ликвидности на различные сроки, что позволяет Банку России полностью удовлетворять потребность КО в ликвидности.

4. Ширина процентного коридора ограничивает избыточную волатильность ставок денежного рынка, не препятствуя активности КО на денежном рынке.

5. Использование обязательных резервов с механизмом усреднения обеспечивает предсказуемость спроса КО на ликвидность и позволяет КО минимизировать дефицит/профицит ликвидности на горизонте в пределах одной недели и таким образом эффективно управлять своей ликвидностью.

Операционным ориентиром Банка России является процентная ставка RUONIA – ставка овернайт необеспеченного сегмента денежного рынка. Такой подход не только согласуется с мировой практикой, но и является оптимальным с учетом особенностей российского денежного рынка.

1. Ставка RUONIA эффективно выполняет функцию первого звена трансмиссионного механизма – изменяется максимально оперативно вслед за изменением ключевой ставки Банка России. Влияние ставки RUONIA на ставки овернайт других сегментов денежного рынка сильнее, чем в обратном направлении. Это позволяет передать сигнал ДКП на всю трансфертную кривую, а затем и на ставки по банковским продуктам.

2. Использование ставки овернайт в качестве операционного ориентира позволяет транслировать в экономику изменения ставки политики во всех случаях.

3. В сегменте овернайт КО заключают наибольший объем сделок, а процентные ставки в этом сегменте не учитывают премию за срочность, что облегчает управление указанными ставками.

4. Участниками рынка МБК являются только КО и Банк России. Поэтому, регулируя уровень ликвидности банковского сектора, Банк России может максимально эффективно оказывать непосредственное воздействие на уровень ставок в этом сегменте.

5. В отличие от процентных ставок в сегментах репо и валютный своп денежного рынка, их уровень на МБК не зависит от стоимости и доступности обеспечения. Это позволяет Банку России, регулируя ликвидность банковского сектора, воздействовать на их уровень.

В целом операционная процедура Банка России не только согласуется с мировой практикой, но, учитывая особенности российской экономики в целом и банковского сектора, в частности, позволяет Банку России эффективно управлять ставками денежного рынка.

Во-первых, ставки денежного рынка в нормальных условиях остаются в рамках процентного коридора, при этом спред меньше стандартного шага ДКП.

Во-вторых, операционная процедура является прозрачной и понятной для участников рынка.

В-третьих, в системе Банка России практически отсутствуют дублирующие инструменты.

В-четвертых, Банк России обеспечивает банкам равные условия доступа к своим инструментам.

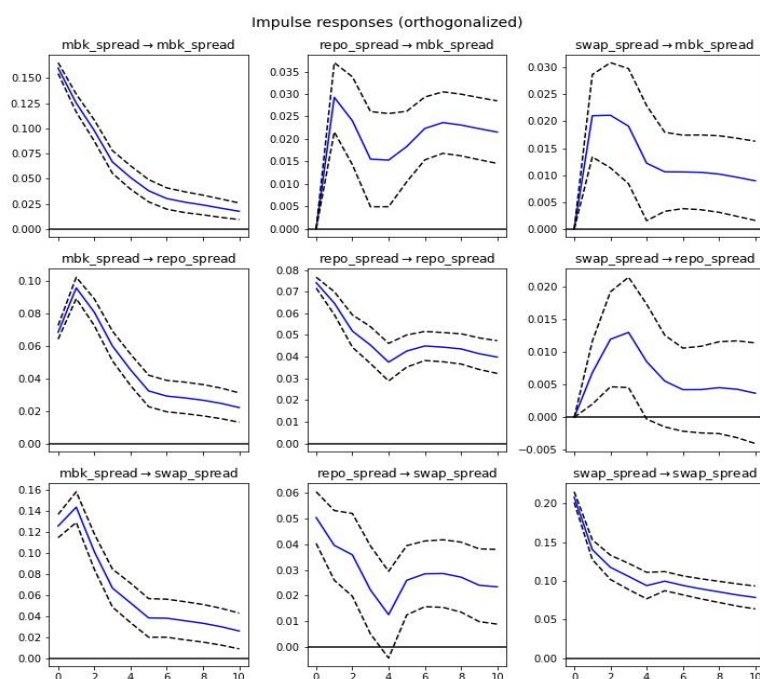
Тем не менее есть ряд факторов, которые ограничивают эффективность операционной процедуры ДКП Банка России. Российский банковский сектор является сегментированным и высоко концентрированным, доступ отдельных небольших участников к рынку затруднен. Это определяет специфику распределения средств на денежном рынке и их стоимость. Однако этот фактор не является критичным и не препятствуют управлению ликвидностью банковского сектора.

В настоящее время операционная процедура ДКП Банка России позволяет поддерживать ставки денежного рынка вблизи ключевой процентной ставки, является в достаточной мере эффективной и не нуждается в существенных изменениях. Однако, учитывая развитие платежной инфраструктуры, изменения внешнего фона, структуры банковского и в целом финансового сектора России и передовой опыт крупнейших ЦБ, Банк России продолжает совершенствовать свою операционную процедуру ДКП.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ВЗАИМНОЕ ВЛИЯНИЕ СТАВОК ОВЕРНАЙТ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Ставки по необеспеченным операциям на рынке МБК, операциям репо и операциям валютный своп формируются под влиянием ситуации с рублевой ликвидностью банковского сектора, а две последние также зависят от стоимости обеспечения (ценных бумаг или валютной ликвидности)⁹⁵. Эти факторы определяют готовность участников денежного рынка заключать сделки. Тесная связь между тремя сегментами денежного рынка способствует тому, что изменения условий (в первую очередь процентных ставок) на одном из них может оказывать влияние на процентные ставки на двух смежных. Это подтверждают оценки, полученные при помощи векторной авторегрессионной модели, включающей три эндогенные переменные – спреды рублевых ставок овернайт трех сегментов денежного рынка к ключевой ставке Банка России в 2015–2021 годы⁹⁶. Функции импульсного отклика, построенные на основе указанной модели, представлены на рис. П1.

РИС. П1. ФУНКЦИИ ИМПУЛЬСНОГО ОТКЛИКА НА ОСНОВЕ МОДЕЛИ ПО ВЗАИМНОМУ ВЛИЯНИЮ СТАВОК ОВЕРНАЙТ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА В 2015–2021 ГОДАХ



* Эндогенные переменные – спреды трех ставок овернайт денежного рынка к ключевой ставке: ставки МБК (*mbk_spread*), ставки репо (по биржевым и внебиржевым операциям без учета сделок Банка России и Федерального казначейства, *repo_spread*) и вмененной рублевой ставки по операциям валютный своп (по валютным парам USD/RUB, EUR/RUB по биржевым и внебиржевым операциям, *swap_spread*). По оси OX отражено число лагов, по оси OY – величина шока (в п.п.).

Источник: Банк России.

⁹⁵ Подробнее см. раздел «2.2. Подходы к выбору операционной цели».

⁹⁶ Выборка включает период с 01.01.2015 – спустя несколько месяцев после того, как Банк России перешел к режиму таргетирования инфляции в ноябре 2014 г. – по 31.01.2021. Значения 2022 г. не добавлены в выборку из-за того, что из-за изменившихся внешних условий эффективность денежного рынка в перераспределении средств в марте – апреле была временно серьезно нарушена, что значительно «зашумляет» получившиеся результаты.

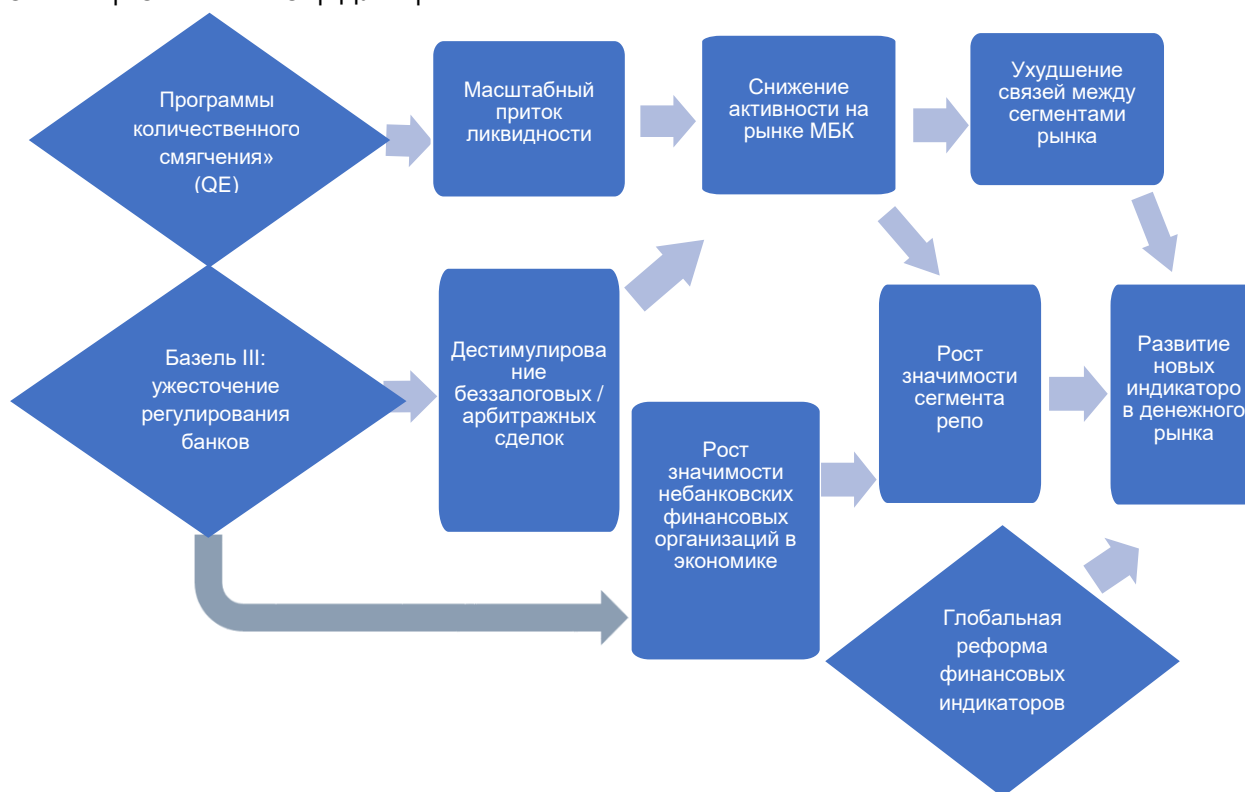
Полученные оценки свидетельствуют о том, что все три ставки оказывают влияние друг на друга. При этом, воздействие ставки МБК на ставки по операциям репо и операциям «валютный своп» может достигать 10 б.п. и 14 б.п. соответственно. Это влияние является более выраженным, чем эффект в обратном направлении. Широкий доверительный интервал для оценок шока в обратном направлении также говорит о том, что реакция ставки МБК на изменение условий по сделкам репо и валютный своп ограничена. Полученные результаты подтверждают значимость ставки МБК в трансмиссионном механизме ДКП, ее способность воздействовать на прочие ставки в экономике и, как следствие, оправдывают ее выбор в качестве операционного ориентира Банка России.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ИЗМЕНЕНИЯ ОПЕРАЦИОННЫХ ОРИЕНТИРОВ В СТРАНАХ С РАЗВИТЫМИ РЫНКАМИ

В последние годы развитие денежных рынков развитых стран определяется влиянием одновременно нескольких взаимосвязанных факторов (рис. П2).

Во-первых, ЦБ в развитых странах более десяти лет реализуют программы «количественного смягчения», что привело к масштабному избытку ликвидности в банковском секторе. В таких условиях ЦБ изменили свои операционные процедуры, перейдя от процентного коридора к системе с ключевой нижней границей⁹⁷. Для нее характерно снижение активности на межбанковском рынке.

РИС. П2. ТЕНДЕНЦИИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, ПРОВОЦИРУЮЩИЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОПЕРАЦИОННЫХ ПРОЦЕДУР ЦБ



Во-вторых, после мирового финансового кризиса были внедрены более жесткие регуляторные требования, затрагивающие банковскую деятельность. Введенные в соответствии с Базелем III нормативы⁹⁸ снизили возможность КО расширять валюту баланса для совершения

⁹⁷ Подробнее – см. Приложение 3 «Альтернативные операционные процедуры ДКП»

⁹⁸ Базель III вводит дополнительные требования, усиливающие контроль за состоянием ликвидности КО. В их числе:

- норматив краткосрочной ликвидности (liquidity coverage ratio, LCR), который рассчитывается как соотношение объема высоколиквидных активов к величине чистого оттока денежных средств, ожидаемого в ближайшие 30 дней;
- показатель финансового рычага (leverage ratio, LR), который рассчитывается как соотношение капитала первого уровня и активов (сумма активов на балансе, вложений в ПФИ, операций финансирования ценными бумагами и забалансовых счетов);

арбитражных сделок на финансовых рынках и спровоцировали повышение их спроса на высоколиквидные активы. Как свидетельствуют результаты теоретических и эмпирических исследований, ужесточение требований к ликвидности ведет также к росту волатильности ставок денежного рынка и наклона кривой процентных ставок^{99,100,101,102}.

В-третьих, финансовые и технологические инновации на фоне ужесточения регулирования традиционной банковской деятельности способствовали быстрому повышению роли НФО в экономике. Они по сравнению с банками в большей степени склонны инвестировать свободные средства в ценные бумаги. Это привело к росту активности в обеспеченном сегменте денежного рынка.

В результате снизилась взаимосвязь между обеспеченным и необеспеченным сегментами денежного рынка, что отразилось на динамике ставок. Традиционно в экономике, где банки являются основными финансовыми посредниками, ставки репо незначительно отклоняются от ставок МБК. Это дает ЦБ возможность, регулируя ликвидность банковского сектора, воздействовать на ставки не только МБК, но и широкого денежного рынка, на котором функционируют также и НФО. Поскольку банки и НФО имеют доступ к разному перечню операций ЦБ, то и ставки на рынках МБК и репо начали различаться. На фоне масштабного избытка ликвидности и «удорожания» арбитражных сделок для банков, НФО перестали обеспечивать эффективную трансмиссию между сегментами денежного рынка. В совокупности это может приводить к «зашумлению» сигнала ДКП¹⁰³. В этих условиях, в частности, ФРС США ввела инструменты ДКП для НФО.

В середине 2008 г. была обнародована информация о манипуляциях при расчете процентной ставки Libor, что спровоцировало глобальную реформу системы финансовых индикаторов и отказ от использования базировавшихся на основе опросов банков процентных ставок (IBOR). Эти процентные ставки лежали в основе суждений экономических агентов о состоянии мирового финансового рынка и их инвестиционных решений, а также широкого спектра финансовых инструментов (кредиты, деривативы, долговые ценные бумаги и пр.)¹⁰⁴.

Отдельные ЦБ приступили к разработке и использованию в качестве операционных ориентиров ДКП новых индикаторов. ЦБ, чтобы поддержать действенность ТМ ДКП,

- норматив чистого стабильного финансирования (net stable funding ratio, NSFR), который рассчитывается как соотношение имеющегося стабильного фондирования к требуемому стабильному фондированию.

⁹⁹ Bech M., Keister T. приходят к выводу, что введение LCR в условиях дефицита ликвидности приведет к росту ставок и может сделать кривую процентных ставок более крутой. // Bech M., Keister T. Liquidity regulation and the implementation of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, Т. 92, Pp.64-77.

¹⁰⁰ Committee on the Global Financial System, Markets Committee заключает, что ужесточение регуляторных требований ведет к снижению объемов торгов на денежном рынке, повышению волатильности ставок при их снижении в сегменте до 30 дней. В то же время может вырасти роль обеспеченного сегмента рынка. //CGFS-MC Regulatory change and monetary policy, *Markets Committee Papers*, № 54.

¹⁰¹ Roberts D., Sarkar A., Shachar O. "Bank liquidity creation, systemic risk, and Basel liquidity regulations"//FRB of New York Staff Report, № 852, 2018.

¹⁰² Rezende M., Styczynski M.F., Vojtech C.M. (2016) показали, что введение LCR в США повлияло на спрос банков на срочные депозиты (Term Deposit Facility, TDF) // Rezende M., Styczynski M. F., Vojtech C. M. The effects of liquidity regulation on bank demand in monetary policy operations // *Journal of Financial Intermediation*. – 2020. – С. 100860.

¹⁰³ Cœuré B. The future of central bank money //Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, European Central Bank, Frankfurt, 2018.

¹⁰⁴ Принципы разработки новых безрисковых финансовых индикаторов были утверждены в 2013 г. на саммите стран G20. Их основное отличие заключалось в использовании данных по максимально возможному числу фактически заключенных сделок// IOSCO (2013), *Principles for Financial Benchmarks*, www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf; Duffie D., Stein J. C. Reforming LIBOR and other financial market benchmarks // *Journal of Economic Perspectives*, 2015, Т. 29, № 2. Pp. 191-212; Schrimpf A., Sushko V. Beyond LIBOR: a primer on the new benchmark rates // *BIS Quarterly Review* March, 2019.

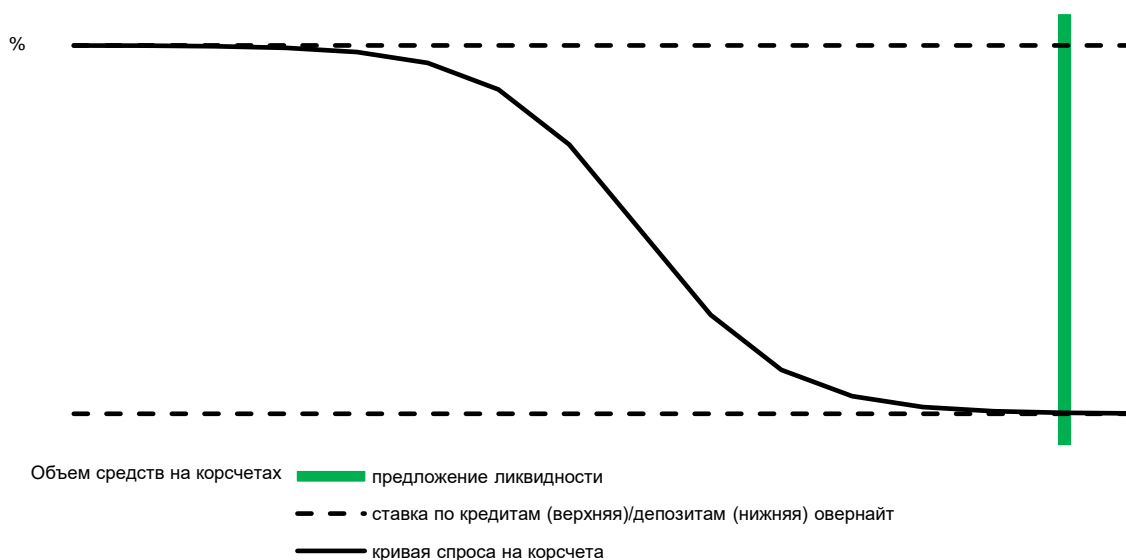
трансформировали свои операционные процедуры и приступили к разработке и использованию в качестве операционных ориентиров ДКП новых индикаторов, которые учитывают состояние как обеспеченного сегмента денежного рынка, так и широкого круга организаций, включая НФО. В частности, ЕЦБ начал использовать в качестве операционного ориентира краткосрочную процентную ставку €STR (Euro short-term rate), которая характеризует стоимость заимствований в необеспеченном сегменте денежного рынка сроком овернайт. Новый индикатор, в отличие от ранее используемой ставки EONIA, учитывает также процентные ставки по операциям с НФО (страховыми компаниями, фондами денежного рынка и прочими финансовыми корпорациями). Использование более широкого индикатора, по мнению ЕЦБ, позволяет учесть структурные изменения на денежном рынке, которые связаны с сокращением доли сделок на рынке МБК и повышением активности НФО. ФРС США в дополнение к ставке по федеральным фондам, остающейся операционным ориентиром, начала рассчитывать процентную ставку по обеспеченным кредитам сроком овернайт SOFR (Secured Overnight Financing Rate) в качестве альтернативы Libor в долларах. В отличие от Libor, новый индикатор отражает стоимость заимствований, обеспеченных казначейскими векселями, включая внебиржевой сегмент (ОТС) и операции, которые осуществлены с участием центрального контрагента.

ПРИЛОЖЕНИЕ 3. АЛЬТЕРАТИВНЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕДУРЫ ДКП

Альтернативой процентному коридору является система с ключевой нижней границей. Первыми ЦБ, которые начали выстраивать операционную процедуру в таком формате, стали Банк Норвегии и Резервный Банк Новой Зеландии. Широкое распространение такой вид операционной процедуры получил после кризиса 2007–2009 гг., когда в странах еврозоны, Великобритании, США сформировалось избыточное предложение ликвидности. В результате проведения политики количественного смягчения структурный профицит ликвидности в этих странах достиг таких масштабов, что полностью исключил возможности формирования дефицита ликвидности у отдельных КО. В этих условиях система с ключевой нижней границей становится подходящей для эффективного достижения операционной цели ДКП.

В системе с ключевой нижней границей ставка политики формирует нижнюю границу (рис. ПЗ). КО не испытывают потребности в ликвидности и не заинтересованы предоставлять средства на рынке ниже данного порога, поэтому ставка по депозитам (или ставка, по которой ЦБ начисляют проценты на корсчета) считается своего рода «полом», ниже которого рыночная ставка сегмента овернайт не может опуститься. Условием функционирования системы с ключевой нижней границей является поддержание профицита ликвидности всеми КО. Это заставляет ставку МБК тяготеть к нижней границе. В свою очередь у ЦБ нет необходимости осуществлять регулярный прогноз ликвидности и проводить с банками операции на аукционной основе. Тем не менее в системе инструментов ЦБ остаются операции по предоставлению ликвидности постоянного действия, в ходе которых ЦБ предоставляет кредиты по ставке, которая несколько превышает ставку по депозитам по запросу КО.

РИС. ПЗ. СИСТЕМА С КЛЮЧЕВОЙ НИЖНЕЙ ГРАНИЦЕЙ



Источник: Adrian T., Laxton D., Obstfeld M.M. *Advancing the frontiers of monetary policy*. International Monetary Fund, 2018.

Автономные факторы формирования ликвидности незначительно влияют на изменение ставок в целевом сегменте денежного рынка, в то время как в рамках процентного коридора риск ошибки прогноза и ее влияние на динамику операционной цели гораздо выше¹⁰⁵.

В экономической литературе выделяют следующие недостатки системы с ключевой нижней границей. Во-первых, она применима только в условиях масштабного избытка ликвидности в банковском секторе. При этом резкое снижение предложения ликвидности или рост спроса на нее (например, на фоне кризиса доверия на рынке) могут привести к росту ставок МБК¹⁰⁶. Во-вторых, система с ключевой нижней границей дестимулирует активность на рынке МБК. Это негативно сказывается на действенности процентного канала ТМ ДКП: срочные ставки денежного рынка являются производными от ставки овернайт, поэтому отсутствие активности в сегменте овернайт денежного рынка негативно скажется на развитии срочных сегментов, а также рынка процентных свопов, т.е. сегментов, индикаторы которых используются при ценообразовании банковских продуктов. Другие негативные последствия снижения межбанковской активности в сегменте овернайт – уменьшение экспертизы участников финансового рынка в области управления собственной ликвидностью, эрозия контрагентских отношений между участниками рынка. В результате ЦБ с трудом может вернуться к системе процентного коридора, если при изменении ситуации с ликвидностью возникнет такая необходимость.

Многие ЦБ, которые столкнулись с избытком ликвидности, модифицируют систему с ключевой нижней границей, переходя к системе с множественной ключевой нижней границей (tiered-floor system). Такая операционная процедура выстроена, например, в Новой Зеландии, Норвегии, США, Японии. Ее суть заключается в применении нескольких ставок по разным инструментам абсорбирования избыточной ликвидности/процентов по корсчетам, доступным в разном объеме или разному кругу контрагентов, что стимулирует активность на денежном рынке. Так, Банк Норвегии и Банк Японии применяют разные ставки к остаткам на корсчетах в пределах определенных квот. По сути, ставки по двум инструментам абсорбирования ликвидности формируют коридор. Однако, в отличие от системы процентного коридора, где ключевым мотивом заемщиков является потребность банков в привлечении необходимой ликвидности для формирования положительного остатка на корсчете или выполнения ОРТ, в системе с множественной нижней границей ключевым мотивом заемщиков является арбитраж.

Врезка. Трансформация операционной процедуры Банка Норвегии

Банк Норвегии один из первых перешел к системе с ключевой нижней границей. Верхней границей была ставка по кредитам (D-loans) овернайт постоянного действия. Данная операционная процедура была введена в середине 1990 гг. и просуществовала до октября 2011 года.

Формированию структурного профицита ликвидности способствовали операции органов бюджетной системы. В то же время Банк Норвегии предоставлял средства по ставке незначительно выше ключевой нижней границы (F-loans). В условиях дезинтеграции денежного рынка Банку Норвегии приходилось сохранять высокий уровень предложения кредитов F-loans для поддержания ставки МБК на необходимом уровне. КО при этом практически перестали перераспределять излишки ликвидности через рынок МБК. Причина этого заключалась в их нежелании предоставлять друг другу средства по ставке с минимальным спредом к ключевой.

В этих условиях в октябре 2011 г. Банк Норвегии перешел к системе с двойной ключевой нижней границей. Цель реформы операционной процедуры ДКП заключалась, во-первых, в

¹⁰⁵ Bindseil, U. Evaluating monetary policy operational frameworks. *Speech at the Jackson Hole conference on*. Vol. 31. 2016.

¹⁰⁶ Так, в США в сентябре 2019 г. резко возросли ставки денежного рынка. В условиях сворачивания программ QE крупный отток ликвидности по бюджетному каналу привел к формированию ее дефицита у отдельных участников и росту ставок, при этом в банковском секторе в целом по-прежнему наблюдался масштабный избыток. ФРС США пришлось вернуться к покупкам активов и операциям по предоставлению ликвидности на возвратной основе.

сокращении объема операций Банка Норвегии; во-вторых, в стимулировании заключения сделок на рынке МБК. Введение системы с двойной нижней границей является компромиссом между системой процентного коридора и системой с ключевой нижней границей¹⁰⁷. В рамках системы с множественной нижней границей только определенная доля корсчетов – в рамках квоты, которая устанавливается Банком Норвегии и периодически пересматривается – вознаграждается по ключевой ставке. Остатки средств на корсчетах в объеме, который превышает квоты, ЦБ оплачивают по ставке ниже ключевой. КО, на корсчете которых сформировались остатки в объеме меньше, чем установленная квота, готовы занимать средства на рынке МБК по ставке несколько ниже ключевой. В результате формируется достаточно активный рынок МБК. При этом Банк Норвегии продолжает поддерживать профицит ликвидности, а изменение предложения ликвидности практически не влияет на отклонение ставок МБК от ключевой.

¹⁰⁷Background for the system for managing bank reserves in Norway
<https://www.norges-bank.no/en/topics/liquidity-and-markets/The-liquidity-management-system/The-management-of-bank-reserves-The-system-in-Norway/Background-system-managing-bank-reserves/>

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АСВ – Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов»

ДКП – денежно-кредитная политика

ЕЦБ – Европейский центральный банк

КО – кредитная организация

КОБР – купонная облигация Банка России

КСУ – клиринговый сертификат участия

МБК – межбанковский кредитный рынок

НФО – небанковская финансовая организация

ФКБС – Фонд консолидации банковского сектора

ФРС США – Федеральная резервная система США

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Киюцевская А. Денежно-кредитная политика: специфика и особенности реализации на современном этапе экономического развития, Экономическая политика, 2016, Т11, №2, с. 92-111.
2. «Методология формирования и публикации ставки однодневного межбанковского кредитования в российских рублях RUONIA (Ruble OverNight Index Average)» (приложение к приказу Банка России от 01.12.2020 №ОД-1992) (ред. 29.11.2021), http://www.cbr.ru/Content/Document/File/131094/Meth_ruonia_20211129.pdf
3. «Методика отбора кредитных организаций в список участников RUONIA» (приложение к приказу Банка России от 24.08.2021 №ОД-1795) http://www.cbr.ru/Content/Document/File/125036/metod_ruonia_24082021.pdf
4. Национальная финансовая ассоциация «Положение об организации ежедневного фиксинга НФА ставок OIS на базе RUONIA»
5. Положение Банка России №510-П «О порядке расчета норматива краткосрочной ликвидности («Базель III») системно значимыми кредитными организациями» от 3.12.2015 г.
6. Adrian T., Laxton D., Obstfeld M.M. «Advancing the frontiers of monetary policy». International Monetary Fund, 2018.
7. Bank of England «The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets», November 2006.
8. Bank of Korea «Monetary policy report (December 2022)», p. 57.
9. Bank of Mexico «Monetary Policy Implementation through an Operational Interest Rate» Target/<https://www.banxico.org.mx/monetary-policy/d/%7BBBDEC1D9-1E35-00EA-B37A-77FF17ABFCB1%7D.pdf>.
10. Bank of Norway «Background for the system for managing bank reserves in Norway», <https://www.norges-bank.no/en/topics/liquidity-and-markets/The-liquidity-management-system/The-management-of-bank-reserves-The-system-in-Norway/Background-system-managing-bank-reserves/>
11. Bech M., Keister T. «Liquidity regulation and the implementation of monetary policy», Journal of Monetary Economics, Т.92, с.64-77.
12. Bech M., Monnet C. «A search-based model of the interbank money market and monetary policy implementation»//Journal of economic theory, 2016, Т.64 p.32-67.
13. Bindseil, U. Evaluating monetary policy operational frameworks. Speech at the Jackson Hole conference on. Vol. 31. 2016.
14. Bindseil, U. Monetary policy operations and the financial system. OUP Oxford, 2014.
15. Bindseil U. The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine, 2004.
16. Bindseil, U., Jablecki J. «The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management», 2011.
17. Clausen V., Hayo B. «Monetary policy in the euro area—lessons from the first years.», International Economics and Economic Policy 1 (2005): 349-364.
18. Colarossi S., Zaghini A. Gradualism, transparency and the improved operational framework: a look at overnight volatility transmission //International Finance, 2009. Т. 12. №. 2. p. 151-170.
19. Committee on the Global Financial System, Markets Committee «Regulatory change and monetary policy», Markets Committee Papers, №54.
20. Cœuré B. The future of central bank money //Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, European Central Bank, Frankfurt, 2018.

21. Duffie D., Stein J. C. Reforming LIBOR and other financial market benchmarks //Journal of Economic Perspectives, 2015, T. 29, №. 2, p. 191-212.
22. Ennis H. M., Keister T. Understanding monetary policy implementation //FRB Richmond Economic Quarterly. – 2008. – Т. 94. – №. 3. – С. 235-2.
23. Gray M. S. Central bank balances and reserve requirements. – International Monetary Fund, 2011.
24. Jordan T. J. SARON-an innovation for the financial markets //Launch event for swiss reference rates, Zurich, 2009. – Т. 25.
25. European Central Bank. «The implementation of monetary policy since August 2007», ECB Monthly Bulletin, 2009, p. 75-89.
26. International Monetary Fund «Mexico. Financial Sector Assessment Program. Technical Note on Systemic Liquidity Management», November 2022.
27. IOSCO. Principles for Financial Benchmarks, 2013 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf.
28. Kara M., Afsal M. Ş. The Effectiveness of Monetary Policy Instruments Applied for Financial Stability in Turkey //Itobiad: Journal of the Human & Social Science Researches. – 2018. – Т. 7. – №. 3.
29. Osborne M. Monetary policy and volatility in the sterling money market. – 2016.
30. Mishkin F.S. The economics of money, banking and financial markets, 5-th. ed., 1997.
31. Mitlid K., Vesterlund M. «Steering Interest Rates in Monetary Policy – How Does It Work?», Sveriges Riksbank Quarterly Review, 2001, 1, 19–41.
32. National Bank of Poland «Report of monetary policy, 2021», p. 18.
33. International Organization of Securities Commissions «Principles for Financial Benchmarks. OICU-IOSCO. The Board of the International Organization of Securities Commissions», July 2013.
34. Rezende M., Styczynski M. F., Vojtech C. M. The effects of liquidity regulation on bank demand in monetary policy operations //Journal of Financial Intermediation. – 2020. – С. 100860.
35. Roberts D., Sarkar A., Shachar O. “Bank liquidity creation, systemic risk, and Basel liquidity regulations”//FRB of New York Staff Report, №852, 2018.
36. Schrimpf A., Sushko V. Beyond. LIBOR: a primer on the new benchmark rates //BIS Quarterly Review March, 2019.
37. Veyrone R., Valle G., Guo Sh. «Relationship Between Short-Term Interest Rates and Excess Reserves: A Logistic», 2018.
38. Whitesell W. «Interest rate corridors and reserves». Journal of Monetary Economics, 2006, 6, p. 1177-1195.
39. Woodford M. Interest and prices. Foundations of a theory of monetary policy. Princeton University press, 2011.
40. Woodford M. Monetary policy in the information economy//National Bureau of Economic Research, 2001. – №. w8674.