

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ СРЕДСТВАМИ

Майк Уильямс, Бухарест
mike.williams@mj-w.net 1
18 февраля 2026

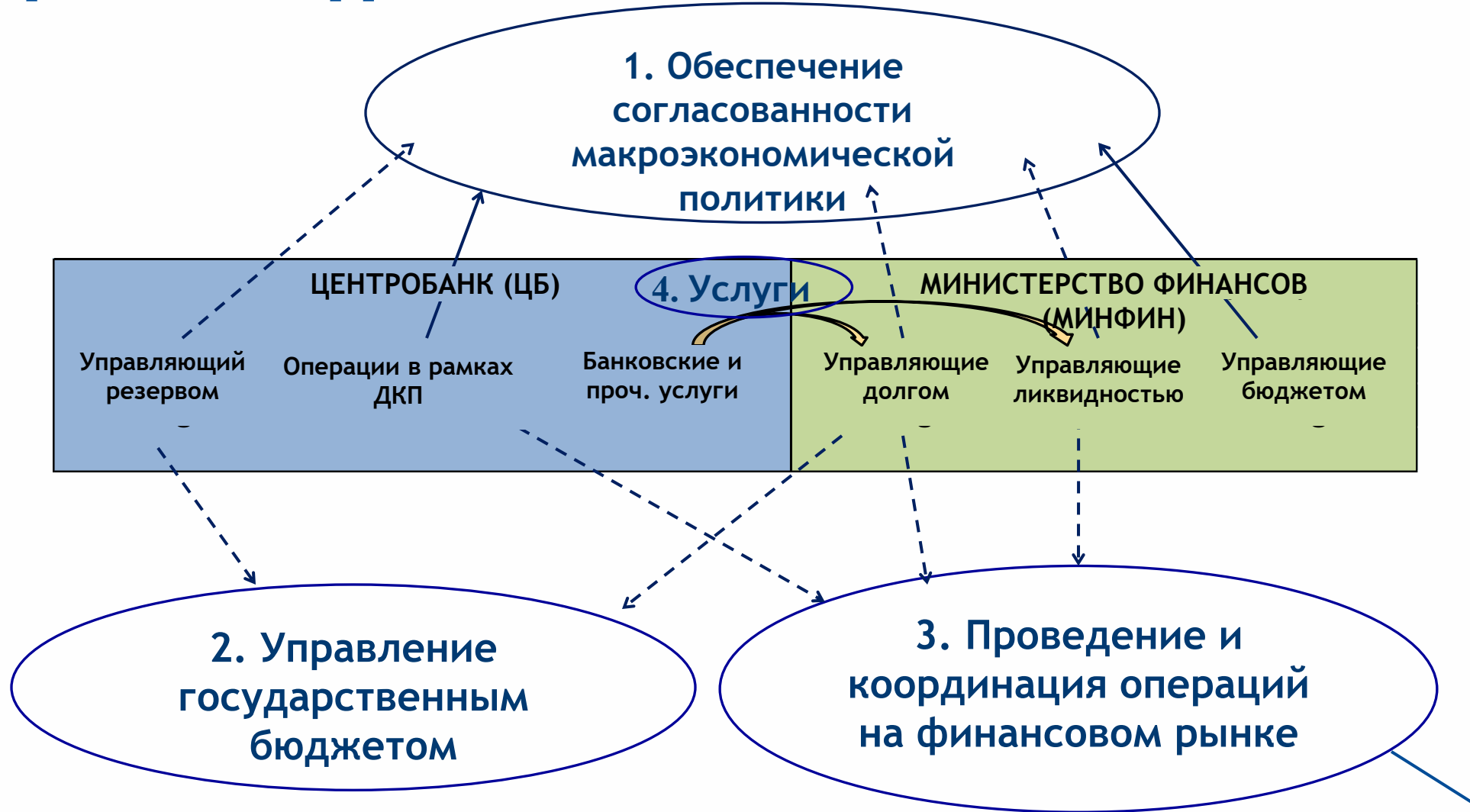
Содержание

Макроконтекст

Переход к
активному
управлению
ЛИКВИДНОСТЬЮ

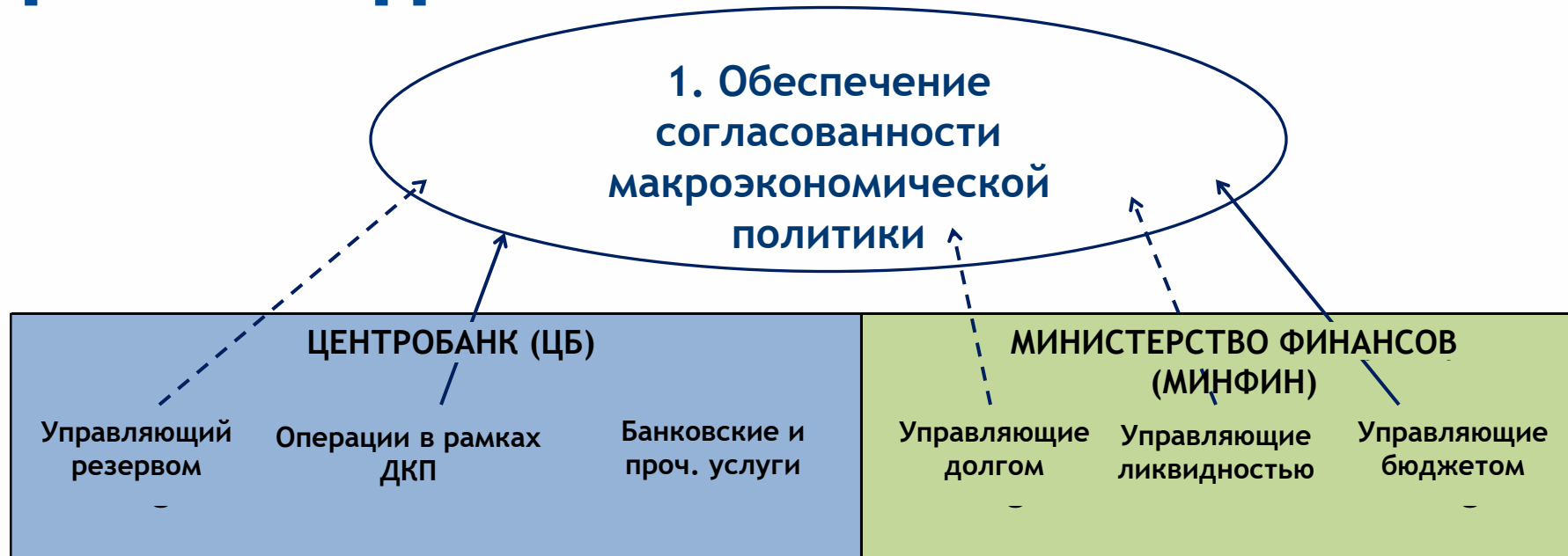
Коллизии и
координация

Обзор: взаимодействие между политикой и операционной деятельностью



В центре внимания
на сегодня

Обзор: взаимодействие между политикой и операционной деятельностью



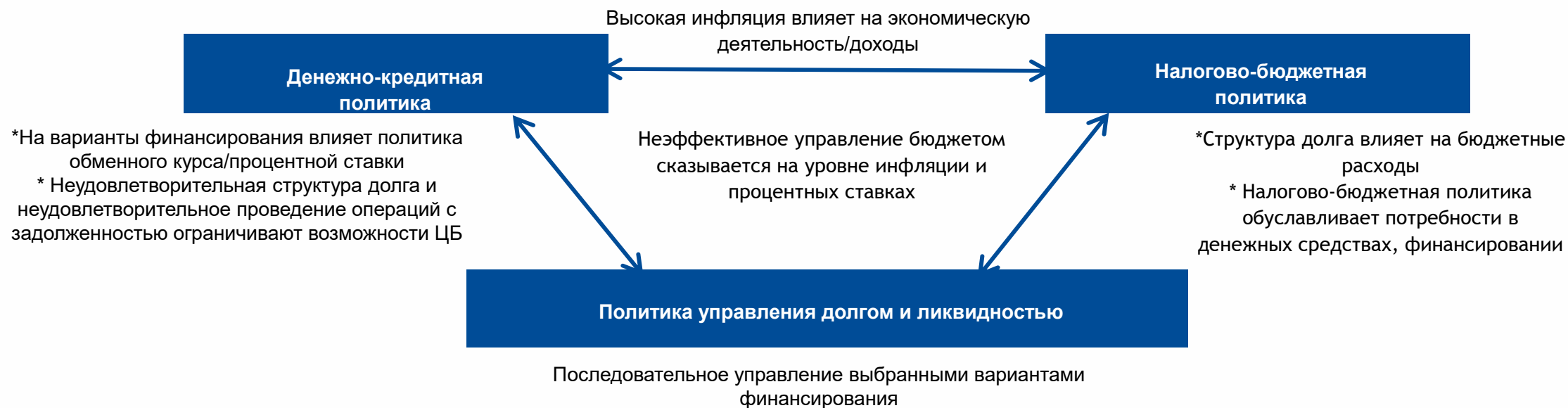
Модель

- Разные инструменты для разных целей
 - ▶ Разделение обеспечивает большую прозрачность и предсказуемость, повышая надежность, эффективность и подотчетность политики
 - ▶ В странах ОЭСР разделение также оправдано из-за слабой связи между вариантами управления долгом и денежно-кредитными условиями

Налогово-бюджетная политика	Управление долгом	Управление ликвидностью	Денежно-кредитная политика
<ul style="list-style-type: none"> • Контролировать уровни дефицита и долга; структуру расходов и налогообложение 	<ul style="list-style-type: none"> • Выполнять требование в отношении финансирования; управление структурой долгового портфеля 	<ul style="list-style-type: none"> • Содействие бесперебойном у исполнению бюджета 	<ul style="list-style-type: none"> • Управление «денежным якорем» через процентную ставку, обменный курс или денежные агрегаты

В отношении данной модели всегда имелись оговорки

- Согласие в отношении того, что управление долгом, налогово-бюджетная политика и денежно-кредитная политика должны рассматриваться как отдельные макроэкономические меры политики, имеющие разные инструменты: Повышает доверие и эффективность
- НО: Модель предполагает наличие высоколиквидных рынков и независимость инструментов политики
 - Этого нет на менее развитых рынках (и на многих более развитых рынках в настоящее время); операции с денежными средствами и долгом могут влиять на операции в рамках денежно-кредитной политики, и наоборот



По материалам публикации Togo, Eriko "Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework («Координация управления государственным долгом с налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой: аналитическая основа») (World Bank 2007)

Денежно-кредитная политика многомерна

Даже на развитых рынках модель испытывает давление количественного смягчения (QE)/количественного ужесточения (QT)

- Форма кривой доходности может влиять на операции по управлению долгом

Денежно-кредитные условия имеют 3 измерения

1. Краткосрочная ключевая ставка
2. Обменный курс
3. Долгосрочные процентные ставки по государственному долгу

2 и 3 могут быть более важными в периоды стресса, на них может влиять ЦБ

Влияние процентных ставок в США на потоки капитала ослабляет независимость кредитно-денежной политики ЦБ, особенно в странах с формирующимся рынком

Однако на практике разделение сработало успешно

- Выгоды от ориентации на цели, прозрачности и подотчетности
- Стимулы к изменению функционального разделения полномочий незначительны

Треугольник денежно-кредитной политики



Philip Turner "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs" (BIS 2014)

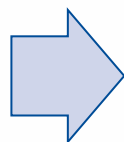
«Глобальная долгосрочная процентная ставка, финансовые риски и выбор мер политики в странах с формирующимся рынком» (BIS 2014)

- **Разделение мер политики по-прежнему требует наличия механизмов, способствующих согласованию политики на высоком уровне и координации на оперативном уровне**

Обеспечивающие механизмы высокого уровня

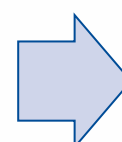
На практике ЦБ не всегда полностью независим

- Близок к полной независимости в еврозоне
- Однако правительство (или парламент) может сохранить за собой некоторые полномочия по назначению должностных лиц, установлению целевых показателей или даже по отмене политики



Разные механизмы

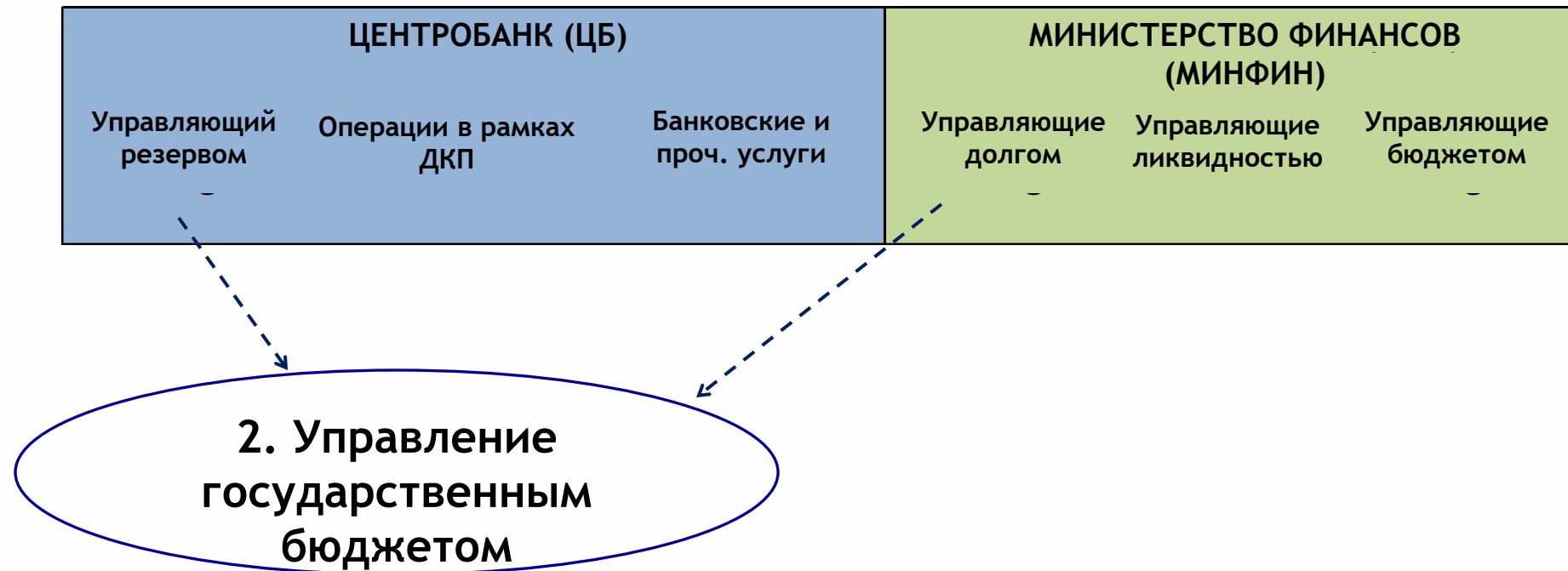
- От обмена информацией и до координации политики
- Еврозона: пакт о стабильности и росте заменяется договором, устанавливающим более жесткие бюджетные правила
- Законы о бюджетной ответственности, включающие целевой или верхний предел дефицита и уровня долга
- Наблюдатели от Минфина в Комитете по денежно-кредитной политике (например, Великобритания, Китай)



В странах со средним уровнем дохода может использоваться Комитет по государственному долгу (КГД) или аналогичный орган для облегчения координации

- Объединяет представителей основных структур, отвечающих за макроэкономическую политику, для обеспечения того, чтобы решения, касающиеся управления долгом, должным образом учитывались в макроэкономической политике в целом

Государственный баланс



Стратегия управления долгом

Разработка стратегии управления долгом

- Все страны все чаще учитывают структуру активов и обязательств
- В случае совпадения характеристик активов и обязательств риск снижается

Важно с аналитической точки зрения; но может быть проблематичным

- Значительные активы (валютные резервы) находятся под контролем ЦБ, а не Минфина

При подготовке среднесрочной стратегии управления долгом следует проводить консультации с ЦБ

- Выявление противоречий с денежно-кредитной политикой, комментарии относительно реалий финансового рынка
- Но часто ЦБ неохотно передает в ведение валютные активы - проблема управления

Годовой план заимствований (ГПЗ), подготовленный Минфином

- Минфин также готовит более детальный квартальный календарь и организует консультации с рынком и взаимодействие с первичными дилерами
- Подготовка ГПЗ в консультациях с ЦБ (возможно желание не останавливаться на этом?)

Определенную роль в обеспечении координации может сыграть Комитет по государственному долгу (КГД)

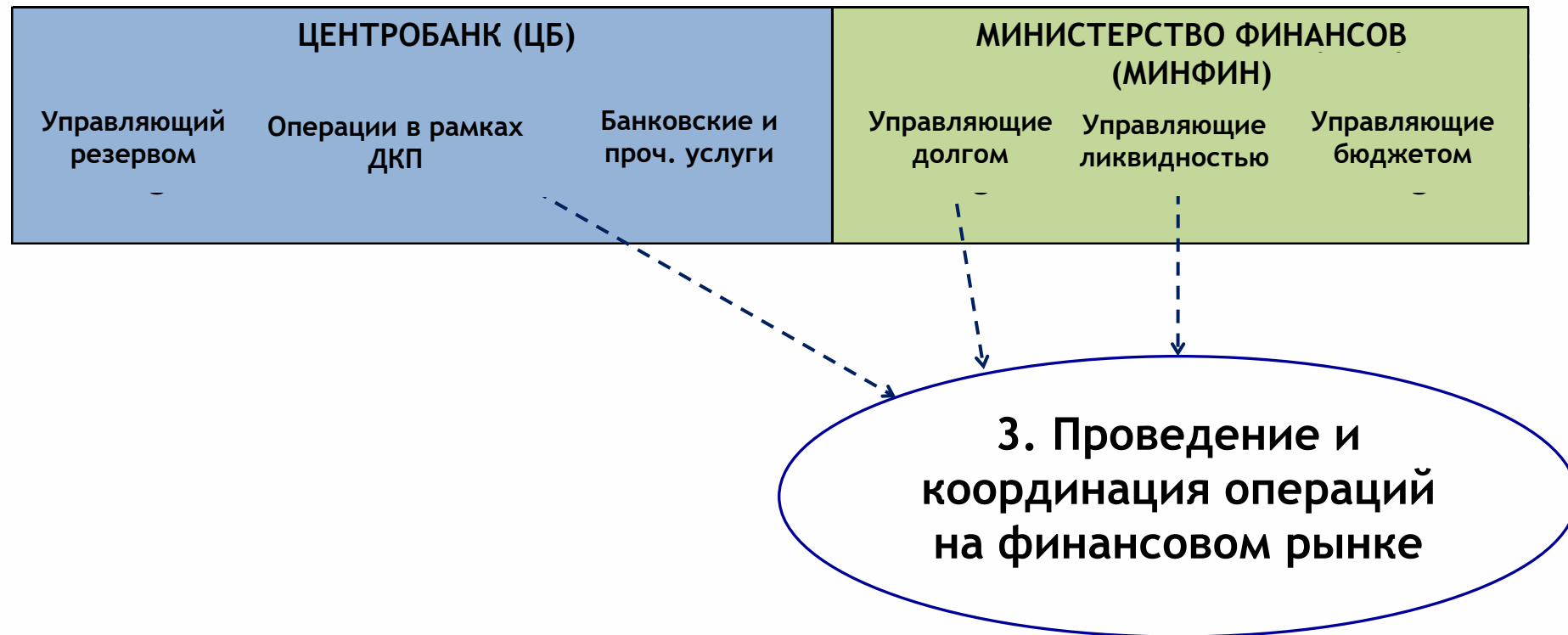
Содержание

Макроконтекст

Переход к
активному
управлению
ЛИКВИДНОСТЬЮ

Коллизии и
координация

Оперативное взаимодействие



ЦБ и казначейства: меняющиеся функции

Традиционные роли

- Казначейство: прежде всего, государственное платежное управление; неполный охват ЕКС; ограниченное управление ликвидностью
- ЦБ: регулирование денежно-кредитных условий внутри страны, включая влияние движения денежных средств государства
- Непосредственное влияние на политику управления ликвидностью и долгом через свою роль фискального агента; спектр услуг, оказываемых Казначейству

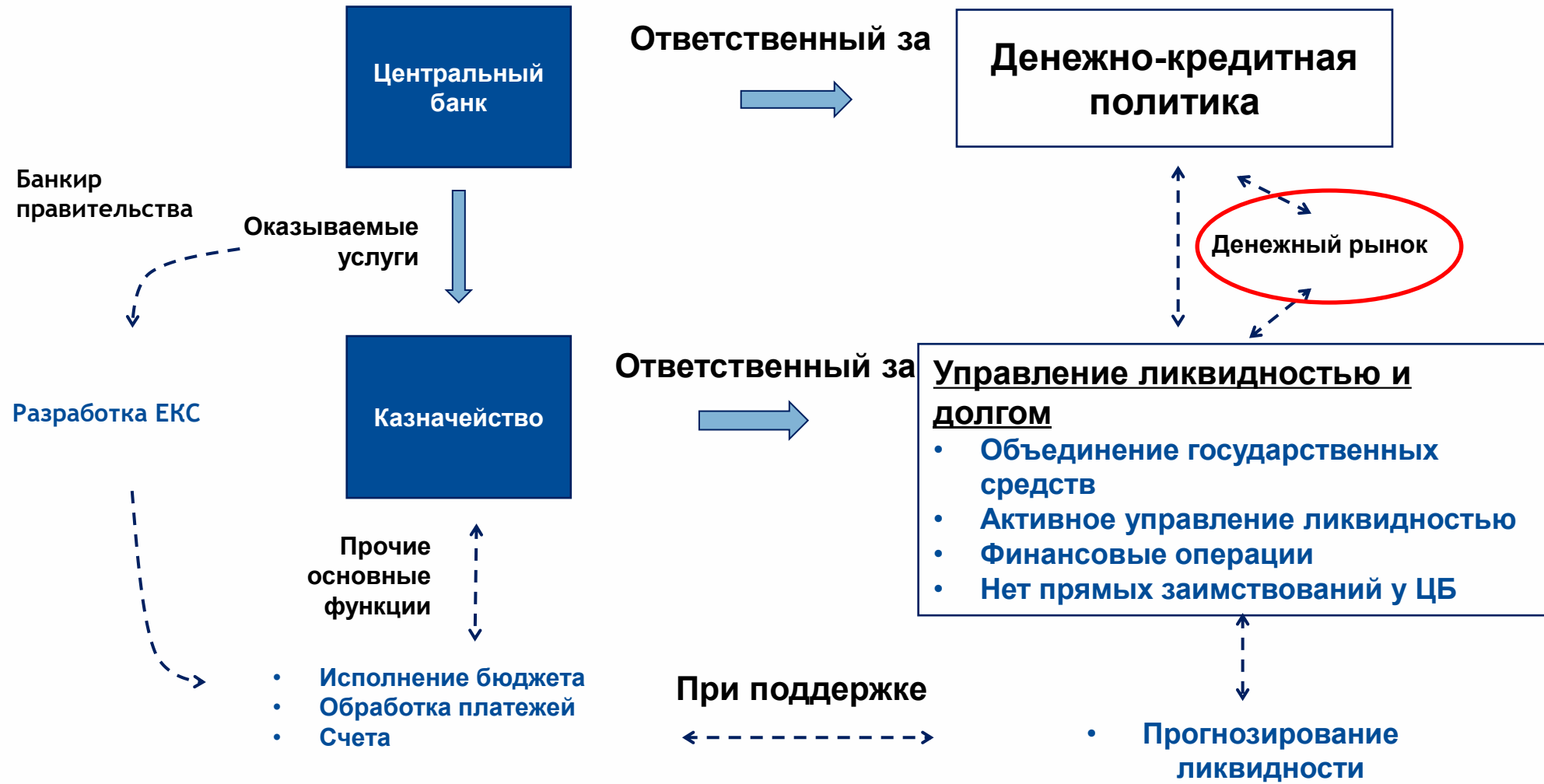
Проблемы

- Избыток государственных средств; отсутствие процентов на остаток => субсидия банкам
- Волатильность потоков государственных денежных средств осложняет операции в рамках ДКП
- Реализация ЦБ политики управления долгом и ликвидностью, потенциально противоречащая целям денежно-кредитной политики
- Кредитование правительства со стороны ЦБ может привести к дальнейшему росту инфляции

Более активное управление ликвидностью

- Поддержание целевого размера буфера ликвидности, заимствования Казначейством и кредитование на денежном рынке
- Снижение волатильности остатков средств на ЕКС - значение для операций в рамках ДКП
- Банк может оставаться фискальным агентом, но важна ясность

Современная концепция казначейства



Управление ликвидностью и денежно-кредитная политика

- Ликвидность национального банковского сектора зависит от следующих факторов:
 - ▶ Операции в рамках денежно-кредитной политики ЦБ – заимствования или кредитование кредитных организаций, требования к формированию резервов, услуги по размещению средств на депозитах и т.д.
 - ▶ «Автономные» факторы – спрос на банкноты и монеты со стороны населения (предсказуемо), чистый приток иностранной валюты (зависит от политики валютных интервенций) и изменения в объеме государственных депозитов в ЦБ (т.е. изменения в размере остатков средств на ЕКС)
- Уменьшение колебаний денежных потоков государства на счетах ЕКС подразумевает снижение нестабильности денежно-кредитных условий и колебаний ликвидности в банковском секторе (при прочих равных факторах)
 - ▶ Денежно-кредитным операциям следует придавать меньший вес при контролировании уровня ликвидности
 - ▶ Активное управление ликвидностью облегчает задачу ЦБ

Активы	Обязательства
Механизм рефинансирования для банков	Депозиты в банках на текущих счетах
Маржинальное кредитование банков	Обязательные депозиты банков
Чистые иностранные активы	Банкноты в обращении
Прочее (нетто)	Депозиты государства

Можно показать иначе

Предоставление ликвидности через операции ДКП

Механизм рефинансирования для банков
Плюс маржинальное кредитование банков
Минус обязательные депозиты банков

Равно «автономным» факторам

Банкноты в обращении
Плюс депозиты государства
Минус чистые иностр. активы

Плюс

Прочие факторы / остаток

По мере развития механизмов управления ликвидностью...

На начальном этапе -
перемещение ликвидности из
банковской системы; но со
временем...

- Казначейство сократит остатки денежных средств
- От снижения волатильности остатков денежных средств выиграет ЦБ – подобно снижению волатильности ликвидности в банковском секторе
- Казначейские операции взаимодействуют с операциями денежно-кредитной политики

Значение для финансов
коммерческих банков

- Меньше беспроцентных средств, полученных от государства
- Но правительство должно оплачивать комиссии за операционные услуги
- Повышает прозрачность и стимулы
- [Немедленную потерю ликвидности можно смягчить с помощью денежно-кредитной политики – см. далее]

Необходимость координации и
сотрудничества становится
очевидной

- Четкое определение обязанностей и информационных потоков
- Операционное взаимодействие – напр., сроки проведения аукционов
- Взаимное развитие денежного рынка

[На практике многие центральные
банки не желают поддерживать
более активный подход]

- По обоснованным и необоснованным причинам
- В некоторых странах имеются реальные опасения относительно компетенций министерства финансов (например, в части прогнозирования ликвидности, способности надлежащим образом вмешиваться, подачи неверных сигналов рынку)

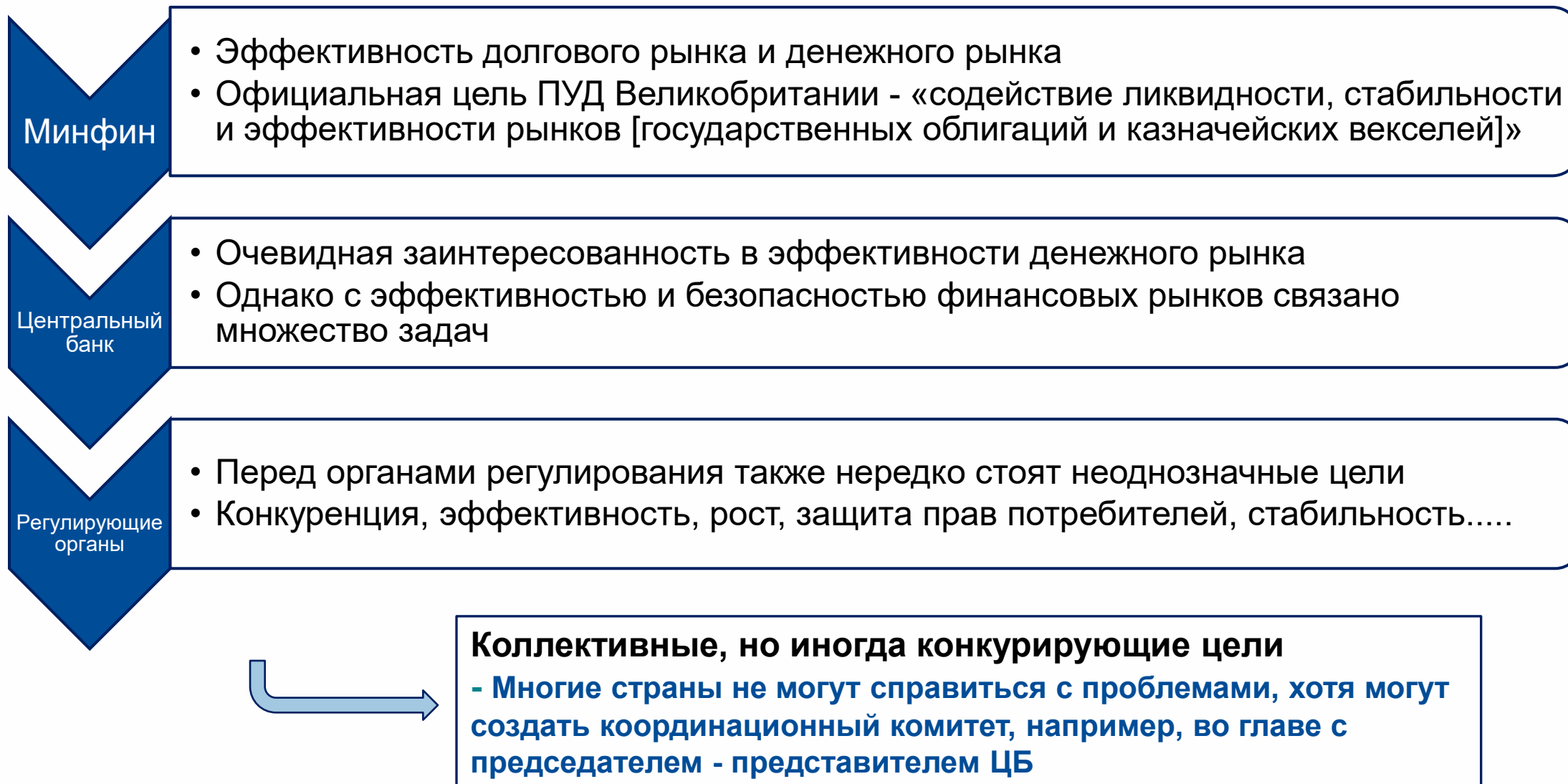
Содержание

Макроконтекст

Переход к
активному
управлению
ЛИКВИДНОСТЬЮ

Коллизии и
координация

Общая заинтересованность в развитии денежного и долгового рынков



Некоторые специфические источники напряженности

Центральные банки не всегда поддерживают активное управление ликвидностью

Векселя центрального банка (CB Bills) наряду с казначейскими векселями, - риски фрагментации ликвидности вторичного рынка

Сроки и объем государственных аукционов должны соответствовать операциям банка в рамках денежно-кредитной политики

Проценты на ЕКС и влияние на расходы центрального банка

Последствия для коммерческих банков

Портфель государственных ценных бумаг в центральном банке: их пролонгация, рыночная конкурентоспособность и (после количественного смягчения) их сокращение

Казначейские векселя или векселя ЦБ?

Наращивание внутренней ликвидности

- Часто, связано с притоком валюты (и нежеланием вводить плавающий обменный курс)
- ЦБ выпускает собственные векселя <= не располагает другими инструментами для стерилизации ликвидности

Возможные причины эмиссии ценных бумаг Центрального банка

- Большая прозрачность – позволяет наглядно отразить издержки денежно-кредитной политики
- Рынок РЕПО развит не в полной мере
- Если государство не выпускает свои собственные инструменты (или если их нет в необходимых объемах)

Можно смягчить проблему за счет того, что ЦБ и Минфин договорятся о выпуске бумаг с разным сроком погашения

- Делает проблему менее острой, но не устраняет ее

Предпочтительная модель, но требуется

- Доверие между Минфином и ЦБ (Минфин всегда готов принять запрос ЦБ на выпуск дополнительных казначейских векселей)
- Могут возникнуть трудности в тех случаях, когда потребности ЦБ >> таковых Минфина; ЦБ, возможно, захочет получить больше контроля

Минфин избыточно финансирует потребности в заимствованиях, выпуская дополнительные казначейские векселя / казначейские облигации

- Размещение излишков средств на стерилизованном счете в ЦБ

Избежание коллизий с денежно-кредитной политикой

Казначейству следует избегать любых операций, которые могут рассматриваться как «конкурирующие» с центральным банком

ЦБ должен иметь возможность просить Казначейство скорректировать свои операции, если они сказываются на способности ЦБ выполнять свои цели денежно-кредитной политики

Требуется взаимопонимание между ЦБ и Казначейством/ПУД

Воздерживаться от проведения тендеров в то же время суток, что и тендеры по операциям РЕПО Центрального банка

Избегать предоставления ссуд на тот же срок, что и кредитование ЦБ в операциях РЕПО

Избегать операций непосредственно перед тем, как делаются объявления в рамках денежно-кредитной политики

Если ЦБ пытается «слить» средства, когда у Казначейства имеется профицит, ЦБ должен иметь возможность попросить Казначейство разместить денежные средства на ЕКС

Однако ЦБ должен выплачивать проценты по рыночной ставке

Любой из этих органов может инициировать обсуждение в любое время

ЦБ должен знать целевой показатель остатка средств Минфина (на ежедневной или долгосрочной основе); ЦБ следует информировать, если Минфин не может достичь его в этот день

Дискуссия не должна распространяться на перспективы процентных ставок

Выплата процентов на ЕКС

Необходимо согласовать процентные ставки на остаток средств на ЕКС и любые другие государственные депозиты в центральном банке

Международный опыт разнится, но оптимальной практикой является выплата ставки, близкой к рыночной:

- Повышает прозрачность бухгалтерского учета, позволяет избежать неявного перекрестного субсидирования, связанного с администрированием ставок.
- Устраняются стимулы для Минфина принимать экономически неприемлемые решения, например, размещать средства в банках с низким кредитным рейтингом
- Такой подход гораздо чаще встречается в развитых экономиках, чем в СНГ; практика, принятая в ССуд, разнится
- Аналоги различны: часто используется ключевая ставка, иногда - более низкое значение коридора или рыночная ставка (иногда в отношении суммы, превышающей объем буфера ликвидности, действует более низкая ставка)

Аналогичным образом, прозрачность и надлежащие финансовые стимулы
=> Минфин должен выплачивать комиссионные за проведение операций

Выплата процентов: некоторые возникающие вопросы

Ограничения на выплату процентов

- Могут существовать законодательные ограничения
- Для оплаты административных сборов требуются средства в бюджете, даже если чистые процентные платежи по долгу сократятся
- Выплата процентов по государственным депозитам повлияет на прибыль ЦБ
 - Если ЦБ работает с убытком или остатки денежных средств государства значительны, это может подорвать финансовое положение ЦБ: в долгосрочной перспективе решением может стать рекапитализация
- Влияние на валовой долг (не чистый долг)
 - Однако это не является проблемой для более искушенных комментаторов/аналитиков
- Выбор аналога процентной ставки важен для создания правильных стимулов

Искажения на рынке

- Возможны периоды, когда рыночные ставки непривлекательны
- Твердое предположение о том, что избыточная часть денежных средств инвестируется – неотъемлемая часть активного управления ликвидностью – не в последнюю очередь ради получения более широких выгод
- Если ставки банков ниже рыночных (ниже ставки, предусмотренной коридором?), то это говорит об избытке ликвидности, и поэтому денежные средства целесообразно оставить в ЦБ по соображениям денежно-кредитной политики
- Проблемы более масштабного характера возникают и в случае ненадлежащего распределения ликвидности на межбанковском рынке (уже присутствующие на рынке / новые банки, «защищенные» госбанки) - часть более широкой программы реформ

Последствия для коммерческих банков

Перевод государственных депозитов из банков на ЕКС

- ЦБ или иные структуры могут быть обеспокоены воздействием на банки – с точки зрения пруденциального надзора и устойчивости рынка
- Изъятие депозитов повлияет на баланс и прибыль банков
- Потенциальное влияние на кредитование
- [Перевод депозитов ГП может оказать более значительное воздействие, но не является предпочтительным]

Меры по снижению риска

- Уведомление банков и поэтапное перечисление средств
- ЦБ временно изменяет нормативные потолки; или ликвидность используется по «щадящей» ставке
- Со временем «лишняя» ликвидность все равно вернется в частный сектор
- Активное управление ликвидностью (инвестирование излишков денежных средств) поможет банкам управлять своим балансом в будущем
- Примеров, когда эти опасения материализовались на практике, немного (Нигерия)

Важно обеспечить равные условия для банков

- Казначейство должно стимулировать конкуренцию
- Предоставление нескольким банкам возможности конкурировать в рамках аукционов по размещению облигаций/векселей или за депозиты (учет в рамках политики снижения кредитного риска)

Координационные структуры и Меморандум о взаимопонимании

Координация и сотрудничество

- Механизмы и структуры должны охватывать как политику, так и операции
- В основе
 - ▶ Четкое определение обязанностей и информационных потоков
 - ▶ Понимание операционных взаимодействий
- На разных уровнях
 - ▶ Министр/Председатель ЦБ
 - ▶ Формальные структуры комитетов, например
 - Комитет по государственному долгу для обеспечения согласованности политики высокого уровня
 - Координационный комитет по ликвидности для ежедневных или еженедельных операций
 - ▶ Технические рабочие группы
 - ▶ Повседневное оперативное взаимодействие

Стратегические инициативы высокого уровня, на которые распространяется Меморандум о взаимопонимании

- Совместная программа развития денежного рынка
- Политика и операции в отношении выпуска казначейских векселей и соответствующие роли векселей ЦБ и казначейских векселей
- Как ЦБ сообщает свое мнение и мнение рынка о программе и операциях по управлению долгом и ликвидностью
- Выбор первичных дилеров или контрагентов по аукциону
- Выплата процентов на остатки средств на счетах государства в центральном банке и соответствующий механизм/аналоги
- Обмен информацией – соответствующие обязанности
 - ▶ Механизм коммуникации и охватываемые вопросы
 - ▶ Определяющие факторы, например, сроков проведения соответствующих аукционов и соответствующих объявлений на рынке
- [В тех случаях, когда казначейство имеет возможность заимствовать средства у ЦБ], понимание лимитов таких заимствований (суммы, сроки погашения, возможность пролонгации кредитов и т.д.)

Координационные структуры: Услуги



Соглашения об уровне предоставления услуг (SLA)

- Потенциально широкий спектр предоставляемых услуг
 - Помимо функции банкира, часто включены функции фискального агента, расчетного агента, регистратора...
 - Важно уточнить функции, обязанности и ожидания – т. е. SLA
- Широкое разнообразие SLA на практике
 - Часто несколько, охватывающих отдельные вопросы политики или услуги
 - Работа ведется во многих странах
- Услуги, требуемые от ЦБ как банкира (а также от коммерческих банков), сильно различаются. Зависят от:
 - ЕКС и структуры платежей
 - Наличие сети территориальных отделений Минфина и ЦБ
 - Возможности контролировать расходы через ИИСУГФ

Соглашение об уровне предоставления услуг

- Включает показатели эффективности или количественные целевые значения
- Некоторые примеры рассматриваемых вопросов
 - ▶ уведомление, которое обе стороны направляют о любых предстоящих изменениях в схеме или сроках проведения аукциона
 - ▶ сроки выполнения ЦБ соответствующих операций, например, в качестве фискального или расчетного агента
 - ▶ сведения о потоках информации в обоих направлениях, с указанием сроков, например, прогнозы движения денежных средств или операции по ЕКС
 - ▶ база для расчета платы за услуги (возможно, компенсация за невыполнение установленной услуги)
 - ▶ подробные сведения о процентной ставке, подлежащей выплате на счета государства
 - ▶ обмен информацией о рисках (включая аудиторские заключения)
 - ▶ решение любых проблем обеспечения непрерывности бизнеса
 - ▶ порядок рассмотрения споров и пересмотра соглашения об уровне обслуживания
- Обычно SLA регулярно пересматривается, - например, ежегодно пересматривается размер комиссионных платежей/сборов

Резюме: Центральные банки и казначейства

- **Разные цели политики и операционные требования**
 - ▶ Определенные противоречия между налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой
 - ▶ Несогласованность целей для разных разделов государственного баланса
 - ▶ Операционные конфликты или коллизии, включая нежелание ЦБ видеть более значительную роль Минфина



- **Общие интересы**
 - ▶ Эффективные долговые, денежные и денежно-кредитные операции
 - ▶ Развитие финансового рынка, особенно денежного рынка
 - ▶ Недопущение сбоев в работе рынка или непонимания
 - ▶ Взаимные выгоды от более активного управления ликвидностью



- **Ясность и понимание обязанностей, целей и направлений взаимодействия**
- **Опираются на эффективные механизмы управления и координации**

Список литературы

- Togo, Eriko “Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework,” (World Bank, Policy Research Working Paper No. 4369, 2007). Available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/724711468313861120/Coordinating-public-debt-management-with-fiscal-and-monetary-policies-an-analytical-framework>
- Hans Blommestein and Philip Turner “Interactions between Sovereign Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance and Financial Instability,” (2011, Social Science Research Network), Available at: <http://ssrn.com/abstract=1964627>
- Mario Pessoa and Mike Williams “Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank” (IMF Technical Notes and Manuals, 2012), Available at: www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2012/tnm1202.pdf
- Obert Nyawata “Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations,” (IMF Working Paper WP/12/40, 2012): <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25697.0>
- “The Service Level Agreement Between the Treasury / Ministry of Finance and the Central Bank” (PEMPAL 2017) https://www.pempal.org/sites/pempal/files/pempal-sla_note_fin_eng.pdf, or https://www.pempal.org/sites/default/files/publicationdoc/pempal-sla_note_fin_eng.pdf

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!

