

Научная статья

УДК 336

doi: 10.22394/2079-1690-2023-1-2-295-302

## ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ КРАТКОСРОЧНЫМИ СТАВКАМИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ УСТОЙЧИВОГО ПРОФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ НА РЫНКЕ МЕЖБАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ

**Чермен Асланбекович Гогичаев<sup>1</sup>, Борис Мусаевич Чилиев<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>Московский государственный институт международных отношений (университет)  
Министерства иностранных дел Российской Федерации, Москва, Россия, Gogichaev.ch@gmail.com

<sup>2</sup>Российский государственный университет правосудия при Верховном Суде Российской Федерации,  
Москва, Россия, Boris\_chiliev@mail.ru

**Аннотация.** Управление краткосрочными процентными ставками денежного рынка в рамках некоторого процентного коридора, а именно обеспечение соответствия их значений уровню ключевой процентной ставки, представляет собой одну из операционных целей центрального банка. Достижение данной цели обеспечивается за счет использования инструментов денежно-кредитной политики, которые предоставляют и абсорбируют ликвидность с рынка межбанковского кредитования. Традиционно незначительный дефицит резервной ликвидности позволяет сохранять контроль над ставками денежного рынка. В период мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. центральные банки развитых стран были вынуждены перейти к реализации нетрадиционной денежно-кредитной политики, что стало следствием беспрецедентного роста предложения избыточных резервов и расширения балансов регуляторов. В данной работе на примере опыта Федеральной резервной системы рассматривается то, как определенная выше операционная цель денежно-кредитной политики достигается в условиях устойчивого значительного структурного профицита ликвидности на рынке резервных денег.

**Ключевые слова:** избыточные резервы, обязательные резервы, рынок межбанковского кредитования, денежно-кредитная политика, выплата дохода по резервным средствам, инструменты

**Для цитирования:** Гогичаев Ч. А., Чилиев Б. М. Особенности управления краткосрочными ставками денежного рынка в условиях устойчивого профицита ликвидности на рынке межбанковского кредитования // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки. 2023. № 2. С. 295–302. <https://doi.org/10.22394/2079-1690-2023-1-2-295-302>

Young scientists

Original article

## PECULIARITIES OF MANAGING SHORT-TERM MONEY MARKET RATES UNDER CONDITIONS OF STABLE LIQUIDITY SURPLUS IN THE INTERBANK LENDING MARKET

**Chermen A. Gogichaev<sup>1</sup>, Boris M. Chiliev<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>Moscow State Institute of International Relations (University) of the Ministry of Foreign Affairs  
of the Russian Federation, Moscow, Russia, Gogichaev.ch@gmail.com

<sup>2</sup>Russian State University of Justice at the Supreme Court of the Russian Federation, Moscow, Russia,  
Boris\_chiliev@mail.ru

**Abstract.** One of the central bank's operative objectives is control of short-term interest rates. It means that monetary authority maintains short-term interest rates within a specified corridor and provides their conformity to the policy rate level. Monetary policy tools, which provide liquidity and absorb it from the interbank lending market, insure effective interest rate steering policy. In conventional times central banks implement their monetary policy in case of insignificant deficit of reserve money preserving

control over money market interest rates. After the Great Recession central banks of developed countries had to bring tools of unconventional monetary policy in operation, what resulted in unprecedented growth of supply of excess reserves and expansion of central banks' balance sheets. Basing on experience of Federal Reserve System this article covers the issue of short-term interest rates steering within the scope of significant sustainable structural liquidity surplus on reserve money market.

**Keywords:** excess reserves, mandatory reserves, interbank lending market, monetary policy, interest rate paid on reserve balances, tools

**For citation:** Gogichaev Ch. A., Chiliev B. M. Peculiarities of managing short-term money market rates under conditions of stable liquidity surplus in the interbank lending market. *State and Municipal Management. Scholar Notes*. 2023;(2):295–302. <https://doi.org/10.22394/2079-1690-2023-1-2-295-302>

В период после мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. центральные банки развитых стран расширили способы реализации денежно-кредитной политики за счет использования нетрадиционных инструментов монетарного стимулирования. Политика количественного смягчения, состоящая из программы крупномасштабных покупок активов в сочетании с нетрадиционными сигнальными мерами, а также реализация политики отрицательных процентных ставок, были призваны оказать воздействия на доходности долгосрочных активов, спреда между доходностями различных ценных бумаг, а следовательно и на их цены. Если подобное воздействие возможно, то сокращается стоимость заимствования на финансовом рынке а затем и в экономике в целом, вдобавок рост цен активов не только воздействует на общий уровень цен в экономике, но и в сочетании со снижением долгосрочных процентных ставок стимулирует эмиссионную активность на финансовом рынке.

С точки зрения целей данной работы, вопрос об эффективности вышеописанных инструментов нетрадиционной денежно-кредитной политики не является значимым. Однако важны внешние эффекты, связанные с их использованием, в частности, эффект расширения баланса центрального банка в условиях реализации программы количественного смягчения. Более того, нетрадиционные меры монетарного стимулирования способны вызывать эффект богатства, а также значительные положительные фискальные экстерналии в виде снижения стоимости обслуживания государственного долга либо сеньоража. С точки зрения операционной цели центрального банка, то есть контроля над краткосрочными процентными ставками, следует сосредоточиться на эффекте расширения баланса.

### **Практика управления ставками денежного рынка**

В рамках программы крупномасштабной покупки активов центральные банки развитых стран приобретали разные виды ценных бумаг (в основном государственные облигации и ипотечные ценные бумаги), что привело к беспрецедентному росту их балансов, поскольку операции покупки сопровождались созданием чрезмерной массы избыточных резервов, что обостряет проблемы связанные с достижением главной операционной цели регулятора – обеспечение полного контроля над резервными деньгами.

Если предположить, что вышеописанный эффект расширения баланса не стерилизуется центральным банком, то можно ожидать что устойчивый профицит ликвидности на рынке межбанковского кредита снизит краткосрочные процентные ставки до их нулевой границы когда издержки альтернативного использования имеющихся резервных денег станут равны нулю.

Для того чтобы сохранять контроль над ставками денежного рынка центральный банк использует инструменты по абсорбированию излишней ликвидности с рынка межбанковского кредитования. Однако управление краткосрочными процентными ставками усложняется еще и тем, что необходимость использования нетрадиционных мер денежно-кредитной политики возникала в ситуации ликвидной ловушки, то есть в условиях, когда ключевая процентная ставка достигла своей нулевой границы. Когда ключевая ставка находится на нулевом уровне вышеописанные издержки исчезают, а спрос на резервы становится абсолютно эластичным.

Другими словами при данном уровне процентной ставки коммерческие банки инвариантны к тому какой объемом резервных денег находится у них на балансе. В то же время контроль над краткосрочными ставками не теряет свою значимость, поскольку с течением времени центральные банки стараются переходить к политике нормализации, то есть к традиционному способу осуществления денежно-кредитной политики. Более того, нулевой уровень ключевой процентной

ставка может и не быть ее нижней эффективной границей, что позволит центральному банку снизить ставку ниже ее нулевого уровня. В таком случае возникает вопрос, как заставить кредитные институты реализовывать накопленные резервные средства на межбанковском рынке и как обеспечить их равномерное распределение между всеми его участниками. Более того управляемость краткосрочными процентными ставками денежного рынка и их предсказуемость существенным образом способны воздействовать на неопределенность в отношении будущей динамики денежно-кредитной политики, а, следовательно, на эффективность нетрадиционных сигнальных мер. Действительно существуют исследования показывающие, что снижение данной неопределенности существенно усиливают эффекты программ покупки активов.

Заметим, что избыточная резервная масса не является некоей необходимостью, и центральный банк всегда имеет возможность стерилизовать накопленную массу денег повышенной силы. Создание значительной резервной массы может быть сопряжено со значительными выгодами и издержками. Так выплата дохода по избыточным резервам может увеличивать доходы коммерческих банков, что увеличивает их показатели достаточности собственных средств и позволяет наращивать предложение кредита. В то же время введение отрицательных процентных ставок способствует росту прибыльности центрального банка, доходы которого перечисляются в государственный бюджет. Таким образом сочетание данного инструмента денежно-кредитной политики с программой количественного смягчения может способствовать созданию сеньоража. Причем, как показывают современные исследования подобный эффект может быть значительным. Однако заметим что отрицательные процентные ставки могут также приводить к снижению прибыльности банков, что будет снижать кредитную активность в экономике. Необходимо также учитывать, что современная экономическая теория прямо указывает на то, что подобные резервы могут иметь непосредственный стимулирующий эффект посредством действия узкого кредитного канала трансмиссионного механизма, и эффекта денежного мультипликатора. В случае если центральный банк старается смягчить денежно-кредитные условия в ситуации ликвидной ловушки посредством описанного резкого и значительного роста предложения избыточных резервов принято говорить, что регулятор реализует программу чистого количественного смягчения (или балансовую политику).

Таким образом вопрос о необходимости стерилизации создаваемой резервной массы, в рамках крупномасштабных покупок активов, разрешается за счет сопоставления вышеописанных издержек. Оценки значимости тех или иных эффектов вызванных значительным предложением резервных денег выходит за рамки данной работы, однако важность контроля над краткосрочными процентными ставками сохраняется. Для того чтобы понять как обеспечить эффективное управление данными процентными ставками в условиях чрезмерного предложения избыточных резервов обратимся к опыту Федеральной резервной системы.

Эффективность в достижении операционной цели Федеральной резервной системы определяется тем, насколько фактическая ставка по федеральным фондам соответствует целевому значению или некоторому набору значений («коридору»). Для выполнения данной задачи регулятор использует в настоящее время четыре инструмента денежно-кредитной политики: 1) процентную ставку, выплачиваемую по резервным средствам (IORB), 2) механизм абсорбирования ликвидности в рамках операций по однодневным обратным РЕПО, а также предоставления – в рамках постоянно действующего механизма однодневных РЕПО; 3) дисконтное окно и 4) операции на открытом рынке.

Последний инструмент данного списка является первоочередным в использовании Центральным банком с целью предоставления необходимого количества резервных денег кредитным организациям. Другими словами, это те операции, которые регулятор проводит с целью удовлетворить спрос на ликвидность на межбанковском рынке. В рамках дисконтного окна устанавливается дисконтная ставка, которая в исторической ретроспективе была индикатором различных ситуаций на финансовом рынке.

Согласно концепции краткосрочных процентных ставок дисконтная ставка представляет потолок ставки по федеральным фондам. В то же время за последние пятьдесят лет она фактически представляла собой нижнюю границу ставки по федеральным фондам, что объясняется в первую очередь проблемой стигматизации данного инструмента [1]. В терминах экономической теории, предельные издержки потери репутации оказываются выше, если прибегать к привлечению

ликвидности в рамках дисконтного окна, что побуждает банки заимствовать по ставке выше дисконтной. Причем разница между этими двумя процентными ставками равна издержкам потери репутации.

Выплата процентного дохода по избыточным резервам призвана элиминировать описанные выше издержки альтернативного использования. В таком случае устанавливая ключевую процентную ставку (policy rate) на уровне процентного дохода выплачиваемого по избыточным резервам центральный банк может устанавливать нижнюю границу процентных ставок денежного рынка. IORB фактически является процентной ставкой, выплачиваемой по избыточным резервам (IOER), в условиях, когда норма обязательного резервирования равна нулю.

Федеральный законодательный акт по упрощению регулирования в сфере финансовых услуг, принятый в 2006 г.<sup>1</sup>, предвосхищая возможную будущую динамику процентных ставок и усматривая в институте обязательного резервирования некий налог, ограничивающий потенциальные возможности кредитных институтов, уполномочил федеральные резервные банки выплачивать с 1 октября 2011 г. процентный доход некоторым из этих институтов по средствам располагающимся на их основных корреспондентских счетах (Master accounts). Фактическая дата реализации данной меры денежно-кредитного регулирования была перенесена на 1 октября 2008 г. в соответствии с законом «о чрезвычайных мерах стабилизации экономики» от 2008 г.<sup>2</sup>

В соответствии с принятым законом с 6 октября 2008 г. федеральные резервные банки выплачивали процентные платежи по всем средствам некоторых «приемлемых финансовых институтов» (eligible financial institutions), расположенным на корреспондентских счетах (Master accounts) кредитных организаций в данных банках. Причем, существовало две процентные ставки: IORR (interest on required reserves – процентная ставка, выплачиваемая по обязательным резервам) и IOER (interest on excess reserves – процентная ставка, выплачиваемая по избыточным резервам). Первая призвана компенсировать влияние скрытого налога, которым фактически являются обязательные резервы для коммерческих банков, так как подобное квазианалоговое бремя искажает поведение экономических агентов и приводит к неадекватному перераспределению ресурсов в экономике: «Требование хранить простаивающие и не приносящие процентный доход средства предъявляемое к депозитным институтам фактически представляет собой налогообложение этих организаций, причем размер этого налога равен процентному доходу, который бы принесли данные средства в отсутствие обязательных резервных требований. Этот упущенный процентный доход, или резервный «налог», прямым образом оказывает влияние исключительно на депозитную систему и лиц, прибегающих к ее использованию, не затрагивая другие части финансовой системы. Таким образом, он создает искусственный стимул для вкладчиков и заемщиков к тому, чтобы обходить данную систему, и, следовательно, может перенаправлять движение ссудного капитала в таком направлении, которое окажется неэффективным с точки зрения распределения ресурсов. В частности, искажая относительные цены транзакционных счетов (transaction accounts) в депозитных институтах, резервный налог может приводить к снижению объемов транзакционных услуг относительно того уровня, который был бы идеальным для функционирования экономики. Резервный налог также создает стимул для депозитных институтов расширять ресурсную базу с целью минимизировать обязательные резервы за счет формирования новых финансовых продуктов, используемых исключительно для транзакционных целей и не подлежащих обязательному резервированию» [2].

Очевидно, что подобный «налог», оказывает косвенное влияние на всех лиц, принимающих участие в кредитном процессе. Таким образом, издержки, связанные с подобным искажением деятельности депозитного (банковского) института, могут быть переложены на его клиентов, например, в форме более низких ставок по депозитам, а также высоких ставок по кредитам. Установление ставки IORR устраняло подобное искажение деятельности финансовых институтов,

---

<sup>1</sup> Public law 109-351 = Financial Services Regulatory Relief Act of 2006. – 109th Congress, 2006, October 13. [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.congress.gov/109/plaws/publ351/PLAW-109publ351.pdf> (дата обращения: 22.03.2023).

<sup>2</sup> Public law 110-343 = Emergency Economic Stabilization Act of 2008. – 110th Congress, 2008, October 3. [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.congress.gov/110/plaws/publ343/PLAW-110publ343.pdf> (дата обращения: 22.03.2023)

подлежащих обязательному резервированию части их активов, то есть данная мера не связана прямым образом с операционной целью Федеральной резервной системы.

Объясняя причины введения ставки IOER, Федеральный резервный банк Нью-Йорка в своем докладе «Federal Funds and Interest on Reserves», выпущенном в 2013 г., утверждает, что: «Выплата процентного дохода по ставке IOER снижает стимул депозитного института выдавать кредиты по ставке намного ниже IOER, что предоставляет Федеральному резерву дополнительный контроль над фактической ставкой по федеральным фондам». Совет управляющих Федеральной резервной системы (The Board of Governors of the Federal Reserve System) принял решение о снижении нормы обязательного резервирования до нулевого уровня, которое вступило в силу 26 марта 2020 г. Данное решение, по сути, устранило необходимость использования ставки IORR до тех пор, пока обязательное резервирование де факто не является инструментом денежно-кредитной политики. Все это привело к тому, что 29 июля 2021 г. вышеприведенные ставки были заменены на одну ставку IORB.

На рис. 1 показано, что несмотря на намерение регулятора установить нижнюю границу ставки по федеральным фондам на уровне IOER (позже IORB), фактически получилась обратная ситуация: начиная с даты введения ставки IOER, за исключением 2018 г., данная процентная ставка почти всегда превышала наблюдаемую ставку по федеральным фондам, создавая впечатление, будто IOER является максимальным желаемым уровнем ставки рефинансирования.

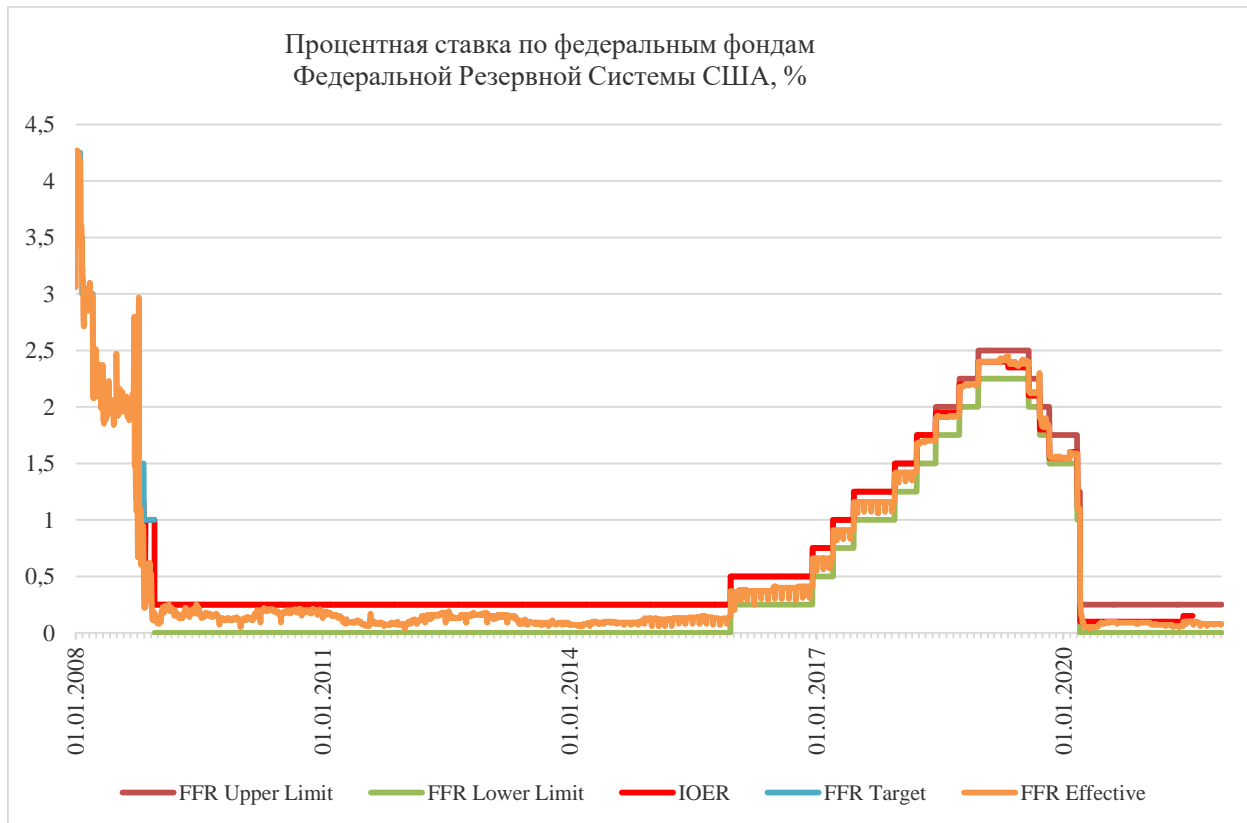


Рис. 1. Целевое значение процентной ставки по федеральным фондам, устанавливаемое Федеральной Резервной Системой США – FFR Target, фактическое значение процентной ставки по федеральным фондам – FFR Effective, верхняя – FFR Upper Limit – и нижняя – FFR Lower Limit – границы процентного коридора, а также процентная ставка по которой выплачивается доход по избыточным резервам – IOER (с 29 июля 2021 года IORB), рассчитанные на ежедневной основе в процентах.

Источник: составлено авторами на основе данных, полученных из <https://fred.stlouisfed.org/>

Fig. 1. The target value of the interest rate on federal funds set by the US Federal Reserve System is FFR Target, the actual value of the interest rate on federal funds is FFR Effective, the upper – FFR Upper Limit – and the lower – FFR Lower Limit – the boundaries of the interest corridor, as well as the interest rate at which income on excess reserves is paid – IOER (from July 29, 2021 IORB), calculated on a daily basis as a percentage.

Source: compiled by the authors based on data obtained from <https://fred.stlouisfed.org/>

В действительности подобный вывод не соответствует действительности, так как, во-первых, таргетируется не конкретное значение процентной ставки по федеральным фондам, а некоторый коридор значений, в рамках которого и устанавливается IOER. Причем, согласно вышеизложенному в условиях, когда объем избыточных резервов превышает равновесный уровень, фактическое значение ключевой ставки с течением времени стремится к значению процентной ставки, по которой производятся выплаты по резервным деньгам.

Таким образом, когда ФРС устанавливает IOER в границах процентного коридора, в рамках которого регулятор желает видеть ставку по федеральным фондам, он как раз и рассчитывает на то, что искомая ставка примет значение максимально близкое к значению IOER. Более того, до тех пор, пока резервы не превышают некоторый заданный уровень спрос на них абсолютно неэластичен, а, следовательно, банки будут привлекать эти средства при любом значении процентной ставки, в том числе и выходящей за рамки устанавливаемых регулятором границ. Для того, чтобы избежать подобного сценария (особенно принимая во внимание, что спрос на резервы обладает значительной волатильностью), ФРС постоянно проводит операции на открытом рынке, чтобы обеспечить достаточность резервов.

Во-вторых, следует учитывать тот факт, что не все финансовые институты, которые проводят операции с резервными деньгами, имеют право на получение процентного дохода по ним (например, Финансируемые государством предприятия – Government Sponsored Enterprises – не имеют право на получение процентного дохода по средствам, располагающимся на их основных корреспондентских счетах (master account) в Федеральной Резервной Системе), что существенно усложняет ситуацию по регулированию краткосрочных процентных ставок [1; 3]. Для решения данной проблемы Федеральный комитет по операциям на открытом рынке проводит операции в рамках механизма однодневных обратных РЕПО (Overnight Reverse Repurchase Agreement Facility). При проведении обратных РЕПО Федеральная резервная система продает ценные бумаги некоторым контрагентам, допущенным к подобным сделкам, и принимает на себя обязательство выкупить эти ценные бумаги по заранее оговоренной цене. По сути, это операции кредитования на условиях овернайт причем кредитором в данном случае выступает не Федеральный резервный банк, а финансовый институт, изначально приобретающий ценные бумаги.

Таким образом, процентный доход, который в данном случае приобретает кредитор является аналогом безрисковой ставки, которую имеют возможность получить финансовые институты, не получающие дохода в виде IOER. В результате на рынке межбанковского кредитования, или, говоря шире, резервных денег установилась ситуация, когда организации не имеющие возможности получать IOER предлагают свободные резервные средства по ставке не ниже, чем доходы получаемые от безрисковых сделок обратного РЕПО, а кредитные институты, подходящие под критерии получения IOER (или IORB) проводят по сути арбитражные сделки, привлекая денежные средства по ставке ON RRP, размещая их на своих корреспондентских счетах (Master account) и зарабатывают разницу между ставками IORB и ON RRP.

Несмотря на то, что возможность подобного арбитража существует на рынке, необходимо учитывать, что существует ряд факторов, ограничивающих подобные сделки. Кооператив из 11 финансируемых государством банков (Federal Home Loan Banks (FHLB)), оказывающих поддержку рынку ипотечного кредитования, и, по сути, представляющих собой GSE и не имеющие возможности получать доход по своим резервным деньгам в виде IOER накладывают ограничения на то, в каком объеме они кредитуют каждого конкретного контрагента [1]. Кроме того, проводя подобные арбитражные сделки, депозитные институты увеличивают собственные балансы, большой объем активов вынуждает производить большие объемы выплат согласно регуляторным требованиям Федеральной корпорации по страхованию вкладов. Расширение активной базы также приводит к неденежным расходам, связанным с нормативами достаточности капитала. Все эти факторы приводят к тому, что наблюдаемая ставка по федеральным фондам фактически колеблется в рамках коридора, ограниченного ставкой по операциям обратного РЕПО (ON RRP rate) и процентной ставкой, выплачиваемой по резервным средствам (IORB).

В-третьих, 2018 г. наглядно показал, что фактическая ставка по федеральным фондам – Federal Funds Effective Rate (FFER) – может превышать ставку, по которой производятся выплаты по резервным деньгам, что также объясняется теоретической логикой, приведенной выше.

Таким образом, для ставки по федеральным фондам в рамках таргетируемого коридора значений устанавливается «двойное дно», в котором происходит ее колебания в период достаточности резервов, однако не существует потолка процентной ставки в рамках данного коридора, а следовательно нестабильность спроса на резервные деньги может приводить к значительным эксцессам значений в некоторые периоды времени. Тем не менее, при риске несоответствия фактической ставки по федеральным фондам ее целевому значению Федеральный комитет по операциям на открытом рынке (FOMC) использует операции на открытом рынке в качестве инструмента, обеспечивающего достаточность резервных средств на рынке. Таким образом подобные операции могут устранять шоки предложения и спроса на рынке резервных денег, удерживая ключевую ставку в рамках таргетируемого коридора значений. Одним из инструментов, позволяющим контролировать верхнюю границу процентной ставки, помимо постоянно действующего дисконтного окна, стал так называемый постоянно действующий механизм РЕПО (domestic Standing Repurchase Agreement Facility) введенный в США июле 2021 г. в качестве сдерживающего фактора на денежном рынке. Этот механизм наряду с механизмом реализации обратных однодневных РЕПО, включается в группу операций на открытом рынке и определяет коридор колебания наблюдаемой ставки по федеральным фондам.

Итак, осуществляя свою деятельность в условиях переизбытка резервных средств, ФРС устанавливает систему «двойного дна» фактически создавая новые условия функционирования рынка резервных денег. Тем не менее, несмотря на то что динамика фактической (эффективной) ставки по федеральным фондам (federal funds effective rate) практически всегда находится в пределах описанного выше коридора «двойного дна», в действительности настоящим потолком по процентной ставке выступает постоянно действующий механизм РЕПО. Введение подобного механизма не всегда очевидно, так как условия по которым происходит предоставление резервных денег в рамках операций РЕПО, совпадают с возможностями привлечения ликвидности кредитными институтами с высококачественным кредитным рейтингом (primary credit) в рамках дисконтного окна. Причем оба источника привлечения резервных средств предлагают краткосрочное заимствование (в подавляющем большинстве случаев) на условиях «овернайт» под определенное обеспечение, приводимое в ломбардном списке.

Различие этих двух механизмов заключается в том, что заимствование в рамках дисконтного окна стигматизируется участниками денежного рынка, что снижает эффективность данного инструмента денежно-кредитной политики. Механизм РЕПО был введен Федеральной резервной системой именно для того, чтобы вернуть в свое распоряжение постоянно действующий механизм, устанавливающий потолок процентных ставок на однодневные ставки межбанковского рынка. В целом проблема стигматизации рассматривается центральными банками как препятствие в регулировании межбанковского рынка [4; 5].

Таким образом, спред между двумя постоянно действующими механизмами – механизмом однодневных сделок обратных РЕПО (ORRAF) и механизмом однодневного РЕПО (SRF) – представляет собой коридор процентных ставок, в рамках которого и происходит движение фактической ставки по федеральным фондам. Тем не менее, в условиях снижения или отсутствия стигматизации дисконтного окна, данный механизм предоставления ликвидности представляется нам более эффективным в установлении потолка процентных ставок денежного рынка (например ставок FFR и SOFR), так как по операциям РЕПО устанавливаются лимитированные кредитные линии с минимальной процентной ставкой равной ставке дисконтного окна предоставляемой первоклассным заемщикам (primary credit rate), а по ставке primary credit в рамках дисконтного окна конкретных ограничений по предоставлению ликвидности нет.

Таким образом, опыт Федеральной резервной системы показывает, что теория управления процентными ставками денежного рынка может отличаться от практики. Установление выплаты процентного дохода на уровне ключевой ставки теоретически должно устанавливать ее нижнюю границу в условиях когда предложение резервов превышает равновесный уровень, то есть тот объем который необходим кредитным институтам для совершения межбанковских расчетов и выполнения обязательных резервных требований. В то же время опыт Федеральной резервной системы показывает, что важно и то как устроен рынок межбанковского кредитования. Тот факт, что некоторые из его участников не имеют возможности получать резервный доход способствует более равномерному распределению резервной ликвидности, за счет того, что организации,

по резервам которых не выплачивается IOER (или IORB) ссужают свои средства тем кредитным институтам которые имеют право на получение данного дохода, которые по сути проводят арбитражные сделки зарабатывая на разнице между процентными ставками по которым они занимают на межбанковском рынке и доходом который они получают по своим резервным средствам.

Таким образом, в периоды когда предложение резервных денег превышает спрос на него процентная ставка IORB устанавливает потолок (а не дно) ставок денежного рынка, а нижняя граница определяется уровнем процентной ставки по операциям обратного РЕПО. В период, когда спрос на резервы резко возрастает, верхнюю границу процентного коридора определяет размер стоимости заимствования в рамках дисконтного окна либо постоянно действующего механизма РЕПО. Описанный способ управления ликвидностью рынка межбанковского кредитования (система «двойного дна») позволяет Федеральной резервной системе сохранять контроль над ставками денежного рынка даже при чрезмерном предложении избыточных резервов, то есть в условиях структурного профицита ликвидности, а также резком изменении спроса на них.

### Список источников / References

1. Hamilton J.D. Perspectives on U.S. Monetary Policy Tools and Instruments. *NBER Working Papers*. 2019;(25911). 22 p. [Electronic resource]. Available from: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w25911/w25911.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25911/w25911.pdf) [Accessed 23 March 2023].
2. Feinman J.N., Deschler J., Hinkelman C. Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform. *Federal Reserve Bulletin*. June 1993;79(6):569-589. [Electronic resource]. Available from: [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/1990s/frb\\_061993.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/1990s/frb_061993.pdf) [Accessed 23 March 2023].
3. Bech M. L., Klee E. The mechanics of a graceful exit: Interest on reserves and segmentation in the federal funds market. *Journal of Monetary Economics*. 2011;58(5):415-431.
4. Clews R., Salmon C., Weeken O. The Bank's money market framework. *Bank of England Quarterly Bulletin*. 2010. Q4. Pp. 292-301.
5. Armantier O., Ghysels E., Sarkar A., Shrader J. Stigma in Financial Market: Evidence from Liquidity Auctions and Discount Window Borrowing during the Crisis. *Federal Reserve Bank of New York*. 2011. Staff Report № 483. 38 p.

### Информация об авторах

Ч. А. Гогичаев – аспирант кафедры международных финансов МГИМО МИД России.  
Б.М. Чилиев – аспирант кафедры экономики РГУП.

### Information about the authors

Ch. A. Gogichaev – Postgraduate Student of the Department of International Finance of the MGIMO University.  
B. M. Chiliev – Postgraduate Student of the Department of Economics of the Russian State University of Justice.

**Вклад авторов:** все авторы сделали эквивалентный вклад в подготовку публикации. Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

**Contribution of the authors:** the authors contributed equally to this article. The authors declare no conflicts.

Статья поступила в редакцию 06.04.2023; одобрена после рецензирования 20.04.2023; принята к публикации 21.04.2023.

The article was submitted 06.04.2023; approved after reviewing 20.04.2023; accepted for publication 21.04.2023.