

СТАТЬИ

УДК 336.1.07
DOI 10.17513/fr.44051



CC BY 4.0

РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КРАТКОСРОЧНОЙ ЛИКВИДНОСТИ НА РОССИЙСКОМ ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ В УСЛОВИЯХ УСИЛЕНИЯ РОЛИ ГОСУДАРСТВЕННОГО КАЗНАЧЕЙСТВА

Анненская Н. Е. ORCID ID 0000-0002-5452-6978

*Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, Российская Федерация, e-mail: nannenskaya@fa.ru*

В статье рассмотрена практика выпуска государственными казначействами развитых и развивающихся стран казначейских векселей и последующего их использования в качестве обеспечения при заключении договоров РЕПО. Цель работы – провести сравнительный анализ сложившихся практик привлечения ликвидности в зарубежных юрисдикциях и выработать предложения по имплементации наиболее релевантных решений в деятельность Казначейства России. Исследованы материалы международных финансовых организаций и публикации, касающиеся изучения и обобщения практики использования краткосрочных инструментов в деятельности государственных казначейских институтов по управлению ликвидностью единого казначейского счета. В ходе исследования проведен сравнительный анализ существующих в различных юрисдикциях практик выпуска долговых финансовых инструментов для создания современной модели управления ликвидностью единого казначейского счета и выделены общие для всех изученных юрисдикций принципы регулирования выпуска и обращения казначейских векселей, требования, предъявляемые к торговой и расчетной инфраструктуре финансового рынка и его участникам, а также особенности, присущие отдельным странам. Приведен краткий обзор действующих в Российской Федерации законов федерального уровня, определяющих условия выпуска и обращения долговых финансовых инструментов, и обозначены принципиальные различия между выпуском векселей и облигаций. По результатам проведенного анализа сделаны выводы относительно перспектив расширения полномочий казначейства в сфере привлечения краткосрочной ликвидности и определены проблемы, решение которых необходимо для имплементации лучших зарубежных практик. Выработаны предложения для развития операций по выпуску и казначейских векселей и организации их вторичного обращения на российском денежном рынке с учетом имеющегося опыта размещения временно свободных остатков средств единого казначейского счета.

Ключевые слова: денежный рынок, управление ликвидностью, казначейство, казначейские векселя

DEVELOPMENT OF INSTRUMENTS FOR ATTRACTING SHORT-TERM LIQUIDITY IN THE RUSSIAN MONEY MARKET IN THE CONTEXT OF STRENGTHENING THE ROLE OF THE STATE TREASURY

Annenskaya N. E. ORCID ID 0000-0002-5452-6978

*Federal State Educational Budgetary Institution of Higher Education
“Financial University under the Government of the Russian Federation”,
Moscow, Russian Federation, e-mail: nannenskaya@fa.ru*

This article examines the practice of issuing treasury bills by state treasuries of developed and developing countries and their subsequent use as collateral in repurchase agreements. The objective of the study is to conduct a comparative analysis of established liquidity raising practices in foreign jurisdictions and develop proposals for the implementation of the most relevant solutions in the activities of the Russian Treasury. The article examines materials from international financial organizations and publications related to the study and generalization of the practice of using short-term instruments in the activities of state treasury institutions to manage the liquidity of the single treasury account. The study provides a comparative analysis of existing practices in issuing debt financial instruments in various jurisdictions to create a modern model for managing the liquidity of the single treasury account and identifies common principles for regulating the issue and circulation of treasury bills across all studied jurisdictions, requirements for the trading and settlement infrastructure of the financial market and its participants, as well as country-specific features. This article provides a brief overview of current federal laws in the Russian Federation that determine the terms of the issuance and circulation of debt financial instruments and identifies the fundamental differences between the issuance of bills and bonds. Based on the analysis, conclusions are drawn regarding the prospects for expanding the treasury's powers to attract short-term liquidity and the challenges that must be addressed to implement best international practices. Proposals are developed for developing the issuance of treasury bills and organizing their secondary circulation in the Russian money market, taking into account existing experience with the placement of temporarily available balances of the single treasury account.

Keywords: money market, liquidity management, treasury, treasury bills

Введение

Рынку государственных ценных бумаг принадлежит основополагающая роль в формировании долгового рынка. Государственные казначейские институты, управляющие денежным потоком, проходящим через систему казначейских счетов, стали его активными участниками и, наравне с центральными банками, основными поставщиками ликвидности на денежный рынок: в 2025 году Федеральное казначейство РФ разместило на банковских депозитах через ПАО «Московская Биржа» и АО «Санкт-Петербургская Валютная Биржа» в кредитных организациях более 126 трлн рублей¹. Практика участия органов государственного казначейства в создании и управлении ликвидностью денежного рынка в целом широко распространена как в развитых, так и развивающихся экономиках. Теоретическим основанием для этого стали опубликованные в 1959 году исследования Ричарда Масгрейва [1, с. 18, 20], где он обосновывал необходимость присутствия государства на финансовом рынке. Исследованиям динамики спроса инвесторов на казначейские векселя на рынке США и влиянию их выпуска на финансовую стабильность посвящены работы Арвинда Кришнамурти и Аннет Виссинг-Йоргенсен [2; 3]. Среди современных российских исследователей влияние государства на эффективность финансового рынка изучали Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. [4; 5].

Механизмы влияния денежного рынка на определение базовых уровней стоимости привлечения и размещения капитала, оказывающие существенное влияние на состояние и стоимость публичного долга, исследовали Анненская Н. Е. и Криничанский К. В. [6].

Денежный рынок, несмотря на расширение в последние годы состава его участников за счет цифровизации операционной среды, продолжает оставаться одним из наиболее институционализированных сегментов финансового рынка: его основные участники – центральные банки, глобальные финансовые институты, государственные казначейства. Роль и функции последних в управлении ликвидностью единого казначейского счета (далее ЕКС) постоянно изменяются, превращая их в квазибанковские

институты. Это обстоятельство отмечают в своих работах Артюхин Р. Е. [7], Комягин Д. Л. [8], Квасников А. В. [9]. Переход казначейских институтов от пассивного управления остатками на едином казначейском счете (далее – ЕКС) к формированию полноценной модели управления ликвидностью в процессе исполнения бюджета требует расширения линейки применяемых финансовых инструментов. Если в первом случае потребности казначейства закрывались в основном предлагаемыми банками депозитными продуктами и договорами РЕПО, то переход к активному управлению ликвидностью ЕКС остро ставит вопрос развития инструментов, позволяющих привлекать денежные средства с рынка для закрытия кассовых разрывов и выравнивания денежного потока в течение всего бюджетного периода. Для Казначейства России, добившегося в 2025 году размещения более 99% всех остатков средств на ЕКС и получившего около 1,5 трлн рублей дополнительных доходов от размещения временно свободных остатков², расширение деятельности в сфере краткосрочного привлечения ликвидности представляется наиболее перспективным в плане повышения эффективности использования бюджетных средств.

Цель исследования – проанализировать действующие практики привлечения денежных средств, реализованные государственными казначействами зарубежных юрисдикций, и выявить возможности их использования на российском финансовом рынке с учетом особенностей российской системы регулирования финансового рынка. В соответствии с поставленной целью выделены основные задачи исследования: определение доминирующих финансовых инструментов, используемых казначейскими институтами развитых и развивающихся стран для привлечения краткосрочной ликвидности; сравнение особенностей организации выпуска и обращения используемых финансовых инструментов в различных юрисдикциях с учетом сложившихся моделей финансового рынка; оценка перспектив имплементации в практику российского казначейства зарубежного опыта привлечения ликвидности посредством выпуска казначейством краткосрочных долговых инструментов с учетом особенностей регулирования российского рынка.

¹ Министерство финансов Российской Федерации. Об основных результатах деятельности Министерства финансов Российской Федерации в 2025 году и задачах органов финансовой системы Российской Федерации на 2026 год. С. 21. Итоговый доклад. Москва, 2026. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2026/06/main/Proekt_itogovogo_doklada_k_rasshirennomu_zasedaniu_kollegii_2026_goda.pdf (дата обращения: 05.06.2026).

² Министерство финансов Российской Федерации. Об основных результатах деятельности Министерства финансов Российской Федерации в 2025 году и задачах органов финансовой системы Российской Федерации на 2026 год. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2026/06/main/Proekt_itogovogo_doklada_k_rasshirennomu_zasedaniu_kollegii_2026_goda.pdf (дата обращения: 05.06.2026).

Материалы и методы исследования

Основным методом исследования стал сравнительный анализ правовых норм, определяющих условия выпуска и обращения казначейских векселей и их использование современными зарубежными казначействами для привлечения ликвидности. В ходе исследования были проанализированы нормативно-правовые документы, определяющие полномочия государственных казначейских институтов и допуск участников рынка к проведению операций с казначейством в юрисдикциях, гражданско-правовые нормы которых наделяют государственные казначейства правом самостоятельно определять условия выпуска и обращения краткосрочных долговых инструментов (казначейских векселей) для управления ликвидностью казначейского счета. В качестве источников данных использована информация официальных сайтов государственных казначейств, материалы Всемирного банка и Мирового валютного фонда, организации ЕМРПАЛ, Банка России, исследования, опубликованные в научной литературе.

Результаты исследования и их обсуждение

Казначейские векселя в современном понимании появились на финансовом рынке Великобритании во второй половине XIX века, их автором стал Уолтер Бэджет (Walter Bagehot), предложивший заменить ранее существовавшие *exchequer bills*, выпускавшиеся от имени Британского правительства с 1696 года, на векселя, аналогичные *commercial bills* [10]. Основная новация Бэджета — дисконтирование номинальной стоимости долгового инструмента по аналогии с коммерческими векселями, привычными и понятными банковским домам.

С начала XX века практика применения казначейских векселей получила широкое распространение в большинстве стран с развитыми или развивающимися финансовыми рынками. Казначейские векселя являются основным инструментом управления государственным долгом и краткосрочной ликвидностью в США, Великобритании, странах Европы и Азии. Экономическая природа векселя и правила, регулирующие их выпуск и обращение, позволяют использовать этот инструмент в экстренных ситуациях, определяя объемы и сроки выпуска максимально удовлетворяющими потребности финансовых властей, что выгодно отличает процедуру выпуска векселей от процедуры эмиссии облигаций. Преимущество

механизма финансирования непредвиденных расходов посредством использования казначейских векселей в полной мере проявились в период пандемии COVID-19. Правительство США закрывало потребности в предоставлении финансирования в срочном порядке посредством выпуска краткосрочных обязательств: в 2018 г. объемом выпущенных правительством США казначейских векселей (T-bills) составил около 2,36 трлн, в 2019 г. — 2,46 трлн, а в 2020 г. — 4,96 трлн долларов. Доля краткосрочных обязательств в общем объеме государственного долга США за эти же годы выросла с 14,9% до 23,0%³.

В 2012 году Международный валютный фонд опубликовал доклад, посвященный управлению ликвидностью банковского сектора посредством проведения операций с ценными бумагами, в котором сравнил эффективность применения казначейских векселей (*treasury bills*, T-bills) и векселей, выпускаемых центральным банком (*central bank bills*) [11]. Экономическое содержание обоих видов векселей одинаково: долговые ценные бумаги с низким уровнем риска, выпускаются в процессе управления ликвидностью, используются в качестве обеспечения при реализации центральными банками денежно-кредитной политики на рынке РЕПО. Различия между ними — в условиях выпуска и обращения, основных параметрах, определяющих доходность; порядке хранения и учете прав и других характеристиках — зависят от полномочий, установленных мандатами институтов, управляющих ликвидностью в сфере публичных финансов. Значительное влияние на масштабы применения обоих видов векселей оказывает уровень независимости центральных банков, а также скоординированность действий центрального банка и министерства финансов. В результате проведенного исследования эксперты МВФ выявили, что в 2008 году среди 84 стран, имеющих развитые и развивающиеся финансовые рынки, 29 использовали только казначейские векселя, 28 — только векселя центральных банков, остальные применяли в своей практике оба инструмента.

Junesuh Yi [12] отмечает, что выпуск казначейских векселей основан на оценке состояния государственных финансов в целом, это способствует развитию денежного рынка. Казначейские векселя обладают характеристиками, оказывающими существенное положительное влияние на осталь-

³ Рассчитано автором по материалам официального сайта правительства США *FiscalData*. URL: <https://fiscaldata.treasury.gov> (дата обращения: 08.06.2026).

ные финансовые инструменты и экономику, при этом использование других финансовых инструментов, отличных от казначейских векселей, не позволяет добиться аналогичного эффекта. Исключительной особенностью использования казначейских векселей является уникальная возможность их применения при образовании кассовых разрывов – правовая природа векселя позволяет осуществить выпуск с требуемыми параметрами и его реализацию инвесторам в течение одного дня.

В 2024 году необходимость применения казначейских векселей в целях управления спредами денежного рынка отмечал Mike Williams на совещании представителей ЕМРАЛ в Тиране [13]. В 2026 году страны – члены ЕМРАЛ вернулись к обсуждению вопросов, связанных с применением упомянутых инструментов государственными казначействами и центральными банками на совместном заседании рабочей группы по управлению и прогнозированию ликвидности и рабочей группы по использованию ИТ в казначейских операциях [14].

Экспертами ОЭСР был отмечен форсированный рост выпусков казначейских векселей после пандемии COVID-19. В 2023 году доля выпуска превысила долю облигаций с фиксированной процентной ставкой. С тех пор привлечение краткосрочной ликвидности посредством выпуска облигаций с фиксированной ставкой и казначейских векселей колебалось на уровне около 47% от общего объема заимствований, при этом доля казначейских векселей оставалась немного выше. К 2026 году доля векселей снизилась и составила в общем объеме государственного долга 15%, исключение составляют США, где доля казначейских векселей выше – около 22%. Увеличение зависимости исполнения бюджетных расходов от состояния рынка казначейских векселей отмечено во всех странах ОЭСР. В большинстве случаев страны ОЭСР выпускали казначейские векселя для рефинансирования уже существующих обязательств, исключение – США и Чили. В 5 раз (по сравнению с 2020 годом) увеличился выпуск казначейских векселей на наднациональном уровне – Европейской комиссией от имени Евросоюза. Эти тренды на рынке казначейских векселей нашли отражение в подготовленном экспертами ОЭСР «Глобальном докладе о долге 2026» [15, с. 19-59].

Включение казначейских векселей в перечень финансовых инструментов для управления ликвидностью принято как в странах, обладающих развитыми финансовыми рынками – Великобритания, Германия,

США, Франция, Япония, так и в странах с развивающимися финансовыми рынками – Индия, Канада, Китай, Турция, Южно-Африканская Республика. В процессе исполнения бюджета национальные казначейства всех стран решают универсальные задачи: сглаживание пиков поступления/ списания денежных средств в течение бюджетного периода; покрытие кассовых разрывов; снижение стоимости заимствования для государства; повышение эффективности управления государственным долгом. Это предполагает наличие в распоряжении казначейства финансовых инструментов, позволяющих не только размещать, но и привлекать денежные средства различной срочности. Приоритетными считаются задачи по покрытию кассовых разрывов, возникающих вследствие цикличности и асимметричности денежного потока, проходящего через систему ЕКС.

Сравнительный анализ деятельности зарубежных казначейств в процессе привлечения краткосрочных денежных средств позволил выявить ряд общих характеристик:

- основным инструментом привлечения краткосрочной ликвидности выступают казначейские векселя, имеющие статус государственных ценных бумаг и входящие в состав государственного долга;

- казначейские институты на основании действующих мандатов обладают правом самостоятельно определять параметры выпуска векселей и требования к участникам финансового рынка, допущенным к операциям с казначейством;

- казначейства самостоятельно определяют требования к участникам рынка и инфраструктурным институтам, приобретающим векселя «с первой руки». Требования касаются финансового состояния наличия кредитного рейтинга, операционных возможностей.

Повсеместное распространение практики привлечения краткосрочной ликвидности посредством казначейских векселей позволило выработать стандартные параметры их выпуска и обращения, общие для большинства внутренних рынков:

- беспроцентные долговые ценные бумаги (zero-coupon), выпускаемые от имени правительства, входящие в состав государственного долга, реализуемые с дисконтом к номинальной стоимости;

- стандартные сроки обращения определяются в днях – Великобритания, Индия (28, 91, 182 дня, максимальный срок – 364 дня); в неделях – США (4, 6, 8, 13, 17, 26, 52 недели); в месяцах – Германия, Франция, Китай (3, 6, 9, 12 месяцев);

Основные характеристики T-bills и CMB

Характеристики для сравнения	T-bills	CMB
Регулярность выпуска	В соответствии с графиком проведения аукционов	В зависимости от потребности министерства финансов
Срочность	Стандартные сроки, определены нормативными документами, регулирующими выпуск и обращение	Не установлена, зависит от ситуации с ликвидностью ЕКС
Цели выпуска	Привлечение денежных средств в целях выравнивания объема поступающего на ЕКС денежного потока и управления ликвидностью	Управление денежными средствами в условиях экстренного финансирования
Доступность инвесторам	Первичные дилеры: крупные финансовые институты, удовлетворяющие требованиям регулятора. Розничные инвесторы, остальные участники рынка (банки, брокеры) покупают векселя у первичных дилеров	Ограниченный круг институциональных инвесторов, приобретающих бумаги непосредственно у казначейства без аукциона
Надежность	Высокая, обязательства правительства	
Ликвидность	Высокая	Ниже, чем T-bills
Доходность	На уровне ключевой ставки	Формируется в диапазоне, сопоставимом с доходностью T-bills

Примечание: составлено автором на основе материалов, полученных в ходе исследования.

- хранение и учет прав, возникающих у владельцев казначейских векселей, в большинстве стран осуществляются в системе депозитарного учета. Исключение составляет Германия, где форма выпуска казначейских векселей Законом о федеральном долге определена как бездокументарные права на получение выплат, регистрируемые в долговой книге. Права владельцев векселей учитываются непосредственно в Федеральной долговой книге, которой управляет Федеральное агентство по финансам (Deutsche Finanzagentur);

- электронная форма выпуска векселей.

В большинстве стран первичная реализация казначейских векселей осуществляется в ходе проведения регулярных еженедельных аукционов, к участию в которых допускаются только аккредитованные финансовые институты – первичные дилеры, удовлетворяющие предъявляемым к ним требованиям со стороны регулирующих органов. Исключение составляет Индия, где нет института первичных дилеров.

Вторичный рынок казначейских векселей оказывает существенное влияние на рынок РЕПО, где центральные банки (включая Банк России) проводят операции по регулированию состояния ликвидности банковской системы в целом. Практика использования казначейских векселей в качестве обеспечения обязательств по договорам РЕПО нашла широкое распространение прежде всего в США: по экспертным оценкам, среднесуточный объем операций

РЕПО⁴ ФРС США в 2024 году составил 4,4 трлн долларов. В качестве обеспечения (collateral) в большинстве случаев банки предоставили казначейские векселя. В Европе, по данным ICMA, по состоянию на декабрь 2025 года казначейские бумаги США составляли около 18% активов, предоставляемых в качестве обеспечения по договорам РЕПО, отмечается тенденция к росту этой доли по сравнению с прошлыми периодами⁵.

В состав первичных дилеров, участвующих в аукционах, проводимых казначейством, входят глобальные банки и крупные финансовые институты, остальные участники рынка, включая розничных инвесторов, покупают векселя через посредников – первичных дилеров. В США рынок казначейских ценных бумаг доступен розничным инвесторам на платформе Treasury Direct. Платформы для вторичных торгов существуют и в Германии (Eurex Bonds, MTS, Bloomberg, Tradeweb). В некоторых странах (Китай, Индия) на внебиржевом рынке инвесторы могут приобретать векселя напрямую через отделения крупнейших ком-

⁴ Market Media. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.marketsmedia.com/sifma-releases-compendium-on-fixed-income-market-structure/> (дата обращения: 05.06.2026).

⁵ International Capital Market Association. European Repo Market Survey. Number 50 – Conducted December 2025 Published March 2026. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Repo/Surveys/ICMA-European-Repo-Market-Survey-number-50-conducted-December-2025-published-March-2026-260326.pdf> (дата обращения: 05.06.2026).

мерческих банков и их приложения, а также через брокерские приложения.

Особый интерес для государственных казначейских институтов представляют казначейские векселя, предназначенные для управления денежной наличностью, выпускаемые в США, Великобритании, Канаде, Индии, Бразилии – Cash Management Bills (CMB). CMB выпускаются вне регулярных графиков, в зависимости от потребностей правительства в финансировании, и используются преимущественно для экстренного реагирования на возникшие кассовые разрывы. Основные характеристики этих инструментов отличаются от стандартных выпусков T-bills. В таблице представлены различия между ними.

Эксперты REMPAL, изучая сложившиеся практики активного управления ликвидностью публичных финансов в странах – членах REMPAL, подчеркивают необходимость координации деятельности органов законодательной и исполнительной власти в процессе принятия решений, касающихся привлечения/размещения средств казначейством на ЕКС [16].

Оценка перспектив имплементации зарубежного опыта выпуска казначейских векселей в практику управления ликвидностью российского казначейства. Присутствие Казначейства РФ на финансовом рынке становится все более существенным – по экспертным оценкам, среднегодовой объем размещения временно свободных остатков ЕКС в 2025 году колебался в диапазоне 3-4 трлн рублей. В настоящее время казначейству для размещения временно свободных средств ЕКС доступно большинство рыночных инструментов, наиболее востребованными из которых стали банковские депозиты и договоры РЕПО [17]. Привлечение денежных средств возможно посредством выдачи займов ценными бумагами и при заключении договоров прямого РЕПО. Этих инструментов явно недостаточно для реализации полноценной модели управления ликвидностью. Несмотря на значительное расширение полномочий Казначейства РФ и все большее сходство его деятельности с деятельностью Центрального банка [18], выпуск долговых инструментов от его имени для осуществления краткосрочных заимствований в настоящее время не предусмотрен. Имплементация зарубежной практики выпуска казначейских векселей в деятельность российского казначейства требует, по мнению автора, решений, касающихся определения правового статуса нового инструмента и придания Казна-

чейству РФ полномочий самостоятельно определять параметры выпускаемых финансовых инструментов. Подобные решения принимаются на федеральном уровне и требуют внесения изменений в законы прямого действия. В Российской Федерации правовой статус облигаций и векселей определен главой 7 ст. 142–143 ГК РФ. Однако условия их выпуска и обращения различны: для первых они установлены Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и нормативными актами, изданными в развитие его положений, для вторых – Федеральным законом «О переводном и простом векселе» от 11.03.1997 № 48-ФЗ. Принципиальные различия касаются формы сделок, порядка исполнения обязательств и ряда других существенных условий, образующих совокупность прав и обязательств, возникающих у участников сделок с облигациями и векселями.

Анализ сформировавшейся в России нормативно-правовой базы и правоприменительной практики в части выпуска и обращения долговых финансовых инструментов и полномочий Государственного казначейства, Минфина РФ и Банка России выявил необходимость ее существенной доработки в случае принятия решения о выпуске казначейских векселей.

Автор полагает, что, при условии решения обозначенных выше проблем (легитимизация казначейского векселя и дополнение полномочий Казначейства Российской Федерации), реалистичным представляется привлечение Казначейством Российской Федерации краткосрочной ликвидности на торгах, проводимых Московской биржей с использованием её инфраструктуры. В пользу этого варианта свидетельствует не только позиция Московской биржи как центра формирования ликвидности на российском финансовом рынке, но и опыт проведения депозитных аукционов на Московской бирже, накопленный Казначейством Российской Федерации с 2012 года⁶. Что касается состава участников рынка, допущенных к операциям со средствами Федерального казначейства – с 2012 года сформировался пул банков, постоянно работающих с казначейством и зарекомендовавших себя в качестве надежных контрагентов по сделкам.

Принимая во внимание объем операций Государственного казначейства Российской

⁶ Итоги проведения отбора заявок кредитных организаций на заключение договоров банковского депозита с Федеральным казначейством. [Электронный ресурс]. URL: <https://lprime.ru/20120727/757394107.html> (дата обращения: 08.06.2026).

Федерации, влияние выпускаемых им казначейских векселей на состояние денежного рынка может быть гораздо существеннее, чем выпуск схожих по экономической природе финансовых инструментов коммерческими участниками рынка или проведение операций с уже выпущенными ранее облигациями федерального займа, имеющими срок погашения до 1 года. Для стабильности финансового рынка ключевое значение имеет формирование краткосрочных процентных ставок, отражающих стоимость ликвидности в финансовой системе и определяющихся соотношением спроса и предложения краткосрочных денежных средств. Временная структура процентных ставок графически представляется в виде кривой бескупонной доходности (КБД), в нормальном состоянии имеющей восходящую форму. Появление нового краткосрочного инструмента окажет влияние на «короткий» отрезок КБД, поэтому предотвращение инверсии КБД и сохранение динамики процентных ставок на траектории, традиционной в парадигме стоимостной теории денег, должно стать принципиальным условием включения нового инструмента в практику управления ликвидностью ЕКС. На российском рынке краткосрочный участок КБД формируется под влиянием ставок RUONIA (Ruble OverNight Index Average), RUSFAR (Russian Secured Funding Average Rate) и других индикаторов денежного рынка, а среднесрочные и долгосрочные значения определяются доходностью выпускаемых Минфином Российской Федерации облигаций федерального займа (ОФЗ). Таким образом, координация деятельности Казначейства Российской Федерации, Минфина Российской Федерации и Банка России критически важна для корректного ценообразования финансовых инструментов, оценки риска и принятия инвестиционных решений. Стоимость краткосрочной ликвидности через каналы трансмиссионного механизма ДКП оказывает непосредственное воздействие на параметры всего спектра кредитно-депозитных продуктов и производных финансовых инструментов, для которых они являются базовыми активами, поэтому важно не допустить возникновения конфликта интересов при выпуске долгосрочных и краткосрочных инструментов равной категории надежности. С расширением полномочий казначейства появляются и новые для российского рынка риски: рост конкуренции с коммерческим сектором на финансовом рынке и коммерциализация публичных финансов [19], что также необходимо принимать во внимание.

Выводы

Казначейские векселя, при условии их легитимизации в российском правовом поле, целесообразно использовать для привлечения ликвидности сроком до 30 дней. Необходимо определить для Казначейства РФ предельно допустимый объем заимствования на каждый месяц в течение периода финансового года и предельно допустимый размер кассового разрыва, который может покрываться выпуском казначейских векселей. Критически важным показателем является дисконт, определяющий доходность векселей. По мнению автора, доходность векселей целесообразно определять по КБД, принимая во внимание параметры ближайших выпусков облигаций федерального займа и сложившиеся рыночные условия, не допуская превышения доходности векселей над доходностью уже выпущенных в обращение облигаций федерального займа во избежание формирования инвертированной кривой доходности.

Список литературы

1. Масгрейв Ричард А., Масгрейв Пегги Б. Государственные финансы: теория и практика / Пер. с англ. М.: Бизнес Атлас, 2009. 716 с. ISBN: 978-5-9900421-3-1.
2. Arvind Krishnamurthy, Annette Vissing-Jorgensen. The Aggregate Demand for Treasury Debt // *Journal of Political Economy*. 2012. Vol. 120(2). P. 233-267. URL: <https://econpapers.repec.org/RePEc:ucp:jpolrec:doi:10.1086/666526> (дата обращения 08.06.2026).
3. Arvind Krishnamurthy, Annette Vissing-Jorgensen. The impact of Treasury supply on financial sector lending and stability // *Journal of Financial Economics*. 2015. Vol. 118 (3). P. 571-600. DOI: 10.1016/j.jfineco.2015.08.012.
4. Абрамов А. Е. Усиление роли государства на Российском фондовом рынке в 2012 г. // *Экономическое развитие России*. 2013. № 2. С. 34-37. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/usilenie-rol-i-gosudarstva-na-rossiyskom-fondovom-rynke-v-2012-g> (дата обращения: 08.06.2026).
5. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы, ориентиры развития // *Вопросы экономики*. 2021. № 11. С. 5-32. DOI: 10.32609/0042-8736-2021-11-5-32.
6. Анненская Н. Е., Криничанский К. В. Анализ состояния долгового и денежного рынков в контекстах секьюритизации и реформы индикаторов // *Банковские услуги*. 2022. № 8. С. 18-24. DOI: 10.36992/2075-1915_2022_8_18.
7. Артюхин Р. Е. Кассовое устройство и бюджетно-правовой принцип единства кассы // *Законы России*. 2022. № 8 С. 95-101. EDN: MIKELM.
8. Комягин Д. Л. Новое единство кассы и реформа кассового устройства в России // *Право. Журнал Высшей школы экономики*. 2022. № 3. С. 173-194. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/novoe-edinstvo-kassy-i-reforma-kassovogo-ustroystva-v-rossii> (дата обращения: 08.06.2026).
9. Квасников В. А. Формирование и функционирование казначейской системы управления публичными финансами западноевропейских государств: национальная специфика и общие подходы // *Вестник экономики, права и социологии*. 2023. № 3. Экономика. С. 20-24. URL: <https://www.vestnykeps.ru/0323/4.pdf> (дата обращения: 07.06.2026).

10. Leloup S., Trautwein H. M. Walter Bagehot and Lombard Street (1873): introduction to a 150-year retrospective // *European Journal of the History of Economic Thought*. 2024. Vol. 31. Is. 5. P. 701-707. DOI: 10.1080/09672567.2024.2411893.
11. Obert Nyawata Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations // IMF Working Paper. Monetary and Capital Markets Departments. 2012. P. 1-39. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf> (дата обращения: 08.06.2026).
12. Junesuh Yi. Treasury Bills and Central Bank Bills for Monetary Policy// *Procedia – Social and Behavioral Sciences*. 2014. Is. 109. P. 1256–1260. DOI: 10.1016/j.sbspro.2013.12.622.
13. Официальный сайт РЕМПАЛ. Ключевые показатели эффективности (КПЭ) для управления ликвидностью: разработка проблемы и примеры. Майкл Уильямс. Тирана, ноябрь 2024. URL: https://www.pempal.org/sites/default/files/event/attachments/1_kpis_cash_mngt_mike_williams_rus_0.pdf (дата обращения: 08.06.2026).
14. Официальный сайт РЕМПАЛ. Взаимодействие денежно-кредитной политики и управления государственными средствами. Майкл Уильямс. Бухарест, 18 февраля 2026 года. URL: https://www.pempal.org/sites/default/files/2026-02/AGENDA_TCOP_Joint_Cash_IT_Meeting_Romania_designed_RUS.pdf (дата обращения: 08.06.2026).
15. OECD (2026), *Global Debt Report 2026: Sustaining Debt Market Resilience Under Growing Pressure*, OECD Publishing, Paris. DOI: 10.1787/e9d80efd-en.
16. Mike Williams Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies. Fiscal Affairs Department. IMF Technical Notes and Manuals. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1013.pdf> P/1-28 (дата обращения: 06.06.2026).
17. Анненская Н. Е., Марков Р. И., Рубцов Б. Б. Финансовые инновации в сфере управления средствами субфедеральных публично-правовых образований // *Банковские услуги*. 2023. № 2. С. 10-16. DOI: 10.36992/2075-1915_2023_2_10.
18. Косов М. Е. Управление ликвидностью и рисками в системе казначейских платежей Российской Федерации // *E-Management*. 2025. Т. 8. № 2. С. 32–44. URL: <https://publications.hse.ru/en/articles/1095116844> (дата обращения: 06.06.2026).
19. Лапина М. А., Завьялов М. М., Гуринович А. Г. Коммерциализация управления публичными финансами: современные реалии и организационно-правовая модернизация // *Финансы: теория и практика*. 2022. Т. 26 (5). С. 60-78. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-5-60-78.

Конфликт интересов: Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflict of interest: The author declare that there is no conflict of interest.

Финансирование: Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

Financing: The article is based on research conducted using budget funds under the state assignment of the Financial University under the Government of the Russian Federation.