

## ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ ВЕЛИКОБРИТАНИИ В УСЛОВИЯХ СОВРЕМЕННОГО КРИЗИСА

КАВИЦКАЯ ИРИНА ЛЕОНИДОВНА,

кандидат экономических наук, доцент кафедры макроэкономического анализа,  
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва,  
e-mail: kavitskaya@hse.ru

*Современный финансовый кризис показал неэффективность традиционных мер монетарной политики. Это заставило Банк Англии, как и многие ЦБ, перейти к использованию нетрадиционных мер монетарной политики. В статье проведена систематизация и сравнение различных программ нетрадиционной политики, используемых Банком Англии на разных этапах кризиса. Проведенный анализ показал, что в целом его действия были аналогичны действиям основных Центральным банкам, что объясняется схожестью проблем, с которыми пришлось столкнуться экономикам ведущих стран в ходе кризиса. В то же время, реализуя стратегии, аналогичные стратегиям ведущих ЦБ, Банк Англии применял меры, обусловленные институциональными особенностями финансового рынка Великобритании. Данный вывод подтверждается также проведенным в работе сравнением действий Банка Англии и ФРС, направленных на достижение одинаковых целей: увеличения ликвидности в экономике и воздействия на долгосрочную ставку процента.*

**Ключевые слова:** институциональные факторы; нетрадиционная монетарная политика; монетарная политика Банка Англии.

## INSTITUTIONAL FEATURES OF THE UK MONETARY POLICY IN THE CURRENT CRISIS

KAVITSKAYA IRINA, L.,

Candidate of Economic Sciences (PhD),  
Associate Professor of the Department «Macroeconomic Analysis»,  
National Research University «Higher School of Economics», Moscow,  
e-mail: ikavitskaya@hse.ru

*Modern financial crisis has shown the ineffectiveness of the traditional measures of monetary policy. This prompted the Bank of England, like many Central Bank move to use unconventional measures of monetary policy. In the paper the classification and comparison of different programs unconventional policy used by the Bank of England at different stages of the crisis. The analysis showed that, overall, his actions were similar to the actions of major central banks, due to the similarity of the problems encountered leading economies during the crisis. At the same time, implementing the strategy, similar strategies leading CB, the Bank of England to apply measures caused by institutional features of the UK financial market. This conclusion is also supported by the work carried out by comparing the actions of the Bank of England and the Federal Reserve to achieve the same goals: increasing liquidity in the economy and the impact on long-term interest rate.*

**Keywords:** institutional factors; unconventional monetary policy; the monetary policy of the Bank of England.

**JEL:** E58, E61, G01, G11

© Кавицкая И. Л., 2014

Современный финансовый кризис не только привел к падению производства и росту безработицы, он разрушил устоявшееся в последние десятилетия представление о том, как должны действовать монетарные власти в кризисных ситуациях. До кризиса считалось, монетарные власти могут нивелировать кризисные явления в экономике, контролировать инфляцию, безработицу и рост, воздействуя ставкой политики на краткосрочную ставку процента на межбанковском рынке. Такое мнение подтверждалось эпохой «великого спокойствия», наступившей в мировой экономике в результате такой стратегии монетарных властей. Спад, который сопровождал финансовый кризис осенью 2008 года, показал несостоятельность подобного подхода. Центральные банки в странах с развитой экономикой столкнулись с пугающим обвалом производства и ростом безработицы, прибегнув к инструменту, который был оплотом монетарной политики для целого поколения. В этих условиях, Центральные Банки (в частности, Банк Англии) были вынуждены искать новые методы воздействия на экономику, приспособивая их к своим институциональным особенностям.

### 1. Монетарная политика Банка Англии на начальном этапе кризиса

Действия Банка Англии на протяжении современного финансового кризиса имели достаточно неоднородный характер, поскольку на разных этапах развития кризиса Банк Англии, воздействуя на экономику, преследовал различные цели.

На первом этапе кризиса в условиях катастрофической нехватки ликвидности действия Банка Англии (см. табл. 1) были направлены на предоставление краткосрочной ликвидности коммерческим банкам с целью сократить потери коммерческих банков, связанные с недостатком ликвидности.

Таблица 1

Политика Банка Англии на начальном этапе кризиса

	Extended collateral three-month repo OMOs	Extended collateral long-term repos (eLTRs)	Special Liquidity Scheme (SLS)	Discount Window Facility
Дата начала	Сент. 2007	Дек., 2007	Апр. 21, 2008	Окт, 2008
Дата окончания	Дек., 2007	Янв., 2009	Янв. 30, 2010	...
Участники	Коммерч. банки	Коммерч. банки	Коммерч. банки	Коммерч. банки
Средства, выдаваемые в кредит	Ден. средства	Ден. Средства	UK Treasury bills	UK Treasury bills
Обеспечение	Широкий перечень обеспечения	Расширенный перечень обеспечения в т.ч. AAARMBS и covered bonds	Широкий перечень ценных бумаг класса AAA (только активы, состоящие на балансах банков к концу 2007 г.)	Широкий перечень Discount window collateral
Срок кредита	3 месяца	3 или 6 месяцев	12 месяцев (или равен сроку погашения бумаг, служащих обеспечением по кредиту)	30 или 364 дня
Цель	Предоставление ликвидности депозитарн. институтам	Предоставление ликвидности депозитарн. институтам	Улучшение позиций ликвидности британской банковской системы	Улучшение позиций ликвидности британской банковской системы

Источник: (<http://www.federalreserve.gov> / [bankofengland.co.uk](http://bankofengland.co.uk)).

Первая такая программа была запущена Банком Англии осенью 2007 года, когда стало очевидно, что недостаток ликвидности на рынках не позволяет банкам осуществлять самостоятельное финансирование через привычные инструменты. Программа (Extended collateral three-month repo OMOs) была рассчитана на три месяца, состояла из четырех аукционов по £10 миллиардов каждый. Эти средства можно было привлечь в качестве кредита по штрафной процентной ставке и под широкий перечень ценных бумаг в качестве обеспечения.

Вторая программа (Extended collateral long-term repos-eLTRs) была запущена в декабре 2007 года, когда ситуация на финансовых рынках стала еще более напряженной. В связи с этим Банк Англии видоизменяет первичную программу – отменяет штрафные ставки, расширяет перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения. В частности, в перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения, были включены ипотечные ценные бумаги (AAARMBS-residential mortgage-backed securities) и обеспеченные облигации (covered bonds). По мере углубления кризиса, eLTRs, изначально ограничивающиеся несколькими аукционами в £10 миллиардов, приобретают более широкий масштаб. Растет как частота аукционов, так и объем предлагаемой ликвидности. Кроме того, происходит дальнейшее увеличение залогового списка – теперь в него входят коммерческие ипотечные облигации (CMBS) и корпоративные долговые обязательства (corporate debt). На своем пике, в январе 2009 года, объем eLTRs достигает £180 миллиардов (Fisher, 2010).

После краха банка Бearer Стёрнс (Bear Stearns) в марте 2008 г., Банк Англии разрабатывает новый механизм рефинансирования банков «Специальную схему предоставления ликвидности» (*Special Liquidity Scheme – SLS*), призванную улучшить позиции ликвидности британской банковской системы. Введенная 21 апреля 2008 года программа SLS позволяла банкам «конвертировать» неликвидные ценные бумаги (в том числе ипотечные MBS) в Британские Казначейские Обязательства (UK Treasury bills).

Специальная схема предоставления ликвидности, разработанная Банком Англии, представляет собой следующий механизм. Сначала Национальный кредитный фонд (National loans fund – NLF, входящий в состав правительства) выпускает девятимесячные государственные облигации (UK Treasury Bills). Затем Debt Management Office (также часть правительства) покупает Британские Казначейские Векселя у фонда и предлагает их Банку Англии. Правительство не получает в ответ денежные средства или другие ценные бумаги, только взнос за предоставление услуги от ЦБ. Коммерческие банки получают выпущенные правительством облигации от ЦБ. А Центральный Банк обменивает государственные облигации на ценные бумаги класса AAA у коммерческих банков, взимая свой сбор за услугу. Банк-участник, получив государственные облигации (UK Treasures) от банка Англии, может свободно использовать их в качестве обеспечения, либо продать их на вторичном рынке. Государственные облигации должны быть возвращены ЦБ в срок, предусмотренный обменом. Следовательно, в случае продажи банк-участник должен приобрести эквивалент этих бумаг на рынке для возвращения Банку Англии. Срок обмена в соответствии со схемой составляет 1 год, либо эквивалентен срокам актива, полученного в качестве обеспечения. Банки-участники, по согласованию с ЦБ, могут возобновлять эти операции каждый год, в течение всего срока действия SLS.

Два главных этапа SLS – это предоставление Центральному Банку государственных облигаций правительством и последующий обмен этих облигаций на высококлассные ценные бумаги коммерческих банков. Поскольку эти ценные бумаги должны оставаться на балансах кредитора и это правило применимо к обоим этапам SLS, то на британский консолидированный долг эти операции не влияют. Если бы вышеупомянутые этапы приводили к появлению государственных облигаций на балансе Банка Англии, операции в рамках SLS повлекли бы за собой рост государственного долга на начальных этапах и последующее его сокращение в

период, когда государственные облигации будут возвращены правительству.

После событий сентября 2008 г., приведших к ухудшению ситуации на финансовых рынках, срок использования SLS был продлен с 21 октября до конца января 2009 г.

Схема прекратила свое действие 30 января 2009 года. За это время ею воспользовалось 32 финансовых института, общая доля которых в совокупных активах финансовых институтов превышала 80% (CFMB, 2009).

Следующий инструмент — «Дисконтное окно» (*Discount Window Facility*) - был запущен Банком Англии в октябре 2008 года и вобрал в себя многие черты SLS. Посредством дисконтного окна банки могли занимать государственные облигации под широкий диапазон обеспечения, под определенный процент, зависящий от вида обеспечения и размера кредита. Такая комбинация была разработана с целью предотвращения нерационального управления ликвидностью в будущем. Как и в случае SLS, операции дисконтного окна не отражались на балансе Банка Англии.

Программа операций по обратной покупке долларов США (*US dollar repo operations*) была запущена в октябре 2008 года. Она явилась реакцией Банка Англии на проблемы, спровоцированные банкротством Леман Бразерс (Lehman Brothers), после которого ситуация с ликвидностью на «долларовых» межбанковских рынках существенно ухудшилась. Европейские Банки столкнулись с этой проблемой еще на раннем этапе кризиса, и ЕСВ начал заключать валютные свопы с ФРС, для того чтобы предоставить «долларовые» кредиты Еврозоне. Но с началом сентября 2008 года проблема с ликвидностью в долларах становится еще более острой. Вследствие этого Банк Англии, наряду с другими ЦБ, соглашается предоставлять долларовые кредиты на условиях «овернайт», начиная с 18 сентября 2008 года. Британский ЦБ заключает валютный своп с ФРС – первоначально на сумму 40 миллиардов долларов. К концу сентября, давление на рынках частично снизилось, но проблемы с доступной ликвидностью доллара США оставались. Банк Англии начинает проводить «однедельные» операции наряду со сделками овернайт. В середине октября Центральные Банки, вовлеченные в операции с долларом США, объявляют о том, что все проводимые аукционы с «плавающей» процентной ставкой должны быть заменены операциями с фиксированной ставкой. Банк Англии заключает дополнительные сделки с одномесячными и трехмесячными сроками платежа, с контрагентами, способными занять любую сумму под широкий перечень принимаемого Банком обеспечения. На пике объем долларов США, обеспеченный операциями Банка Англии, достигает около 86 миллиардов.

В течение 2009 г. в связи с некоторым улучшением ситуации с ликвидностью доллара США Центральные Банки объявили о прекращении сначала сделок овернайт, а впоследствии (в сентябре 2009 г.) также одномесячных и трехмесячных сделок.

В результате программы eLTRs в экономике накопилась избыточная ликвидность, мешающая контролированию Банком Англии ситуации. Для извлечения избыточной ликвидности из экономики, Банка Англии запускает новый инструмент - однедельный вексель (one-week Bank of England bill). Однодневные векселя предлагались коммерческим банкам через еженедельный тендер, возмещение по ним выплачивалось по учетной ставке Банка Англии. К 8 января 2009г., стоимость выпущенных векселей превышала £100 миллиардов. Впоследствии «One-week Bank of England bills» стали неотъемлемой частью ранней стадии программы покупки активов и ставка по ним была заменена плавающей.

## 2. Политика количественного смягчения Банка Англии

Ключевые изменения в комплексе мер монетарной политики начались в марте 2009 года, когда процентные ставки стали близки к нулю и применение ранее используемых мер стало неэффективным.

В течение 2008 г. Комитет по Монетарной политике (Monetary Policy Committee – MPC) снизил процентную ставку на 3%, а затем еще на 1,5% в начале 2009 г. В марте 2009 года ставка была сокращена до 0,5%, тем самым достигнув

своей нижней эффективной границы (zero lower bound). В этих условиях MPC принимает решение о переходе к мерам «количественного смягчения» (QE) для достижения таргетированного уровня инфляции в 2% и анонсирует запуск программы покупки активов за счет средств Банка Англии, сопровождающейся расширением его баланса. Первоначально Банк Англии фокусируется на покупке государственных облигаций (UK government bonds – gilts). С марта 2009 по январь 2010 г. Банк Англии покупает активы на сумму около 200 миллиардов фунтов (QE1) (см. табл. 2), в основном это среднесрочные и долгосрочные государственные облигации («gilts»), что составляет около 30% государственных облигаций частного сектора и 14% от номинального ВВП.

Таблица 2

## Количественное смягчение в Великобритании

	Период	Дата анонса	Содержание программы	
APP1 (QE1)	2009-2010	5 марта 2009	MPC Банка Англии анонсирует покупку Gilts на сумму £75 млрд в течение трех месяцев	£200 млрд.
		7 мая 2009	расширение программы покупок активов: до £125 млрд.	
		6 августа 2009	расширение программы покупок активов: до £175 млрд.	
		5 ноября 2009	расширение программы покупок активов: до £200 млрд.	
APP2 (QE2)	2011-2012	6 октября 2011	MPC объявляет о запуске новой серии покупок активов на сумму £75 млрд.	£175 млрд.
		9 февраля 2012	дополнительная покупка в объеме £50 млрд.	
		5 июля 2012	дополнительная покупка в объеме £50 млрд.	

Источник: (<http://www.federalreserve.gov> / [bankofengland.co.uk](http://bankofengland.co.uk)).

6 октября 2011 года Комитет по монетарной политике Банка Англии объявляет о начале новой серии покупок активов (QE2), объем которой составил около £175 миллиардов.

Поскольку MPC покупает активы у финансового сектора, это позволяет увеличивать количество денег в необходимом количестве, при этом резервы растут. Фактически, Банк Англии вынуждает коммерческие банки накапливать гораздо больше резервов, чем те держали бы добровольно. В результате эта программа приводит к контролируемому расширению резервов банков, которые возмещаются по учетной процентной ставке Банка Англии. Наряду с этим, MPC использует Казначейские Векселя с целью устранения любого избытка средств, созданного одновременной инъекцией денег в экономику через аукционы eLTRs (extended collateral long-term repos).

Целью покупок активов, как мы уже сказали, являлось достижение заявленного уровня инфляции. Увеличение объема денежных средств в руках держателей активов, посредством трансмиссионных механизмов, влечет за собой ряд дальнейших трансформаций в экономике – рост цен активов, сокращение доходности по более рисковому активам и, в конечном итоге, стимулирование совокупного спроса.

Кроме этого, правительство уполномочивает Банк Англии запустить ряд программ, нацеленных на улучшение функционирования отдельных сегментов финансового рынка. Комплекс мер включает в себя покупку высококачественных коммерческих ценных бумаг (Asset Purchase Facility: high-quality commercial paper), а также корпоративных облигаций (Asset Purchase Facility: corporate bonds). Масштаб этих операций был существенно меньше чем у QE. Цель этих программ состоит не в том, чтобы «финансировать» корпоративный сектор. Скорее, совершая небольшие точечные покупки, Банк Англии стремился снизить издержки корпоративных финансов посредством сокращения премии за ликвидность. Эти покупки впоследствии стали частью программы Количественного Смягчения.

Однако изначально они финансировались за счет Министерства по управлению долгом (Debt Management Office), выпускающего Казначейские Векселя. Если бы покупки корпоративных облигаций продолжились, в то время как программа покупки активов (gilts) уже завершилась, этот формат финансирования мог бы быть использован снова.

### 3. Институциональные особенности политики Банка Англии

Для выявления институциональных особенностей политики банка Англии в условиях современного кризиса сравним его политику с мерами монетарной политики, применяемыми ФРС в период кризиса.

Сравнение показывает, что монетарная политика ФРС и Банка Англии имеют схожие черты. На ранних этапах кризиса, который характеризовался нехваткой ликвидности, и Банк Англии, и ФРС США прибегли к программам предоставления ликвидности различным финансовым институтам под широкий перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения по кредитам. При этом программы предоставления ликвидности в обеих странах являлись фактически последовательным продолжением друг друга, поскольку каждая последующая программа являлась корректировкой предшествующей на основе меняющейся экономической ситуации. Так, например, появление Британских аукционов eLTRs (extended collateral long-term repos) и Краткосрочных кредитных аукционов (Term Auction Facility) в США было вызвано одинаковыми проблемами с предоставлением ликвидности. Краткосрочные кредитные аукционы в США были введены после не очень удачного опыта с дисконтным окном, с его штрафной и высокой дисконтной ставкой («Discount rate»). По причине непопулярности программы дисконтного окна на аукционах TAF фиксированная «Discount rate» была заменена плавающей, а перечень обеспечения по кредитам был расширен. Аналогично в Англии программа eLTRs также была введена после провала предшествующих аукционов в рамках программы Extended collateral three-month repo OMOs, при этом также была отменена штрафная ставка и расширен список обеспечения по кредитам.

По мере углубления кризиса, оказавшись в ситуации «ликвидной ловушки», и Банк Англии, и ФРС США приняли решение о переходе к программам количественного смягчения – покупке Центральными Банками среднесрочных и долгосрочных государственных облигаций, проводившейся в обеих экономиках в несколько этапов.

Но, несмотря на одинаковые стратегии, используемые монетарными властями США и Великобритании, монетарная политика этих стран имеет существенные различия, продиктованные институциональными особенностями каждой экономики.

Так, для увеличения ликвидности в экономике Банк Англии реализовывал программы поддержки банковского сектора (eLTRs, Special Liquidity Scheme), в то время как ФРС проводила увеличение ликвидности, поддерживая скорее не банки, а небанковские финансовые институты (первичные дилеры, фонды денежного рынка, федеральные ипотечные агентства).

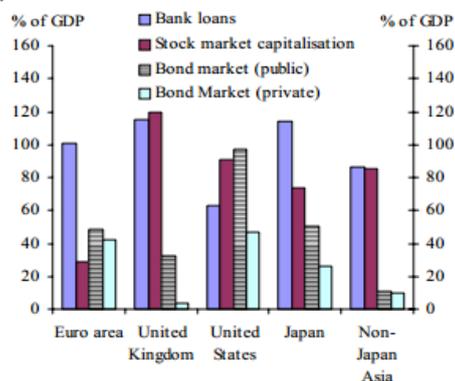


Рис. 1. Структура финансовых систем, % от ВВП

Источник: (Allen, Chui and Maddaloni, 2003).

Данные различия в действиях Банка Англии и ФРС станут объяснимыми, если провести сравнение структуры финансовых систем США и Великобритании (см. рис. 1). В Великобритании, наряду с развитым фондовым рынком (stock market), кредиты банковского сектора (bank loans) составляют значительную долю от ВВП, а рынок облигационного кредитования (bond market), напротив, менее развит. Хотя финансовая система США также характеризуется развитым фондовым рынком, но процент банковских кредитов здесь значительно меньше, чем в Англии, а рынок облигационного кредитования, наоборот, гораздо более объемен – доля кредитов частному сектору очень высока.

Сравнение программ покупки ЦБ ценных бумаг также показывает влияние институциональных особенностей на действие монетарных властей. Так, в США в рамках программы QE1 значительную долю (около 70%) в общем объеме покупок активов ФРС составили покупки ипотечных ценных бумаг (MBS). Это было обусловлено тем, что основной удар финансового кризиса пришелся на ипотечный рынок, кризис которого и спровоцировал финансовые мировые катаклизмы. В результате кризиса 2007-2008 гг. ипотечные ценные бумаги обесценились, эмиссия ипотечных ценных бумаг (MBS) свелась практически к нулю. Инвестиционные банки не могли выполнять свои обязательства ни за счет дополнительной эмиссии ценных бумаг, ни за счет рефинансирования. Для исправления ситуации ФРС была вынуждена выступить в качестве крупного покупателя на рынке ипотечных облигаций, чтобы остановить обесценение MBS и простимулировать банки выдавать ипотечные кредиты.

В Великобритании, несмотря на то, что Банк Англии все же выкупал высококлассные коммерческие ценные бумаги и корпоративные облигаций в рамках программ «Asset Purchase Facility: corporate bonds» и «Asset Purchase Facility: high-quality commercial paper», масштаб этих операций был существенно меньше, чем покупка государственных облигаций (gilts).

### Заключение

Анализ политики Банка Англии в условиях современного кризиса показал, что она имела достаточно неоднородный характер, поскольку на разных этапах развития кризиса Банк Англии, воздействуя на экономику, преследовал различные цели. Но в целом его действия были аналогичны действиям основных Централных банков, что объясняется схожестью проблем, с которыми пришлось столкнуться экономикам ведущих стран в ходе кризиса. В то же время, реализуя стратегии, аналогичные стратегиям ведущих ЦБ, Банк Англии применял меры, обусловленные институциональными особенностями финансового рынка Великобритании.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

- Allen F., Chui M. K. F. and Maddaloni A.* (2003). Financial system in Europe, the USA, and Asia // *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, no. 4.
- Bridges J. and Thomas R.* (2012). The impact of QE on the UK economy —some supportive monetarist arithmetic // *Bank of England*, Working Paper no. 442, January.
- Cecioni M., Ferrero M. and Secchi A.* (2011). Unconventional monetary policy in theory and in practice // *Questioni di Economia e Finanza*, no. 102, September.
- Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments statistics. UK's Special Liquidity Scheme // *CFMB*, 11 February 2009.
- Curdia V. and Woodford M.* (2009). Conventional and unconventional monetary policy // *CEPR*, CEPR Discussion Paper no. 7514, Oct.
- Doh T.* (2010). The efficacy of large-scale asset purchases at the zero lower bound // *Economic Review*, vol. 95, no. 2, pp. 5–34.
- Fisher P.* (2009). The Bank of England's balance sheet: Monetary policy and liquidity provision during the financial crisis // *Excel Centre*, London, 19 November.
- Fisher P.* (2010). Managing liquidity in the system: The Bank's liquidity insurance operations // *The Loan Market Association Syndicated Loans Conference*,

London, 30 September.

*Gagno J., Raskin M., Remache J. and Sack B.* (2010). Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work? // Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.

*Hamilton J. D. and Cynthia W.* (2011). The effectiveness of alternative monetary policy tools in a zero lower bound environment // Working Paper, University of California, San Diego, April.

*Harrison R.* (2012). Asset purchase policy at the effective lower bound for interest rates // Bank of England Working Paper no. 444.

*Joyce M., Tong M. and Woods R.* (2011). The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact // *Bank of England's Quarterly Bulletin*, Q3, vol. 51, no. 3.

International Monetary Fund. Inconventional monetary policies — recent experience and prospects // *IMF*, August 2013.

*Kapetanios G., Mumtaz H., Stevens I. and Theodoridis K.* (2012). Assessing the economy-wide effects of quantitative easing // Bank of England Working Paper no. 442, January.

*Kashyap, Anil K. and Stein J.* (2000). What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy? // *American Economic Review*, no. 90(3), pp. 407-428.

*Neely C. J.* (2010). The large scale asset purchases had large international effects // Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper no. 2010-018.

*Nelson E.* (2011). Key aspects of quantitative easing in the United States and the United Kingdom // *Federal Reserve Board*, September 26.

*Oda Nobuyuki and Ueda K.* (2005). The effect of the Bank of Japan's zero interest rate commitment and quantitative monetary easing on the yield curve: A macro-finance approach // *Bank of Japan*, Working Paper no. 05-E-6.

*Shirakawa M.* (2002). One year under 'Quantitative Easing' // *IMES Discussion Paper Series, Bank of Japan*, no. 2002-E-3. (<http://www.bankofengland.co.uk> – Access Date: 21.10.2014).