



Marinus van Reymerswaele, „The moneychanger and his wife“, Nyderlandai, 1538.

KOKIE PINIGŲ POLITIKOS POKYČIAI ĮGALINO VISUOTINĮ KAINŲ AUGIMĄ?

Po pandemijos kilusi infliacijos banga parodė, kad pinigų kiekio padidinimas dar nereiškia ekonominės gerovės sukūrimo. Įprastai, vienu prekių kainoms kylant, kitos prekės turėtų atpigti. Tačiau euro zona susidūrė su sparčiu visuotiniu prekių brangimu. Šiame analitiniame darbe Lietuvos laisvosios rinkos institutas (LLRI) nagrinėja, kokie veiksniai įgalino tokio pobūdžio infliaciją. Analizė parodė, kad euro zonos ekonomikai praktiškai neaugant, apyvartoje esantis pinigų kiekis reikšmingai didėjo. Tokį procesą įgalino Europos Centrinio Banko (ECB) monetarinės politikos pokyčiai, kai pagrindiniu įrankiu tapo kiekybinis skatinimas, o ne bazinių palūkanų normų reguliavimas. Per pandemiją reikšmingai padidinti vertybinių popierių supirkimo mastai leido atidėti galimą ekonomikos nuosmukį, bet galiausiai tokia ECB politika turėjo įtakos ir pinigų nuvertėjimui.

ĮVADAS

Infliacijos poveikis ekonomikos dalyviams pasireiškia ne vienodai greitai ir ne vienodu mastu. Iš pradžių spaudimas jaučiamas tuose sektoriuose, kur išryškėja didžiausias paklausos ir pasiūlos disbalansas, vėliau atsiliepia ir visiems kitiems. Netolygus įsigyjamų išteklių kainų augimas, neišvengiami svyravimai ir poreikis didinti galutinės produkcijos kainas sutrikdo įprastinę ekonominę veiklą. Veiklos rezultatai vis labiau priklauso nuo veiksnių, kurių neįmanoma numatyti ir kontroliuoti. Todėl įmonės vadovui ir verslininkui ypač svarbu matyti platesnį įvykių paveikslą.

Reaguojant į nuogaštavimus dėl pandemijos apribotos veiklos padarinių, Europos Centrinis Bankas (ECB) ėmėsi gelbėti ekonomiką didindamas kiekybinio skatinimo (ang. *quantitative easing*) apimtis. Atsivėrus ekonominės veiklos galimybėms, tokia ECB politika buvo laikoma dideliu pasiekimu, manant, kad pritaikytos priemonės leido išvengti ekonomikos nuosmukio. Tačiau pandemijai nepasibaigus, išryškėjo dar viena problema – rekordinė infliacija.

Kainų stabilumas yra pagrindinis centrinio banko tikslas. Jo siekiama pinigų politikos priemonėmis – bazinių palūkanų normų reguliavimu, o pastarąjį dešimtmetį ir įgyvendinant vertybinių popierių supirkinėjimą. Ekonomikos teorijoje vienu iš esminių kainų brangimo veiksnių įvardijamas būtent pinigų kiekio augimas. Lietuvos banko teigimu, skatinamosios politikos priemonės galėjo turėti įtakos pinigų kiekio išaugimui¹, tačiau kartu akcentuoja, kad ECB sprendimais nėra siekiama „reguliuoti“ pinigų pasiūlos.

Spartaus kainų didėjimo priežastis aiškinantys ekonomistai įprastai pabrėžia, kad infliacija buvo ne perteklinės paklausos, o pandemijos laikotarpiu susitraukusios pasiūlos pasekmė. Taip pat akcentuojama, kad svarbiu veiksniu buvo 2022 m. vasarį Rusijos pradėtas karas prieš Ukrainą bei Kremliaus energetinio šantažo nulemtas gamtinių išteklių kainų šuolis. Visgi, ECB deklaruojamą 2 proc. tikslą infliacija viršijo dar 2021 m. liepą. Todėl svarbu išanalizuoti veiksnius, kurie dar iki karo pradžios galėjo lemti kainų augimą.

Atskirų prekių segmentų kainų augimo paaiškinimai yra aktualūs to segmento dalyviams, tačiau neatskleidžia visuotinio kainų brangimo priežasčių. Įprastai vienu prekių kainoms išaugus, turėtų sumažėti kitų prekių paklausa. Tai sukurtų spaudimą mažinti dalies prekių kainas. Norint suprasti, kodėl po pandemijos euro zona susidūrė su rekordine infliacija, būtina ieškoti atsakymo į klausimą, kas paskatino visuotinį, o ne pavienės prekių grupės brangimą.

¹ Sigitas Šiaudinis, „Komentaras: Kodėl centriniai bankai, siekdami mažos infliacijos tikslo, nebereguliuoja pinigų kiekio“, 2023, p. 6

1. INFLIACIJOS IR PINIGŲ KIEKIO SAMPRATA

1.1. *Infliacijos ir pinigų kiekio sąvokos yra susijusios*

Terminas „infliacija“ ilgą laiką buvo naudojamas būtent pinigų kiekio, o ne kainų augimui apibūdinti. Šį terminą pirmą kartą panaudojo Jungtinių Amerikos Valstijų (JAV) politikai XIX a. pirm. pusėje. Termino atsiradimą paskatino politikų nerimas, kad komerciniai bankai gali suteikti per daug kreditų ir „sukelti valiutos infliaciją“. Sąvokos kaita atsispindi seniausiame JAV išleistame „Webster“ amerikiečių anglų kalbos žodyne.

1 LENTELE

Infliacijos sąvokos kaita „Webster“ žodyne

„Webster“ žodyno leidimo metai	Infliacijos sąvokos apibrėžimas
1864	Nepagrįstas išsiplėtimas arba padidėjimas dėl perteklinės emisijos; taikoma valiutai.
1934	Neproporcingas ir staigus pinigų arba kredito kiekio padidėjimas, palyginus su mainų sandorių kiekiu. Toks padidėjimas gali atsirasti dėl netikėto tauriųjų metalų pasiūlos padidėjimo, kaip, pavyzdžiui, laikotarpiu po Ispanijos užkariavimų Centrinėje ir Pietų Amerikoje arba po didelių naujų aukso telkinių atidarymo; arba jis gali atsirasti verslo aktyvumo laikotarpiu dėl kreditų plėtros per bankus; arba jis gali atsirasti finansinių sunkumų laikotarpiu dėl vyriausybės išleistų popierinių pinigų be pakankamo metalo rezervo ir be nuostatų, kad juos pagal pareikalavimą būtų galima konvertuoti į standartinius metalinius pinigus. Pagal pinigų kiekio teorijos dėsnį, infliacija visada sukelia kainų lygio kilimą.

Dabar	Besitęsiantis bendro kainų lygio kilimas, kuris dažniausiai siejamas su pinigų ir kredito apimtys padidėjimu, palyginti su turimomis prekėmis ir paslaugomis.
-------	---

Taigi, remiantis žodynuose pateiktais apibrėžimais, galima pastebėti, kad terminas, iš pradžių apibūdinęs priežastis (pinigų kiekio didėjimą), dabar apibūdina tik pasekmes (kainų augimą).

Tokią sąvokos kaitą galėjo lemti tai, kad Didžiosios depresijos (1929–1933 m.) laikotarpiu didelę įtaką ekonomikos mokslui padarė britų ekonomisto Johno M. Keyneso idėjos, kurios kvestionavo pinigų kiekio ir bendro kainų lygio ryšį. Šios ekonomikos mokyklos požiūriu, kainų lygio augimą lemia ne pinigų kiekis, o aukšta visuminė paklausa. Jai nukritus – kyla recesijos rizika. Todėl, J. M. Keyneso teigimu, nuoseklus kainų lygio augimas yra pageidautinas.

Kainų lygį ekonomistams vis rečiau siejant su apyvartoje esančiu pinigų kiekiu, infliacijos terminas dažniau imtas naudoti tik prekių ir paslaugų brangimui įvardinti. Apie tiesioginį kainų ir pinigų kiekio ryšį kalbėję kiekybinės pinigų teorijos (plačiau 2.1. poskyryje) šalininkai ėmė naudoti „valiutos infliacijos“, kurios pasekmė – bendro kainų lygio augimas, sąvoką. Nors šiame darbe bus naudojama šiuolaikinė infliacijos, kaip kainų augimo reikšmė, verta nepamiršti ir originalios žodžio „infliacija“ prasmės.

1.2. *Infliacija euro zonoje matuojama pagal SVKI*

Infliacijai matuoti Lietuvoje ir euro zonoje naudojamas su kitomis Europos Sąjungos (ES) valstybėmis Suderintas vartotojų kainų indeksas (SVKI). Konkrečių indekso dedamųjų svoris šalyse yra peržiūrimas kiekvienais metais, pagal faktinį namų ūkių išlaidų santykį.

Tai reiškia, kad konkrečios šalies infliacijos rodiklio dinamika gali skirtis ir dėl skirtingos vartojimo struktūros bei komponentų įtakos. Lietuvoje didžiausia krepšelio išlaidų dalis, skaičiuojant SVKI, tenka maisto produktams ir nealkoholiniams gėrimams². O euro zonoje daugiausiai išlaidų skiriama būsto, vandens, elektros, dujų ir kito kuro išlaidoms.

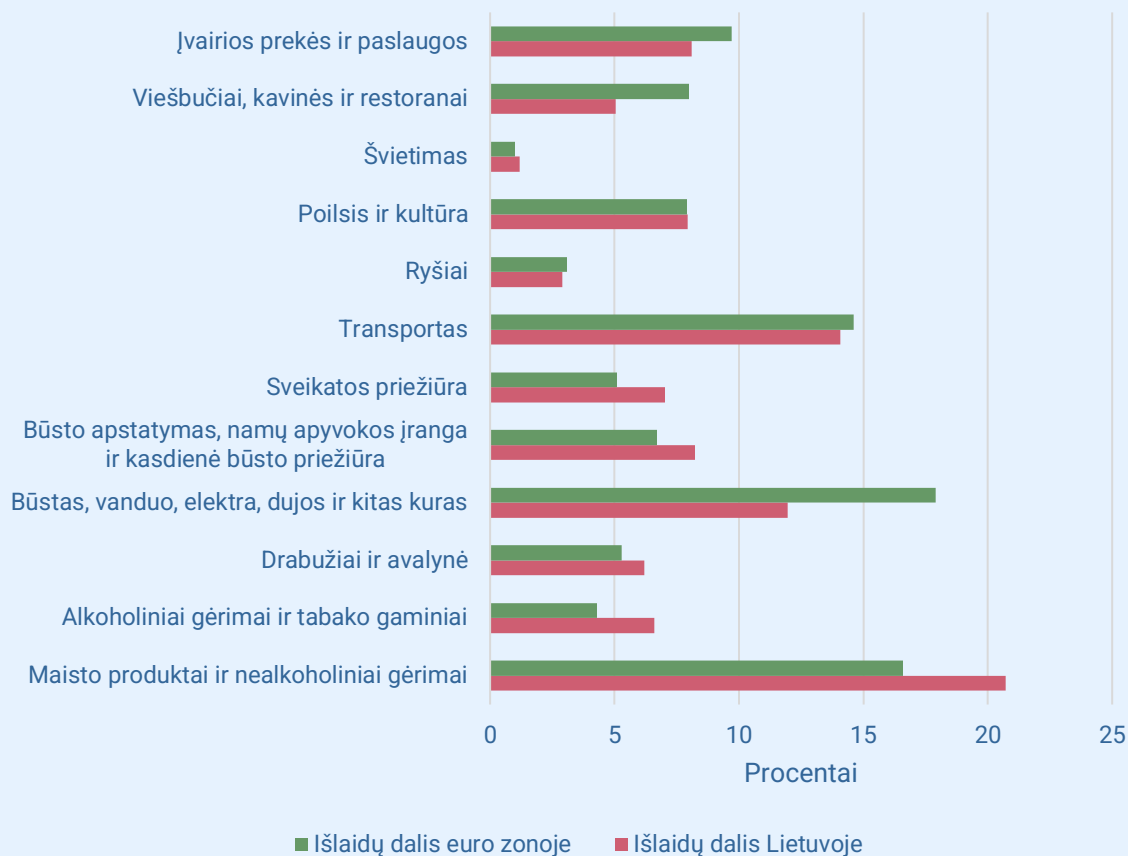
Vertinant infliacijos tempą, dažniausiai naudojamas metinės infliacijos rodiklis, kai apskaičiuojamas SVKI pokytis, lyginant einamojo mėnesio indeksą su tuo pačiu praėjusių metų mėnesiu. Šiame darbe bus naudojamas ne tik metinis infliacijos rodiklis, bet skaičiuojami ir ilgesnės trukmės pokyčiai. Taip siekiama įvertinti bendrą kainų augimo tendenciją, o ne tik

² Euro zonos statistika, „How is inflation measured?“, žiūrėta 2023 m. balandžio 6 d., <https://www.euro-area-statistics.org/digital-publication/statistics-insights-inflation/bloc-2a.html>

trumpalaikius šokus, nulemtus konkretaus komponento (pavyzdžiui, energetikos) kainų šuolių, ar pavienių faktorių (pavyzdžiui, tiekimo grandinių trikdžių). Tai leis įvertinti ilgalaikes kainų pokyčių tendencijas.

1 PAVEIKSLAS

SVKI komponentų įtaka bendram indeksui Lietuvoje bei euro zonoje



Šaltinis – Euro zonos statistika.

1.3. Pinigų kiekio apibrėžimas yra problematiškas

Pateikti vienareikšmišką pinigų kiekio sampratą yra sudėtinga, kadangi pinigais gali būti laikomas bet koks turtas, kuris pasižymi savybėmis, leidžiančiomis įgyvendinti mainus. Todėl

tikslesnis terminas, kalbant apie pinigų kiekio sąvoką, būtų „valiuta“³. Tačiau šiame darbe bus apsiribojama euro, kaip pinigų samprata, kadangi kainų lygio augimas suprantamas būtent kaip konkrečių įsigyjamų gėrybių santykis su ECB išleidžiama valiuta.

Pinigų kiekiui įvertinti centrinis bankas pateikia tris suvestinius rodiklius⁴. Siaurąja prasme (M1) pinigų kiekiu laikomi banknotai ir monetos bei indėliai, kurie iš karto gali būti keičiami į grynuosius pinigus arba panaudoti atsiskaitymams negrynaisiais. „Tarpiniu“ pinigų kiekio rodikliu (M2) laikoma M1 ir indėliai, kurių terminas yra trumpesnis nei du metai arba indėliai, išmokami įspėjus prieš tris mėnesius. Plačiąją pinigų kiekio sampratą (M3) sudaro M2 rodiklis bei finansų sektoriaus į rinką išleistos antrinės priemonės.

2 LENTELĖ

Pinigų kiekio rodikliai

M1 pinigų kiekis	Apyvartoje esantys pinigai + „vienos nakties indėliai“.
M2 pinigų kiekis	M1 + terminuotieji indėliai iki 2 metų + indėliai, išperkami įspėjus prieš 3 mėnesių laikotarpį.
M3 pinigų kiekis	M2 + atpirkimo sandoriai + pinigų rinkos fondų (PRF) akcijos + skolos vertybiniai popieriai iki 2 m.

Šiame darbe analizuojamas M3 – plačiausios apimties pinigų kiekio rodiklis. Jis pajėgus apimti itin didelę įvairovę pasižyminčių ECB taikomų pinigų politikos priemonių poveikį. Didžiausia dedamoji visuose šiuose matavimuose yra būtent M1 komponentas. Tai reiškia, kad ilgalaikės pinigų kiekio pokyčių tendencijos išliktų panašios, net ir pasitelkiant siauresnės apimties rodiklį.

³ Friedrich A. Hayek, „Denationalisation of Money“, The Institute of Economic Affairs, Londonas, 2007, p. 56

⁴ ECB, „The ECBs definition of euro area monetary aggregates“, žiūrėta 2023 m. balandžio 6 d., https://www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/monetary_aggregates/html/hist_content.en.html

2. PINIGŲ KIEKIO POVEIKIS KAINOMS

2.1. Kiekybine pinigų teorija siekiama pademonstruoti pinigų pasiūlos ir kainų ryšį

Vienas pirmųjų mokslininkų, suformavusių kiekybinę pinigų teoriją (*ang. Quantity Theory of Money*), buvo lenkų astronomas, matematikas ir ekonomistas Mikalojus Kopernikas⁵. Pinigų kiekio ir kainų ryšio teorija pateikiama ir klasikų Davido Hiumo bei Davido Ricardo darbuose, kuriuose infliacija aiškinama per paklausos ir pasiūlos dėsnius. XX a. kiekybinę pinigų teoriją išplėtojo Irvingas Fišeris ir pateikė ją mainų lygtimi, kurią dar kartą išdėstė ir ekonomikos tyrimuose galutinai įtvirtino Miltonas Friedmanas⁶. Šia lygtimi siekiama parodyti, kad kainų pokytis bus lygus pinigų kiekio pokyčio ir apyvartos greičio (*ang. velocity*) sandaugos santykiui su produkcijos apimtimis.

3 LENTELE

Fišerio lygybė

$$MV = PY$$

M – Pinigų kiekis; V – pinigų apyvarta (*velocity*); Y – realioji produkcija; P – produkcijos kainų lygis.

$$P = MV/Y \text{ arba } SVKI = M3 \cdot V / BVP$$

Tai reiškia, kad pinigų apyvartos greičiui ir gamybos apimtims nekintant, pinigų kiekio padidinimas visuomet lemtų proporcingą kainų lygio augimą. Vis tik ši lygtis problematiška keliais aspektais.

Pirma, dėl paties pinigų kiekio sąvokos. Galima kelti klausimą, kuris pinigų kiekio rodiklis geriausiai atspindi įtaką infliacijai (plačiau apie pinigų kiekio rodiklių problematiką 1.3.

⁵ Mises Institute, „Copernicus and the Quantity Theory of Money“, žiūrėta 2023 m. balandžio 6 d., <https://mises.org/library/copernicus-and-quantity-theory-money>

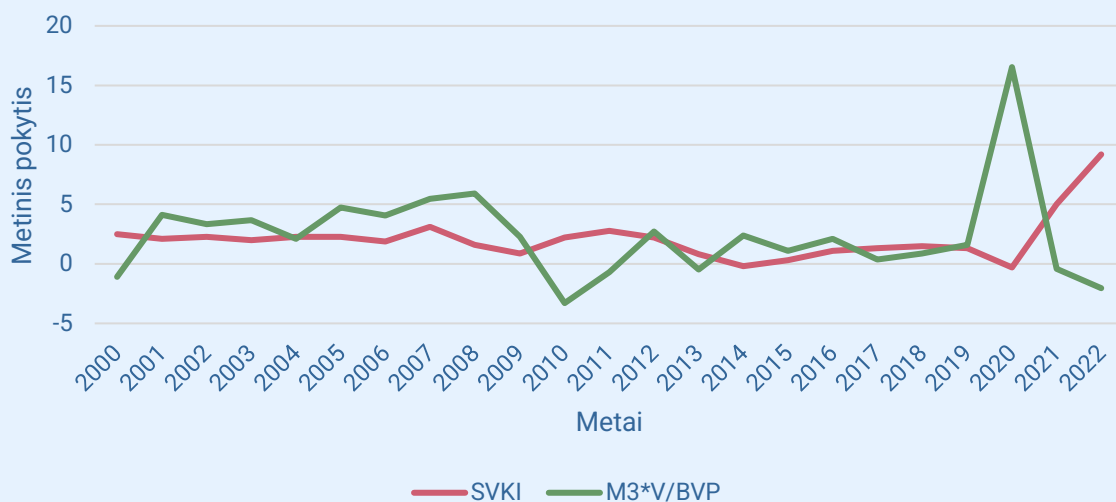
⁶ Milton Friedman, „The Quantity Theory of Money: A restatement“, In *Studies in Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press, 1956

poskyryje). Antra, pinigų greitis gali būti apskaičiuojamas pagal tą pačią formulę – tai reiškia, kad ši lygybė tam tikra prasme yra „indukcinė“.

Trečia, problematiškas yra ir empirinis Fišerio lygybės vertinimas. 2 paveiksle pateikiama pinigų greičio ir kiekio sandaugos bei bendrojo vidaus produkto (BVP) santykio ($M3*V/BVP$), taip pat infliacijos metiniai pokyčiai euro zonoje. Nors pinigų kiekio didinimas sąlyginai sustojo finansų krizės laikotarpiu (2008–2010 m.), kainų infliacija mažėti ėmė tik nuo 2011 m. Dar prieš pandemiją (2019 m.) prasidėjęs pinigų kiekio didinimas buvo fiksuotas maždaug pusantrų metų anksčiau, nei įsibėgėjo infliacija.

2 PAVEIKSLAS

Pinigų kiekio didinimo ir kainų ryšys euro zonoje 2000–2022 m.



Šaltiniai: ECB, Eurostatas. Skaičiavimai – LLRI.

Pinigų kiekio dėsnis išreiškiamas matematine lygybe, tačiau ji pilnai neatskleidžia atskirų šios lygybės elementų tarpusavio priežasčių ir ryšių. Kiekybinė pinigų teorija pateikia ganėtinai aišką sąsają tarp pinigų kiekio ir kainų, tačiau neišplėtoja paaiškinimo apie pinigų kiekio didėjimo ir infliacijos augimo priežastinius ryšius. Taip pat ji iki galo neatskleidžia veiksnių, kurie paaiškintų, kodėl pinigų politikos poveikis skirtingais laikotarpiais pasireiškia nevienodai greitai.

2.2. Pinigų paklausos įtaka kainų augimui

Kiekybinė pinigų teorija daugiausiai dėmesio skiria pinigų kiekio didėjimo tendencijoms, todėl įvertina tik pinigų pasiūlos veiksnius. Infliacinių procesų priežastis galima suprasti geriau, kiekybinę pinigų teoriją papildžius gilinimusi į pinigų paklausą. Tokia analizė atskleidžia, kodėl skirtingais laikotarpiais pinigų kiekio išaugimas kainų lygiui atsilieps ne vienodai greitai bei nevienodu mastu.

Pinigų paklausa galima laikyti visą bendrą pinigų kiekį, kurį konkrečiu laikotarpiu visi ekonomikos dalyviai laiko vertingesniu ir naudingesniu nei prekės ir paslaugos, kurias būtų galima įsigyti už šiuos pinigus. Pinigai, kuriems tokios paklausos nėra, išleidžiami juos mainant į prekes ar paslaugas, o tai paveikia ir kitų prekių bei paslaugų kainą. Padidėjusios pinigų pasiūlos poveikis kainoms priklausys nuo to, ką naujai sukurtų pinigų gavėjai nuspręs su jais daryti. Jeigu rinkos dalyviai pasirinks kaupiti naujus pinigus ir jų neišleisti prekėms ir paslaugoms, prekių ir paslaugų kainos tam tikru laikotarpiu nebus paveiktos.

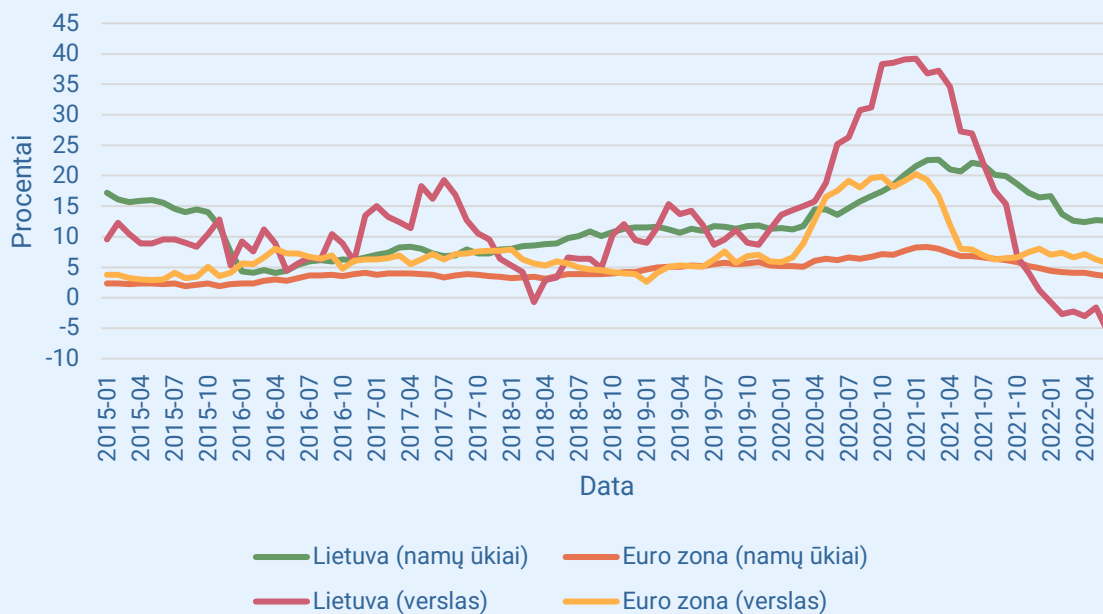
Būtent pinigų paklausos veiksnys gali paaiškinti, kodėl susiformuoja skirtingi laiko lagai tarp spartaus pinigų pasiūlos padidėjimo ir kainų infliacijos. Poveikis infliacijai nepasireiškia vienodai greitai ar vienodu mastu, nes tam tikru laikotarpiu ekonomikos dalyviai gali pasirinkti taupyti pinigus, jeigu juos tuo metu vertins labiau negu prekes, kurias už juos įmanoma įsigyti. Ekonomikos krizių ar neapibrėžtumo atveju žmonės linkę turėti daugiau likvidaus turto (pinigų), kuris leidžia apsisaugoti nuo potencialių šokų. Tai, kad žmonės pandemijos pradžioje buvo linkę taupyti, atspindi ir 3 paveikslas. Vis tik didesniam santaupų poreikiui atslūgus, žmonės ima leisti sukauptus pinigus, todėl išaugusio pinigų kiekio poveikis prekių ir paslaugų kainoms gali pasireikšti kur kas vėliau.

Vartotojams svarbu, ar pinigai atlieka savo kaip mainų priemonės, apskaitos vieneto ir vertės kaupimo įrankio funkcijas⁷. Todėl galima daryti išvadą, kad pinigų, kaip ir visų kitų ekonominių gėrybių, vertei įtaką daro ne tik jų pasiūla, bet ir jų paklausa.

⁷ Phillip Bagus, „The quality of money“. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Volume 12, No. 4, 2009, p. 23

3 PAVEIKSLAS

Komerciniuose bankuose laikomų indėlių metinis augimas 2015–2022 m.



Šaltinis – Eurostatas.

3. PINIGŲ KIEKIO DIDĖJIMAS EURO ZONOJE IR LIETUVOJE

3.1. Pinigų kiekis ir infliacija per pandemiją padidėjo sparčiau nei įprastai

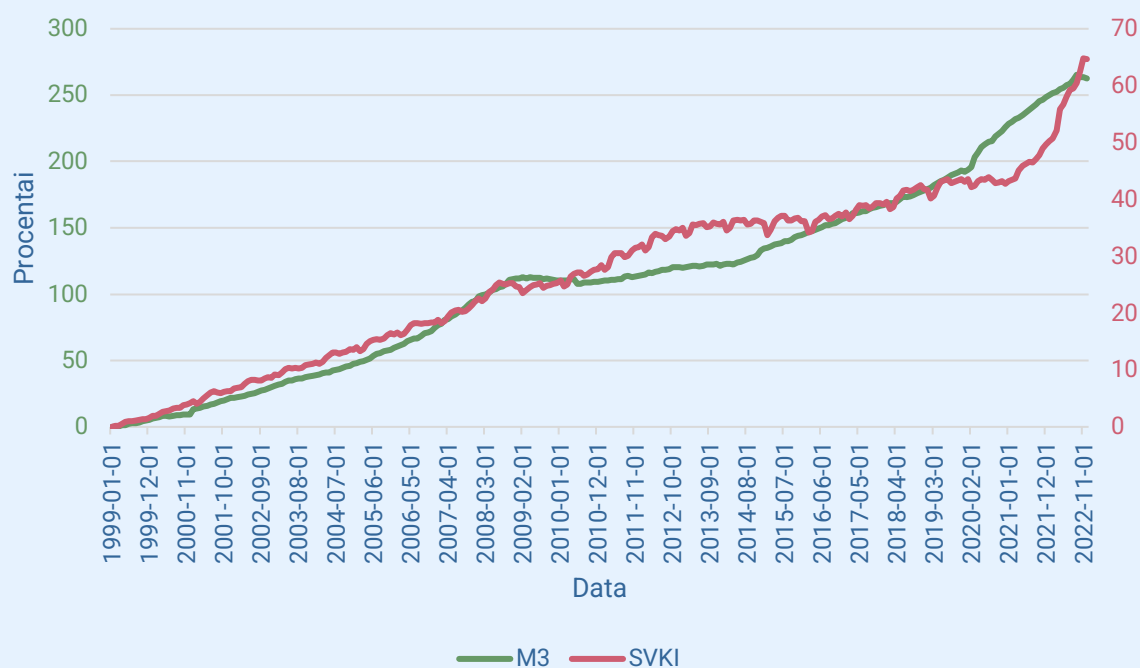
Įvertinus, kaip ilguoju laikotarpiu keitėsi pinigų kiekio ir kainų dinamika, galima paaiškinti neįprastus vieno iš šių dydžių pokyčius, anomalijas. 4 paveiksle pateikiamas šių rodiklių augimas nuo euro zonos atsiradimo 1999 m. iki 2022 m. pradžios⁸. Svarbu atkreipti dėmesį, kad pinigų kiekio didinimas buvo ženkliai spartesnis nei kainų lygio augimas, todėl jam pasitelkiama kairėje esanti skalė.

⁸ Po 1999 m. prie euro zonos prisijungusių valstybių M3 2022 m. sudarė mažiau nei 4 proc. nuo bendro euro zonos dydžio. 2001 m. euro zonos nare tapo Graikija, 2007 m. Slovėnija, 2008 m. Kipras bei Malta, 2009 m. Slovakija, 2011 m. Estija, 2014 m. Latvija bei 2015 m. Lietuva. Tai reiškia, kad šių šalių prisijungimas padarė tik nežymią įtaką pinigų kiekio augimo dinamikai.

- Euro zonoje 1999 m. SVKI rodiklis sudarė 74, o 2020 m. jau 105. 2022 m. gruodžio duomenimis, indeksas siekė 121. Kainos per šiuos dvidešimt trejus metus išaugo 64 proc. O per dvejus pandemijos metus – 15 proc.
- Pinigų kiekis (M3) 1999 m. sudarė 4,5 trln. eurų, o 2020 m. jau 13 trln. eurų. Vos per dvejus pandemijos metus jis išaugo ketvirtadaliu, iki 16 trln. eurų.

4 PAVEIKSLAS

SVKI augimas ir M3 didėjimas euro zonoje 1999–2022 m.



Šaltiniai: Eurostatas, ECB. Skaičiavimai – LLRI.

Galima daryti išvadą, kad kainų augimas (nors ir ne toks spartus, kokio siekia ECB) euro zonoje – nuolatinis ir praktiškai nepertraukiamas procesas. Tačiau pinigų kiekiui nekintant, vienu prekių kainoms brangstant, vartotojai negalėtų tiek pat išleisti kitoms prekėms, todėl jų kaina mažėtų, o tai pristabdytų ir visuotinį kainų augimą. Vertinant infliacijos lygio dinamiką paprastai nėra apsvarstoma, kiek kainos galėtų mažėti, jeigu pinigų kiekis nebūtų didinamas⁹.

⁹ Roland Baader, „Pinigų socializmas“, Lietuvos laisvosios rinkos institutas, 2012, p. 38

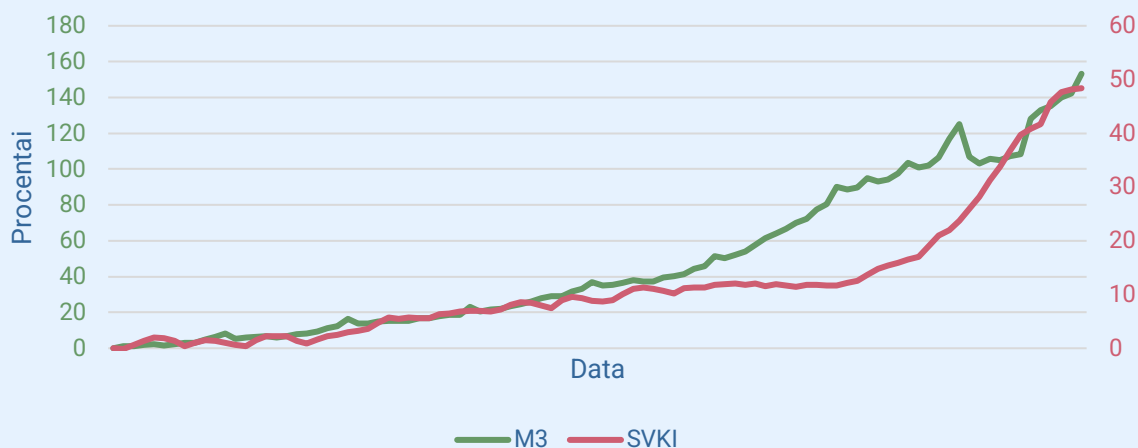
Taigi, svarbu vertinti ne tik kiek keitėsi pinigų kiekis, tačiau ir kaip jis keitėsi, lyginant su pagaminamomis gėrybėmis, į kurias tuos pinigus galėtų iškeisti žmonės.

3.2. Lietuvoje infliacija ir pinigų kiekis per pandemiją išaugo sparčiau nei įprastai

Per pandemiją kainos Lietuvoje išaugo dvigubai daugiau, nei per pastaruosius penkerius metus. Daugiau nei per penkerius pirmuosius narystės euro zonoje metus Lietuvoje išaugo ir pinigų kiekis.

5 PAVEIKSLAS

SVKI augimas ir M3 didėjimas Lietuvoje 2015–2022 m.



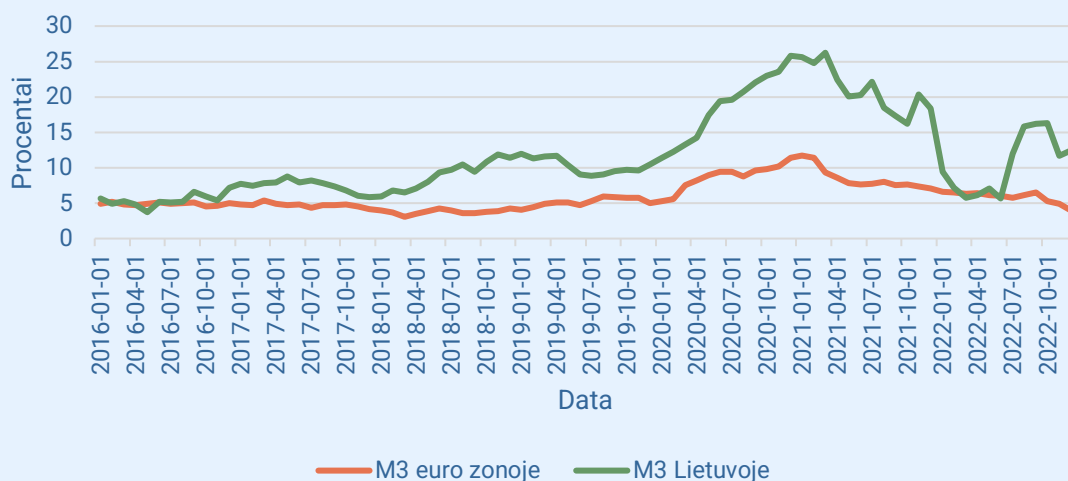
Šaltiniai: Eurostatas, Lietuvos bankas. Skaičiavimai – LLRI.

- SVKI rodiklis Lietuvoje 2015 m. buvo 99 ir iki pandemijos pradžios išaugo iki 111. 2022 m. gruodį vartotojų kainų indeksas jau siekė 147. Taigi, 2015–2020 m. laikotarpiu kainos išaugo 12 proc., o vos per dvejus pandemijos metus net 32 proc.
- 2015 m. pradžioje M3 rodiklis Lietuvoje siekė 20 mlrd. eurų, 2020 m. pradžioje jau 31 mlrd. eurų, o 2022 m. pradžioje – 42 mlrd. eurų. Per dvejus pandemijos metus pinigų masė padidinta 36 proc.
- 2015–2018 m. laikotarpiu M3 rodiklis Lietuvoje augo 5–10 proc. per metus, kai euro zonoje 3–6 proc. per metus. 2019 m. Lietuvoje pinigų kiekis buvo padidintas 10 proc., kai euro zonoje išlaikytas 5 proc. augimas.

- Lietuvoje pinigų kiekis sparčiau augo ir per pandemiją. Lietuvoje 2020 m. M3 buvo padidintas 25,8 proc., kai euro zonos vidurkis siekė 11,4 proc. O 2021 m. Lietuvoje jis augo dar 18,4 proc., kai euro zonoje – 7 proc.

6 PAVEIKSLAS

Metinis pinigų kiekio pokytis Lietuvoje ir euro zonoje 2016–2022 m.



Šaltiniai: ECB, Lietuvos bankas. Skaičiavimai – LLRI.

Taigi, pinigų kiekio didinimo mastas Lietuvoje viršijo euro zonos vidurkį. Tai gali būti vienas iš veiksnių, lemiančių, kad kainos Lietuvoje taip pat išaugo ženkliai daugiau nei vidutiniškai Europoje.

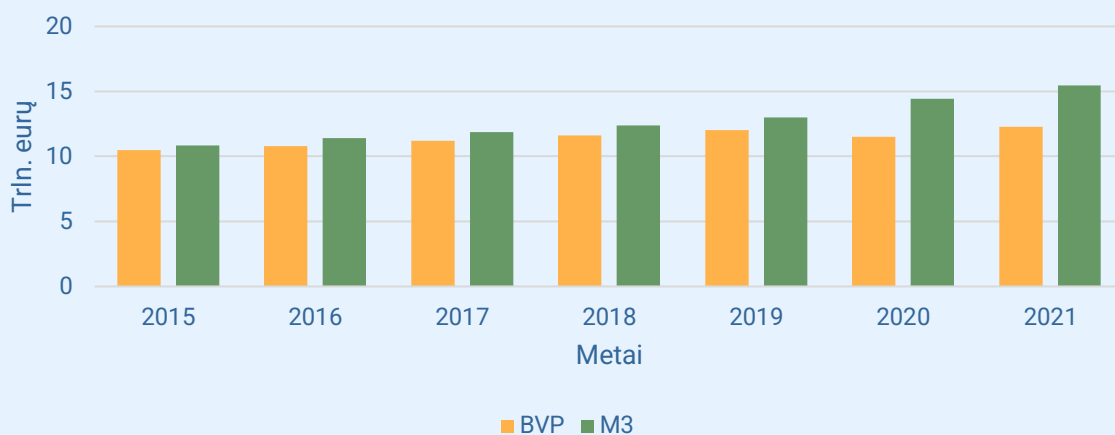
3.3. Pinigų kiekis per pandemiją „atitrūko“ nuo BVP

Augant produktyvumui ir gamybos efektyvumui prekių kaina įprastai turėtų mažėti. Tačiau pinigų kiekiui (pinigų pasiūlai) augant sparčiau nei sukuriamų prekių ir paslaugų apimtims, pinigų „kaina“ ima mažėti, o produktų kaina – atitinkamai augti. Vertinant BVP ir M3 santykį, tiek Lietuvoje, tiek euro zonoje pandemijos laikotarpiu pinigų kiekis išaugo ženkliai sparčiau nei ekonomika.

Nors šis santykis yra simbolinis, juo galima įvertinti, kokią rinkoje esančių pinigų dalį atspindi prekės ir paslaugos.

7 PAVEIKSLAS

Euro zonos BVP ir pinigų kiekis 2015–2021 m.

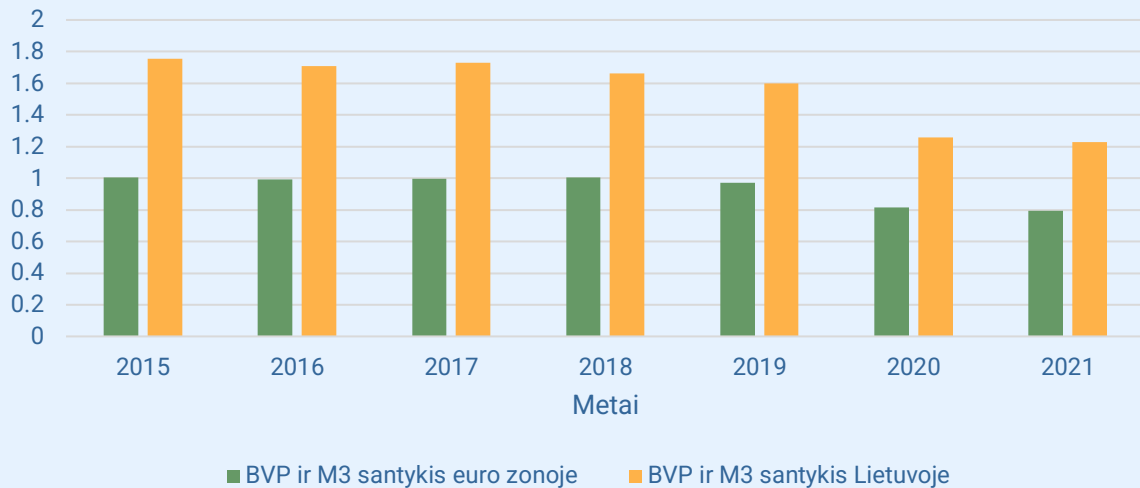


Šaltiniai: ECB, Eurostatas. Skaičiavimai – LLRI.

- Euro zonoje 1999 m. BVP sudarė 6,5 trln. eurų, o M3 siekė 4,7 trln. eurų. Šių įverčių santykis praktiškai susilygino (abu dydžiai siekė 9,4 trln. eurų) finansų krizės laikotarpiu 2008 m. O nuo 2014 m. pinigų kiekis ėmė viršyti BVP dydį.
- 2019 m. euro zonos BVP įvertis siekė 12 trln. eurų, kai M3 sudarė jau 13 trln. eurų. Per pandemiją atotrūkis dar labiau išryškėjo, o BVP per dvejus metus praktiškai neaugo ir tesudarė 12 trln. eurų, kai pinigų kiekis jau siekė 15,47 trln. eurų.
- 2015 m. Lietuvoje BVP buvo ženkliai didesnis nei M3 ir siekė 37 mlrd. eurų, kai pinigų kiekis sudarė 20 mlrd. Šių rodiklių proporcija išliko panaši iki 2019 m.
- 2021 m. Lietuvos BVP siekė 56 mlrd. eurų, kai pinigų kiekis buvo 46,1 mlrd. eurų.

8 PAVEIKSLAS

BVP ir M3 santykis Lietuvoje ir euro zonoje 2015–2021 m.



Šaltiniai: ECB, Lietuvos bankas, Eurostatas. Skaičiavimai – LLRI.

Tai reiškia, kad pinigų kiekio didinimo mastai per pandemiją ženkliai aplenkė ekonomikos augimą. Todėl kiekvieną rinkoje esantį eurą atitinka vis mažesnė BVP dalis. Per visą euro zonos istoriją, jos ekonomikai dar niekada neteko toks didelis pinigų kiekis.

Spartus (lyginant su ekonomikos augimu) pinigų kiekio didinimas galėjo prisidėti prie paklausos palaikymo pandemijos laikotarpiu. Tačiau šiomis aplinkybėmis paklausa išauga ne dėl to, kad vienas ar kitas produktas imtas vertinti labiau, o dėl padidėjusio pinigų kiekio. Tai įmonėms pasiunčia klaidingą signalą apie išaugusį jų gaminamų prekių poreikį. Kai kainos netenka savo prigimtinio vaidmens – signalizuoti gamintojams apie produktų poreikį, susiformuoja paklausos ir pasiūlos neatitikimai, lemiantys netvaraus ekonomikos augimo laikotarpį, didinantį nuosmukio ir ekonomikos cikliškumo riziką.

4. ECB pinigų politikos priemonės

4.1. Nulinės palūkanų normos nepadėjo ECB pasiekti tikslinio infliacijos augimo

Nors pinigų kiekio didinimas ir kainų augimas euro zonoje yra nuolatiniai procesai, siekiant suprasti itin spartaus pinigų kiekio didėjimo priežastis pandemijos laikotarpiu, reikėtų įvertinti, kokios ECB vykdytos priemonės labiausiai paveikė M3 dydį.

Dažniausiai viešojoje erdvėje aptariami ECB sprendimai, susiję su trimis bazinėmis palūkanų normomis, kuriomis paveikiama tarpbankinė palūkanų norma (Europoje – Euribor). Tai palūkanų norma, už kurią komerciniai bankai yra pasirengę paskolinti lėšų vieni kitiems, o galiausiai Euribor lemia ir namų ūkiams bei verslui teikiamų paskolų kainą.

Taigi, Euribor balansuoja tarp šių trijų palūkanų normų – komerciniai bankai nebus linkę laikyti indėlių centriniame banke, jeigu kiti komerciniai bankai už rezervų laikymą pasiūlys aukštesnes palūkanas. Jie taip pat nesiskolins iš centrinio banko už ribinę palūkanų normą, jeigu iš kito komercinio banko galima pasiskolinti pigiau.

Palūkanų normų dydis įprastai paveikia ir pinigų kiekio didėjimo tendencijas. Kuo mažesnė paskolų kaina, tuo didesnė jų paklausa – daugiau žmonių nori gauti papildomą finansavimą iš komercinio banko. Nors centrinis bankas tiesiogiai nedidina rinkoje esančio pinigų kiekio, nustatydamas bazines palūkanų normas, jis mažina arba didina naujų pinigų paklausą.

- Palūkanų normas centrinis bankas ėmė mažinti 2008 m. pabaigoje. Finansų krizei einant į pabaigą, palūkanas buvo bandoma padidinti 2011 m. (dviejuose ECB posėdžiuose iš eilės po 25 bazinius punktus). Tačiau jau tų pačių metų pabaigoje jos vėl buvo pradėtos mažinti.
- Indėlių palūkanų normos galiausiai tapo neigiamomis 2014 m., o visiškai žemumas pasiekė dar prieš pandemiją, 2019 m. rugsėjį (nuo to laiko indėlių galimybės sudarė – 0,5 proc., pagrindinės refinansavimo operacijos 0,00 proc., o ribinio skolinimosi galimybės 0,25 proc.).
- Euro zonai susidūrus su rekordine infliacija, visos šios normos buvo pradėtos didinti 2022 m. liepą.

4 LENTELE

ECB bazinės palūkanų normos

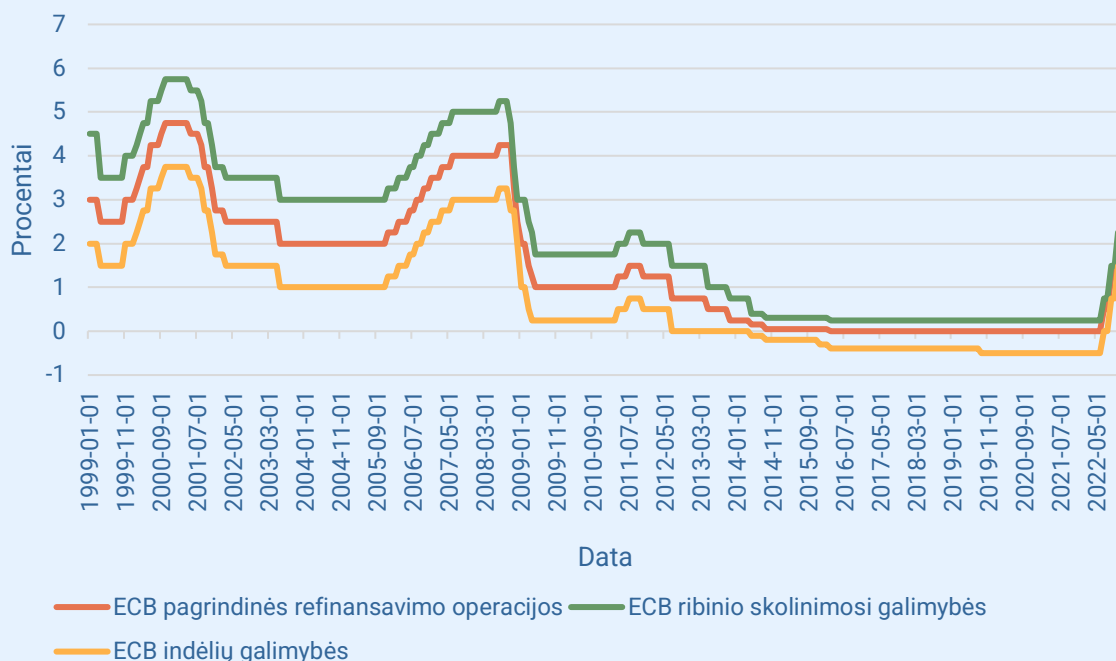
Pavadinimas	Veikimo mechanizmas	Poveikis
Ribinio skolinimosi galimybės (ang. <i>marginal lending facilities</i>)	Komerciniai bankai centriniam banke, įkeitę pakankamai turto, gali vienai parai pasiskolinti papildomai. Padidina savo likvidumą	„Kaina“, kurią komerciniai bankai daugiausiai turėtų sumokėti, norėdami pasiskolinti iš ECB.
Pagrindinės refinansavimo operacijos (ang. <i>main refinancing operations</i>)	Savaitės trukmės priemonė, leidžianti finansų rinkos dalyviams įgyti reikiamo likvidumo.	„Kaina“, kurią komerciniai bankai turi sumokėti, norėdami savaitei pasiskolinti iš ECB
Indėlių galimybės (ang. <i>deposit facilities</i>)	Leidžia komerciniams bankams laikyti indėlius centriniam banke	Grąža, kurią komerciniai bankai gali gauti iš centrinio banko, jame laikydami savo rezervus.

Nors bazinės palūkanos ir nulemia kainą, už kurią komerciniai bankai skolins verslui bei gyventojams, jų mažinimas nesuteikia garantijų, kad žmonės norės daugiau skolintis. Paskoloms taip pat galioja mažėjančio ribinio naudingumo dėsnis.

Ilgą laiką Euribor dirbtinai esant ties 0 proc., dėl mažėjančio ribinio naudingumo dėsnio pigių paskolų poreikis yra patenkinamas, todėl finansavimo poreikis ilgainiui tiesiog sumažėja. Tai reiškia, kad 2 proc. metinės infliacijos tikslo siekiančiam centriniam bankui vien bazinių palūkanų normų reguliavimu tapo sudėtingiau užtikrinti nuoseklų ir garantuotą pinigų kiekio didėjimą.

9 PAVEIKSLAS

ECB bazinės palūkanų normos 1999–2022 m.



Šaltinis – ECB.

4.2. Per pandemiją reikšmingai išaugo turto pirkimo programų apimtys

Nors bazinės palūkanų normos buvo sumažintos iki precedento neturinčio lygio, pigaus skolinimosi aplinka neužtikrino euro zonos ekonomikos augimo. 2012 m. paskelbtas Vienakrypčių monetarinių transakcijų (ang. *Outright Monetary Transactions*) mechanizmas leido supirkinėti ribotą kiekį valstybių obligacijų, tačiau jis niekada taip ir nebuvo panaudotas. Infliacijos tempas taip pat nepasiekė paties ECB užsibrėžto 2 proc. tikslo. Todėl pinigų politikos formuotojai 2014 m. nutarė imtis naujų, iki tol neišbandytų priemonių – vertybinių popierių supirkinėjimo.

Šios priemonės pagalba ECB antrinėje rinkoje esančius vertybinius popierius „pakeičia“ į pinigus. Taip padidinamas investuotojų likvidumas, komerciniam bankui atitenka nauji pinigai, o toks finansinis turtas, kaip obligacijos, nugula centrinio banko balanse. Tokia pinigų injekcija

vieniems rinkos subjektams yra naudingesnė, nei kitiems, kadangi jie šiais naujais pinigais gali pasinaudoti dar nespėjus išaugti kainoms.

Taip centrinis bankas gali užtikrinti, kad pinigų kiekis ekonomikoje išaugs tiek, kiek bankas užsibrėš. Visuminė paklausa paveikiama ne tik skatinant ekspansinę finansų politiką, bet ir tiesiogiai suteikiant likvidumą finansinio turto savininkams. Nupirkdamas finansinį turtą, kuriam paklausa priešingu atveju neegzistuoūtų, ECB daug greičiau įlieja pinigus į ekonomiką.

Be to, didindamas turto pirkimų programų apimtį, centrinis bankas paveikia vertybinių popierių kainas, dirbtinai padidindamas jų paklausą ir taip sumažindamas obligacijų palūkanas (skirtumą tarp finansinio turto kainos įsigijimo ir grąžinimo laikotarpiu). O tai reiškia valstybių skolos kainos mažinimą, kuris lemia visuminės paklausos didinimą, kadangi vyriausybės skatinamos sąlyginai labiau išlaidauti. Todėl monetarinė politika turi poveikį ir fiskalinėms priemonėms.

ECB 2014 m. pradėjo įgyvendinti vertybinių popierių pirkimus pagal Turto pirkimo programą (TPP). Ją pinigų politikos formuotojai nusprendė pasitelkti „tiek laiko, kiek reikės palūkanų normų skatinamajam poveikiui sustiprinti“ ir nutraukti ją „prieš pat pradėdant didinti oficialias ECB palūkanų normas“.

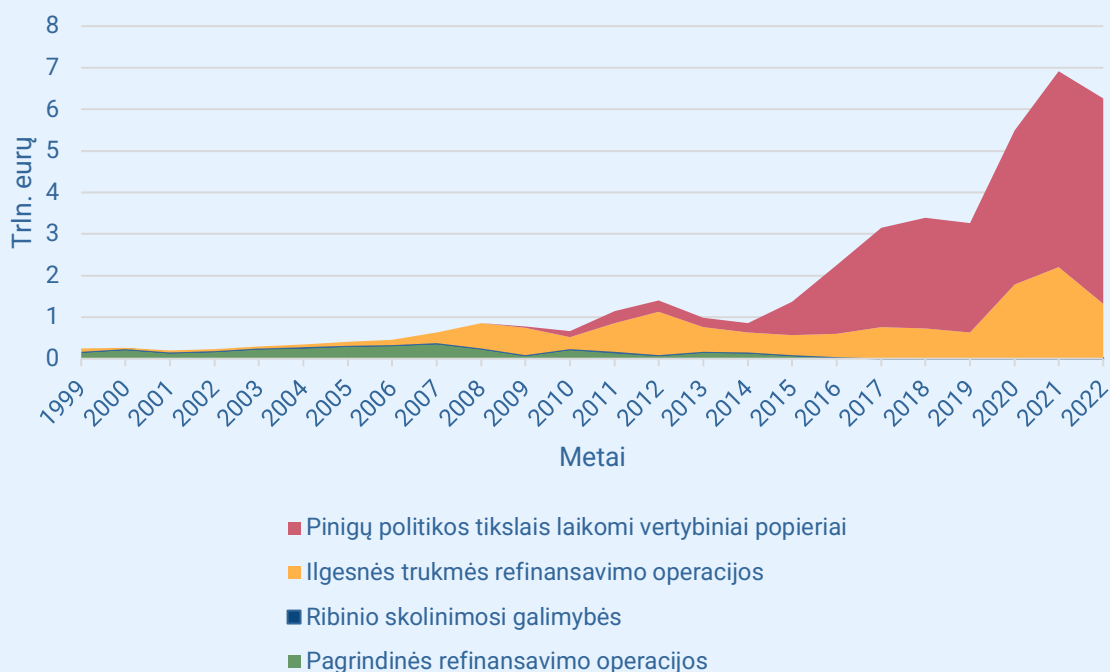
Nuo 2014 m. ECB lygiagrečiai pradėjo taikyti naują priemonių seriją – Tikslines ilgesnės trukmės refinansavimo operacijas (TITRO), kuriomis siekiama užtikrinti, kad bankai toliau skolintų verslams bei gyventojams. Įsipareigoję šias lėšas perskolinti, bankai pagal šią priemonę gaudavo jas 50 bazinių punktų mažesnėmis palūkanomis nei indėlių galimybės norma.

- Nuo 2015 m. iki 2019 m. vertybinių popierių pirkimai buvo vykdomi už 20 – 80 mlrd. eurų per metus. Reaguojant į COVID–19 pandemiją, vertybinių popierių pirkimų apimtys iki 2020 m. pabaigos buvo reikšmingai praplėstos iki 120 mlrd. eurų.
- Taip pat pradėta vykdyti nauja Specialioji pandeminė pirkimo programa (SPPP), kurios mastas buvo net dešimt kartų didesnis nei TPP ir siekė 1,85 trln. eurų. Ji užbaigta 2022 m. kovo mėnesį.

Galiausiai, 2022 m. liepą vos paskelbus apie pirmą bazinių palūkanų normų didinimą per vienuolika metų, ECB lygiagrečiai pristatė ir naują turto pirkimo priemonę – transmisijos apsaugos instrumentą, kurio pirkimų apimtys „ex ante“ apskritai nebus ribojamos. Tiesa, šios priemonės centrinis bankas dar neišbandė.

10 PAVEIKSLAS

ECB turto balansas pagal pinigų politikos priemones 1999–2022 m.



Šaltinis – ECB.

Taigi, vienas reikšmingiausių euro zonos monetarinių pokyčių įvyko perorientuojant pinigų politiką nuo tradicinėmis laikomų priemonių (palūkanų normų reguliavimo) prie netradicinių, Tai atsispindi ir 10 paveiksle, kuriame matoma, kad ECB turto balansas nuosekliai didėjo, tačiau didžiausią įtaką tam padarė būtent vertybinių popierių supirkimo programos.

4.3. ECB vis daugiau remiasi vertybinių popierių pirkimais, o ne palūkanų normų reguliavimu

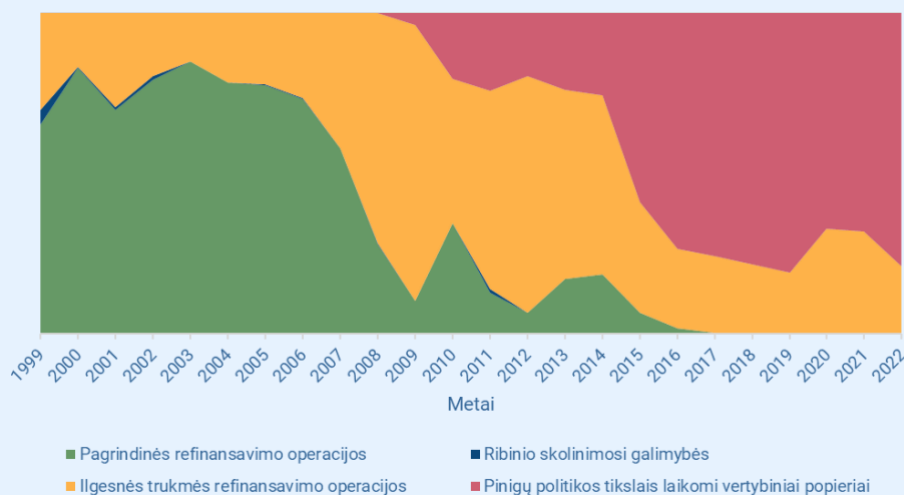
Centrinio banko programų portfelio analizė leidžia įvertinti, kokios monetarinės priemonės turi didžiausią įtaką pinigų kiekio didėjimui. Supirkti vertybiniai popieriai sudaro didžiausią ECB turimo turto dalį, – rodo 11 paveikslas. Jis iliustruoja, kad ECB veiklos pradžioje daugiausiai buvo remiamasi bazinėmis palūkanų normomis, tačiau pastaraisiais metais monetarinės politikos priemonių arsenale didžiausią svorį turi turto pirkimo programos.

- Euro zonos veikimo pradžioje pagrindinės refinansavimo operacijos buvo didžiausią įtaką ECB balansui turintis instrumentas (162 mlrd. eurų). Ribinio skolinimosi galimybės sudarė 11 mlrd. eurų. Nuo ECB veiklos pradžios buvo vykdomos ir ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos, kurios sudarė 75 mlrd. eurų. Pinigų politikos tikslais laikomų vertybinių popierių ECB tuomet apskritai neturėjo.
- Dar prieš prasidedant pandemijai (2019 m.) supirkti vertybiniai popieriai jau turėjo didžiausią svorį ECB balanse – 2,6 trln. eurų, o ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos siekė 616 mlrd. eurų.
- 2021 m. ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos sudarė 2,2 trln. eurų. Tuo metu bendros turto pirkimo programų apimtys ECB balanse siekė dvigubai daugiau (4,7 trln. eurų).

Galima daryti išvadą, kad kiekybinio skatinimo tikslais vykdomas vertybinių popierių supirkinėjimas tapo pagrindiniu instrumentu, kuriuo realizuojama ECB pinigų politika. Būtent šia priemone, o ne bazinėmis palūkanų normomis buvo užtikrinamas M3 didėjimas. Dažnai akcentuojama, kad bazinės palūkanų normos iki nulio buvo sumažintos jau 2014 m., tačiau infliacija pasireiškė tik 2022 m. Tai tik sustiprina hipotezę, kad didžiausią poveikį pinigų kiekio didėjimui padarė vertybinių popierių pirkimai, o ne palūkanų normos.

11 PAVEIKSLAS

Pinigų politikos priemonių dalis ECB balanse 1999–2022 m.



Šaltinis – ECB. Skaičiavimai – LLRI.

5. ECB PINIGŲ POLITIKOS ĮTAKA LIETUVAI

5.1. *Per pandemijos laikotarpį išaugo ir Lietuvos banko supirktų vertybinių popierių portfelis*

Euro zonos pinigų politiką įgyvendina šalių narių nacionaliniai centriniai bankai. Pinigų politikos formuotojai numato, kad vykdant turto pirkimus, šalyse-narėse bus vadovaujamas kapitalo rakto (*ang. capital key*) taisykle. Kapitalo raktas – nacionalinio centrinio banko įnašas ECB, kuris apskaičiuojamas pagal kiekvienos šalies BVP ir gyventojų skaičiaus dalį Europos Sąjungoje. Pagal šias proporcijas atitinkamo nacionalinio centrinio banko jurisdikcijoje vykdomi vertybinių popierių pirkimai.

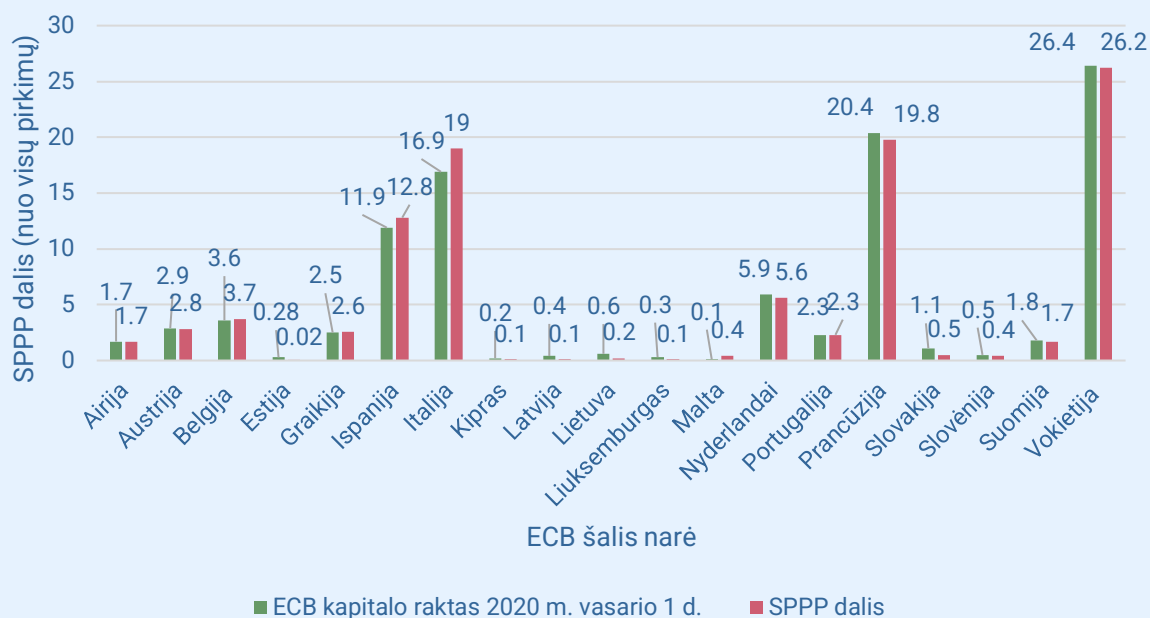
Kapitalo raktas veikia yra limitas, o ne įsipareigojimas įvykdyti atitinkamą turto pirkimų dalį, kadangi nacionaliniai centriniai bankai neprivalo jo visiškai išnaudoti. Tai, kiek obligacijų supirkinės euro zonos šalies narės centrinis bankas, priklauso ir nuo tos šalies vyriausybės sprendimų didinti ar mažinti valstybės skolą.

- Lietuvos kapitalo raktas, pagal 2021 m. gruodį nustatytas proporcijas, buvo 0,58. Palyginimui, Latvijoje nustatytas 0,39 raktas, o Estijoje – 0,23. Šis dydis peržiūrimas bent kartą per penkerius metus.
- 2015 m. pabaigoje, pirmaisiais euro įvedimo metais, Lietuvos banko (LB) pinigų politikos tikslais laikomi vertybiniai popieriai sudarė 2,5 mlrd. eurų.
- 2019 m. pabaigoje ši suma jau buvo keturis kartus didesnė ir siekė 10,5 mlrd. eurų.
- Pandemijos laikotarpiu LB įsigytų vertybinių popierių apimtis išaugo daugiau nei 2 mlrd. eurų ir 2021 m. siekė 13 mlrd. eurų.

Numatytų kapitalo rakto rėmų vykdant SPPP šalys narės laikėsi su keliomis nedidelėmis išimtimis. Šiame kontekste išsiskiria Estija, kurios pirkimai sudarė ženkliai mažiau, nei buvo leidžiama pagal kapitalo raktą (vos 0,02 proc. nuo bendros galimų pirkimų sumos). Lietuva ir Latvija taip pat pirkė mažiau, negu buvo galima.

12 PAVEIKSLAS

ECB šalių narių kapitalo raktas ir SPPP pirkimai 2021 m.



Šaltinis – ECB, skaičiavimai – LLRI.

5.2. Lietuvoje pinigų kiekis augo sparčiau, nes jis buvo proporciškai mažesnis nei euro zonoje

M3 visose Baltijos šalyse augo sparčiau nei euro zonos vidurkis. 2022 m. Lietuvoje BVP vis dar buvo didesnis nei M3, kai euro zonoje santykis priešingas – M3 buvo didesnis nei BVP (žr. 3.3. dalį). Tai reiškia, kad M3 didėjimo greitis gali priklausyti ne tiek nuo nacionalinio centrinio banko sprendimo, kiek nuo palyginamosios bazės bei bendros euro zonos politikos, kadangi bendroje pinigų sąjungoje ECB sprendimai didinti pinigų kiekį veikia visą euro sistemą.

Pinigų kiekį didinant pagal BVP proporcijas, jis sparčiau auga ten, kur iki šiol buvo santykinai mažesnis. Todėl galima daryti prielaidą, kad pinigų politikos įgyvendinimas pagal kapitalo raktą taisyklę gali reikšti spartesnę pinigų kiekio didėjimą tose šalyse, kuriose pinigų kiekis buvo sąlyginai mažesnis.

IŠVADOS

1. Kainų lygį veikia ne tik pinigų pasiūlos didinimas, bet ir pinigų paklausa. Tai, kaip išaugęs pinigų kiekis paveiks kainas, priklauso nuo to, ką „naujus“ pinigus įgiję žmonės pasirinks su jais daryti.
2. Pasirinkimas taupyti pinigus, o ne juos išleisti buvo stebimas pandemijos pradžioje. Dėl neapibrėžtumo bei apribotų vartojimo galimybių gyventojai ir ūkio subjektai taupė daugiau. Todėl pinigų kiekio padidinimas kainų augimą paskatino ne iš karto.
3. Kainos visuotinai augo visą euro zonos egzistavimo laikotarpį. Per pandemiją pinigų kiekio didinimo mastai smarkiai viršijo pagaminamos produkcijos ir paslaugų augimo tempą, o tai sudarė prielaidas ženkliai spartesniam kainų lygio augimui.
4. Net ir sumažinęs bazines palūkanų normas iki neigiamo lygio ECB negalėjo užtikrinti stabilaus pinigų kiekio didėjimo. Todėl nuo 2014 m. pradėtos vykdyti vertybinių popierių supirkinėjimo programos, kurių apimtys per pandemijos laikotarpį buvo rekordiškai padidintos. Tai leido ECB užtikrinti, kad per du pandemijos metus pinigų kiekis euro zonoje išaugtų ženkliai daugiau – net ketvirtadaliu.

Taigi, nors įtaką kainų augimui daro daugybė veiksnių, analizė rodo, kad skatinamoji ECB monetarinė politika lėmė, jog pinigų kiekis rinkoje per pandemiją išaugo ženkliai sparčiau, nei euro zonos ekonomika. Tai sudarė prielaidas augti ne tik pavienėms prekių grupėms, bet ir bendram kainų lygiui.

Ekspansinė pinigų politika pandemijos laikotarpiu leido atidėti galimo ekonomikos susitraukimo pasekmes ir paskatino visuminę paklausą. Šalutinis šių ECB veiksmų poveikis pasireiškė su monetarinei politikai būdingais laiko lagais. Pinigų kiekiui augant ženkliai sparčiau, nei rinkoje pagaminamų prekių ir paslaugų apimtims, ėmė smarkiai augti kainos. Tokiomis aplinkybėmis pinigai gali vis prasčiau atlikti savo prigimtines – mainų, vertės kaupimo, bei apskaitos įrankio – funkcijas. 2021 m. prasidėjęs itin spartus infliacijos augimas lėmė, kad už pigių pinigų srautus visuomenei teko sumokėti pinigų nuvertėjimo forma.

Lietuvos laisvosios rinkos institutas yra vienmetis su Lietuvos nepriklausomybe. Jau 33 metus esame laisvosios rinkos kūrėjai ir idėjų puoselėtojai Lietuvoje. Giname individo laisvę kurti, savarankiškai spręsti ir veikti valstybėje, kurioje valdžia tarnauja žmogui, o ne jį riboja.