



Gerrit Van Honthorst, „The Concert“, 1623.

PINIGŲ KIEKIS GRĮŽTA Į AUGIMO KELIĄ: AR TIKRAI ECB IŠMOKO PANDEMIJOS PAMOKAS?

Europos Centrinis Bankas (ECB) po rekordinės infliacijos bangos staigiai pakėlęs palūkanų normas, dabar vėl pradėjo pinigų politikos švelninimo etapą. Po dvejus metus trukusio pinigų pasiūlos slopinimo euro zonoje vėl stebimas jos augimas. Nors Christine Lagarde kalba apie „išmoktas pamokas“, ECB retorikoje vyrauja prisitaikymo prie išorinių aplinkybių, o ne savo sprendimų analizės tonas. Šiame darbe nagrinėjama, kaip ECB veiksmai formuoja pinigų pasiūlą ir infliacijos dinamiką. Aptariama pinigų prigimtis bei šiuolaikiniai jų kūrimo mechanizmai, analizuojami palūkanų normų sprendimai ir ECB balanso pokyčiai. Duomenys rodo, kad griežtinimo laikotarpis buvo tik laikina pauzė, o dabar prasideda naujas monetarinės ekspansijos etapas. Tai kelia riziką, kad centrinio banko išmoktos pamokos lieka ribotos.

Po rekordinės infliacijos bangos rekordiškai staigiai pakėlus bazines palūkanas ir nutraukus kiekybinio skatinimo politiką (ang. *quantitative easing*), Europos Centrinis Bankas (ECB) palaipsniui vėl grįžta prie monetarinės politikos švelninimo. Dėl to dvejus metus slopintas pinigų kiekis vėl ima augti.

Centrinio banko prezidentė Christine Lagarde kalba apie pinigų politikos formuotojų išmoktas pamokas.¹ Visgi, institucijos retorikoje – mintys apie pasikeitusį pasaulį, kuriame reikia prisitaikyti, o ne paties ECB sprendimų analizė. Atsakomybė nukreipiama į išorines aplinkybes, o „prisitaikymas“ reiškia komunikacijos pokyčius (nebėra brėžiama užtikrinta bazinių palūkanų trajektorija), o ne pačios pinigų politikos kvestionavimą.

Pinigai yra mainų priemonė, suteikianti bendrą vertės matą. Jie išplečia pasirinkimo galimybes, leidžia organizuoti sudėtingus procesus ir efektyviau paskirstyti ribotus (ang. *scarce*) išteklius. Be monetizavimo būtų sunku palyginti santykinę daiktų vertę. Tačiau pinigai turi išlikti riboti, nes tik tada jie atspindi ir išteklių, ir galimybių, kurios pačios savaime visuomet yra ribotos, prigimtį. Vis dėlto būtent šį ribotumą nuolat mėginama panaikinti.

Šios aplinkybės ir duomenys, rodantys palaipsnį grįžimą į monetarinės ekspansijos ciklą, verčia klausti, ar ECB iš tiesų išmoko pandeminės infliacijos bangos pamokas. Šiame tekste vertinama, kaip ECB pinigų politikos sprendimai formuoja pinigų pasiūlą: pirmiausia aptariama pinigų prigimtis ir šiuolaikiniai pasiūlos kūrimo mechanizmai, tuomet analizuojama palūkanų normų politika ir ECB balanso dinamika.

1. PINIGAI – ATSAKAS Į STOKĄ

Mainai ir darbas vieninteliai būdai kurti tai, kas žmonėms naudinga ir reikalinga. Ekonomistas Carlas Mengeris (1840–1921) parodė, kad pinigai atsirado kaip spontaniškas rinkos atsakas į tiesioginių mainų ribotumą. Kuo prekė paklausesnė, tuo lengviau ją išmainyti. Toks spontaniškas, universaliai priimtinos gėrybės iškilimas leido išspręsti vadinamąją dvigubo poreikių sutapimo problemą: kad mainai įvyktų, abi pusės turi tuo pačiu metu norėti viena kitos prekių ar paslaugų.²

Įprastai išskiriamos trys pagrindinės pinigų funkcijos: mainų priemonės, vertės mato ir vertės kaupimo. Tačiau, kaip pastebėjo ekonomistas Ludwigas von Misesas (1881–1973), antrinės

¹ Europos Centrinis Bankas. *Strategy assessment: lessons learned*. Christine Lagarde įžanginė kalba ECB centrinių bankų forume „Adapting to change: macroeconomic shifts and policy responses“. Sintra, 2025 m. birželio 30 d. Žiūrėti 2025 m. spalio 8 d.

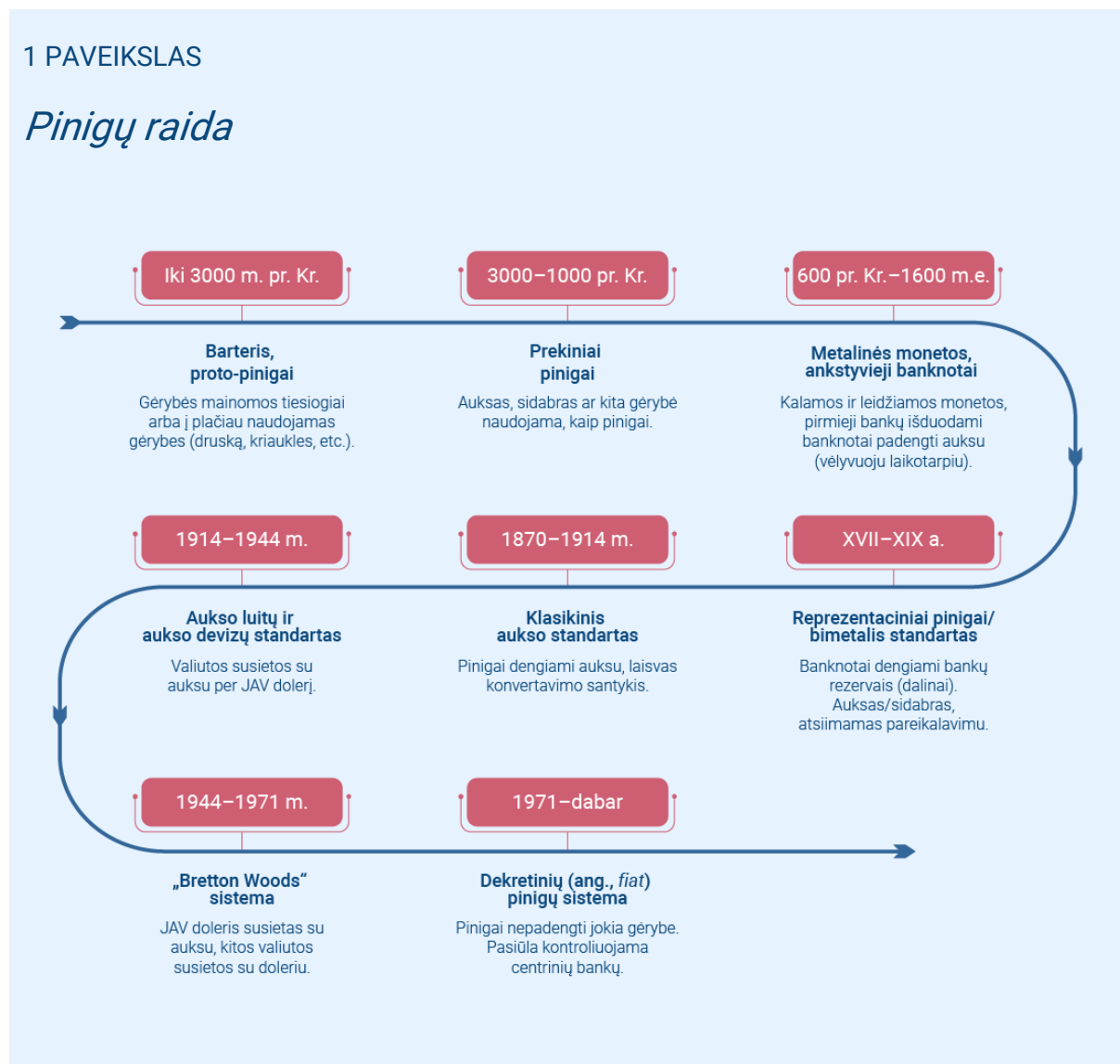
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250630_1~ba0ef03e6f.en.html

² Menger, Carl. „On the Origins of Money.“ *Economic Journal* 2 (1892): 239–55. Mises Institute.

funkcijos kyla iš esminės: „Visos kitos funkcijos, kurias žmonės priskiria pinigams, tėra tik specifiniai jų pagrindinės ir vienintelės funkcijos – mainų priemonės – aspektai.“³

1 PAVEIKSLAS

Pinigų raida



Tiesa, pastaraisiais dešimtmečiais pinigai vis dažniau apibrėžiami kaip skola. Žymiaame Anglijos centrinio banko straipsnyje teigiama: „Pinigai šiuolaikinėje ekonomikoje tėra ypatinga skolos raštelio forma, arba, ekonominės apskaitos kalba tariant, finansinis turtas.“⁴ Tai reiškia, kad buhalteriniu požiūriu, kiekvienas piniginis vienetas yra kieno nors kito skolos raštelis.

³ Mises, Ludwig von. *Human Action*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute, 2024, p. 398.

<https://cdn.mises.org/files/2024-09/Human%20Action.pdf>

⁴ McLeay, Michael, Amar Radia ir Ryland Thomas. „Money creation in the modern economy.“ *Quarterly Bulletin* 2014 Q1. Londonas: Bank of England, 2014. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf>

Toks apibrėžimas atspindi šiuolaikinės pinigų sistemos buhalterinę logiką, tačiau jis nepaneigia L. von Miseso sampratos esmės: net jeigu šiandien dekretiniai pinigai apskaitos prasme yra skolos instrumentai, jie veikia kaip pinigai tik todėl, kad yra universaliai priimami mainuose – daugiausia dėl reguliavimo ir teisėtos mokėjimo priemonės (ang. *legal tender*) statuso. Vis tik, pinigų kaip skolos samprata galioja tik dabartinei dekretinių pinigų sistemai (žr. 1 paveikslą), o ne klasikiniams prekiniams ar reprezentaciniams pinigams.

Tenka pripažinti, kad nors pinigai decentralizuotai iškilo kaip geriausia mainų priemonė, šiandieninėje ekonomikoje jie yra reguliuojami per teisėtos mokėjimo priemonės statusą, o jų pasiūlą paveikia valdžios institucijų – centrinių bankų sprendimai.

2. CENTRINIO BANKO PALŪKANŲ NORMOS – NE LAIKO, O REZERVŲ KAINA

Palūkanos – ne pinigų, o laiko kaina

Ekonomistas Eugen von Böhm-Bawerk (1851–1914) paaiškino, kad palūkanos atskleidžia rinkos dalyvių pasirinkimą tarp taupymo ir skolinimosi – laiko preferenciją (ang. *time preference*).

Laiko pirmenybės dėsnis – žmonės labiau vertina dabarties gėrybių vartojimo galimybes, negu tų pačių gėrybių vartojimą ateityje.

Rinkoje natūralios palūkanos susiformuotų keičiantis ekonomikos dalyvių laiko preferencijai – norint vartoti čia ir dabar, palūkanos augtų ir skatintų taupyti. Žmonėms linkstant taupyti – palūkanų normos mažėtų, todėl atsirastų daugiau paskatų vartojimui.

- Natūrali palūkanų norma atspindėtų pasirengimą atidėti dabarties vartojimą.
- Palūkanos laisvoje rinkoje susiformuodavo, kaip pasiūlos ir paklausos kapitalui rezultatas.



Eugen von Böhm-Bawerk
(1851–1914)

Šiuolaikinėje pinigų sistemoje pinigų pasiūla priklauso ne nuo natūralios rinkos dinamikos, bet nuo centrinio banko – valstybės institucijos – sprendimų. Centrinis bankas, nustatydamas bazinės palūkanų normas ir vykdydamas vertybinių popierių pirkimus, tiesiogiai lemia finansų sistemoje esantį rezervų kiekį.

Svarbu atkreipti dėmesį, kad dabartinės ECB paveikiamos rinkos palūkanų normos neturi nieko bendro su laisvai funkcionuojančia rinka – jos neatspindi realaus santykio tarp santaupų ir išlaidų. Tokiu būdu, centralizuotai nustatytos palūkanos yra vienas esminių rinkos iškraipymo šaltinių.

1 LENTELĖ

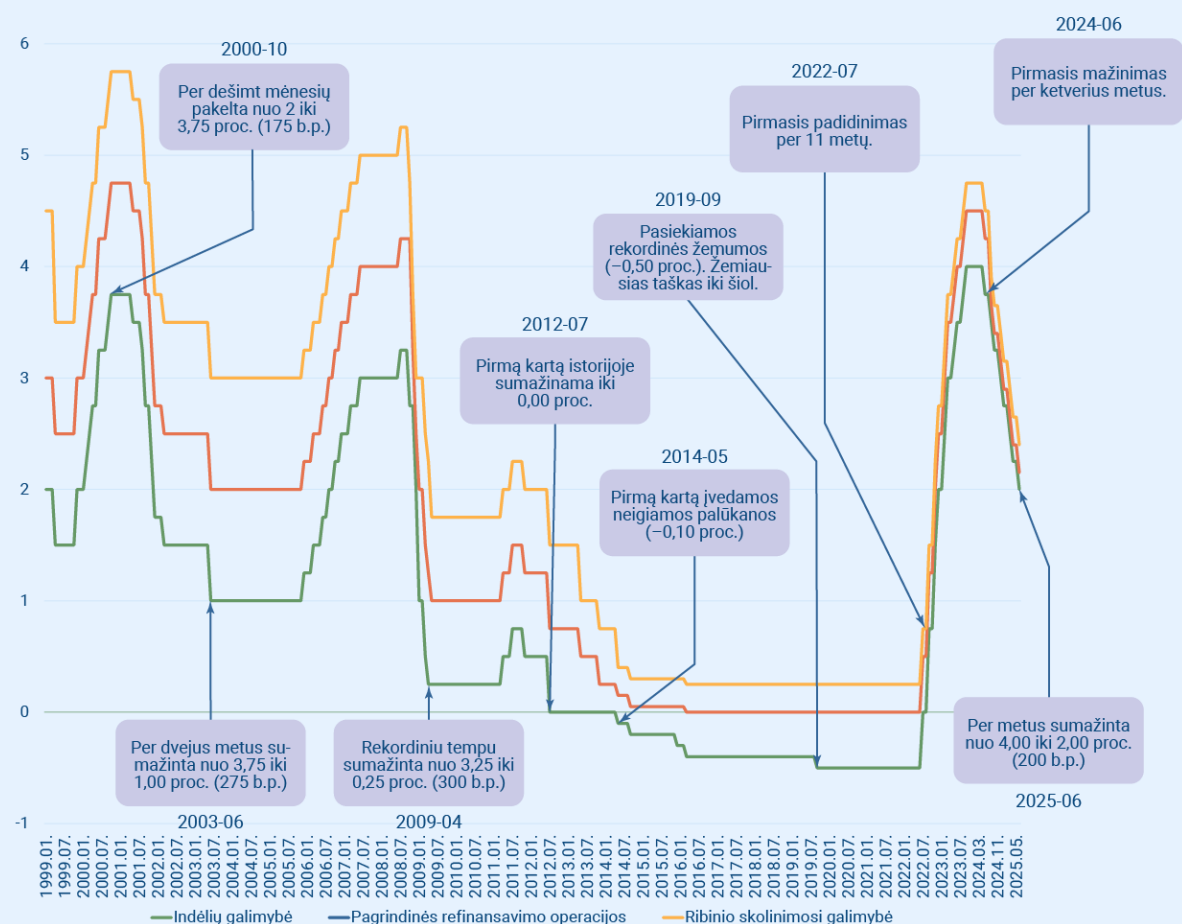
Pinigų raida

Palūkanų norma	Mechanizmas	Poveikis
Indėlių galimybės (ang. <i>deposit facilities</i>)	Komeraciniai bankai, už rezervų laikymą centriniame banke, gauna iš anksto nustatytą palūkanų grąžą.	„Grindys“, žemiau kurių tarpbankinė palūkanų norma paprastai nenukrenta. Komeraciniai bankai neteiks paskolų kitiems bankams mažesne nei ši norma, nes gali saugiau ir pelningiau laikyti lėšas centriniame banke.
Pagrindinės refinansavimo operacijos (ang. <i>main refinancing operations</i>)	Komeraciniai bankai iš centrinio banko, įkeitę turtą, gali savaitei pasiskolinti papildomų atsargų.	Nors anksčiau ši palūkanų norma veikė kaip pagrindinis ECB pinigų politikos kanalas, šiandien, perteklinių rezervų sistemoje, šios normos svarba sumažėjusi. Remiamasi „grindų“, o ne „koridoriaus“ sistema.
Ribinio skolinimosi galimybės (ang. <i>marginal lending facilities</i>)	Komeraciniai bankai iš centrinio banko, įkeitę turtą, gali parai pasiskolinti papildomų atsargų.	„Lubos“, virš kurių tarpbankinė palūkanų norma paprastai nepakyla. Komeraciniai bankai nesiskolins iš kitų bankų brangiau, jei gali pigiau gauti lėšų iš centrinio banko.

Dabartinė pinigų sistema veikia dalinio rezervo (ang. *fractional reserve*) principu – tai reiškia, kad bankai, išduodami paskolą, tuo pačiu sukuria naują indėlį, t. y. naujus pinigus. Šie pinigai nėra paimti iš kitų klientų sąskaitų, o buhalteriskai atsiranda kaip banko turtas ir įsipareigojimas. Tokia sistema tampa įmanoma tik veikiant centriniam bankui, kuris suteikia rezervus – be jo paramos bankai negalėtų taip laisvai skolinti daugiau nei turi atsargų.

2 PAVEIKSLAS

ECB bazinės palūkanų normos 1999–2025 m.



Kai kurie ekonomistai teigia, kad didžiausią įtaką pinigų pasiūlai turi ne pats centrinis bankas, o komercinių bankų sprendimai – kiek jie linkę skolinti, priklausomai nuo reguliacinių

reikalavimų, palūkanų normų ir rizikos vertinimo.⁵ Vis dėlto net ir tokiu požiūriu centrinis bankas išlieka esminis tarpininkas: būtent jis nustato sąlygas – rezervų kainą, prieinamumą ir palūkanų politiką – nuo kurių priklauso komercinių bankų elgsena (žr. 1 lentelę). Tokiu būdu formuojamos tarpbankinės palūkanų normos, kurios ir nulemia, kiek aktyviai bankai skolina – ir kiek ekonomikoje sugeneruojama naujų pinigų.

Neutrali palūkanų norma

Daugelio centrinių bankų sprendimų dėl palūkanų normų pagrindas – „**neutralios palūkanų normos**“ idėja, kurią XIX a. pabaigoje suformulavo švedų ekonomistas Knutas Wicksellas.

Anot jo, egzistuoja toks palūkanų lygis, kuris neskatina nei infliacijos, nei defliacijos – tai taškas, kuriame rinkos norma sutampa su realių santaupų ir investavimo pusiausvyra.

Centriniai bankai, įskaitant ECB, teigia stebintys šią „nematomą“ ribą. Tačiau jos tiksliai nustatyti neįmanoma – tai viešai pripažino ir ECB prezidentė Christine Lagarde. Teoriškai ši norma dažnai siejama su ~2 proc.



*Knutas Wicksellas
(1851–1926)*

Problema: palūkanas nustato monopolinė institucija, jos nėra susiformuojančios rinkoje, todėl tikrai neutrali, spontaniškai susiformavusi norma neegzistuoja. Vadinasi, bet kokios kalbos apie „grįžimą prie neutralios normos“ iš esmės reiškia spėlionės.

Tikrai neutrali palūkanų norma – laisvoje rinkoje susiformavęs santykis tarp laisvų, savanoriškų taupymo ir investavimo sprendimų, subalansuojantis vartojimo atidėjimą ir išlaidas per laiką.

Po finansų krizės ECB bazinės palūkanos laikytos absoliučiose žemumose. Vis tik, po dešimtmetį trukusios neigiamų palūkanų politikos, ECB 2022 m. liepą pradėjo griežtinimo ciklą ir per metus indėlių palūkanų normą padidino nuo –0,50 iki 4,00 proc. (viso 450 bazinių

⁵ Šiaudinis, Sigitas. „Kodėl centriniai bankai, siekdami mažos infliacijos tikslo, nebereguliuoja pinigų kiekio?“ Lietuvos bankas, 2023 m. (komentaras atnaujintas). Žiūrėta 2025 m. spalio 8 d.
<https://www.lb.lt/lt/naujienos/kodel-centriniai-bankai-siekdami-mazos-infliacijos-tikslo-nebereguliuoja-pinigu-kiekio-komentaras-atnaujintas>

punktų). Vis dėlto 2024 m. birželį kursas pakeistas – pradedamas švelninimas, norma mažinama iki 2,00 proc. Šie sprendimai tiesiogiai paveikė ir pinigų pasiūlos dinamiką (žr. 4 skyrių).

Pasiekus šią ribą, prasideda diskusija ar centrinis bankas turėtų įžengti į švelninančią teritoriją – palūkanų normas sumažinti žemiau „neutralia“ laikomos ribos.

Taigi, kol egzistuoja centriniai bankai, nustatantys bazines palūkanų normas, natūralios palūkanų normos – tokios, kurios subalansuotų realias santaupas ir kapitalo grąžą – susiformuoti negali. Rinka tiesiog neturi galimybės savarankiškai nustatyti kainos už laiką ir riziką. Dar daugiau – pastarąjį dešimtmetį centriniai bankai masiškai liejo rezervus į finansų rinkas per kiekybinio skatinimo programas, taip dar labiau iškreipdami taupymo ir investavimo paskatas.

3. REZERVŲ PERTEKLIUS EPOCHA – KIEKYBINIS SKATINIMAS

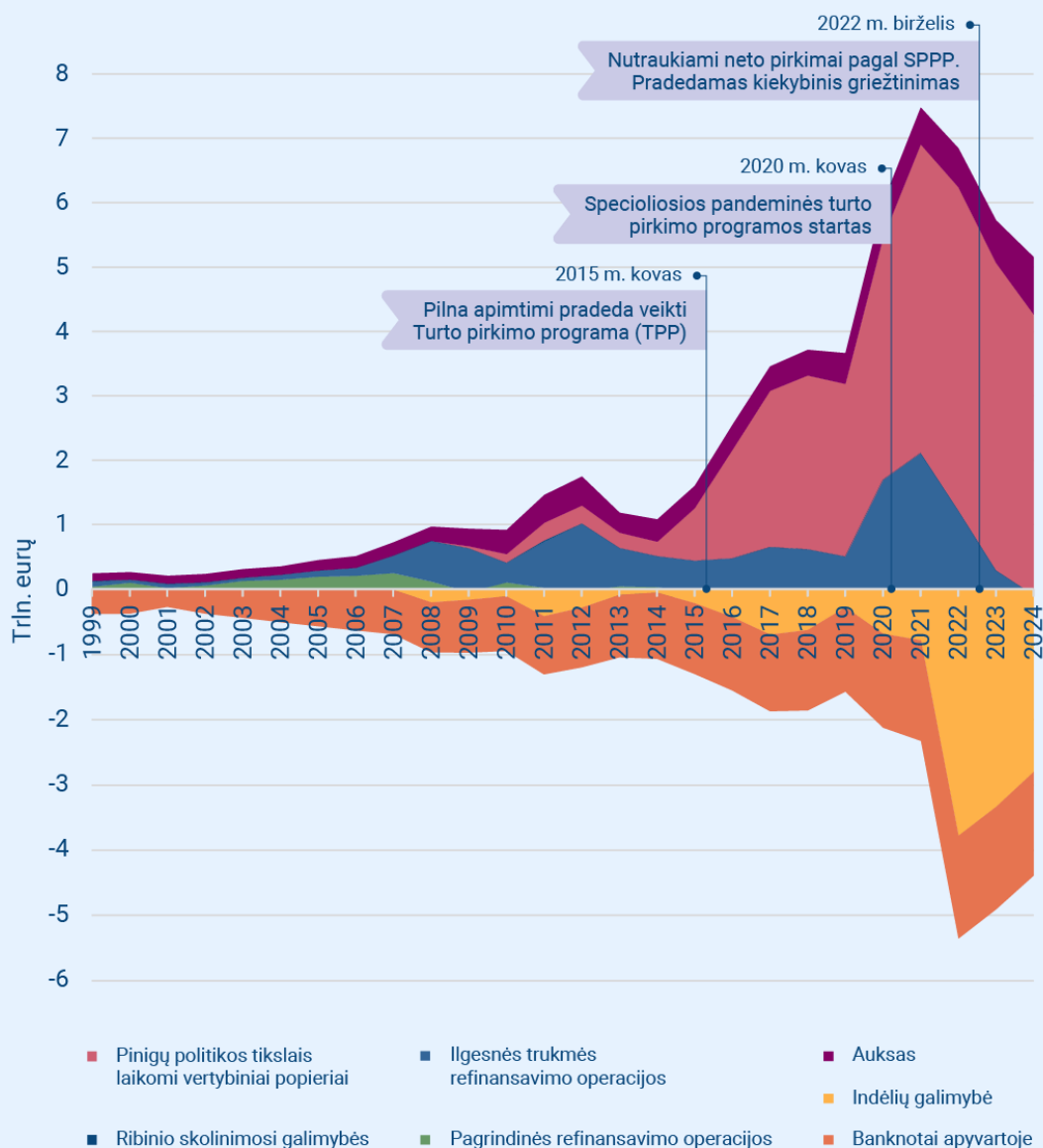
Pastarąjį dešimtmetį ECB išbandė naujus pinigų kūrimo instrumentus. Iki 2008 m. ECB politika veikė palūkanų „koridoriaus“ rėmuose. Ji rėmėsi pagrindinių palūkanų normų intervalu tarp ribinio skolinimosi normos („lubų“), ir indėlių galimybių normos („grindų“), kuriose laisvai svyravo tarpbankinės palūkanų normos (pvz. Euribor), priklausomai nuo likvidumo poreikio.

Tačiau pradėjus kiekybinio skatinimo politiką ir sistemoje susiformavus rezervų pertekliui, palūkanų normos natūraliai nusėdo ties žemiausia galima riba – indėlių galimybių norma. Taip iš „koridoriaus“ sistemos pereita prie vadinamosios „grindų“ sistemos, kur trumpalaikių palūkanų iš esmės nebelemia centrinio banko nubrėžtuose rėmuose svyruojanti kredito paklausa, o ECB mokama grąža už laikomus rezervus.

Visgi nuo 2018 m. vis dažniau imta kalbėti apie „išėjimo“ iš perteklinių rezervų sistemos strategiją. Tačiau ji nuolat buvo atidėliojama. Nors euro zonos ekonomika rodė atsigavimo ženklus, ECB nesiryžo atsisakyti savo portfelio plėtros. 2019 m. atnaujinti turto pirkimai, o vėliau, pandemijos akivaizdoje, sukurta papildoma, dar platesnio masto Specialioji pandeminė turto pirkimo programa (SPPP). Tai liudijo, kad net ekonominio atsigavimo sąlygomis centrinis bankas liko priklausomas nuo kiekybinio skatinimo politikos.

3 PAVEIKSLAS

ECB balansas pagal pinigų politikos priemones 1999–2024 m.



Vis tik 2024 m. kovą ECB pagaliau paskelbė apie naują operacinį pinigų politikos modelį.⁶ Dokumente pabrėžiama, kad ateityje likvidumo teikimas bankų sistemai bus grįstas trumpalaikėmis ir ilgesnės trukmės refinansavimo operacijomis per nustatytas bazines

⁶ Europos centrinis bankas. „Changes to the operational framework for implementing monetary policy.“ Valdančiosios tarybos pranešimas spaudai. Frankfurtas prie Maino, 2024 m. kovo 13 d. Žiūrėta 2025 m. spalio 8 d. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240313~807e240020.en.html>

palūkanų normas, o ne didelio masto turto pirkimais. Nors naujasis modelis labiau orientuotas į metodiką nei į konkrečius sprendimus, jis aiškiai rodo siekį atsitraukti nuo kiekybinio skatinimo. Todėl pandeminės programos pabaiga žymi esminį lūžį pinigų politikoje – ECB atsisako ilgus metus naudoto instrumento, kuris tiesiogiai prisidėjo prie spartaus pinigų kiekio augimo.

Nors iš pirmo žvilgsnio kiekybinis skatinimas atrodo tik kaip turto apsikeitimo sandoriai, ženkliai padidinti komercinių bankų rezervai reiškia galimybę išplėsti skolinimą, taigi ir pinigų pasiūlą. Be to rinkos reakcija į ECB pirkimus iš anksto pakelia vertybinių popierių kainą, taip dar labiau išplečiant pinigų pasiūlą. Kartu su žemomis palūkanomis tai buvo vienas iš pagrindinių veiksnių, įgalinusių spartų pinigų kiekio didėjimą pandemijos laikotarpiu.

4. PINIGŲ KIEKIS PO ISTORINĖS PAUZĖS VĖL AUGA

Cantillono efektas

Naujai sukurti pinigai į ekonomiką nepatenka tolygiai – pirmieji jų gavėjai išlošia, nes dar nepakilus kainoms gali pirkti pigiau. Vėliau pinigus gaunantys – dažnai žemesnių pajamų žmonės – moka jau išaugusias kainas. Šis reiškinys vadinamas ji paaiškinusio Richardo **Cantillono efektu**.

Tai iškraipo rinkos logiką: naudą gauna ne būtinai produktyviausi, bet tie, kurie yra „arčiau“ naujų pinigų. Dėl to stiprėja socialinė įtampa ir visuomenės fragmentacija.

Pastarąjį dešimtmetį tai ypač aiškiai matyti iš turto – būsto, akcijų – kainų šuolio, kuris labiausiai praturtino jau turinčius kapitalą. Tai – klasikinis *Cantillono* efekto pavyzdys.

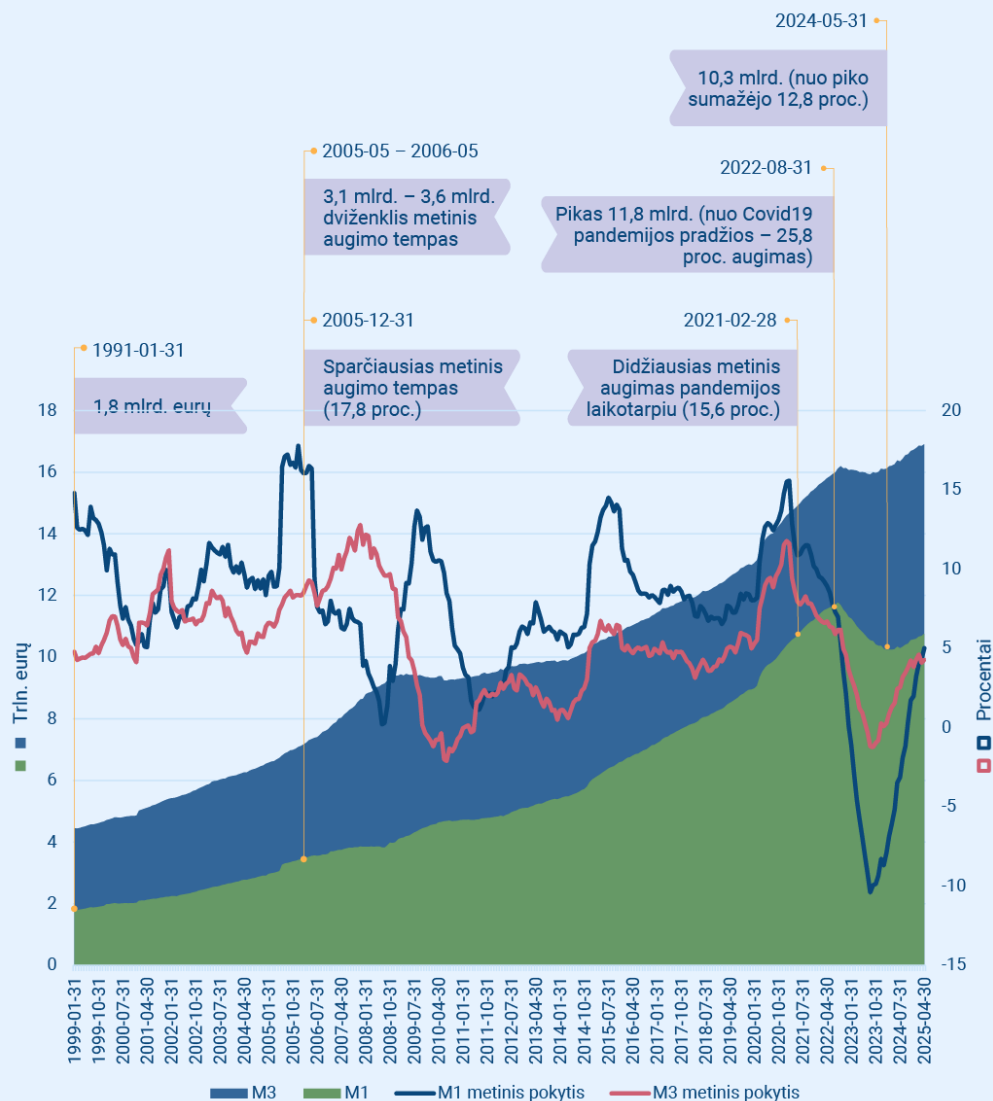


*Richardas Cantillonas
(1680–1734)*

ECB pinigų politikos sprendimai turėjo tiesioginį poveikį pinigų kiekiui euro zonoje.⁷ Po COVID-19 pandemijos metu priimtų sprendimų – nulinių palūkanų ir didelio masto turto pirkimų – pinigų kiekis (tiek M1 ir M3) smarkiai išaugo (žr. 5 paveikslą). Tačiau 2022 m., pradėjus griežtinimo politiką – pakėlus palūkanas ir sustabdžius vertybinių popierių pirkimus – šis augimas staiga nutrūko.

4 PAVEIKSLAS

Pinigų kiekis euro zonoje 1999–2025 m.



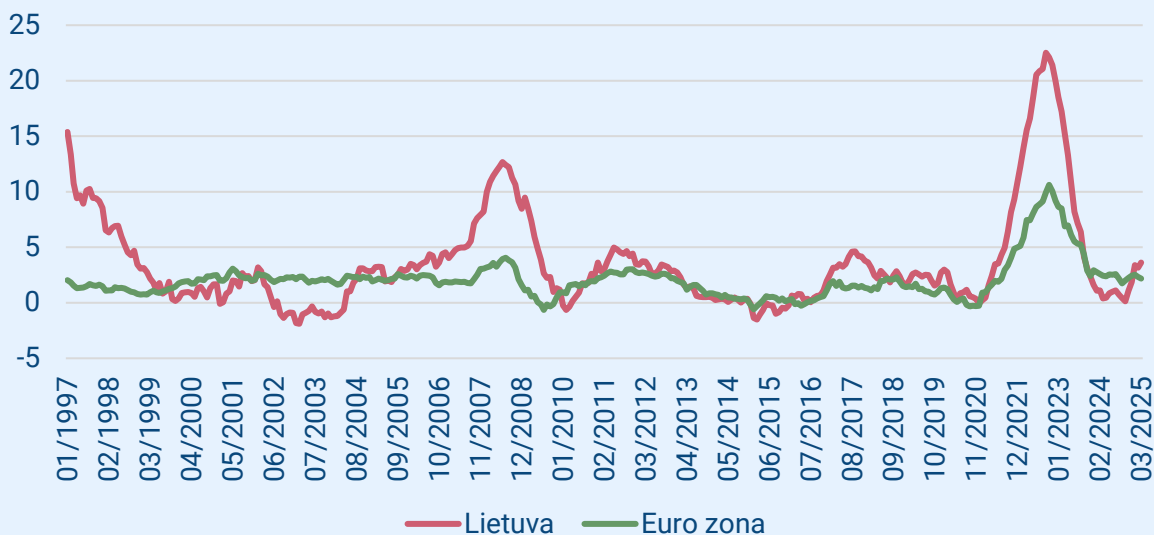
⁷ Pinigų kiekio rodikliai: M1 apima cirkuliuojančius grynuosius pinigus ir einamąsias sąskaitas (labiausiai likvidi dalis). M2 įtraukia M1 ir trumpalaikius (iki 2 metų) indėlius. M3 – plačiausias rodiklis – apima M2 ir didesnės trukmės finansinius instrumentus, įskaitant pinigų rinkos fondus ir skolos vertybinius popierius iki 2 metų.

M1 reikšmingai sumažėjo, nes pakilus palūkanoms namų ūkiai ir verslai pradėjo perkelti lėšas iš einamųjų sąskaitų į terminuotus indėlius, kurių palūkanų normos po ilgos pertraukos paskatino taupymą. Kadangi M3 apima ir terminuotus indėlius, šis rodiklis krito mažiau – pinigai tiesiog perėjo iš vienos formos į kitą. Kitaip tariant, net ir po istorinio pinigų politikos sugriežtinimo, per pandemiją prispausdinti pinigai nebuvo išimami iš apyvartos, o perkelti iš vienos formos į kitą, nutraukiant naujų pinigų kūrimą. Vis tik, šio sugriežtinimo užteko, kad infliacijos augimas būtų prislopintas.

Visgi, 2024 m., ECB pradėjus mažinti palūkanų normas, pinigų kiekis vėl pradėjo didėti. Tai ypač akivaizdu žvelgiant į M1 – grįžimas prie švelnios pinigų politikos palaipsniui lemia vis mažesnes paskatas laikyti lėšas terminuotųjų indėlių pavidalu. Taip pat įsibėgėja ir platesnės apimties rodiklio M3 augimas, o tai reiškia, kad ekonomikoje vėl atsiranda naujai sukuriama pinigai. Šie duomenys rodo, kad pinigų kiekio dinamika nėra atsitiktinė – ji aiškiai atspindi centrinio banko veiksmus. O pinigų kiekis, savo ruožtu, yra vienas pagrindinių infliacijos veiksnių.

5 PAVEIKSLAS

Metinės infliacijos pokytis Lietuvoje ir euro zonoje 2000–2025 m.



Nors infliacija dažniausiai kritikuojama dėl perkamosios galios mažėjimo, problema tuo nesibaigia. Nuolatinio kainų augimo aplinka iškreipia pačią ekonominę logiką: išnyksta ilgalaikio planavimo paskatos, žmonės linksta skolintis, o ne taupyti atidedant vartojimą. Skatinama dirbtinio vartotojiškumo, gyvenimo „į skolą“ kultūra, nes pinigai nuvertėja, o kainos nepertraukiamai didėja.

AR ECB IŠMOKO PAMOKAS?

Apibendrinant galima teigti, kad šiuolaikiniai pinigų pasiūlos kūrimo mechanizmai parodo tiesioginę centrinio banko sprendimų įtaką pinigų kiekiui ekonomikoje. ECB po pandemijos priimta politika, nors ir parodė poslinkį nuo kiekybinio skatinimo prie klasikinio palūkanų normų reguliavimo, iš esmės patvirtino, kad pinigų pasiūla tebėra valdoma instituciniais sprendimais. Pokyčiai liudija tam tikrą pasirengimą atsisakyti nepasiteisinusių priemonių, tačiau greitas grįžimas prie pinigų kiekio ekspansijos rodo, kad infliacijos dinamika ir jos socialinės pasekmės vis dar nėra tinkamai įvertinamos. Tad centrinio banko išmoktos pamokos lieka ribotos: vietoje nuoseklaus dėmesio pinigų sistemos ir perkamosios galios stabilumui, ECB ir toliau linkęs sekti trumpalaikius išorinius impulsus, taip rizikuodamas pakartoti praeities klaidas.