

Komentaras: Kodėl centriniai bankai, siekdami mažos infliacijos tikslo, nebereguliuoja pinigų kiekio¹

2023 03 17

Komentarą parengė Sigitas Šiaudinis, Lietuvos banko Pinigų politikos skyriaus vadovas

Įžanga	1
Pinigų kiekio rodikliai	2
Kodėl centriniai bankai jau seniai nustojo reguliuoti pinigų kiekį	4
Pinigų kiekio ir infliacijos dinamika euro zonoje atskirais laikotarpiais labai skyrėsi ..	5

Įžanga

Visuomenėje ir žiniasklaidoje plintantys aiškinimai, kad centriniai bankai, gelbėdami ekonomiką nuo recesijos, prileido per daug pinigų, yra klaidinantis supaprastinimas.

Šiuolaikinėje ekonomikoje pinigų kiekio ir infliacijos ryšys yra susilpnėjęs ir nevienareikšmis. Išsivysčiusių valstybių centriniai bankai aktyviai nebereguliuoja pinigų kiekio nuo praėjusio amžiaus 9-ojo dešimtmečio (1980–1990 m.). Centriniai bankai grįžo prie klasikinės priemonės – palūkanų normų reguliavimo, kuris veikia ekonominį aktyvumą ir kainodarą per finansavimo sąlygas ir lūkesčius. Jungtinėmis pinigų ir fiskalinės politikos pastangomis Vakarų ekonomikos išvengė gilios krizės po to, kai vieną po kito patyrė du itin didelius sukrėtimus – globalią pandemiją ir Rusijos sukulto karo Ukrainoje poveikį. Pinigų politikos ir fiskalinė parama leido verslui ir namų ūkiams atlaikyti sutrikdytos pasiūlos ir prarastų pajamų šoką pandemijos metu, o po to – ir energijos bei maisto kainų augimą prasidėjus karui, taip išvengiant chaotiško prisitaikymo patiriant krizę. Galima diskutuoti, ar parama ekonomikai galėjo būti kiek nuosaikesnė, o pinigų politikos normalizavimas galėjo prasidėti šiek tiek anksčiau. Tačiau politikos formuotojai sprendimus turėjo priimti realiu laiku didelio neapibrėžtumo sąlygomis, o rizika padėti per mažai buvo pernelyg didelė ir galėjo labai brangiai kainuoti.

¹ *Tai atnaujinta komentaro versija. Pirminę komentaro versiją, skelbtą 2023 m. sausio 4 d., galima rasti [čia](#).*

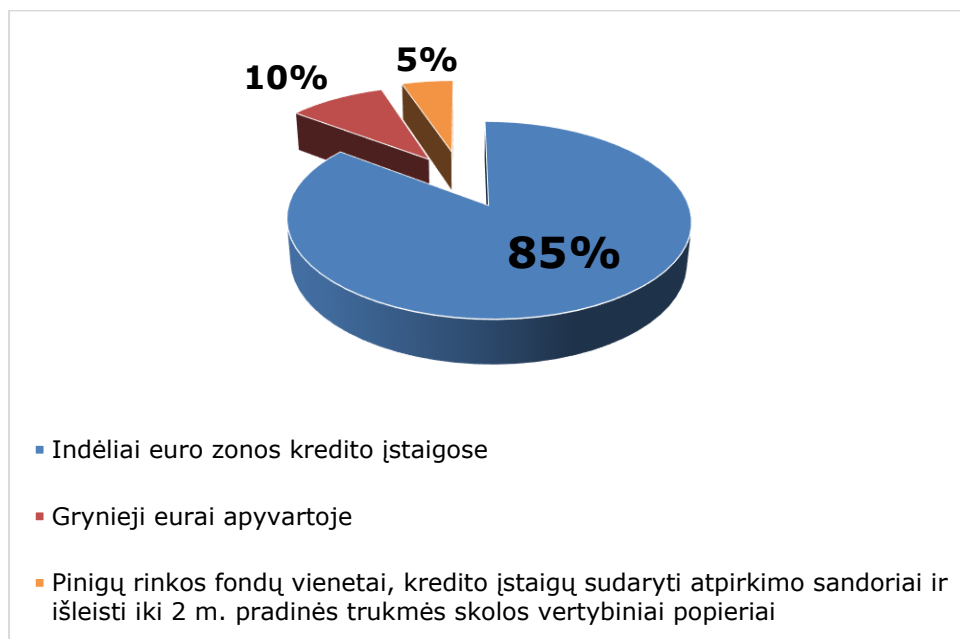
Pinigų kiekio rodikliai

Pinigų kiekio ir infliacijos sąryšį aprašo pinigų kiekio dėsnis, kuris yra viena seniausių žinomų makroekonominių lygybių². Pagal šį dėsnį ekonomikoje esantis pinigų kiekis (M), padaugintas iš pinigų apyvartos greičio (V), visada bus lygus per tam tikrą laikotarpį sukurtų prekių ir paslaugų sumai (Y), padaugintai iš jų kainų lygio indekso (P):

$$M \cdot V \equiv Y \cdot P$$

Vis dėlto pinigų kiekio dėsnis tėra tapatybė, kuri nieko konkretaus nepasako apie atskirų jo elementų tarpusavio priežasties ir pasekmės ryšius. Pavyzdžiui, didesnę pinigų kiekį gali atitikti sumažėjęs apyvartos greitis, sukurtas didesnis realusis produktas ar padidėjęs kainų lygis, o labiausiai tikėtina – tam tikra šių trijų veiksnių kombinacija³. Pinigų kiekio dėsnis kalba apie bendrąjį pinigų kiekį, kurio pagrindinę dalį šiais laikais sudaro indėliai kredito įstaigose. Gerokai mažesnę dalį sudaro centrinio banko išleidžiami gryniesi pinigai bei pinigų rinkos priemonės (žr. 1 pav.).

1 pav. Bendrojo pinigų kiekio struktūra euro zonoje



Šaltiniai: ECB ir Lietuvos banko skaičiavimai.

Centriniai bankai, pavyzdžiui, Eurosistemos centriniai bankai, tradiciškai leidžia dviejų rūšių pinigus – grynuosius pinigus ir bankų atsargas. Centrinis bankas išleidžia

² Bordo M. (1989). *Equation of Exchange. The New Palgrave: A Dictionary of Economics.*

³ Remiantis iki šiol nepaneigta Miltono Friedmano (1963 m.) išvada, pinigų apyvartos greitis ilginiui mažėja, nes turtingesnė visuomenė linkusi vis didesnę savo turto dalį laikyti likvidžia forma. Žr. *Friedman M. and Schwartz A. (1963). Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton University Press.*

grynuosius pinigus į apyvartą, tenkindamas visuomenės faktinę paklausą šiems pinigams. Bankų atsargos – tai kredito įstaigų turimos lėšos jų sąskaitose centriniame banke. Bankų atsargas centrinis bankas išleidžia į apyvartą, įgyvendindamas pinigų politiką, kurią jis vykdo atlikdamas su kredito įstaigomis skolinimo ar vertybinių popierių pirkimo operacijas. Šių dviejų rūšių pinigų suma paprastai vadinama pinigų baze (M_B).

Bankų atsargos neįtraukiamos į bendrąjį pinigų kiekį, nes plačioji visuomenė tiesiogiai nenaudoja šių pinigų. Praėjusio amžiaus viduryje, o kai kur ir dar anksčiau centriniai bankai specialiai nustojo priiminėti indėlius iš gyventojų ir nebankinių įmonių, taip sustiprindami bankų sektoriaus finansinį stabilumą⁴. Verta pažymėti, kad kredito įstaigos atsiskaito tarpusavyje bankų atsargomis, vykdydamos nebankinių klientų mokėjimus iš vienos kredito įstaigos ar į kitą. Taip visuomenės indėliai privačiose kredito įstaigose per tarpbankinius atsiskaitymus susiejami su centrinio banko pinigais. Ši plačiosios visuomenės sąsaja su centrinio banko pinigais atsiskaitymų negrynaisiais plėtros laikais yra tapusi dar svarbesnė nei plačiai žinoma galimybė indėlius iškeisti į centrinio banko grynuosius pinigus.

Ryšys tarp pinigų bazės ir bendrojo pinigų kiekio atrodo paprastas tik iš pirmo žvilgsnio:

$$M_B \cdot m \equiv M$$

Daugikliu m , dar vadinamu multiplikatoriumi, susieta pinigų bazė ir bendrasis pinigų kiekis išreiškia pasekmes, bet ne priežasties ir pasekmės ryšius. Ši tapatybė nereiškia, kad bendrojo pinigų kiekio augimą sukelia ir nulemia pinigų bazės augimas. Dažnai yra atvirkščiai: kredito įstaigų paskolų apimtys ir bendrasis pinigų kiekis prisitaiko prie ekonomikos poreikių esant tam palūkanų lygiui, kurį reguliuoja centrinis bankas, o pastarasis papildo pinigų kiekį grynaisiais pinigais ir bankų atsargomis pagal ekonomikos dalyvių poreikius. Skatinant ekonomiką, centriniam bankui nepakanka tiesiog padidinti bankų atsargas ir pinigų bazę. Bendrasis pinigų kiekis į tai gali reaguoti vangiai, jeigu kredito įstaigos stokoja motyvacijos arba nuosavo kapitalo prisiimti papildomą ekonomikos kreditavimo riziką, - ne kartą matytas vaizdas krizių metu. Be to, prisiminkime, kad kredito įstaigos techniškai negalėtų perskolinti iš centrinio banko gautų atsargų nebankinėms įmonėms ar gyventojams, nes centrinis bankas pastariesiems neatidaro sąskaitų dėl jau anksčiau minėtų finansinio stabilumo tikslų.

⁴ Bankų sektoriaus finansinis stabilumas yra vienas svarbiausių klausimų, pastaraisiais metais diskutuojant dėl to, ar ir koku būdu centriniai bankai turėtų išleisti plačiai visuomenei prieinamus centrinių bankų skaitmeninius pinigus (angl. *central bank digital currency*), žr., pavyzdžiui, *Bindseil U., Panetta F., Terol I. (2021). Central Bank Digital Currency: functional scope, pricing and controls. ECB Occasional Paper Series, No 286 / December 2021.*

Kodėl centriniai bankai jau seniai nustojo reguliuoti pinigų kiekį

Išsivysčiusių valstybių centriniai bankai aktyviai nebereguliuoja pinigų kiekio nuo praėjusio amžiaus 9-ojo dešimtmečio (1980–1990 m.). Iki to laiko pinigų kiekis prarado aiškų ir prognozuojamą ryšį su infliacija. Statistinis sąryšis, kurį savo laiku pagrindė ir išpopuliarino garsusis monetaristas Miltonas Friedmanas (1963 m.)⁵, išnagrinėjęs to meto šimtmečio statistiką, nustojo būti patikimas. Verta prisiminti, kad pinigų kiekis buvo pagrindinis centrinių bankų reguliavimo objektas palyginti neilgai – apie dešimtmetį, nuo 8-ojo dešimtmečio iki 9-ojo dešimtmečio vidurio. To meto ir vėlesni tyrimai atskleidė labai susilpnėjusį pinigų kiekio ir infliacijos ryšį⁶. Naujausi pastarųjų metų tyrimai nurodo aukštos infliacijos laikotarpiams būdingą laikinai sustiprėjusį statistinį ryšį tarp pinigų kiekio ir vėlesnių infliacijos pokyčių. Tuo pat metu šiais tyrimais nustatyta didelė pinigų paklausos įtaka pinigų kiekio padidėjimui ir nepaneigta skatinamosios pinigų ir fiskalinės politikos būtinybė minėtų ekonomikos sukrėtimų akivaizdoje⁷.

Pinigų kiekį tapo sunku reguliuoti, nes pinigų paklausa tapo nestabili ir sunkiai prognozuojama. Praėjusio amžiaus 8-ąjį ir 9-ąjį dešimtmečiais išvystytos rinkos ekonomikos atsisakė perdėtai griežto finansų rinkų reguliavimo ir paskatinto finansines inovacijas bei konkurenciją tarp finansų rinkos dalyvių. O tada paaiškėjo, kad visuomenės pageidaujamas pinigų kiekis (pinigų paklausa) tapo sunkiai prognozuojamas ir išmatuojamas, nes ėmė jautriai ir prieštaringai reaguoti į palūkanų normų pokyčius bei verslo ciklo fazę. Pavyzdžiui, pinigų paklausa padidėja ne tik ekonomikos pakilimo, bet ir nuosmukio metu, nes ekonomikos dalyviai nori sukaupti didesnes likvidumo atsargas. Finansų rinkos dalyviai ėmė siūlyti alternatyvių formų likvidųjį turtą, sujungiantį atsiskaitymų funkciją ir galimybę gauti palūkanų. Šios tendencijos labai apsunkino gyvenimą pinigų kiekio statistikams ir reguliuotojams.

Pinigų kiekio matavimo pakeitimai nepadėjo atkurti tvaraus ryšio su infliacija. Centriniai bankai turėjo atsisakyti teorinio pinigų apibrėžimo, pagal kurį pinigai yra tai, kas geriausiai atlieka pinigų funkcijas, t. y. lėšos einamosiose sąskaitose ir grynieji pinigai. Pinigų kiekį pradėta konstruoti pagal tai, koks likvidžiojo finansinio turto junginys turėtų glaudesnę ryšį su infliacija ir padėtų ją geriau prognozuoti. Pavyzdžiui, matuojant pinigų kiekį euro zonoje, be indėlių kredito įstaigose, buvo įtraukti pinigų rinkos fondai ir net kredito įstaigų išleistos obligacijos bei sudaryti atpirkimo sandoriai. Tačiau ir toks eklektiškas pinigų kiekio matavimo būdas nebeužtikrino aiškaus ryšio su infliacija.

⁵ Friedman M. and Schwartz A. (1963). *Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.

⁶ Holm-Hadulla F., Musso A., Rodriguez Palenzuela D., Vlassopoulos T. (2021). *Evolution of the ECB's analytical framework*. ECB Occasional Paper Series, No 277 / September 2021.

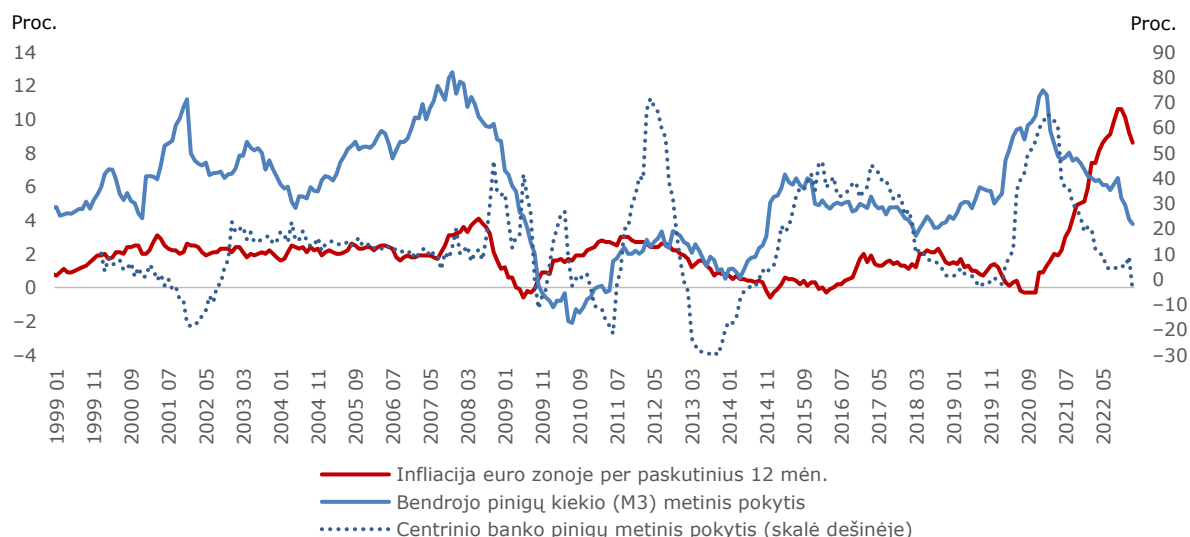
⁷ Borio C., Hofmann B., and Zakrajšek E. (2023). *Does money growth help explain the recent inflation surge?* BIS Bulletin, No 67 / January 2023.

Atsisakę pinigų kiekio reguliavimo, centriniai bankai ir toliau skaičiuoja pinigų kiekio rodiklius ir vertina jų veiksmus. Centriniai bankai grįžo prie klasikinio įrankio – palūkanų normų reguliavimo. Kredito įstaigoms kredituojant ekonomiką, pinigų kiekis lanksčiai prisitaiko prie palūkanų lygio ir realiosios ekonomikos poreikių. Tačiau prisitaikymo dinamika ir kryptis labai priklauso nuo konkrečios situacijos, todėl skirtingais laikotarpiais pinigų kiekio reakcija į palūkanų normas ir jo ryšys su infliacija gali labai skirtis. Pinigų kiekio analizė suteikia labai naudingos informacijos apie pinigų politikos poveikio perdavimą per kredito įstaigas realiajai ekonomikai ir bankų sektoriaus finansinį stabilumą.

Pinigų kiekio ir infliacijos dinamika euro zonoje atskirais laikotarpiais labai skyrėsi

2 paveiksle pavaizduoti bendrojo pinigų kiekio, pinigų bazės ir infliacijos pokyčiai euro zonoje nuo euro zonos įkūrimo 1999 m. Matome, kaip akivaizdžiai skyrėsi pinigų kiekio ir infliacijos pokyčiai ir net jų kryptys atskirais laikotarpiais, vėluojanti infliacijos reakcija taip pat buvo labai skirtinga. Atkreipkime dėmesį į daug didesnę pinigų bazės pokyčių skalę paveikslo dešinėje.

2 pav. Bendrojo pinigų kiekio, pinigų bazės ir infliacijos pokyčiai euro zonoje, proc.



Šaltiniai: ECB ir Lietuvos banko skaičiavimai.

2004–2007 m. bendrasis pinigų kiekis augo vis sparčiau be ypatingų Eurosistemos pastangų. Infliacija tebebuvo nuosaiki, o 2007–2008 m., kai ekonomika pradėjo kaisti globalios finansų krizės (2008–2009 m.) išvakarėse, santūriai padidėjo. 2008 m. infliacija ėmė kristi gerokai sparčiau nei lėtėjo pinigų kiekio augimo tempas. Dėl pasaulinės ekonomikos sąstingio mažėjo energijos ir žaliavų kainos. ECB papildomu likvidumu kompensavo

tarpbankinės rinkos paralyžių, bet tuo metu tai nepaskatino bendro pinigų kiekio augimo. Europos kredito įstaigų balansų kokybė ėmė blogėti, stabdydama kreditavimą ir pinigų kiekio augimą. 2009 m. pagerėjus ekonomikos lūkesčiams ir žaliavų kainoms grįžtant į buvusį lygį, infliacija „atsigavo“, nors pinigų kiekis dar kurį laiką mažėjo.

Eurosistemos pinigų bazės šuolis 2011–2012 m. buvo reakcija į įsiplieskusią euro zonos šalių vyriausybių skolų krizę. Ekonomikos kreditavimas ėmė atsigauti, bet buvo daug nuosaikesnis, kaip ir pinigų kiekio augimas. O infliacija 2011 m. ėmė viršyti 2 proc., ir ECB trumpam kilstelėjo savo palūkanų normas.

2014–2018 m. Eurosistema dėjo dideles pastangas siekdama išvengti defliacinių procesų. Pinigų bazė buvo sparčiai didinama tikslinėmis ilgesnės trukmės paskolomis bankams, o nuo 2015 m. – ir kiekybiniu skatinimu, t. y. įvairios trukmės obligacijų didelės apimties supirkimu rinkoje. Šiomis priemonėmis ECB siekė ne savaiminio pinigų bazės padidinimo, bet dar labiau sumažinti ilgalaikių palūkanų lygį ir paskatinti realios ekonomikos kreditavimą bei investavimą tuo metu, kai trumpalaikės palūkanų normos jau buvo sumažintos beveik iki „dugno“⁸. Ekonomikos kreditavimas suaktyvėjo, tačiau infliacija dėl išorės veiksnių (žaliavų kainų) ir vidaus veiksnių (darbo užmokesčio ir paslaugų kainų) išliko vangi dar keletą metų.

2020 m. pasaulį užklupus seniai nematyto masto pandemijai, skatinamosios pinigų politikos poreikis dar labiau išaugo. Vėl, kaip ir 2008 m. rudenį, pasaulio ekonomikas sukaustė krizės baimė ir didelis neaiškumas dėl ateities. Suderintomis pinigų, fiskalinės ir makroprudencinės politikos pastangomis buvo sustiprinta bendroji paklausa. Intensyvus pinigų bazės padidėjimas 2020–2021 m. atspindėjo Eurosistemos papildomas plataus masto skatinamąsias pinigų politikos priemones. Skatinamųjų priemonių padrašintos, kredito įstaigos padidino ūkio kreditavimą, tenkindamos išaugusį įmonių poreikį likvidžioms lėšoms, dėl to tuo metu matome paspartėjusį bendrojo pinigų kiekio augimą. Dėl šių pastangų euro zonos ekonomikos nuosmukis 2020 m. buvo labai sušvelnintas ir sutrumpintas. Lietuva buvo viena iš nedaugelio pinigų sąjungos valstybių, tuo metu apskritai išvengusių ekonomikos nuosmukio.

Alternatyviam scenarijui iliustruoti dar kartą pasitelkime pinigų kiekio dėsnio išraišką $M \cdot V \equiv Y \cdot P$. Jeigu bendroji paklausa nebūtų sustiprinta, kairioji tapatybės pusė $M \cdot V$ taptų nepakankama, kad apsaugotų realiąją ekonomiką Y nuo smukimo tuo metu, kai kainų lygį P į viršų stūmė pasiūlos trikdžiai.

⁸ Altavilla C., Lemke W., Linzert T., Tapking J., von Landesberger J. (2021). Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014. ECB Occasional Paper Series, No 278 / September 2021.

2021–2022 m. įsibėgėjusią infliaciją lėmė stiprios paklausos ir pandemijos poveikio bei karo Ukrainoje derinys. Infliacija pradėjo sparčiai didėti nuo 2021 m. vidurio, kai paklausa atsigavo, o gamybos ir tiekimo grandinės vis dar buvo trikdomos pandemijos. Jas dar papildomai veikė ir brangino geopolitiniai veiksniai. Kurį laiką atrodė, kad pandemijos suvaldymas ir rinkos mechanizmas netrukus atkurs pasiūlą. Pinigų politika reguliuoja realiosios ekonomikos svyravimus, paveikdama bendrąją paklausą, o sutrikus pasiūlai, centriniai bankai turi išlaukti, kol rinkos dėsniai ir struktūrinė vyriausybės politika atkurs pasiūlos pusiausvyrą. Nebent pasiūlos sutrikimai paveiktų ekonomikos dalyvių vidutinio laikotarpio kainodarą ir infliacijos lūkesčius, numatant aukštesnę infliaciją nei 2 proc. vidurkis. Tačiau rusijos agresija prieš Ukrainą 2022 m. vasario mėn. buvo papildomas ir labai stiprus sukrėtimas viso pasaulio ekonomikai, sukėlęs drastišką energijos, žaliavų ir maisto kainų brangimą. Dėl to aukšta infliacija įgavo „antrąjį kvėpavimą“ ir „prasismelkė“ į daugelį ekonomikos sektorių, keldama grėsmę vidutinio laikotarpio (2–3 m.) kainodarai ir infliacijos lūkesčiams.

Reaguodami į tai, Eurosistema ir kiti centriniai bankai pradėjo griežtinti pinigų politiką. Pagrindinė pinigų politikos priemonė yra palūkanų normų didinimas. Centrinų bankų supirktų VP apimtys mažinimas yra papildoma tos pačios krypties priemonė⁹. Ji mažina bankų atsargų perteklių, stiprina didinamų palūkanų normų ribojamąjį poveikį ir sukuria papildomą erdvę ekonomikos skatinimui ateityje, kai to vėl prireiks. Prisiminkime, kad visas pinigų politikos poveikis pasireiškia ne iš karto, o per minėtą vidutinį laikotarpį.

⁹ [ECB valdančioji taryba 2022 m. vasario 2 d. nusprendė](#) nuo 2023 m. kovo mėn. mažinti pinigų politikos tikslais įsigytų vertybinių popierių portfelį.