

PRIEDAI

1 PRIEDAS. Nestandartinės ECB pinigų politikos priemonės

1. Kodėl nestandartinės?

Standartinė, arba įprastinė, pinigų politika visų pirma yra susijusi su nustatytoju centrinio banko tikslu – siekti kainų stabilumo (dažniausiai tai būna tikslinis infliacijos lygis) ir jam pasiekti naudojamomis priemonėmis. Įgyvendindami standartinę pinigų politiką, centriniai bankai paprastai reguliuoja trumpalaikes palūkanų normas, taip praneša apie pinigų politikos poziciją ir valdo bankų sistemos likvidumą (Borio 1997). Pranešant apie poziciją, ūkio subjektams aiškiai nurodoma, kokią pinigų politikos poziciją centriniai bankai pageidauja matyti. Daugeliu atvejų ta pozicija atitinka pinigų politikos vykdymo tikslą – tam tikrą pasirinktos trumpalaikės rinkos palūkanų normos lygį ar intervalą, atitinkantį kainų stabilumo tikslą (ECB taiko euro 1 nakties palūkanų normą EONIA, Šveicarijos nacionalinis bankas – 3 mėn. Šveicarijos franko LIBOR).

Vyraujančios palūkanų normos lyginamos su pageidaujama palūkanų norma, o pageidaujamosios normos centrinis bankas pirmiausia siekia likvidumo operacijomis. Nuo 2007–2008 m. finansų krizės centrinis bankas, pranešdamas apie pageidaujamą dabartinio laikotarpio ar ateities palūkanų normas, dar ir valdo ūkio subjektų lūkesčius dėl būsimų pinigų politikos palūkanų normų. Pinigų politikos palūkanų norma siejama su Taylora taisyklę primenančia funkcija, numatančia, kad palūkanų normų lygis priklausys nuo dviejų veiksnių: 1) santykio tarp infliacijos lygio ir nustatyto infliacijos tikslo; 2) santykio tarp produkcijos lygio ir potencialiosios produkcijos. Likvidumo valdymo operacijos – tai operacijos, kurias centriniai bankai taiko bankų atsargų lygiui subalansuoti, kad būtų išvengta reikšmingų ilgalaikių trumpalaikės palūkanų normos nuokrypių nuo tikslinės normos. Atvirosios rinkos operacijomis centrinis bankas didina arba mažina sistemos likvidumą, kad jis idealiai atitiktų bankų sistemos paklausą. Paprastai tai daroma už atitinkamą užstatą skolinant bankų atsargas. Pagrindinis būdas – atpirkimo sandoriai, sudaromi tarp likvidumą teikiančios Eurosistemos ir lėšas aukštos kokybės užstatu užtikrinančios kredito įstaigos.

2007–2008 m. finansų krizė sutrikdė bankų sektoriaus atliekamas finansinio tarpininkavimo ir kreditų teikimo funkcijas ir neįtikėtina sumažino komercinių bankų gebėjimą bei norą finansuoti realųjį sektorį. Įmonėms ir namų ūkiams iškilo didelių sunkumų skolintis tiek investicijoms, tiek vartojimui. Užtuot toliau teikę finansavimą ir paskolas realiajam sektoriui, bankai dideles injekcijas turėjo skirti likvidumui ir mokumui gerinti, taip jie taisė savo balansus ir dorojosi su krizės padariniais. Komercinių bankų nenoras skolinti sutrikdė palūkanų normų poveikio perdavimo kanalą. Siekiant palaikyti ekonomikos augimą, tikslinės palūkanų normos palaipsniui buvo sumažintos iki nominaliosios nulinės ribos. Centrinų bankų gebėjimas realiajam sektoriui perduoti dar mažesnę palūkanų normą jau buvo suvaržytas. Taylora taisyklė numato, kad, infliacijai ir ekonominės veiklos lygiui esant nedideliams, mažesnės už nulį palūkanų normos gali būti, tačiau dideles neigiamas palūkanas gali būti sunku pritaikyti rinkoje. Taip būna, kai įmonės ir namų ūkiai turi galimybę laikyti pinigų likučius, o ne indėlius (Bech, Malkhozov 2016), ir kredito bei finansavimo paklausa nėra tokio lygio, kokio ji turėtų būti, kad ekonomika atsikratytų nepalankių finansų krizės padarinių.

Įprastinės priemonės, centrinių bankų turimos pinigų politikai vykdyti, tapo mažiau veiksmingos. Kilo poreikis taikyti alternatyvias arba nestandartines priemones. Pabrėžtina, kad nestandartinių priemonių pasirinkimą lėmė 2007–2008 m. krizės pobūdis ir padariniai. Pirmiausia, kilus poreikiui užtikrinti bent minimalų bankų sektoriaus bei finansų rinkų funkcionavimą ir stabdyti turto pardavimą likvidumo didinimo tikslais, centriniai bankai virto finansiniais tarpininkais, į savo balansus įtraukiančiais tiek valstybės, tiek privačiojo sektoriaus skolą ar kitokį rizikingą turtą. Vėliau iki nulinės ribos sumažinta tikslinė palūkanų norma privertė centrinius bankus atsižvelgti ne tik į trumpalaikes palūkanų normas. Skirtumus tarp ECB ir Federalinio rezervo sistemos pasirinktų nestandartinių priemonių bei jų taikymo intensyvumo paaiškina skirtingas bankų sektoriaus taikomo ekonomikos finansavimo mastas. Europos Centriniam Bankui bankų kreditavimo ir finansinio tarpininkavimo teko keisti daugiau, nes euro zonos šalių ekonomika bankų sektoriumi remiasi daug labiau nei regioniniai atitikmenys JAV.

2. Kuo pasireiškia dabartinių pinigų politikos priemonių nestandartiškumas?

Kad pagerėtų pinigų politikos perdavimas ir būtų išsklaidytas susirūpinimas dėl pasiektos žemutinės nominaliųjų palūkanų ribos, centriniai bankai pakeitė priemonių, taikomų kainų stabilumo tikslui siekti, derinį ir mastą. Šios priemonės nestandartinėmis pavadintos todėl, kad Federalinė rezervų sistema ir Anglijos bankas daugiau dėmesio sutelkė ne į pinigų politikos palūkanų normą (standartinė pinigų politikos priemonė), o į savo balansų struktūros pokyčius ir nominalųjį jų augimą. Taip atsirado pavadinimas „kiekybinis skatinimas“. Vertinant ECB veiksmus, galima skirti dvi fazes: pirminio reagavimo į krizę fazę (įskaitomos finansų ir valstybės skolos krizės) ir antrąjį laikotarpį, kuriam būdingas mažas kredito įsisavinimas (angl. *uptake of credit*), lėtas vartojimo ir investicijų augimas, didėjantis susirūpinimas dėl defliacijos. Pirmoji fazė pirmiausia sietina su rūpinimusi tinkamu finansų sektoriaus veikimu ir pinigų politikos perdavimo užtikrinimu (Cour-Thimann 2012), o antrąją fazę daugiausia lėmė realiojo sektoriaus raida ir ūkio subjektų (namų ūkių, įmonių ir komercinių bankų) lūkesčių pasikeitimas. Nestandartinių pinigų politikos priemonių pobūdis ir mastas priklauso nuo gana skirtingų šias dvi fazes nulėmusių veiksnių ir jų sąveikos su vyraujančia institucine sandara.

2.1. Pirmoji fazė: ECB taikytos nestandartinės priemonės

Daugiau kaip 70 proc. ne finansų bendrovių sektoriaus finansavimo poreikių ES tenkina bankų sektorius, namų ūkių poreikių tenkinimo procentas dar didesnis. Bankų sektoriui sumažinus skolinimą ar finansavimą, didelės bendrovės, turinčios

didelį materialų užstatą ir ilgą ekonominės veiklos istoriją (ją rodo vieši apskaitos duomenys), turėtų galimybę pasinaudoti kapitalo rinkomis. Tačiau mažos ir vidutinės įmonės, kuriose dirba didžioji dalis ES dirbančiųjų, šia galimybe pasinaudoti negali. Taigi, bankai vaidina esminį vaidmenį ne tik užtikrinant sklandų ECB pinigų politikos perdavimą, bet ir skatinant tvarų ekonomikos augimą – jis skatinamas deramai finansuojant didžiulį skaičių ūkio subjektų.

Pirmoji fazė (2007 m. rugpjūčio–2012 m. rugsėjo mėn.) prasidėjo padidėjusia įtampa pinigų rinkose. Komercinių bankų skolinimas ir skolinimasis tarpbankinėje rinkoje nebuvo užtikrinamas užstatu ir, kad vyktų kasdienės operacijos, užteko pasitikėjimo sandorio šalių mokumu bei likvidumu. Tačiau, 2007 m. rugpjūčio mėn. *BNP Paribas* pranešus apie stabdomą lėšų atsiėmimą, pinigų rinkos pajamingumo skirtumai (skirtumas tarp EURIBOR ir 1 nakties apsikeitimo sandorių indekso normos) per kelias dienas neįtikėtinais šoktelėjo, o tai buvo ženklas, kad sandorio šalių pasitikėjimas mažta (Cassola, Morana 2012). Komerciniai bankai susidūrė su tokiu sunkumu kaip išlaidų užtikrinant trumpalaikį ir vidutinės trukmės likvidumą tarpbankinėje rinkoje padidėjimas, ir tai sukėlė grėsmę ne tik realiajai ekonomikai, bet ir atsiskaitymams. ECB pinigų politikos pozicija tiesiogiai parodoma pagrindinės refinansavimo palūkanų normos (PRO normos) pokyčiais. Tai signalas, lemiantis EONIA (euro 1 nakties palūkanų vidurkio indeksas) ir EURIBOR – palūkanų normos, kurią bankai taiko skolindamiesi ir skolindami vienas kitam užstatu neužtikrintoje rinkoje, pokyčius. Galimas EONIA ir PRO normos ryšio nutrūkimas rodė, kad pinigų politikos pozicija jau nebėra aiškiai perduodama bankų sektoriui, atitinkamai – ir ūkio subjektų paskolų bei indėlių palūkanų normoms. Be to, žlugus *Lehman Brothers*, vis labiau didėjo galimybė, kad bankai gali mažinti įsiskolinimą parduodami turtą (kartu ir vyriausybės obligacijas bei kitą turtą), sutriko vertybiniais popieriais pakeičiamo turto rinka (dėl likvidumo stokos labai padidėjo vertybiniais popieriais pakeičiamo turto vertinimo sunkumai) ir beveik visiškai liautasi skolinti realiajam sektoriui.

Taigi, per pirmąją fazę taikytomis nestandartinėmis pinigų politikos priemonėmis pirmiausia buvo siekiama atkurti normalų bankų sistemos kaip pinigų politikos pozicijos perdavimo kanalo funkcionavimą. Šios priemonės buvo numatytos ir įgyvendinamos anksčiau minėtoms problemoms spręsti – likvidumui atkurti, netikrumui dėl būsimų likvidumo sąlygų ir galimybių gauti paskolą išsklaidyti. Šių priemonių rinkinį ECB pavadino aktyviu kreditavimo palaikymu (angl. *enhanced credit support*).

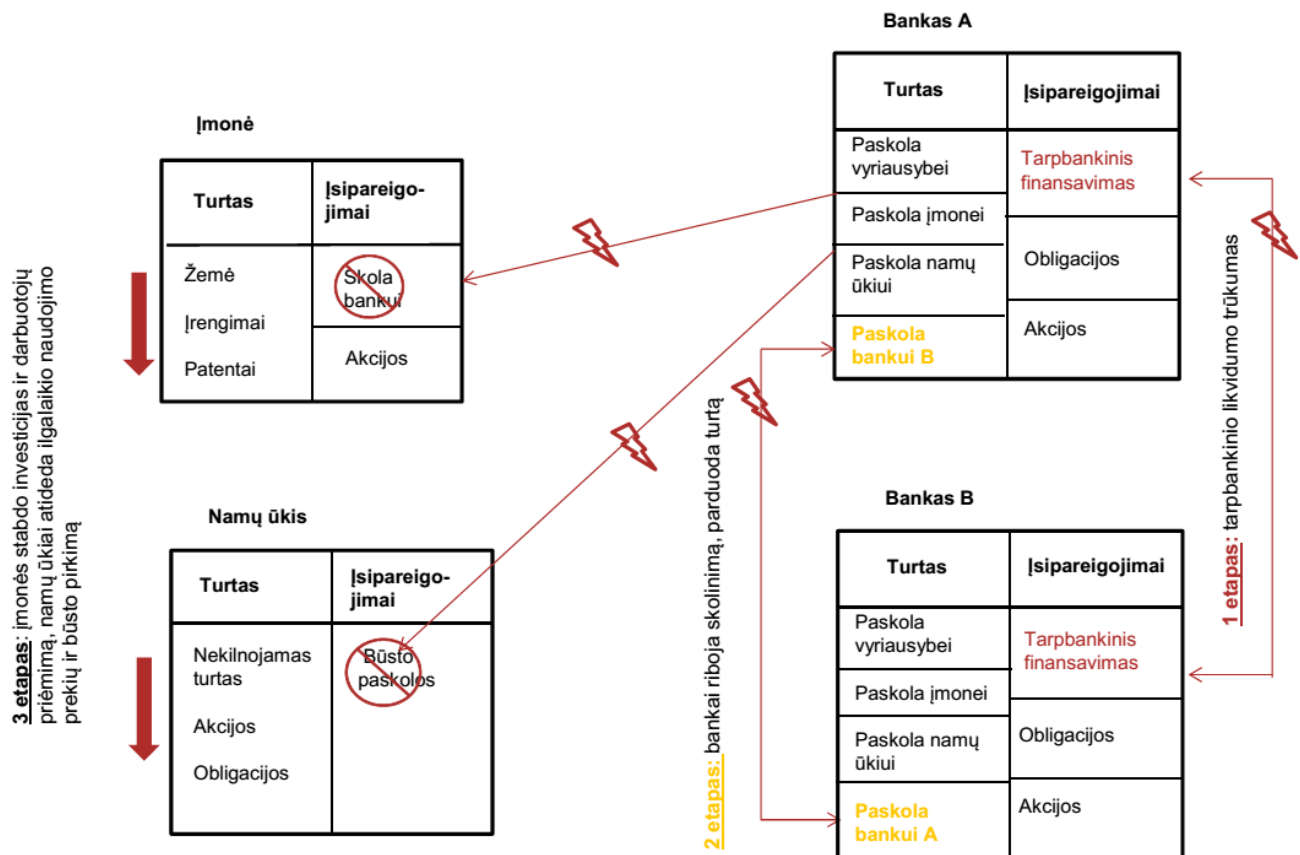
Keletas pakeitimų buvo atlikta siekiant užtikrinti veiksmingą pinigų politikos pozicijos perdavimą (ECB 2010). Iki prasižėdant pirmajai fazei, centrinio banko likvidumas aukcione būdavo paskirstomas fiksuota suma vykdant kintamųjų palūkanų konkursą, o per pirmąją fazę ECB perėjo prie fiksuotųjų palūkanų normų konkurso paskirstant visą sumą, kad būtų patenkinti visi siūlymus pateikiančių įstaigų likvidumo reikalavimai. Taip buvo siekiama pagerinti palūkanų normos kanalą – procesą, kai pinigų politikos palūkanų normos perduodamos trumpalaikėms palūkanų normoms, vėliau ir ilgalaikėms, kurios svarbios investuojant. Be to, pratęsti likvidumo operacijų terminai (ilgalaikių refinansavimo operacijų – nuo ankstesnio 3 mėn. termino iki 12 mėn.) ir pritaikyta daugiau tinkamumo kriterijų, numatant, kad atpirkimo sandoriuose būtų galima naudoti užtikrinamuosius užstatus. Dar ir išplėstas sandorio šalių, kurioms leidžiama dalyvauti šiose operacijose, sąrašas. Tuo pat metu ECB pradėjo vykdyti programą, skirtą padengtųjų obligacijų rinkai atverti. Dėl šio rinkos segmento netinkamo veikimo buvo nebeįmanoma įvertinti padengtųjų obligacijų, vykdyti jų sandorių, išleisti naujų obligacijų. Pritaikius padengtųjų obligacijų pirkimo programą (POPP), Euro sistema tapo „paskutinės instancijos“ pirkėja (angl. *buyer of last resort*) ir taip buvo atvertas gyvybiškai svarbus bankų finansavimo kanalas, kartu – padidintas rinkos skaidrumas. Valiutos apsikeitimo sandoriai, sudaromi su Federalinio rezervo sistema ir Šveicarijos nacionaliniu banku, suteikė ypač reikalingo likvidumo užsienio valiuta už užstatą eurais. Taikant šias priemones, bankų likvidumas gerokai padidėjo. Iš pradžių tiesioginiu skolinimo padidėjimu jis nevirto, nes bankai buvo užsiėmę likvidumo kaupimu. Dienos likvidumo perteklius padidėjo nuo vidutiniško 10 mlrd. eurų per dieną pertekliaus iki gerokai daugiau nei 100 mlrd. eurų per dieną. Dėl to EONIA tapo artima tikslinės palūkanų normos intervalo apatinei ribai. Kaip schema tarpbankinės rinkos sąstingis pavaizduotas A paveiksle.

Likvidumo didinimo priemonės turėjo ir teigiamą antrinį poveikį – jomis pagerintos kredito įstaigų kapitalo pozicijos (žr., pvz., Heider ir kt. 2010). Tai pasklandino bankų kapitalo kanalą ir atvėrė paskolų pasiūlą platesnės aprėpties ekonomikai. Bankų kapitalo kanalas numato, kad geriau kapitalizuotų bankų paskolų pasiūla yra didesnė. Autoriai nurodo, kad Ispanijoje tiek pinigų politika (didesnės trumpalaikės palūkanų normos), tiek verslo ciklas (mažesnis BVP augimas) kredito pasiūlą mažina. Stipresnį poveikį patiria tie bankai, kurių kapitalo ir likvidumo pozicijos yra silpnos. Bankų kapitalo kanalo svarba atskleidžiama Ispanijos paskolų registre suregistruotas paskolų paraiškas gretinant su paskolas teikiančių bankų balansų ypatybėmis. Skirdami paklausą lemiančius veiksnius ir pasiūlą lemiančius veiksnius, autoriai daro išvadą, kad svarbūs veiksniai priimančios sprendimus dėl paskolos suteikimo yra tiek banko kapitalo, tiek ir banko likvidumo rodikliai. Esant didesnėms trumpalaikėms palūkanų normoms (jos susijusios su griežtesne pinigų politika) ar mažesniai BVP augimo tempui, mažėja tikimybė, kad paskolos paraiška bus patenkinta, o svarbiausia – kuo mažesnis paraiškas tenkinančio banko kapitalo ar likvidumo lygis, tuo didesnį neigiamą poveikį turi aukštesnės palūkanų normos. Lyginant stiprius ir silpnus bankus (silpnais laikomi bankai, kurių kapitalo ir likvidumo lygio procentilis yra 10-asis, stipriais – tie, kurių procentilis yra 90-asis), paaiškėja, kad silpniems bankams padidėjusios palūkanų normos turi didesnį poveikį nei silpniems. Palūkanų normą padidinus 100 bazinių punktų, silpnų bankų skolinimas sumažėja 11 proc. labiau nei stiprių bankų skolinimas. Taigi, esant likvidumo trūkumui ir nepakankamam kapitalo prieinamumui, bankai gali mažiau kredituoti realiąją ekonomiką. Šie rezultatai rodo, kaip bankų skolinimo kanalas veikė iki 2008 m. (autoriai nurodo, kad duomenų patikimumui patikrinti naudojo duomenis iki 2010 m.). Sunku pasakyti, ar gali būti asimetrinio poveikio, jei numatoma, kad tokio paties masto skolinimo pokyčius lemia panašaus dydžio palūkanų normų sumažėjimas. Matteo Ciccarelli ir kt.

(2015) nurodo, kad rezultatai priklauso nuo banko ir paskolos gavėjo, taip pat pabrėžia įmonių ir namų ūkių balansų kanalo svarbą. Maži bankai skolina mažoms įmonėms, taigi, abiejų šios grupės atstovų balanso rodikliams esant prastiems, bankų kredito kanalą veikiančių sukurtimų poveikis būtų daug didesnis (Ciccarelli et al. 2013).

Pirmosios fazės antras etapas prasidėjo dėmesio sutelkimu į valstybių skolas ir mokumą. Kadangi bankų reguliavimo sistema turimoms valstybės skolos priemonėms taikė nulį rizikos svorį, tai ir nebuvo reikalaujama, kad komerciniai bankai, investuodami į valstybių fiksuoto pajamingumo vertybinius popierius, atsidėtų rizikos kapitalo. Toks veiksnys, kartu ir didelis šių priemonių likvidumas bei priimtumas centriniams bankams skolinant, lėmė didelę valstybės skolos priemonių koncentraciją daugelyje bankų. Jų nerizikingumu privertė suabejoti galimas ekonomikos augimo sulėtėjimas (dėl to būtų gauta mažiau mokestinių pajamų) ir kartu – galimas poreikis rekapitalizuoti kritinėje padėtyje atsidūrusius bankus. Šių mechanizmų veikimą paspartino lūkesčiai dėl Graikijos vyriausybės įsipareigojimų nevykdymo, todėl imta atidžiai stebėti ir kitų šalių (Portugalijos, Airijos, Ispanijos, Italijos) fiskalinę padėtį. Taip susidarė tam tikras užburtais ratas: minėtų šalių bankams turint daug vyriausybės obligacijų, didėjo tikimybė, kad juos teks gelbėti mokesčių mokėtojų pinigais, taip didėjo vyriausybės obligacijų įsipareigojimų nevykdymo tikimybė. Jai didėjant, didėjo valstybių skolinimosi išlaidos, todėl toliau mažėjo skolos priemonių vertė, o tai savo ruožtu prastino bankų balansus. Bankai, siekdami išsaugoti balansų vientisumą, tuo pat metu mažino skolinimo apimtį ir reikalavo aukštesnės kokybės užstato. Kaip veikė šis mechanizmas, pavaizduota A paveiksle. Kad sutrauktų užburtais ratą, ECB, taikydamas vertybinių popierių rinkų programą (VPRP), pirkto valdžios sektoriaus skolą, ITRO terminą pratęsė iki 3 metų ir, kad galėtų toliau pirkti vyriausybės obligacijas atsižvelgdamas į fiskalinį koregavimą, pradėjo vykdyti vienakrypčių pinigų politikos sandorių (VPPS) programą. VPPS programa – tai sėkmingos komunikavimo strategijos, kuri pinigų politikos institucijai suteikia galimybę išvengti faktinių intervencijų į rinką, pavyzdys. Be to, buvo supaprastinti užstato tinkamumo kriterijai, nacionaliniams centriniams bankams leista priimti bankų paskolas.

A pav. Pirmoji ECB veiksmų fazė: supaprastinta tarpbankinės rinkos skilimo pakopinio poveikio schema



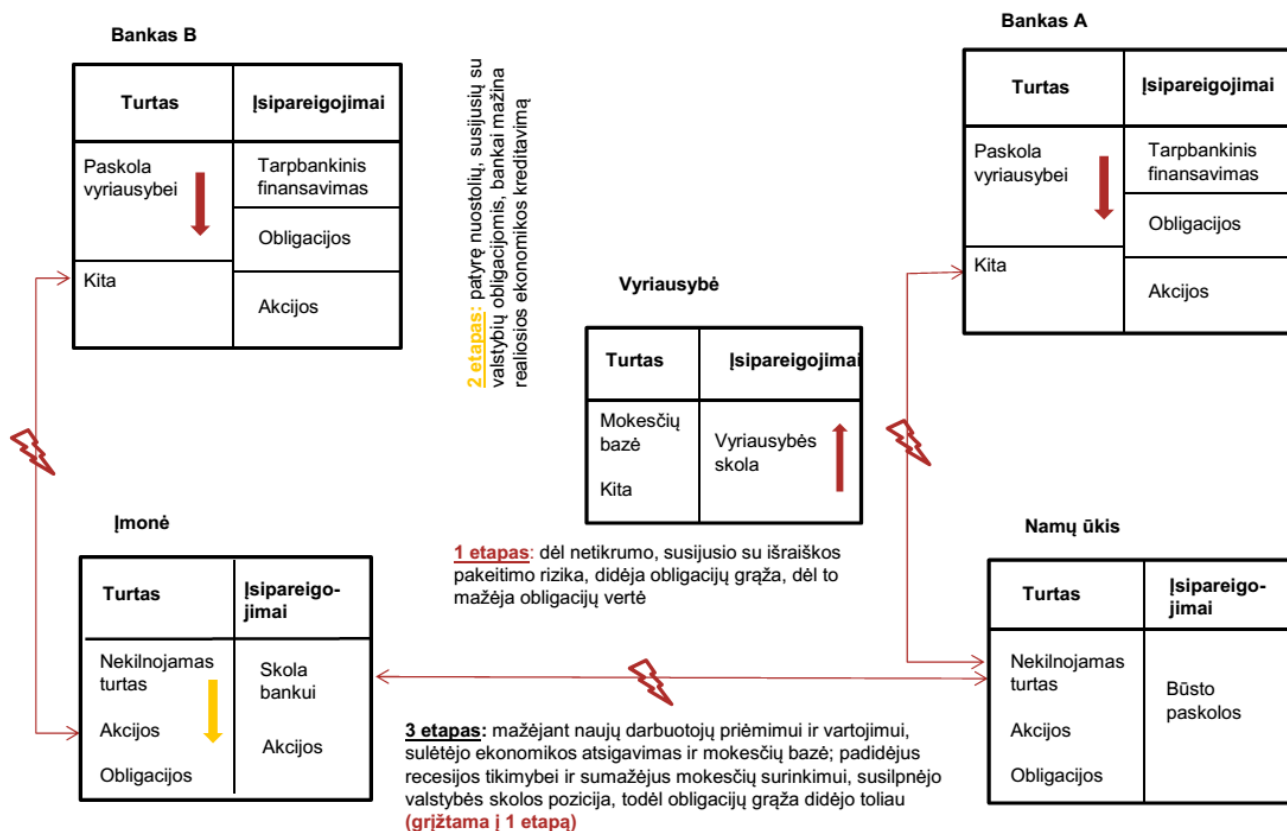
Šiomis programomis siekta užtikrinti, kad likvidumas būtų didelis, bet kartu siekta atsižvelgti į susidarančią priemonę, susijusią su išraiškos pakeitimo rizika (angl. *redenomination risk*). Tai galimybė, kad tam tikrą priemonę išleidusi šalis, atsidūrusi kritinėje padėtyje, nuspręš išstoti iš euro zonos, todėl eurais išreikšta skola bus konvertuojama į vietinę valiutą (nepalankiu kursu). Arvindas Krishnamurthy ir kt. (2015), pasitelkę atvejo tyrimą, patikrino, ar VPRP, VPPS ir ITRO turėjo laukiamą poveikį, ir aprašė kanalus, kuriais šios programos mažino įtampą rinkoje. Nustatyta, kad dėl VPRP ir VPPS gerokai sumažėjo vyriausybės obligacijų pajamingumas, ITRO poveikis buvo santykinai mažesnis. Atliekant šį tyrimą, šalių pajamingumo lygis buvo suskirstytas į dvi grupes:

- euro zonai bendros komponentės: lūkesčių hipotezės komponentę, euro palūkanų normos trukmės priemonę (angl. *euro-rate term premium*);
- šalies ypatumų komponentę: įsipareigojimų nevykdymo rizikos priemonę (kaip tikisi investuotojai, ji turėtų atsverti įsipareigojimų nevykdymo galimybę), išraiškos pakeitimo riziką (kaip tikisi investuotojai, ji turėtų atsverti galimybę, kad

obligacijos išraiška bus pakeista į nuvertėjusią vietinę valiutą) ir rinkos susiskaidymą (vertinimo skirtumai, atsirandantys dėl investuotojams taikomų skirtingų apribojimų).

Atliktas tyrimas rodo, kad pirmosios grupės svarba aiškinant pajamingumo pokyčius nedidelė, tačiau antroji grupė atskleidžia svarbiausią VPRP ir VPPS veikimo kanalą. Pavyzdžiui, praėjus dviem dienoms po pranešimo apie pirkimą pagal VPRP, Italijos 2 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas sumažėjo vidutiniškai 183 baziniais punktais, Portugalijos – 550 bazinių punktų. Pajamingumo sumažėjimas paskelbus VPPS vertinamas panašiai: nuo vidutinio sumažėjimo 248 baziniais punktais Ispanijoje iki sumažėjimo 74 baziniais punktais (statistiškai nereikšmingo) Portugalijoje. Nustatytas ir šių programų taikymo šalutinis poveikis – tiek pagrindinėse, tiek nepagrindinėse šalyse padidėjo akcijų kainos.

B pav. Antroji ECB veiksmų fazė: ekonominės sistemos neigiamos atsakomosios reakcijos ciklai



2.2. Antroji fazė: ECB taikytos nestandartinės priemonės

2014 m. ECB pranešė apie naujas skatinamąsias priemones, skirtas jau ilgą laiką suprastėjusių infliacijos perspektyvų ir lėto ekonomikos atsigavimo problemoms spręsti. Pradėta vykdyti TITRO programa, leidžianti komerciniams bankams finansuoti savo veiklą, iki 4 metų taikant fiksuotą palūkanų normą. Pagal banko turimas tinkamas paskolas buvo nustatyti skolinimo limitai, vėliau – ir ne finansų bendrovių bei namų ūkių grynojo skolinimosi sumos limitai (neįskaitant paskolų būstui įsigyti). Tokia priemonė leido bankams tarpbankinio finansavimo ir finansavimo rinkoje šaltinius pakeisti stabiliu fiksuotų išlaidų finansavimu, teikiamu Eurosistemos. Taip padidėjo apibrėžtumas dėl bankų finansavimo, nes buvo labiau suderinti įsipareigojimų ir turto terminai. Pradėta vykdyti TPP, sudaryta iš 3 elementų – trečiosios padengtųjų obligacijų pirkimo programos (POPP3), turtu užtikrintų vertybinių popierių pirkimo programos (TUVPPP) ir modulio, orientuoto į viešojo sektoriaus vertybinių popierių pirkimą pagal viešojo sektoriaus pirkimo programą (VSPP). VSPP yra Eurosistemos taikomos kiekybinio skatinimo programos atitinkmuo. Jis rodo esminį pinigų politikos įgyvendinimo pokytį, kai nuo pasyvaus rėmimosi bankų paklausa skolinant, taikyto pagal ankstesnes programas, pereita prie aktyvaus ir didelio masto vertybinių popierių pirkimo. TUVPPP leido susidaryti tinkamų turtu užtikrintų vertybinių popierių paklausai, taip bankai galėjo suaktyvinti keitimą vertybiniais popieriais ir paskolų pardavimą.

Pirminis TITRO tikslas buvo užtikrinti, kad skatinamąją pinigų politikos poziciją labiau atspindėtų galutinių kredito vartotojų skolinimosi išlaidos. Anksčiau, kai komerciniai bankai vengė rizikos, buvo kaupiamas likvidumas ir labai mažai skolinama, todėl mažesnės finansavimo sąnaudos ir nevirto mažesnėmis paskolų palūkanų normomis. Tai labiau pasireiškė šalyse, kuriose kilo valstybės skolos krizė ir susidarė didelė įmonių bei bankų balansų neatitiktis. 2011–2014 m., PRO normai sumažėjus 125 baziniais punktais, Vokietijoje ir Prancūzijoje palūkanų normos medianos sumažėjo 92 bazinių punktų, Airijoje, Ispanijoje ir Italijoje – tik 28 bazinių. Paskelbus apie antrosios fazės priemonių paketą, Graikijos, Italijos, Airijos, Portugalijos ir Ispanijos skolinimosi išlaidos sumažėjo labiau nei kitų euro zonos šalių skolinimosi išlaidos (113 bazinių punktų), kur jos sumažėjo 50 bazinių punktų (žr. ECB 2015). Apskaičiuota, kad Ispanijos 10 m. ir 20 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas dėl TPP sumažėjo net 80 ir 78 baziniais punktais (statistiškai reikšmingas įvertis), Vokietijos 20 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas – tik 13 bazinių punktų (statistiškai nereikšmingas įvertis). Teigia-

mas šalutinis poveikis buvo tai, kad 200 bazinių punktų padidėjo *Dow Jones Euro Stoxx* indeksas, atitinkamai 63 ir 50 bazinių punktų sumažėjo finansų ir ne finansų bendrovių obligacijų pajamingumo skirtumas (Altavilla ir kt. 2015).

Intensyviau naudojantis ECB teikiamu finansavimu, mažiau naudotasi tradiciniu šaltiniu – finansavimu skolinantis rinkose, t. y. skolos vertybinių popierių išleidimu, tarpbankiniu skolinimusi. Dėl mažesnės skolos vertybinių popierių pasiūlos esant pastoviai ar didėjant paklausai, kilo vertybinių popierių kainos, taip gerėjo jų turinčių įmonių ir namų ūkių balansų pozicijos (turto vertės efektas). Kuo mažiau namų ūkiai turi fiksuoto pajamingumo vertybinių popierių, tuo mažesnė su turto susijusi galima nauda. Be to, manoma, kad turto vertės efektas būna stipresnis, kai veikiama per mažiau laiko atžvilgiu kintantį turto brangimą, pavyzdžiui, būsto kainos kilimą, o ne kritiniais laikotarpiais remiantis akcijų ir obligacijų rinkomis (Lettau et al. 2004).

Kai Euro sistema perka vyriausybės ar privačiojo sektoriaus obligaciją, ji, mokėdama už turtą, kuria centrinio banko atsargas. Jei pardavėjas yra bankas, atsargos lieka bankų sistemoje (kinta tik viena banko balanso dalis – turtas), o jei pardavėjas yra privatusis asmuo, jos virsta indėliu (indėliai + 100 / banko atsargos + 100). Įsigyjant tiek privačiojo sektoriaus, tiek vyriausybės obligacijų, šiomis programomis buvo pakeista privačiojo sektoriaus turimų portfelių struktūra, o ir paties ECB balansas. Tokie portfelio sudėties pokyčiai, kai ilgesnės trukmės turtas (pavyzdžiui, vyriausybės ar privačiojo sektoriaus obligacijos) keičiamas trumpesnės trukmės turto (pavyzdžiui, grynaisiais pinigais ar atsargomis), gali turėti įtakos ir kitokio turto pajamingumui, nes turto pakeičiamumas nėra idealus. Grynieji pinigai ir indėliai nėra idealus parduodamo turto pakaitas, todėl panašaus termino ar trukmės turto ūkio subjektai siekia gauti rinkoje. Jiems ieškant alternatyvų, kyla kainos, taip mažėja tam tikrų bendrovių ar pramonės šakų finansavimo sąnaudos (Joyce ir kt. 2012). Veikia portfelių perba-lansavimo kanalas. Tik lieka neatsakyta į klausimą, ar papildoma kredito rizika, kylanti komercinę skolą perkant kaip panašaus termino vyriausybės skolos pakaitą, yra pakankamai apdraudžiama? Įdomu ir tai, kokių ekonominių padarinių bankams, pensijų fondams ir draudimo įmonėms kelia poreikis atsidėti daugiau su šiais pirkimais susijusio kapitalo, kaip to reikalaujama pagal standartinę turto ir įsipareigojimų rizikos valdymo sistemą („Bazelis III“ ar „Mokumas II“).

Literatūra

- Altavilla C., Carboni G., Motto R. 2015: *Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the Euro Area*. ECB, Working Paper Series, No. 1864.
- Bech M. L., Malkhozov A. 2016: How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates? – *BIS Quarterly Review*, March.
- Borio C. 1997: The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey. *BIS Economic Papers*, No. 47.
- Cassola N., Morana C. 2012: *Euro Money Market Spreads during the 2007-?* Financial Crisis. ECB Working Paper Series, No. 1437.
- Ciccarelli M., Maddaloni A., Peydro J. L. 2013: Heterogeneous Transmission Mechanism: Monetary Policy And Financial Fragility in the Eurozone. – *Economic Policy* 28, 459–512.
- Ciccarelli M., Maddaloni A., Peydró J.-L. 2015: Trusting the Bankers: A New Look at the Credit Channel of Monetary Transmission. – *Review of Economic Dynamics* 18, 979–1002.
- Cour-Thimann P., Winkler B. 2012: The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure. – *Oxford Review of Economic Policy* 28(4), 765–803.
- European Central Bank (ECB) 2010: *ECB Monthly Bulletin*, October.
- European Central Bank (ECB) 2011: *ECB Monthly Bulletin*, July.
- European Central Bank (ECB) 2015: *ECB Monthly Bulletin*, November.
- Heider F., Hoerova M., Holthausen C. 2010: *Liquidity Hoarding And Interbank Market Spreads: The Role Of Counterparty Risk*. ECB Working Paper No. 1126.
- Jiménez G., S. Ongena J.-L. Peydró, Saurina J. 2012: Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications. – *American Economic Review* 102(5), 2301–2326.
- Joyce M., Miles D., Scott A., Vayanos D. 2012: Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction. – *The Economic Journal* 122, F271–F288.
- Krishnamurthy A., Nagel S., Vissing-Jorgensen A. 2015: *ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels*, Working Paper.
- Lettau M., Ludvigson S. C. 2004: Understanding Trend And Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption. – *American Economic Review* 94(1), 356–366.