




**LIETUVOS BANKAS**

## **Kokias pamokas galima išmokti makroprudencinės politikos formuotojams iš pastarojo bumo ir krizės**

  
Lietuvos bankas  
ED Ekonominių tyrimų skyrius

*Šiame tyrime išreikšti požiūriai ir vertinimai yra  
asmeninė autoriaus nuomonė, nebūtinai atitinkanti  
oficialią LB poziciją*

2012 m. sausio 6 d., Vilnius



## Santrauka (1)

- Pastarąją krizę lėmė ne tik neracionalios klaidos, bet ir dėsningi veiksniai, finansiniai ir ekonominiai ypatumai, daugelis iš kurių aktualūs ir šiandien
- Esant fiksuotam valiutos kursui, finansinio kapitalo antplūdis iš užsienio, neigiamos realiosios palūkanų normos, valiutos kurso bei infliacijos rizikų ignoravimas lėmė išskirtinai stiprų kredito bumą
- Pirmieji ūkio perkaitimo ir NT burbulo požymiai ėmė ryškėti 2005 m. metais, o nuo 2006 m. tapo akivaizdūs, tačiau buvo iš esmės ignoruojami
- Naujos paskolos gyventojams pradėtos mažinti prieš krizę (ėmus blogėti lūkesčiams), o paskolos verslui – kur kas vėliau ir labai staigiai (maždaug „Lehman Brothers“ griūties metu); yra požymių, kad bankų kreditavimo politika buvo ne vien reakcija į ūkio procesus ir poreikius, tačiau kartu buvo labai stiprus ūkio raidos, bumo ir krizės katalizatorius
- Viena iš išskirtinai gilios krizės priežasčių buvo krizės metu visiškai sutrikęs ECB pinigų politikos perdavimo mechanizmas Lietuvoje; šios problemos šerdis – ydinga tarpbankinės rinkos sistema Lietuvoje; jei Euribor gana glaudžiai susijęs su bankų finansinių išteklių pritraukimo kaštais, tai Vilibor sąryšis su finansiniais procesais yra ypatingai painus ir neskaidrus
- Yra požymių, kad Vilibor yra strateginis finansinis instrumentas, bankams suteikiantis papildomą (perteklinį) laisvės laipsnį kelti paskolų palūkanų normas litais, pertvarkyti valiutinę balansų struktūrą, perkelti valiutos kurso rizikas klientams, Vilibor instrumentas taip pat suteikė perteklinę finansinę apsaugą bankams ir galimai didino jų moralinę riziką vėlyvose bumo stadijose
- Yra požymių, kad dramatišką Vilibor dinamiką krizės metu lėmė ne tiek objektyvios rinkos sąlygos, kiek subjektyvios strateginės bankų preferencijos; nauja finansinė statistika ir tolesnė „keista“ Vilibor dinamika patvirtina, kad dauguma įprastų ekonominių argumentų, ginančių Vilibor pagrįstumą, yra klaidingi



## Santrauka (2)

- Dėl galimai nepagrįsto Vilibor didinimo bankų skolininkai galėjo patirti, apytiksliais vertinimais, apie 700 mln. litų nuostolių (dėl išaugusių palūkanų litais), taip pat papildomai 100 mln. litų nuostolių kasmet (dėl priverstinai pakeltų kredito maržų pakeitus paskolos valiutą į eurus); keičiant 5-6 mlrd. litų vertės paskolų valiutą į eurus, šie skolininkai buvo priversti prisiimti valiutos kurso riziką
- Dėl ydingo paskolų kainos susiejimo su Vilibor, skolinimasis litais yra pernelyg rizikingas ir visuomenė pagrįstai nepasitiki esama tvarka; būtina sistemos pertvarka, pvz., nustatyta tvarka leidžiant skolininkams pasikeisti paskolos valiutą nekeičiant individualios kredito maržos
- Yra požymių, kad pastaruosius trejetą metų buvo vykdomas sąmoningas ir strateginis bankų finansinio kapitalo atitraukimas iš šalies; pasyviai dalyvaudama konkurencinėje kovoje dėl vietinių „perteklinių“ finansinių išteklių, Vyriausybė nepakankamai išnaudojo skolinimosi vidaus rinkoje galimybes ir dėl to galėjo patirti ženklų nuostolių dėl per brangaus skolinimosi tuomet, kai bankų indėlininkų lėšas eikvoja neigiamos realiosios palūkanų normos
- Apskritai krizės akivaizdoje bankai nesielgė kaip atsakingi socialiniai partneriai: klientų spaudimas, rizikos perkėlimas, agresyvi užstato perėmimo politika, NT rinkos kainos manipuliacijos, visiškai NT kainų kritimo nuostolių perkėlimas klientams, palūkanų normų aplinkos iškreipimas ir t.t.
- Ekonominių ir teisinių galių balansas tarp bankų ir privataus nefinansinio sektoriaus yra visiškai iškreiptas ir keliantis grėsmes visuomenės interesams, o perteklinė bankų interesų apsauga sukūrė akivaizdžios moralinės rizikos aplinką
- LB tradiciškai vykdyta „lenkimosi pavėjui“ ekonominė politika visiškai nepasiteisino ir pasirodė esanti žalinga – valdžios institucijos turėtų visomis išgalėmis siekti užkirsti kelią tokioms krizėms kaip pastaroji
- Pagrindinės grėsmės artimiausioje perspektyvoje yra susijusios ne su naujais burbulais, o su precedento neturinčia pasauline skolų krize; vyraujantis simplistinis požiūris į pasaulinės skolų krizės sprendimo būdus (spausdinant pinigus) yra ydingas, nes neskatina neatidėliotinai imtis atitinkamų pasiruošimo veikslių



## Krizę lėmė ne tik neracionalios klaidos, bet ir dėsningi veiksniai – daugelis iš jų aktualūs ir šiandien

- Suvokimo klaidos:
  - Nepavyko atskirti ekonominės ir finansinės konvergencijos nuo ūkio perkaitimo
  - Verslas ir bankai nesuvokė savo mikroekonominių veikslių išorinių padarinių (*externalities*)
  - Gyventojų ir ekonomistų tarpe vyravo „bandos instinktai“ ir „grupinis mąstymas“ (*herd instincts, group-think*)
  - Visuotinai laukta „švelnaus nusileidimo“, realiai nesuvokta globali krizės dimensija
- Ekonominės aplinkos ypatumai :
  - Per žemų palūkanų normų aplinka skatino kredito ir vartojimo bumą
  - Fiksuotas valiutos kursas bankams leido ignoruoti svarbias rizikas ir neleido įvykti savaiminei stabilizacinei korekcijai
  - Įsisuko save palaikantis finansinis mechanizmas – kredito akseleratorius
  - Bankuose ir valdžios institucijose vyravo trumpalaikiai prioritetai (*short-termism*) – pvz., bankams padidinti rinkos dalį arba vyriausybei padidinti viešojo sektoriaus išlaidas
  - Bankams buvo suteikta pernelyg didelė finansinė ir teisinė apsauga nuo rizikų, ir jų suvokiamas saugumo jausmas lėmė moralinę riziką (*moral hazard*) bei neatsakingą elgesį
  - Bankų iškovotos neproporcingai didelės kreditorių teisės ir jiems palikti labai dideli veikimo svertai leido jiems krizės metu efektyviai perkelti finansinį skausmą likusiai visuomenės daliai (pasiskolinusiems namų ūkiams, firmoms, mokesčių mokėtojams, taupytojams)
- Atrodo, kad valdžios institucijos strateginėje sąveikoje su bankais nuolat atsilieka, o pastarieji dažniausiai geba „apžaišti sistemą“ ir prilenkti ją savo naudai; paaiškėjo ir nusikalstamo veikimo požymių

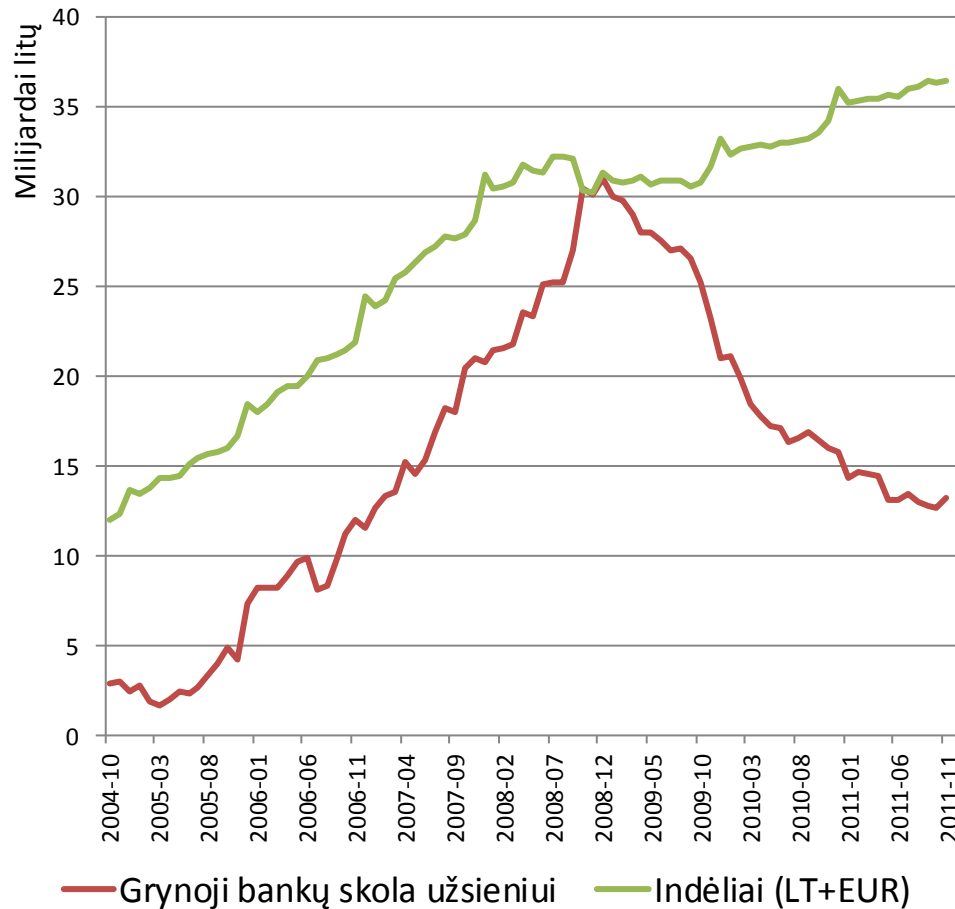


## Vienas iš kredito bumų skatinančių veiksnių buvo fiksuotas lito ir euro kursas

- Tvirtai susiejus litą su euru, susidarė palankios sąlygos į Lietuvą plūsti užsienio finansiniam kapitalui:
  - Labai sumažėjo lito nuvertėjimo trumpuoju ir vidutiniu laikotarpiu rizikos
  - Užsienio bankams nusprendus, kad iš esmės galima ignoruoti valiutos kurso ir infliacijos rizikas Lietuvoje, jie ėmė aktyviai ir pigiai eurais finansuoti Lietuvoje veikiančius dukterinius bankus bei filialus
  - Skolinimosi kaina litais ir eurais privačiam sektoriui bumo metu beveik nesiskyrė
  - Gyventojai ir verslas bumo metu taip pat realiai nesuvokė galimų valiutos kurso rizikų, tad labai dažnai buvo skolinamasi tiesiog ta valiuta, kuria palūkanų normos buvo mažesnės
  - Taigi, privačiam sektoriui tapo prieinamas labai pigus finansavimas (tiek eurais, tiek litais)
- Neadekvačiai įvertintos valiutos kurso ir infliacijos rizikos (per pigus skolinimas) turi tendenciją virsti makroekonominio ir finansinio nestabilumo rizikomis
- Fiksuotas valiutos kursas neleido suveikti savaiminiam stabilizavimosi mechanizmui:
  - Esant laisvai svyruojančiam valiutos kursui idealiame pasaulyje su efektyviomis rinkomis: kredito bumo metu kilus perkaitimo grėsmėms 1) sustiprėtų infliacinis spaudimas ir brangtų skolinimas nacionaline valiuta, 2) sustiprėtų valiutos nuvertėjimo lūkesčiai ir skolinimasis užsienio valiuta net ir mažomis palūkanomis taptų rizikingesnis ir mažiau patrauklus, 3) lėtėjant bumui, nuvertėtų nacionalinė valiuta ir tai padėtų atkurti tarptautinį konkurencingumą
  - Esant laisvai svyruojančiam valiutos kursui „perteklinio optimizmo“ pasaulyje: kredito bumo metu gali būti ilgai nesuvokiamos perkaitimo grėsmės ir valiuta gali stiprėti, o užsienio bankai toliau noriai skolintų, galiausiai tikėtinas staigus korekcinis valiutos nuvertėjimas
  - Esant fiksuotam valiutos kursui: tikėtinas itin didelis kredito bumai dėl labai žemų ar neigiamų realiųjų palūkanų normų, skolinimasis užsienio valiuta ypač patrauklus, didėjant infliacijai valiuta nenuvertėja ir skolinimasis nepakankamai pabrangsta, krizės metu vyksta ne nom. kurso korekcija, o vidinė devalvacija ir gili reali korekcija



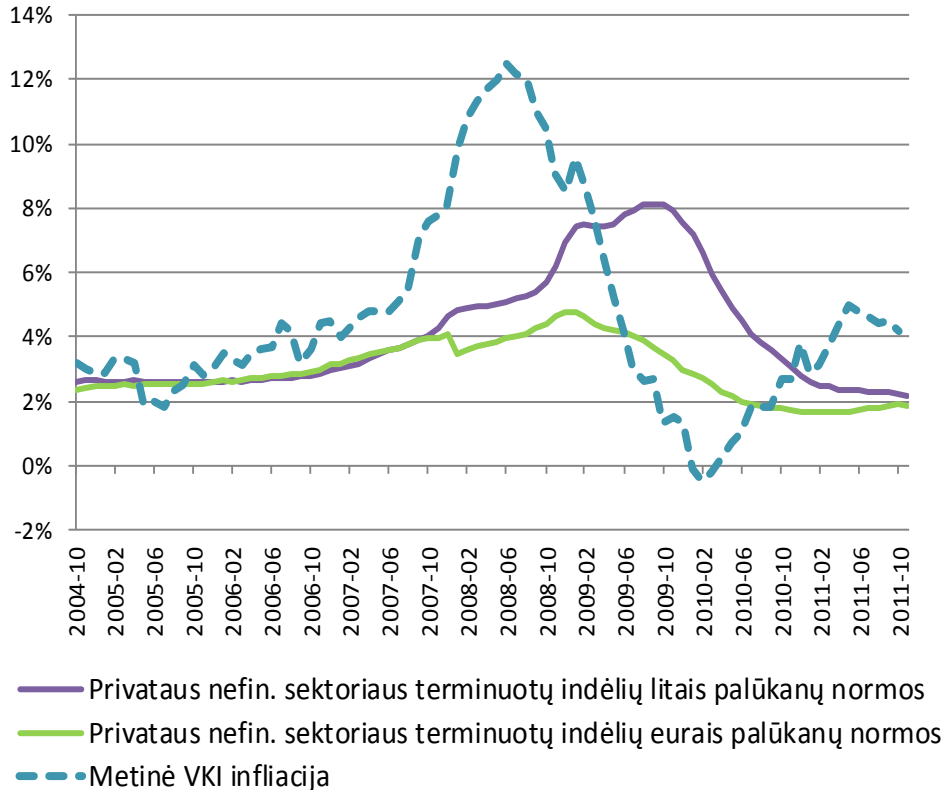
## Didelis finansinio kapitalo iš užsienio srautas buvo labai svarbus bankų kreditavimo finansavimo šaltinis



- Grynoji bankų skola užsieniui padidėjo apie dešimt kartų nuo 3 mlrd. litų 2005 m. pradžioje iki 31 mlrd. litų piko metu 2008 m. pabaigoje ir tuo metu iš esmės susilygino su rezidentų indėlių suma
- Akivaizdu, kad kredito finansavimas iš vidaus finansinių išteklių motininiais užsienio bankams neatrodė pakankamai spartus
- Spartų rezidentų indėlių augimą lėmė ne tik realios ekonomikos augimas, bet ir perteklinis finansinių išteklių iš užsienio pritraukimas ir sparti kreditavimo veikla (pinigų kūrimo procesai)
- Pažymėtina, kad indėlių augimas buvo itin spartus esant žemoms realiosioms palūkanų normoms, nors ekonomistai linkę tikėtis didesnio taupymo esant aukštomis palūkanų normoms → taigi, indėlių augimą daugiau lėmė pinigų kūrimo, o ne taupymo procesai



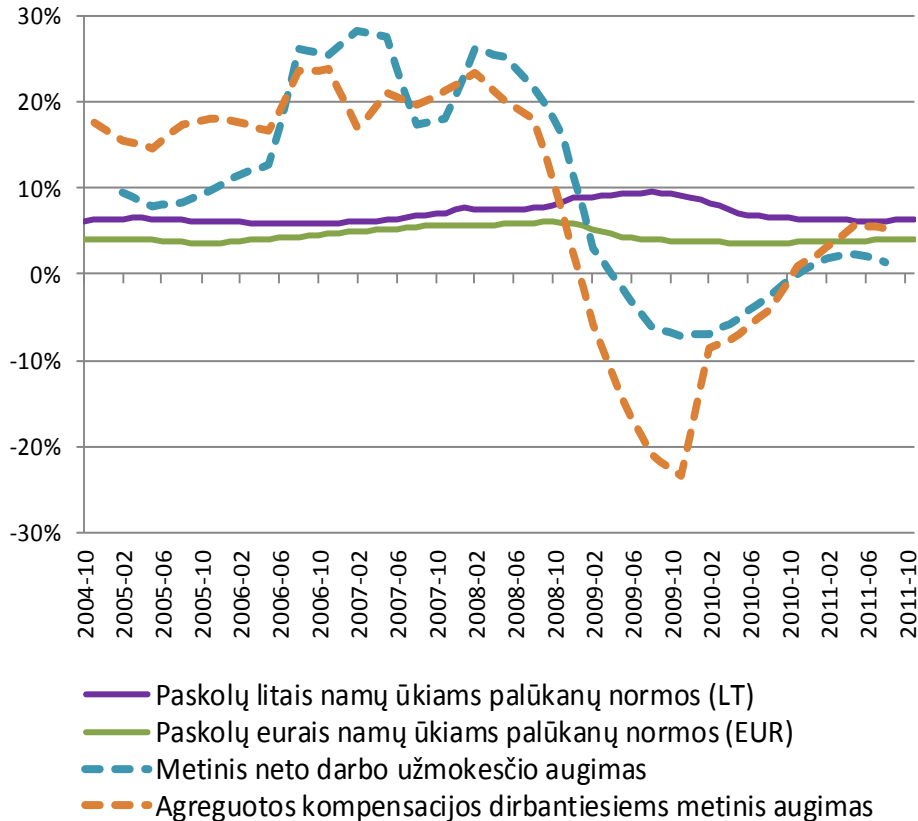
## Esant fiksuotam valiutos kursui ir vykstant nominaliajai konvergencijai, realiosios indėlių palūkanų normos buvo neigiamos



- Nuo 2005 m. vidurio iki pat krizės realiosios indėlių palūkanų normos buvo neigiamos
- Svarbus neigiamų realiųjų palūkanų normų veiksnys – infliacija:
  - Esant sparčiai ūkio plėtrai, vyko sparti kainų ir algų konvergencija nuo pradinio žemo lygio
  - Dešimtmečio viduryje stiprus pasaulinis žaliavų kainų bumas dėl itin palankios palūkanų normų aplinkos ir pasaulinio ekonominio bumo (+Kinija)
  - Atlyginimų ir kainų didėjimas dėl kredito palaikomos perteklinės paklausos ir įtampos darbo rinkoje
- Esant dideliame finansavime iš užsienio srautui, svarbiausiems bankams buvo santykinai nedidelis rezidentų indėlių poreikis, tad indėlių palūkanų normos buvo žemos ir tik palaipsniui didėjo euro zonos palūkanų normų aplinkai tampant mažiau palankiai
- Neigiamos realiosios indėlių palūkanų normos skatino didinti vartojimą, investuoti į NT, akcijas ir pan.



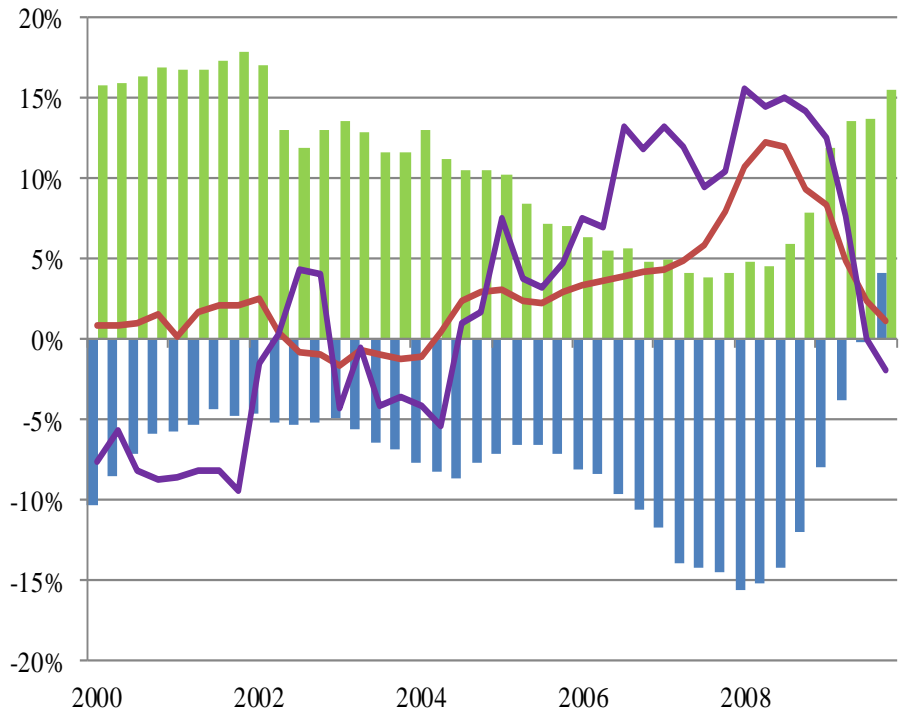
## Atlyginimų infliacijos sąlygomis buvo didelis spaudimas bankų paskolų portfeliui (ūkio įsiskolinimui) didėti



- Esant fiksuotam valiutos kursui ir pigaus finansinio kapitalo importui, realiosios (t.y. įvertintos atsižvelgiant į VKI infliaciją) paskolų palūkanos buvo artimos nuliui ar neigiamos
- Tačiau vertinant palūkanų našta, skolininkams dar svarbesnis nei infliacija yra nominalių algų augimas:
  - Išaugus atlyginimams, skolininkų prisiimama paskolų finansinė našta „devaluojasi“; beje, visuotinai buvo tikima, kad atlyginimų išaugimas yra tvarus
  - Atlyginimams augant apie 20% per metus (o taip pat ypač brangstant NT), skolinimasis atrodė nepaprastai patrauklus, nepaisant net ir didėjančių palūkanų normų
  - Nagrinėjant agreguotą kompensaciją dirbantiesiems, galima atsižvelgti į užimtumo didėjimą (ypač 2004-2005 m.) ir smukimą (ypač 2009 m.), dėl kurio finansinė namų ūkių našta per krizę tapo ypatingai didelė
- Kreditas didino spaudimą algų, vartojimo kainų, būsto kainų infliacijai, o ji didino paskatas skolintis ir mažino norą taupyti – taip formavosi save palaikantis kredito ciklas (kredito akseleratorius)



## Nuo 2006 m. daugelis ūkio perkaitimo požymių tapo akivaizdūs

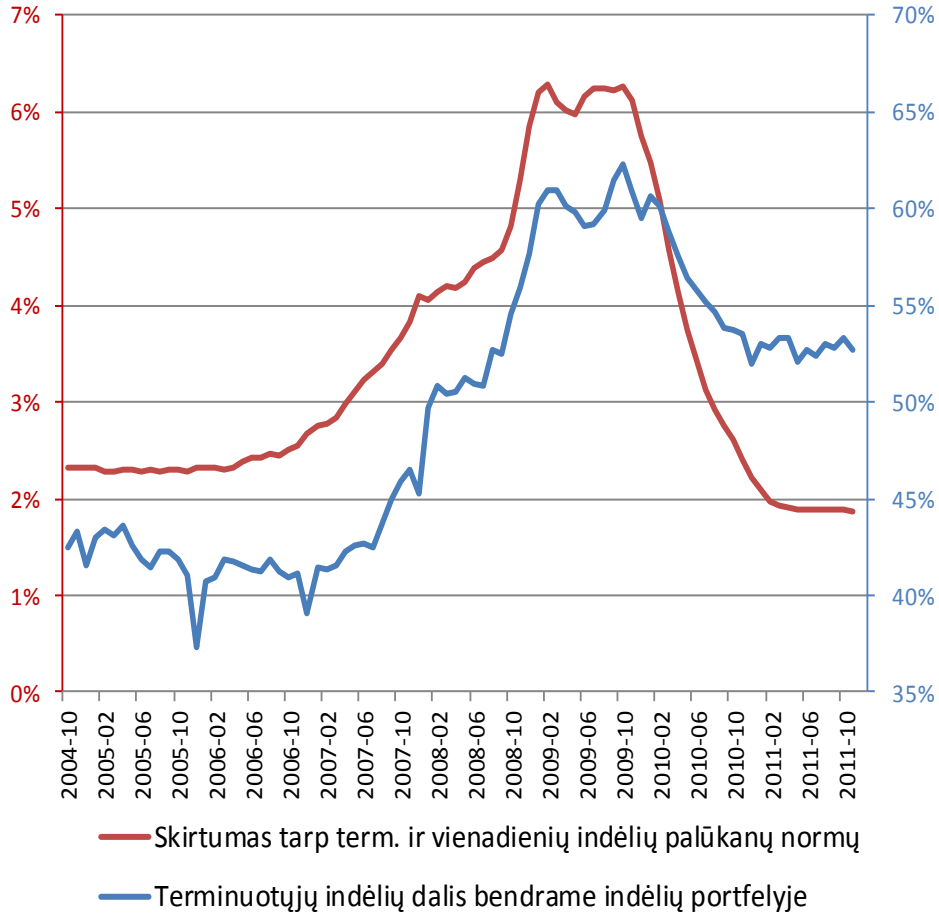


- Einamosios sąskaitos balansas (4 ketv. slenk. suma, % nuo BVP)
- Nedarbo lygis
- Metinė VKI infliacija
- Vienetinių darbo sąnaudų metinis augimas

- Įtampa darbo rinkoje, pasireiškianti dideliu darbo jėgos trūkumu (ypač prociklinėse veiklose) ir labai spartus atlyginimų augimas, lėmęs spartų vienetinių darbo sąnaudų didėjimą
- Auganti infliacija, ypač BVP defliatoriumi išreikšta infliacija
- Labai žymus, nuolatinis ir didėjantis einamosios sąskaitos deficitas, finansuojamas daugiausia paskolomis iš užsienio (o ne investicijomis)
- Būsto ir kito NT kainų bei privataus ūkio įsiskolinimo ypatingai spartus augimas
- 2008 m. prasidėjo netvarkingas ir labai stiprus daugelio makroekonominių nesubalansuotumų koregavimasis



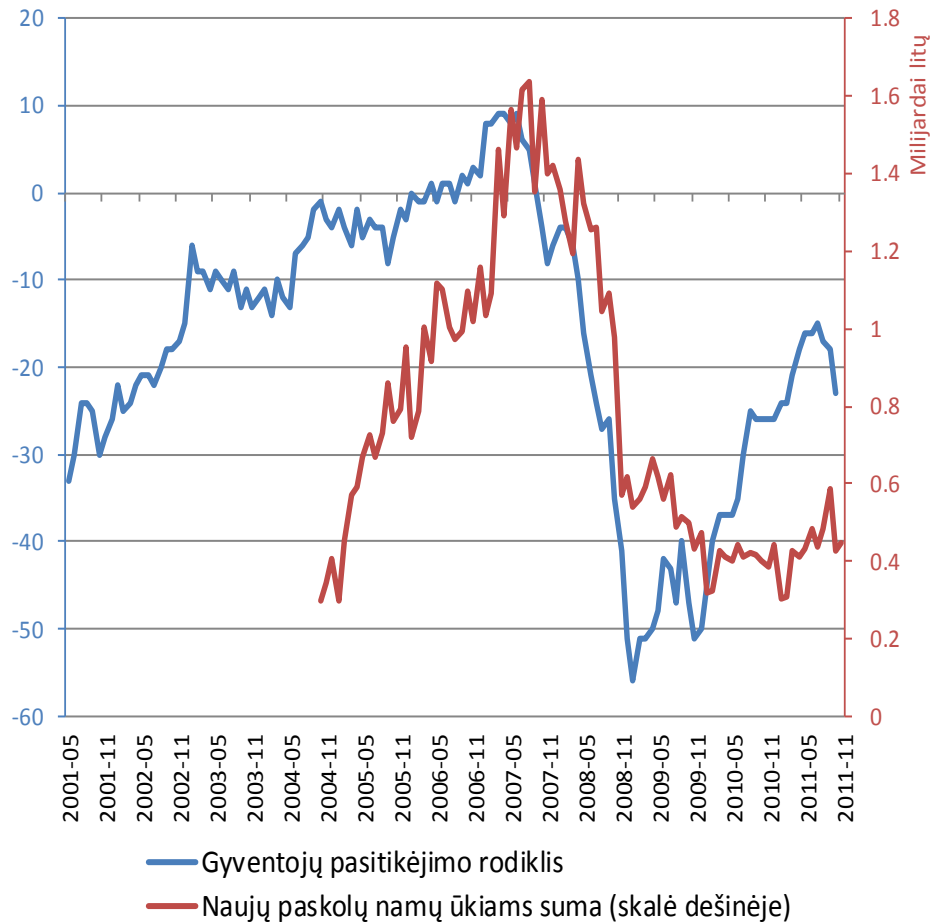
## Didėjant nominaliosioms indėlių palūkanų normoms, augo terminuotųjų indėlių dalis bendrame indėlių portfelyje



- Dėl euro zonos palūkanų normų aplinkos pokyčių bei šalies bankų finansavimo strategijos pasikeitimo, vėlyvose buvo stadijose stipriai išaugo indėlių palūkanų normos ir dėl to:
  - Sustiprėjo namų ūkių paskatos mažinti išlaidas
  - Pabrango bankų išteklių pritraukimas
  - Sumažėjo tolesnio kredito bumų galimybės
- Bendros indėlių sumos reakcija į palūkanų normų didėjimą nėra vienareikšmiška, tačiau terminuotųjų indėlių dalis bendrame indėlių portfelyje aiškiai teigiamai priklauso nuo terminuotųjų indėlių nominalių palūkanų normų (infliacija net labai svarbu)
- Pažymėtina tai, kad palūkanų normoms didėjant terminuotųjų indėlių dalis beveik automatiškai didėja, o palūkanoms krentant - ryšys silpnesnis (terminuotieji indėliai nėra nutraukiami, indėlininkų inertiškumas)



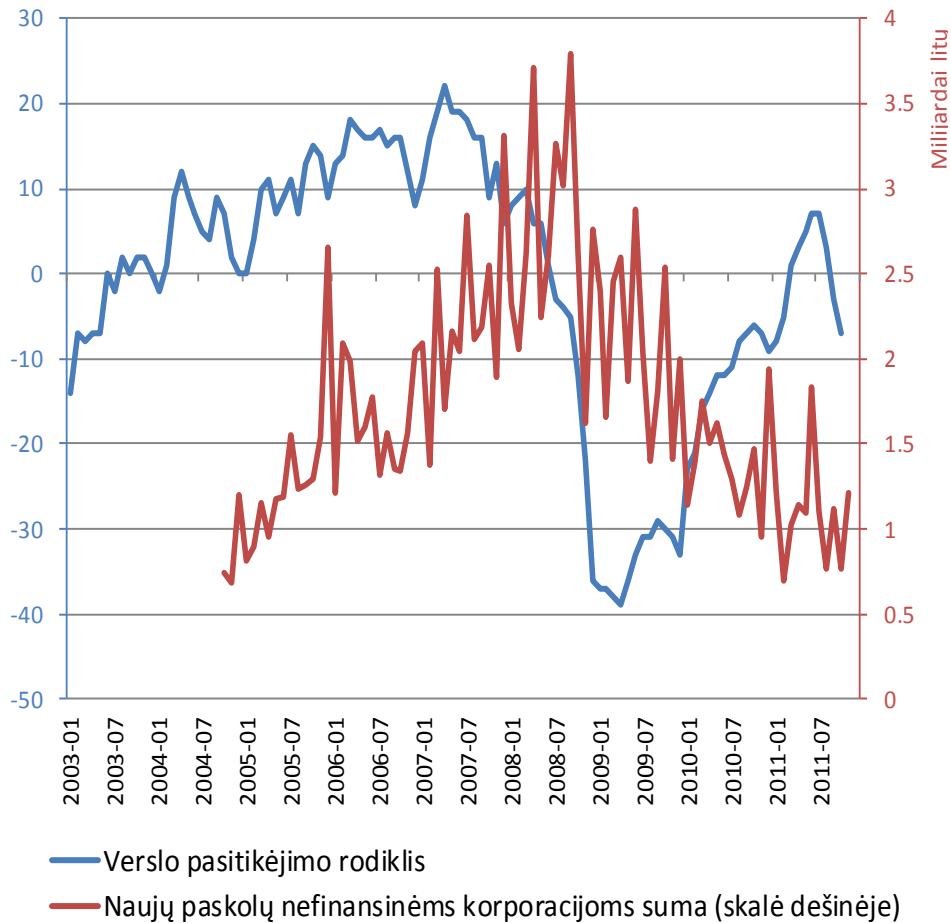
## Prieš krizę pirmiausiai ėmė nuosaikiai mažėti gyventojų kreditavimo apimtys



- Naujų paskolų gyventojams suma piką pasiekė 2007 m. trečiąjį ketvirtį
- Naujų paskolų namų ūkiams teikimo apimtys ėmė nuosaikiai mažėti:
  - Kai ėmė reikšmingai didėti paskolų palūkanų normos ir pradėti griežtinti kreditavimo standartai
  - Kai pradėjo kristi gyventojų pasitikėjimo rodikliai
  - Kai būsto kainos pasiekė beveik neįperkama ir ekonominiais argumentais nepaaiškinamą lygį
  - Tačiau keliais ketvirčiais anksčiau nei prasidėjo BVP nuosmukis
- Tyrimai rodo, kad būsto kainos yra labai priklausomos nuo namų ūkių galimybių ir noro skolintis, tad pradėjus mažėti kreditavimui, netrukus (2008 m. pirmą ketvirtį) jos pasiekė aukščiausią tašką (yra intertiškos) ir tokiomis sąlygomis būsto burbulo sprogdimas tapo neišvengiamas
- 2008 m. lapkritį, po „Lehman Brothers“ griūties, naujų paskolų gyventojams išdavimas dar stipriau krito, tačiau dažnai pasitaikantys teiginiai, kad kredito susitraukimą nulėmė vien tarptautinės finansų rinkos ir kiti išoriniai veiksniai, yra neteisingi



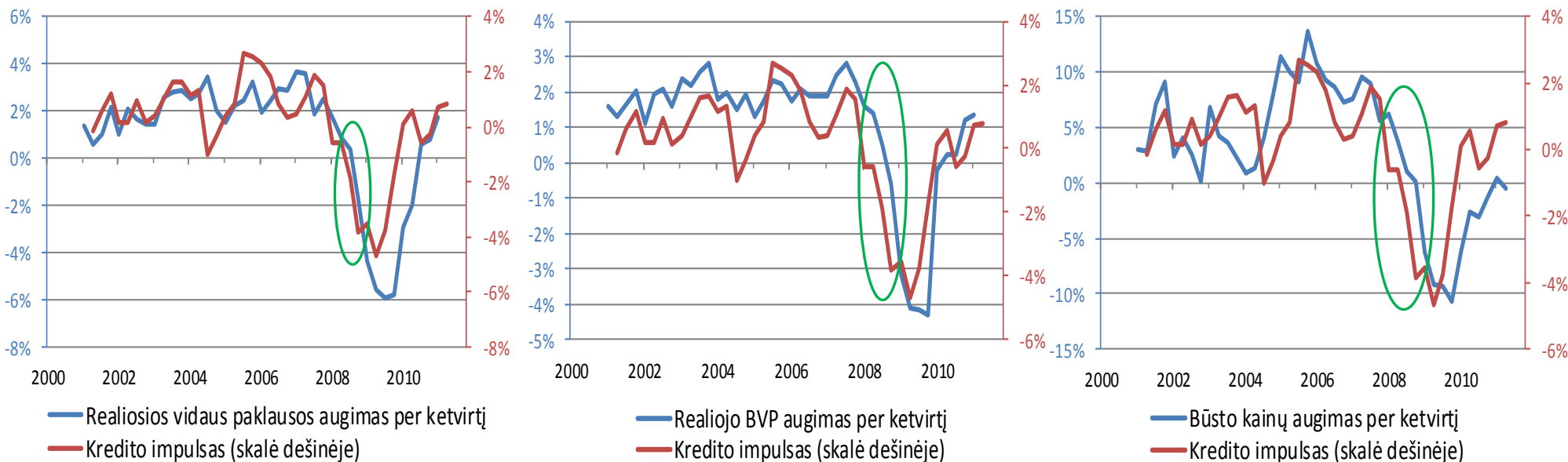
## Naujų paskolų verslui srautas sumažėjo gerokai vėliau – stipriai ir staiga



- Iki 2008 m. ketvirtojo ketvirčio naujų paskolų verslui išdavimas buvo itin aktyvus, o po „Lehman Brothers“ bankroto prasidėjus ūmiai pasaulinės finansų krizės stadijai, labai stipriai smuko
- Yra požymių, kad spartus kreditavimas prieš pat krizę galėjo būti susijęs su bankų finansinių išteklių atsilaisvinimu, verslo klientams sparčiau gražinant paskolas
- Naujų paskolų verslui srautų stiprų sumažėjimą lėmė ir pasiūlos, ir paklausos veiksniai, ir objektyvus bendro aplinkos rizikingumo pokytis
- Prasidėjo aktyvi (tačiau neesminė) diskusija, ar šie procesai laikytini kredito normavimu (*credit crunch*):
  - Ar bankų kredito politikos pokytis yra tik grįžimas prie atsakingos praktikos, ar tai – krizę pagilinęs nepagrįstas kredito ribojimas?
  - Išties kyla mažai abejonių, kad bankų kredito pasiūlos susitraukimas buvo nulemtas objektyvių veiksnių, tačiau bankai ankstesniais metais labai reikšmingai prisidėjo prie netvarios situacijos (NT ir kredito burbulo) susiformavimo bei sureagavo į ją per vėlai bei per staigiai, o tokia stipri reakcija toliau gilino krizę



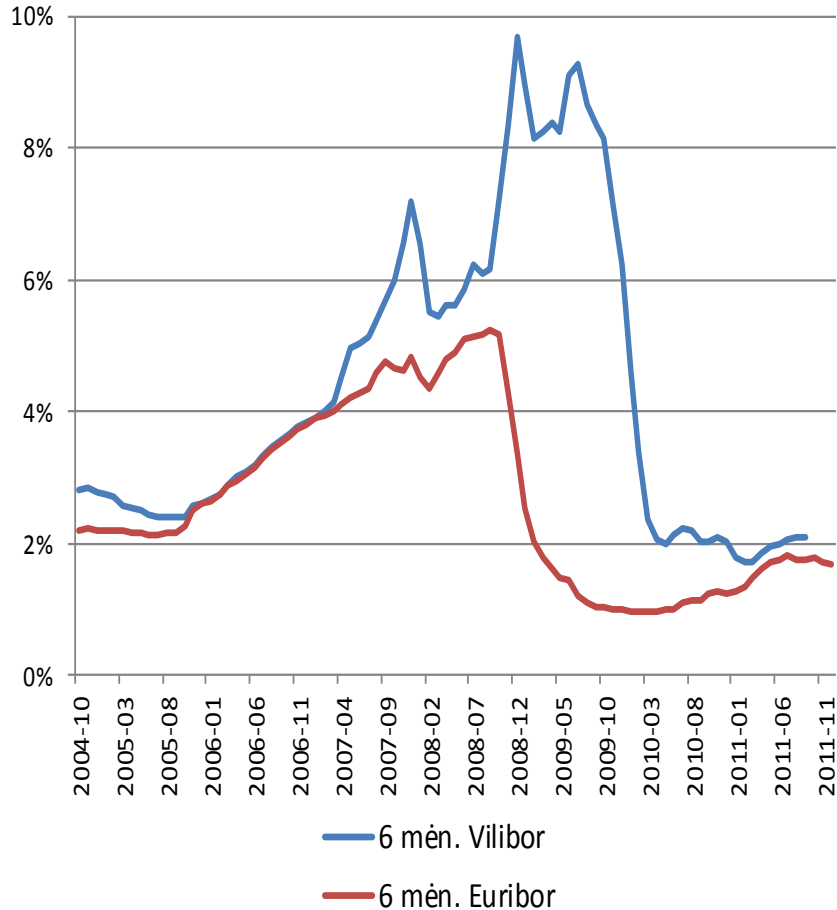
## Bankai nebuvo vien pasyvūs reaguotojai į ekonominius procesus – jų veiksmams potencialiai turėjo didelę įtaką šiems procesams



- Vėlyvose kredito bumų stadijose ūkio raidai tapus labai priklausomai nuo kredito aplinkos, nuo 2007 m. kredito srautų pokyčiai akivaizdžiai pasireiškė *anksčiau* nei svabių ekonominių kintamųjų (tokių kaip BVP, vidaus paklausa ar būsto kainos) pokyčiai; išsamesnės analizės žr. Ramanauskas (2011)
- Bankų kreditavimo politika aiškiai veikė būsto kainas (daugelis būsto pirkimo sandorių būtų neįmanomi be kreditavimo), investicijas ir vartojimą (fiksauto valiutos kurso sąlygomis, importuoti finansiniai ištekliai leido padidinti gyventojų ir verslo perkamąją galią), darbo jėgos ir kapitalo pasiskirstymą tarp sektorių ir t.t.



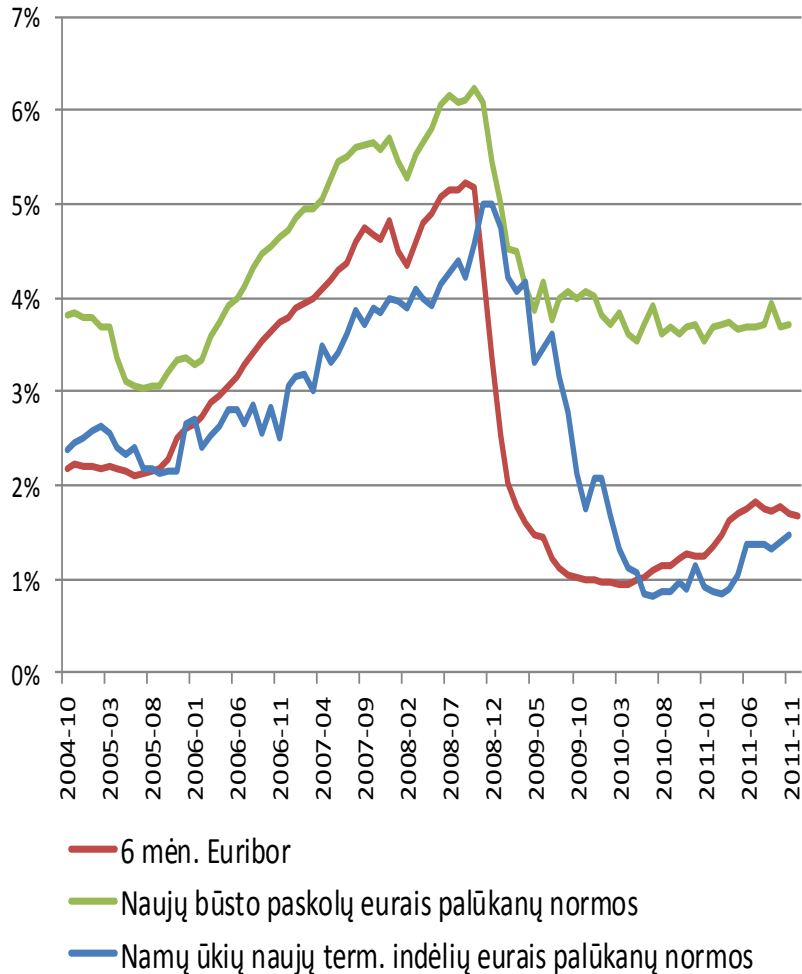
## Techninis fiksuoto valiutos kurso sistemos įgyvendinimo mechanizmas netobulas, problemų šerdis – tarpbankinė rinka



- Esminis patikimai fiksuoto valiutos kurso privalumas turėtų būti tas, kad jam esant palūkanų normos nacionaline ir bazine valiuta turėtų būti labai panašios
- Lietuvos atveju nuo 2005 m. vidurio iki 2007 m. vidurio skirtumas tarp Vilibor ir Euribor buvo arti nulio, tačiau jau 2007 m. pabaigoje skirtumas pašoko iki daugiau nei 2 p.p., o krizės metu buvo išaugęs net iki 8 p.p. ir daugiau
- Toks valiutos kurso režimas ir tarpbankinė rinka lėmė, kad:
  - Būmo metu euro zonos palūkanų normų aplinkos sąlygos buvo visiškai perduotos Lietuvai; tačiau atsižvelgiant į Lietuvos ciklo fazę ir išsivystymo lygį, toks palūkanų normų lygis buvo neadekvačiai žemas ir vedantis į ūkio perkaitimą
  - Krizės metu, kai ECB ir dauguma centrinių bankų siekė sušvelninti palūkanų aplinką, ECB pinigų politikos perdavimo mechanizmas Lietuvoje nustojo veikti, susiformavo labai didelis atotrūkis tarp palūkanų normų litais ir eurai, ir tai turėjo didžiules neigiamas makroekonominės pasekmes
- Būtina detaliai analizuoti, kodėl fiksuoto valiutos kurso režimas, ir ypač tarpbankinės rinkos veikimas visiškai sutriko pačiu nepalankiausiu ir kritiškai svarbiu metu



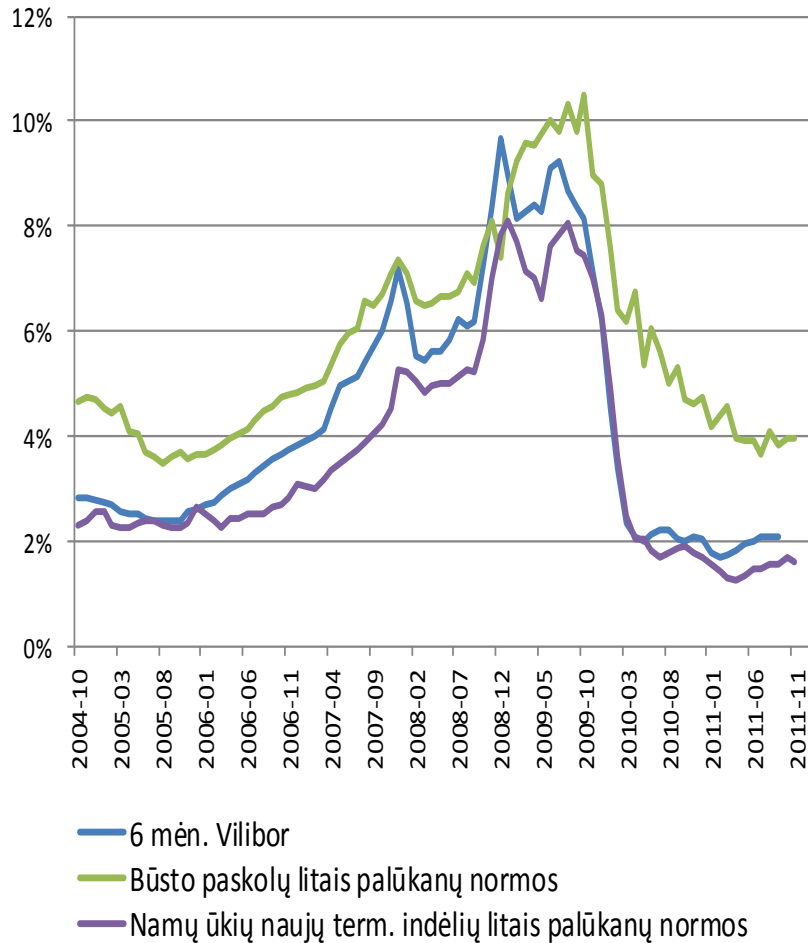
## Yra svarbūs ekonominiai sąryšiai tarp Euribor ir palūkanų normų aplinkos Lietuvoje



- Motininiam bankams aktyviai finansuojant šalies bankus, pritraukiamų išteklių kaina yra susijusi su Euribor, tad kartu tai buvo svarbus paskolų ir indėlių palūkanų normų orientyras
- Kadangi dažnu atveju paskolos eurais išduodamos pagal formulę Euribor + individuali kredito marža, yra gana glaudus ryšys tarp naujų paskolų palūkanų normų eurais ir ilgesnio termino Euribor (paveiksle žr. būsto paskolų atvejį)
- Pažymėtina, kad individuali būsto paskolų eurais kredito marža iki 2008 m. spalio mėn. svyravo apie 1 p.p., o nuo krizės pradžios staiga išaugo iki daugiau nei 2.5 p.p.
- Euribor ryšys su indėlių palūkanomis eurais sudėtingesnis:
  - Nuo 2005 m. pabaigos iki krizės kreditavimas labai aktyviai finansuotas užsienio finansiniais ištekliais; esant nelabai didelei priklausomybei nuo vietinių išteklių, indėlių eurais palūkanos nusistovėjo gerokai mažesnės negu Euribor
  - Kaip minėta, žemos indėlių palūkanų normos tik dar labiau skatino vartojimo ir kredito bumą, ir patį indėlių augimą
  - Nuo 2008 m. pabaigos, užsienio bankams atitraukiant finansinius išteklius (žr. 6 skaidrę) ir siekiant daugiau išnaudoti vietinius išteklius, indėlių palūkanos kurį laiką ženkliai viršijo Euribor
- Paskolos finansuojamos ir terminuotais, neterminuotais indėliais (LT ir EUR), užsienio finansiniais ištekliais, tad Euribor (ir Vilibor) jokių būdu nėra vienareikšmiškas paskolų finansavimo kainos rodiklis



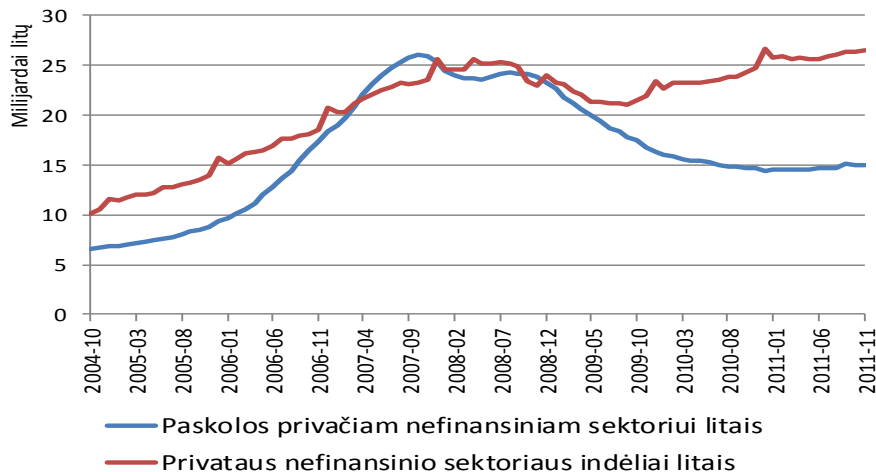
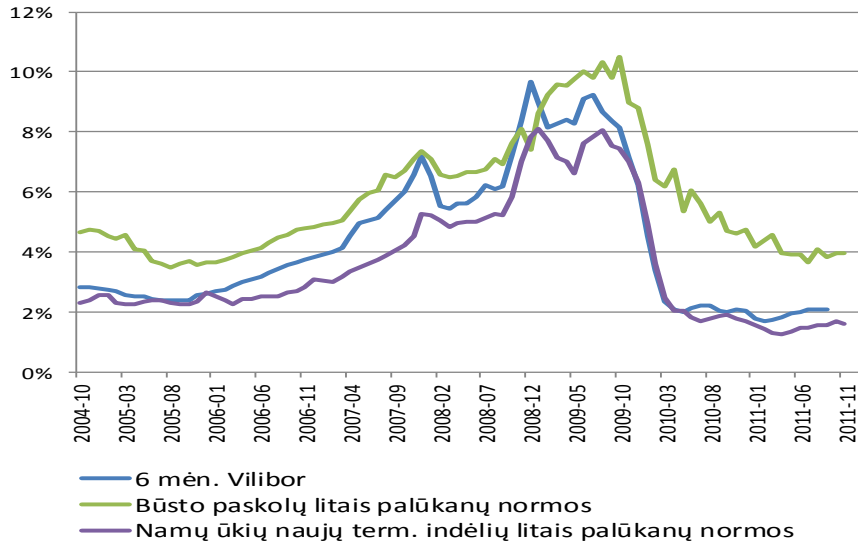
## Ryšys tarp Vilibor, indėlių ir paskolų palūkanų normų gana painus



- Kaip ir Euribor, Vilibor normos yra susijusios su indėlių ir paskolų palūkanomis, tačiau priklausomybė daug sudėtingesnė, neiški priežastingumo kryptis (kas ką lemia)
- Kaip ir Euribor, Vilibor bumo metu buvo didesnės už vidutines terminuotųjų indėlių litais palūkanų normas (veikiausiai vėlgi dėl gana nedidelės priklausomybės nuo vietinių išteklių)
- Tačiau 2007 m. pabaigoje ir ypač per krizę stebimas labai didelis Vilibor normų išaugimas ir atotrūkis nuo Euribor, kai kuriais mėnesiais Vilibor normos netgi viršydavo naujų paskolų palūkanų normas litais
- 2009 m. pabaigoje stebimas išskirtinai spartus ir didelio masto Vilibor sumažėjimas, o Vilibor tampa labai panašus į indėlių litais vidutines palūkanų normas (nors to nebuvo bumo metu)
- Yra požymių, kad šiuos visuomenei ekonomiškai žalingus Vilibor svyravimus galėjo lemti ne objektyvūs ekonominiai veiksniai, o subjektyvios bankų preferencijos ir strateginiai sprendimai



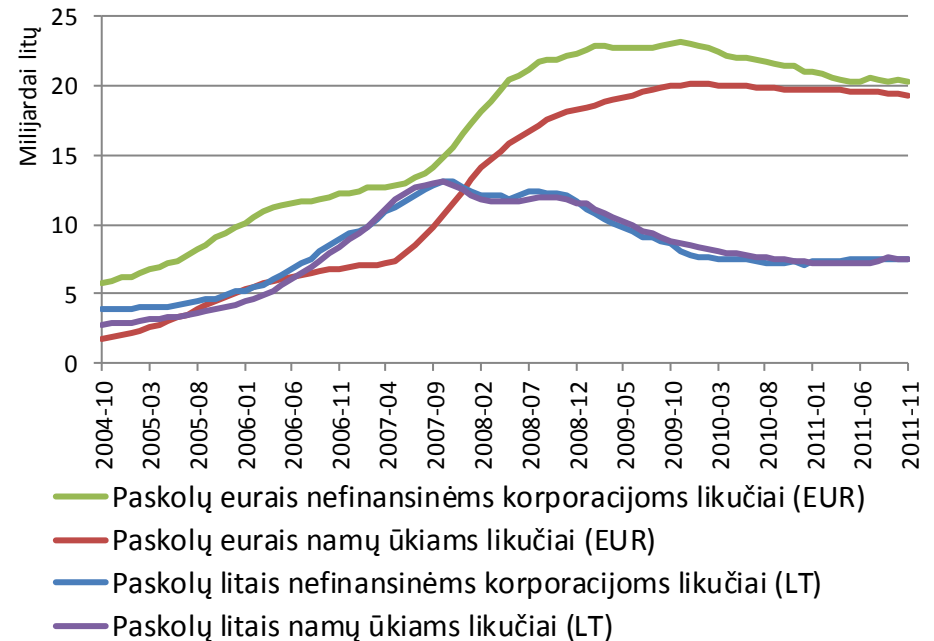
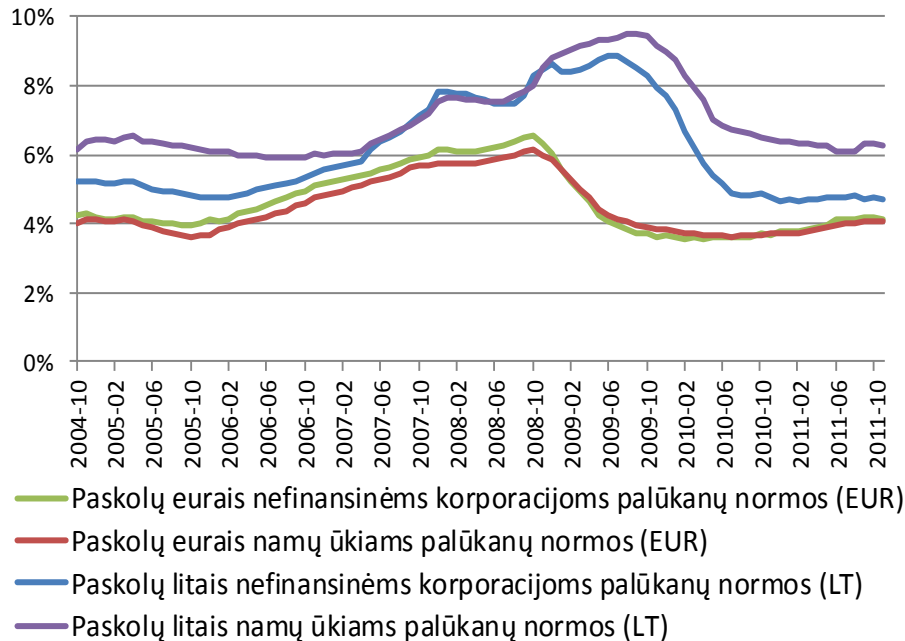
## Kodėl 2007 m. pabaigoje atsirado atotrūkis tarp Vilibor ir Euribor?



- Nepavykus įsivesti euro bei stiprėjant ūkio perkaitimo procesams, galėjo stiprėti abejonės fiksuoto lito kurso patikimumu; vis dėlto mažas valdžios skolinimosi litais ir eurais pajamingumo skirtumas rodo, kad šios rizikos rinkoje faktiškai buvo suvokiamos kaip menkos
- Prasidėjus pirmiesiems sukrėtimams pasaulio finansų rinkoje, galėjo didėti suvokiama Lietuvos (ir jos bankų) rizika, tačiau Lietuvos CDS didėjimas anaipol neprilygo Vilibor didėjimui
- Labai išaugo perkaitimo grėsmės Latvijoje ir Rigibor ėmė viršyti 10 proc., o įkandin didėjo Lietuvos ir Estijos (mažiau) tarpbankinės rinkos palūkanų normos
- Labai svarbi aplinkybė, vertinant VILIBOR didėjimą 2007 m., yra ta, kad šalies bankų paskolų litais portfelis ėmė viršyti indėlių litais sumą, ir tokia situacija bankams galėjo atrodyti nepalanki lito devalvacijos atveju (kuri taptų tikėtina rimto ūkio perkaitimo atveju)
- Be to, išduodant paskolas litais, 2007 m. bankai rinkodaros ir konkurencijos tikslais buvo linkę aktyviai mažinti individualias kredito maržas, ir neatmestina galimybė, kad šios nuolaidos buvo kompensuojamos keliant Vilibor



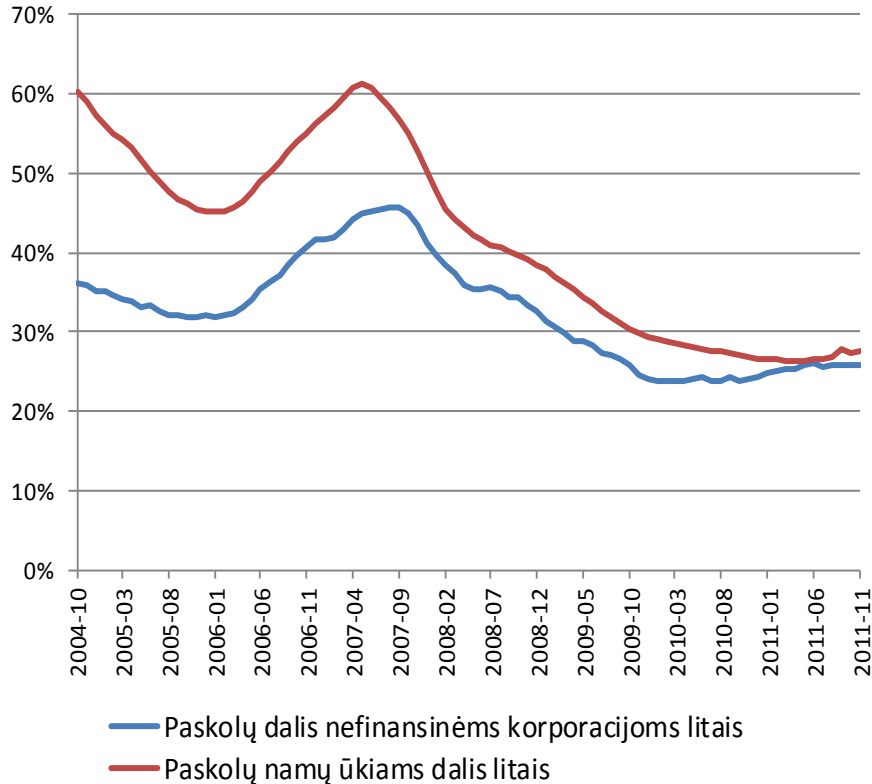
## Didindami Vilibor, bankai labai greitai pertvarkė paskolų portfelio valiutinę struktūrą



- 2006 m. esant mažam skirtumui tarp paskolų palūkanų litais ir eurais bei propaguojant skolinimąsi valiuta, „kuria uždirbamos pajamos“, labai išpopuliarėjo skolinimasis litais (ypač namų ūkių paskolos), daugiausia kintamosiomis palūkanų normomis
- Pakėlus Vilibor, atitinkamai susiformavo didelis atotrūkis tarp paskolų palūkanų normų litais ir eurais
- 2008-2009 m. dėl ypač išaugusio paskolų litais palūkanų normų gyventojai ir įmonės buvo priversti masiškai keisti paskolos valiutą į eurus bei kardinaliai sumažėjo naujų paskolų litais išdavimas (ypač būsto paskolų)



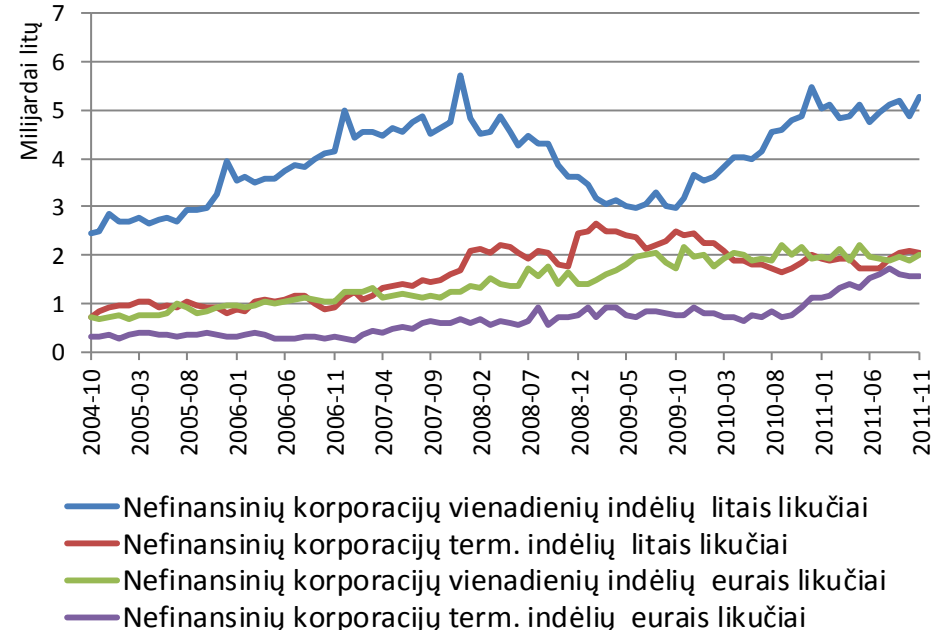
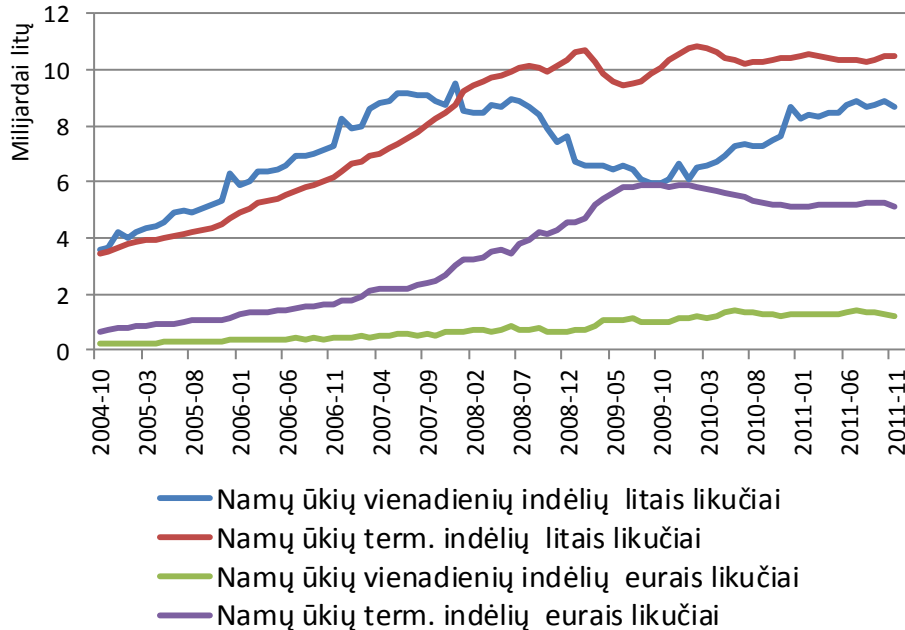
## Paskolų portfelio valiutinės struktūros pertvarkymo strateginė reikšmė bankams buvo didžiulė



- Atsiradus Vilibor atotrūkiui nuo Euribor, paskolų dalis litais bendrame paskolų portfelyje nuo 2007 m. vidurio iki 2009 m. pabaigos sumažėjo maždaug dvigubai
- Tokiu būdu bankai efektyviai sumažino savo jautrumą devalvacijos grėsmėms, atitinkamai perkeldami valiutos kurso riziką gyventojams ir verslui:
  - Nuo 2007 m. išaugus ekonominio perkaitimo grėsmėms, bei krizės laikotarpiu valiutos kurso rizika iš esmės buvo vienkryptė – buvo tik devalvacijos (o ne revalvacijos grėsmė)
  - Devalvacijos atveju litais denominuotos paskolos, žvelgiant iš motininių bankų perspektyvos, nuvertėtų, o eurai denominuotų paskolų grąžinimas taptų didesnė našta litais pajamas gaunantiems subjektams (išaugtų kredito rizika)
  - Natūralu, kad net adaptavus valiutinę balansų struktūrą, devalvacija bankams turėjo atrodyti nepatrauklus sprendimas
- Perkeldami devalvacijos riziką klientams, t.y. versdami skolininkus keisti paskolų valiutą į eurus, o indėlininkus skatindami turėti indėlius litais, bankai strategiškai užsitikrino, kad devalvacija būtų kuo labiau socialiai skausmingas ir praktiškai nepriimtinas ekonominės politikos sprendimas



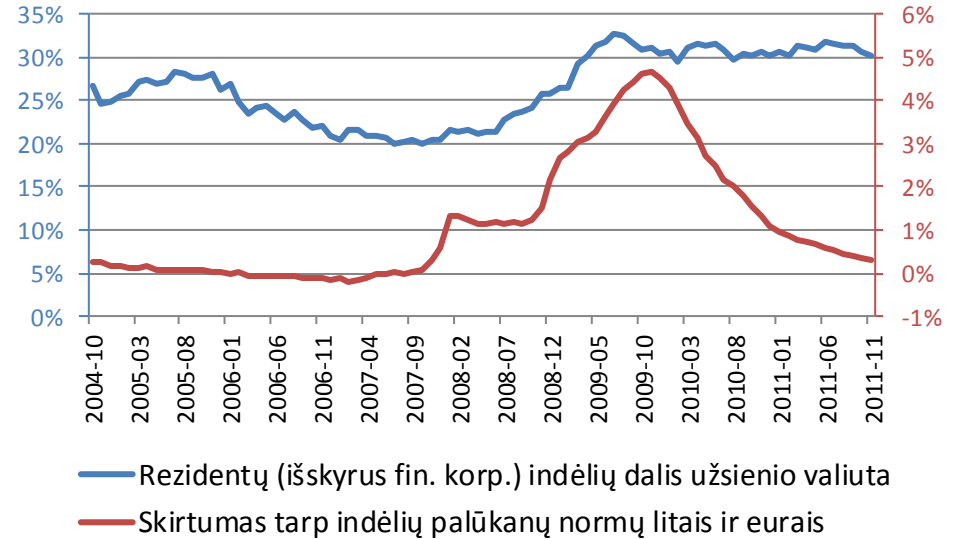
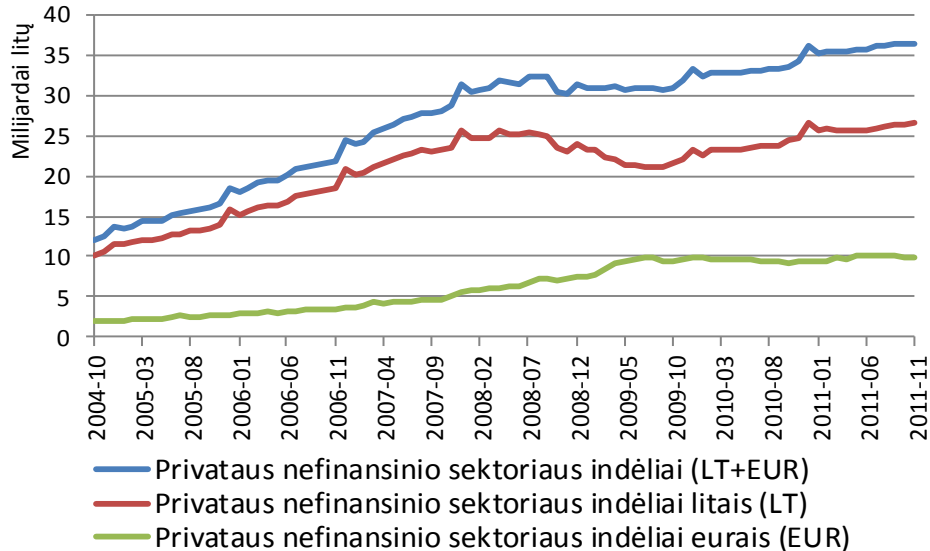
## Indėlių portfelio struktūrą stipriai veikė pasikeitusi realiųjų palūkanų normų aplinka



- Nuo 2007 m. vidurio, išaugus infliacijai bei bazinėms palūkanų normoms, t.y. didėjant alternatyviesiems pinigų laikymo kaštams, vienadienių indėlių apimtys apčiuopiamai mažėjo iki pat krizės piko
- Tuo pat metu didėjo namų ūkių terminuotųjų indėlių apimtys, ypač eurais (dėl mažėjusio pasitikėjimo litu)
- Įmonių vienadienių indėlių litais apimtys galėjo mažėti ir dėl neigiamų verslo aplinkos pokyčių bei mažėjant perspektyvių verslo projektų; įmonės buvo linkusios didinti terminuotus indėlius litais bei vienadienius indėlius eurais
- Didėjant palūkanų normoms, akivaizdžiai didėjo terminuotųjų indėlių dalis, tačiau indėlių palūkanų normų (ar Vilibor, jei tai susiję) didinimo poveikis indėlių valiutinei struktūrai anaipol nėra vienareikšmiškas



## Indėlių litais palūkanų normų didėjimas nesusijęs su litų ar likvidumo trūkumu



- Pažymėtina, kad bankai nepajuto realaus indėlių trūkumo (likvidumo problemų) – per visą krizę indėlių apimtys laikėsi labai arti rekordiškai aukšto lygmens, o nuo 2009 m. pabaigos toliau sparčiai didėjo
- Yra nuomonių, kad indėlių palūkanų normos litais didėjo, nes didėjant devalvacijos grėsmėms bankai reagavo į indėlių litais mažėjimą ir balansavo valiutines pozicijas, tačiau tai yra abejotini teiginiai, nes:
  - Bankai turėjo gana subalansuotą valiutų poziciją – paprastai tariant, sistemos mastu paskolų litais suma prieš krizę ir krizės metu iš esmės atitiko indėlių litais sumą (žr. paveikslą 17 skaidrėje)
  - Indėlių litais palūkanų normos pradėtos aktyviai didinti dar tuomet, kai indėlių litais dalis nemažėjo
  - Didėjant atotrūkiui tarp indėlių litais ir eurais palūkanų normų, indėlių litais dalis kaip tik mažėjo (!) – gali būti, kad palūkanų normų litais didinimas tik įtvirtino realių devalvacijos rizikų suvokimą visuomenėje, tad indėlių litais palūkanų kėlimas yra labai neefektyvus būdas reguliuoti bankų valiutų poziciją



## Viliber yra bankų strategines preferencijas, o ne objektyvią tarpbankinės rinkos situaciją atspindintis instrumentas

- Nustatydami Viliber kotiruotes, bankai be jokios abejonės galėjo suvokti ir įvertinti, kad jų individualios kotiruotės ir iš jų apskaičiuojami Viliber indeksai nėra susiję vien su realiais lėšų pritraukimo kaštais, tačiau turi tiesioginę ir labai toli siekiančią įtaką bankų veiklai ir rezultatams
- Tad skelbdami individualias Viliber kotiruotes, bankai galėjo atsižvelgti į daug veiksnių:
  - Pirmiausia, kotiruotės turi tiesioginę įtaką litais (kintam. palūkanomis) išduotų paskolų palūkanoms (ir bankų pelnui)
  - Taip pat Viliber sistema yra būdas bankams legaliai koordinuoti savo veiksmus nustatant bendrą paskolų kainos sudedamąją (turint omenyje, kad paskolų litais palūkanų normos paprastai yra Viliber + individualios kredito maržos)
  - Būmo metu Viliber sumažinimas iki Euribor leido padidinti skolinimosi litais patrauklumą (paskatinti klientus prisiišti ilgalaikius įsipareigojimus), žinant, kad bus galimybė Viliber vėl padidinti pasikeitus makroekonominėms aplinkybėms
  - Prieš krizę, pvz., 2007 m., Viliber didinimas galėjo kompensuoti rinkodaros tikslais iki ekonomiškai nepagrįsto lygio sumažintas individualias rizikos maržas
  - Krizės metu Viliber didinimas tiesiogiai leido padidinti palūkanų pajamas (už paskolas litais kintamomis palūkanų normomis) – to kaina nefinansiniam sektoriui gali sudaryti daugiau kaip 700 mln. litų
  - Pakėlus Viliber, nefinansinio sektoriaus skolinimasis litais tapo visiškai nepatrauklus, skolininkai masiškai perorientavo paskolų valiutą į eurus, o bankai tokiu būdu iš esmės pertvarkė balansų valiutinę struktūrą bei sumažino savo valiutos kurso rizikas, perkeldami jas klientams
  - Privertus keisti paskolų valiutą, skolininkams dažnai buvo panaikintos ankstesnės „užsaldintos“ maržos ir nustatytos kelis kartus didesnės – to kaina nefinansiniam sektoriui gali sudaryti daugiau kaip 100 mln. litų per metus
  - Viliber instrumento strateginis panaudojimas ir su tuo susijęs balansų pertvarkymas bankams leido devalvacijos pasirinkimą padaryti socialiai labai nepriimtina
  - Pasirinkdami Viliber dydį (ir kartu finansinę našą klientams), bankai galėjo kontroliuoti balansų pertvarkymo greitį
- Būtų naivu manyti, kad aukščiau išvardyti veiksniai neturėjo jokios įtakos bankų Viliber kotiruotėms; tuo tarpu Viliber tiesioginis sąryšis su bankų finansinių išteklių pritraukimo kaštais yra stipriai abejotinas



## Ar problema, kad Vilibor rodo bankų strategines preferencijas? – Taip

- Sąžiningų sandorių sudarymo principai reikalauja, kad Vilibor būtų objektyvus bankų finansinių išteklių pritraukimo kaštų rodiklis, nulemtas ekonominių ir finansinių aplinkybių, ir nepriklausytų nuo vieno ar kelių bankų preferencijų, jų pelno optimizavimo, balansų struktūros koregavimų ar kitų subjektyvių tikslų
- Tiek bankas, tiek klientas turėtų priimti Vilibor normas kaip visiškai egzogeninį ir nuo jų veiksmų nepriklausantį dydį, tačiau jei vienas ar keli bankai turi galimybę paveikti Vilibor normas strategiškai siekdami naudos sau, tai būtų akivaizdžiai nesąžininga klientų atžvilgiu ir prilygtų „tuščio čekio“ išrašymui
- Kadangi svarbiausių bankų veiklos, finansinių išteklių pritraukimo ir kreditavimo modeliai buvo labai panašūs, tai klientui netgi nesvarbu, ar konkretus paskolą išdavęs bankas gali įtakoti Vilibor – kliento teisės veikiausiai būtų pažeistos, jei tai darytų bet kuris bankas vadovaudamasis subjektyviais motyvais siekti naudos bankų sektoriui klientų sąskaita; klientų teisės galimai pažeidžia ir sandorių teisėtumą leidžia ginčyti netgi teorinės galimybės bankams manipuluoti Vilibor normomis
- Tiek ekonomistams, tiek visuomenei Vilibor visuomet buvo „juodoji dėžė“: neaišku, kokiais principais vadovaujantis pagrindžiamos Vilibor kotiruotės; ši sistema veikiausiai buvo sukurta per daug pasikliaunant efektyvios rinkos teorijomis, t.y. buvo tikima, kad kažkokios finansų rinkos jėgos neleis bankams nustatyti nepagrįstų Vilibor normų ir tos pačios rinkos jėgos lems vienareikšmiškai teisingą išteklių pritraukimo kainą; vis dėlto panašu, kad toks rinkos mechanizmas praktiškai nefunkcionavo ir netgi nėra aišku, kaip jis turėtų veikti teoriškai (pvz., kas apsaugotų nuo 30% siekiančių Vilibor normų kaip Rigibor atveju?)



## Viliber didinimo socialiniai ir ekonominiai kaštai privačiam sektoriui yra dideli

- Dažnai nepakankamai įvertinama galima finansinė našta privačiam skolininkui, susijusi su Viliber kėlimu:
  - Ekonomistai dažnai pabrėžia, kad devalvacija būtų buvusi labai skausminga eurais paskolas paėmusiems subjektams (dėl jos kurį laiką paskolos našta galėtų padidėti keliasdešimčia procentų, t.y. tiek, kiek nuvertėja nacionalinė valiuta euro atžvilgiu, o ilgainiui atsigaunant ekonomikai, konkurencingumui ir algų lygiui našta vėl sumažėtų)
  - Tačiau neįvertinama, kad dėl Viliber pakėlimo išaugus litais denominuotų paskolų palūkanoms, kai kurie skolininkai susidūrė su praktiškai nepakeliama trumpalaikė finansine našta (daug didesne nei devalvacijos atveju!)
  - Pavyzdžiui, pasirinkus ilgo termino būsto paskolą kintamosiomis palūkanomis litais ir linijinį palūkanų mokėjimo metodą, kelerius pirmuosius metus didžiąją dalį periodinių mokėjimų bankui sudaro būtent palūkanų mokėjimai (o ne pagrindinės dalies grąžinimas); tai reiškia, kad kelis kartus išaugus palūkanų normoms, reguliarios įmokos bankui taip pat gali išaugti net kelis kartus! Kai kuriais atvejais tai gali tapti visiškai nepakeliama finansine našta
- Vien per pusantrų metų nuo 2008 m. rudens su Viliber atotrūkiu nuo Euribor susijęs paskolų litais pabrangimas skolininkams galėjo kainuoti, apytiksliais vertinimais, apie **700 mln. litų papildomų palūkanų**
- Dėl drastiškai išaugusios finansinės naštos net **5-6 mlrd. litų vertės paskolų** per vienerius metus nuo krizės pradžios buvo konvertuotos į eurus ir skolininkai buvo priversti prisiimti valiutos kurso riziką
- Be to, šiems skolininkams keičiant paskolos valiutą (t.y. iš naujo sudarant sutartis), „dėl išaugusių rizikų“ dažnai buvo kelis kartus padidinamos individualios kredito maržos; vidutiniškai jos padidėjo nuo 1 proc. punkto iki 3 punktu; tai reiškia privačiojo sektoriaus papildomus maždaug **100 mln. litų kaštus per metus**
- Dėl skolininkams netikėtų ir galimai ekonomiškai nepakankamai pagrįstų bankų veiksmų keičiant palūkanų normas litais ir neproporcingai bei neadekvačiai paskirstytų teisių tarp kreditorių ir skolininkų šiuo aspektu, visiškai sumenko privataus sektoriaus pasitikėjimas palūkanų nustatymo sistema ir skolinimasis nacionaline valiuta tapo iš esmės nepriimtinas skolininkams

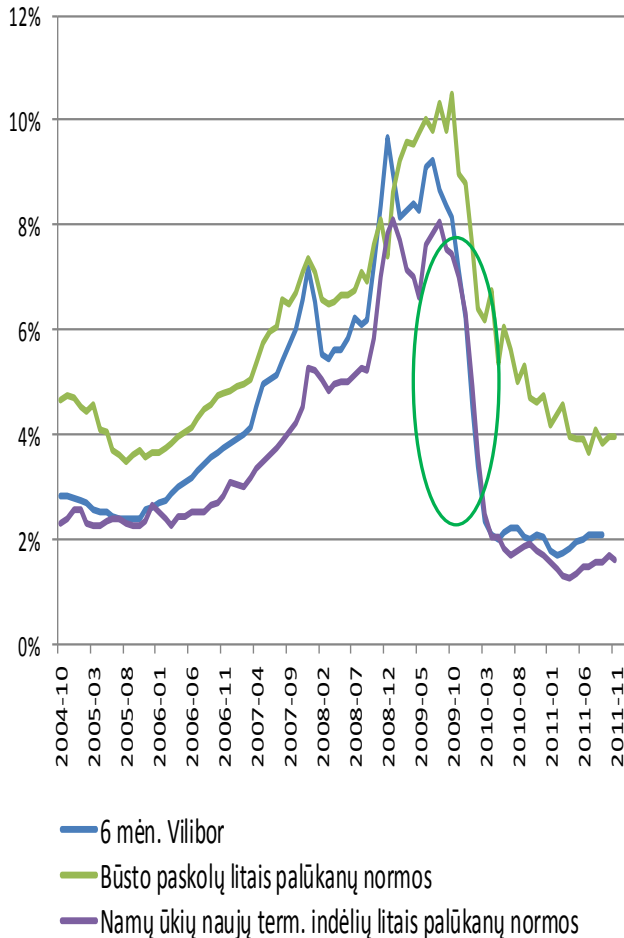


## Viliber ekonominio pagrįstumo užtikrinimas akivaizdžiai nepakankamas

- Viliber skaičiuojamas iš 5-7 bankų kotiruočių – toks menkas bankų skaičius aiškiai nepakankamas, kad būtų minimizuota kiekvieno banko įtaka bendram rodikliui, ir toks kelių bankų kainos signalų siuntimas niekaip negali būti laikomas efektyviu rinkos kainos paieškos mechanizmu
- Viliber kotiruotės yra neįpareigojančios – jos tiesiog rodo palūkanų normas, „už kurias bankai pageidauja (pasiruošę) paskolinti lėšų kitiems bankams“, o ne realių sandorių palūkanų normas; bankui realiai neketinant skolinti ar siekiant išreikšti nenorą skolinti, jis gali nustatyti neekonomiškai aukštas normas (pvz., 2009 m. viduryje 6 mėn. Rigibor normos Latvijoje viršijo 25%); viešai skelbta apie atvejus, kuomet kai kurie šalies bankai galėjo bandyti manipuluoti Viliber normomis
- Nefinansiniam sektoriui reikšmingos ilgesnių terminų skolinimo Viliber normos (3,6,12 mėn.), tačiau dažnai nesudaroma nė vieno tokios trukmės skolinimo sandorio tarp bankų rezidentų per mėnesį ar ilgesnį laikotarpį
- Viso tarpbankinio skolinimo litais tarp bankų rezidentų apimtys sudaro labai nereikšmingą bankų turto dalį (mažiau nei 1% viso bankų turto), tad suvokiant strateginę Viliber reikšmę, bankams gali būti racionalu ignoruoti nedidelius nuostolius, kylančius dėl tarpbankinio skolinimo(si) iškreiptomis palūkanomis
- Skelbdami Euribor kotiruotes, euro zonos bankai turi įvertinti, už kiek skolintų *hipotetiniai aukščiausio patikimumo* bankai vienas kitam, o Lietuvoje tiesiog – kotiruotę skelbiantis bankas; taigi Viliber kotiruotės gali atspindėti visas bankų sektoriaus kredito rizikas, tačiau konceptualiai vertinant, neaišku, kodėl už bankų rizikas (aplaidumą) turi mokėti nefinansinis sektorius (t.y. mokėti didesnes palūkanas, susietas su Viliber)
- ECB, kaip aktyvus rinkos dalyvis, gali faktiškai paveikti Euribor, o LB praktiškai negali paveikti Viliber
- Fundamentali problema dėl Viliber nustatymo yra ta, kad šios tarpbankinės kotiruotės labai mažai susijusios su faktiniu likvidumo valdymu, skolinimu ar finansavimo pritraukimu tarpbankinėje rinkoje – yra daug požymių, kad nustatydami Viliber bankai tiesiog pasirenka strategiškai pageidautinus dydžius, bet tarpbankinės rinkos procesai neužtikrina, kad šie dydžiai būtų ekonomiškai pagrįsti klientų atžvilgiu



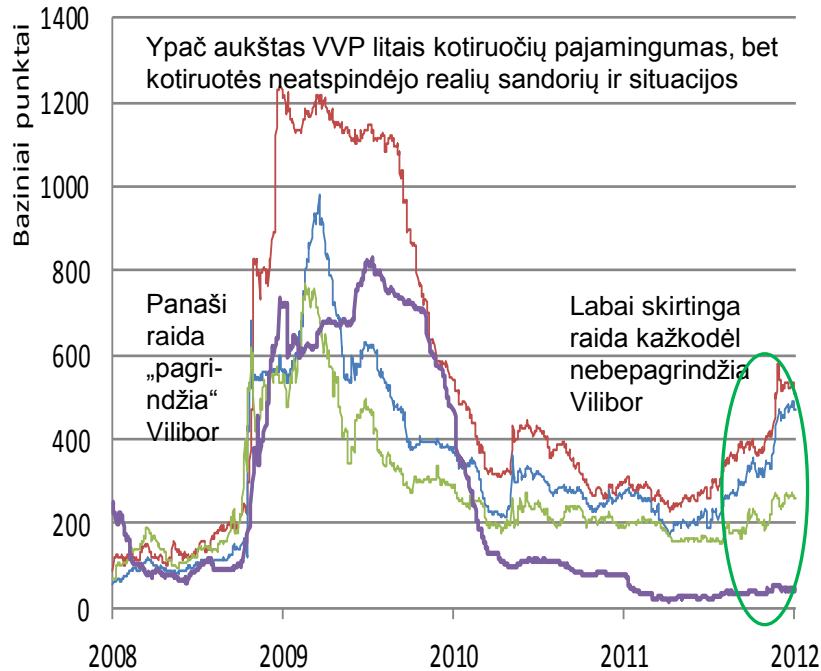
## Klaidingi Vilibor normų pagrindimo argumentai: jas lemia indėlių litais palūkanų normos



- 2009 m. visuomenėje kilus abejonėms dėl Vilibor pagrįstumo, staiga ilgesnių terminų Vilibor normų dydis tapo labai artimas naujų indėlių litais palūkanų normoms
- Bankai galimai strategiškai sumažino skirtumą tarp indėlių litais palūkanų normų ir Vilibor, bet šis suartėjimas nepagrindžia Vilibor priežastinės priklausomybės nuo indėlių palūkanų normų:
  - Skirtumo tarp Vilibor ir indėlių litais palūkanų normų minimizavimas tiesiog leido padidinti Vilibor pagrįstumo įspūdį visuomenėje
  - Bet tuomet kodėl buvo žymus skirtumas tarp Vilibor ir indėlių palūkanų? Kodėl apskritai tarpbankinio skolinimo litais palūkanos turėtų atspindėti indėlių palūkanų normas (ypač taip tiksliai), kai bankų išteklių pritraukimo kaina gali būti labai skirtinga nuo indėlių normų (pvz., gali būti artima Euribor normoms, galimai mažesnė dėl be palūkanų pritraukiamų vienadienių indėlių ir t.t.)
  - Vilibor vizualinis sąryšis su indėlių litais palūkanų normomis gali rodyti priešingą priežastingumo kryptį – indėlių palūkanų normos gali būti nustatomos atsižvelgiant į Vilibor dydį
  - Taigi, tikėtina, kad bankai didino Vilibor, pirmiausia siekdami pertvarkyti paskolų portfelio valiutinę struktūrą, o indėlių litais palūkanų normos buvo didinamos savo ruožtu (dėl įvairių priežasčių, bet galimai ir siekiant legitimizuoti Vilibor didinimą)
  - Apskritai 2009 m. indėlių litais palūkanų normų didinimas, esant pertekliniam likvidumui yra savaime „keistas“, ir jis vėlgi buvo veikiausiai vykdomas dėl strateginių, o ne ekonominių priežasčių (žr. toliau)



## **Klaidingi Vilibor normų pagrindimo argumentai: jas lemia šalies rizikos suvokimas rinkose (CDS, VVP pajamingumo skirtumai)**

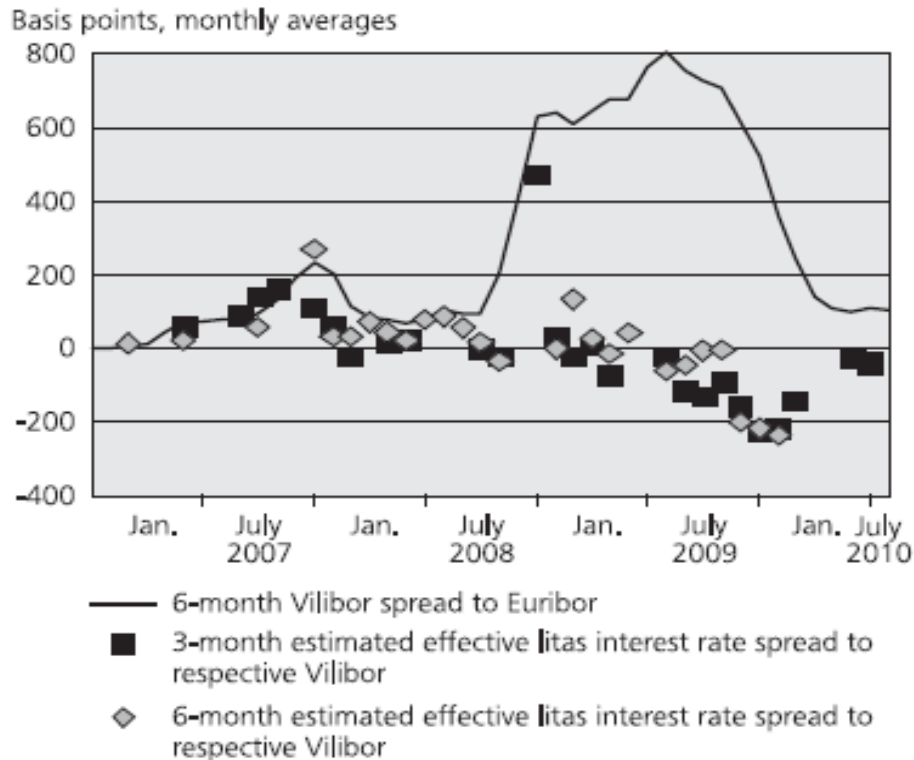


- LR LTL VVP 2016 m. bid skirtumai su Vokietijos VVP
- LR EUR VVP 2016 m. bid skirtumai su Vokietijos VVP
- Skirtumas tarp Lietuvos ir Vokietijos 5 metų CDS
- Skirtumas tarp 6 mėn. Vilibor ir Euribor

- Nagrinėjant Vilibor pagrįstumą, dažnai vizualiai sugretinami Vilibor skirtumai nuo atitinkamų Euribor su:
  - Lietuvos ilgalaikių obligacijų pajamingumo skirtumu nuo stabilių šalių (pvz., Vokietijos) obligacijų pajamingumo
  - 5 m. Lietuvos obligacijų kredito apsekitimo sandoriais (CDS)
- Visi šie rodikliai išaugo krizės metu ir jų dinamika kartais yra vizualiai panaši, bet iš elementarios finansų teorijos žinoma, kad toks skirtingų terminų instrumentų sugretinimas (Vilibor – daug trumpesnio termino) yra nekorektiškas ir nepatvirtinantis jokio priežastinio ryšio
- Kitaip tariant, jei yra ganėtinai didelė rizika, kad šalies bankrotas tikėtinas 5 m. laikotarpiu, tai tikimybė, kad jis atsitiks kelių mėnesių bėgyje paprastai yra daug mažesnė (taigi, aukšti CDS nebūtinai pateisina aukštus Vilibor)
- Konkretaus ryšio nebuvimą patvirtina pastarosios tendencijos:
  - Pastaruoju metu vėl stipriai didėjo Lietuvos ir Vokietijos VVP pajamingumų skirtumui bei augo Lietuvos obligacijų CDS, tačiau Vilibor-Euribor skirtumas išliko itin mažas
  - Ekonominė interpretacija: bankai litais išduoda labai mažai paskolų, balansai pertvarkyti, bankai nesusiduria su likvidumo problemomis, litų indėlių palūkanų didinti nepageidauja, tad Vilibor ir indėlių palūkanos išlieka labai žemos, nepaisant didėjančių minėtų rizikos rodiklių



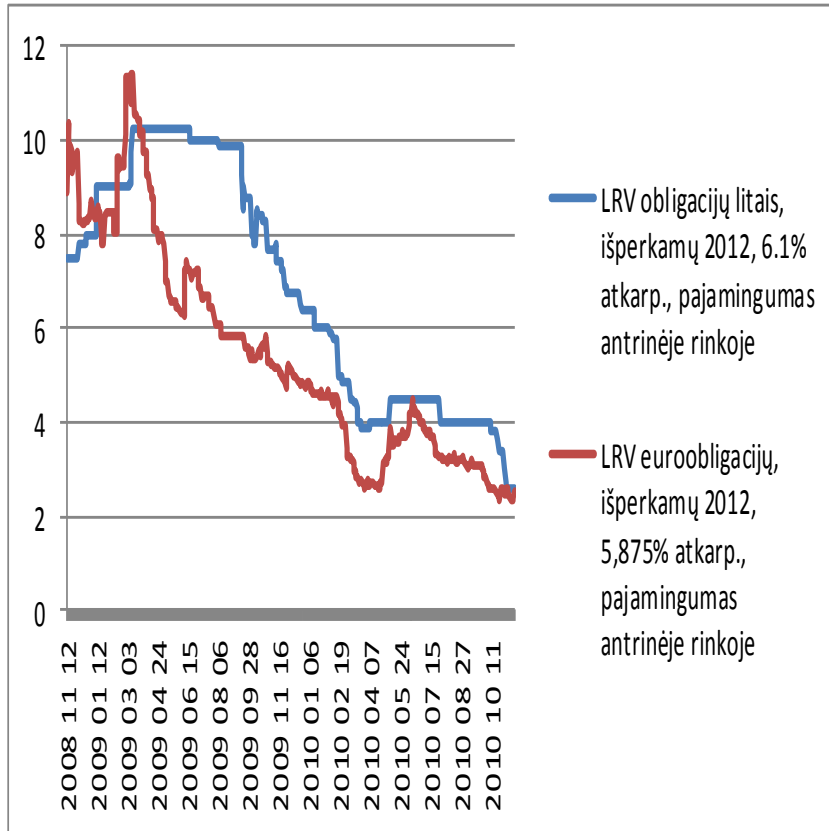
## Klaidingi Vilibor normų pagrindimo argumentai: Vilibor skirtumą nuo Euribor pagrindžia valiutų apsikeitimo sandorių kainos



Šaltinis: Šiaudinis (2011)

- Tyrimai rodo, kad Vilibor gana neblogai atitiko iš lito ir euro apsikeitimo sandorių tarpbankinėje rinkoje kainų apskaičiuotas palūkanų normas (iš paveiklo matyti, kad skirtumas paprastai neviršijo 2 proc. punktų)
- Ekonomiškai tai vėlgi yra keista:
  - Vilibor yra susijęs su neapdraustu skolinimu
  - Valiutų apsikeitimo sandoriai yra apdraustas skolinimas, ir iš šių sandorių įvertintus palūkanų normų litais ir užsienio valiuta skirtumus lemia beveik vien devalvacijos rizika
  - Tad jei Vilibor atitinka iš valiutų apsikeitimo sandorių apskaičiuotas palūkanų normas, tai reikštų, kad Vilibor skirtumą nuo Euribor lėmė praktiškai vien devalvacijos rizika
  - Tačiau kiti finansiniai instrumentai rodo, kad devalvacijos rizika anaipol nebuvo tokia žymi, kaip būtų galima spręsti iš Vilibor-Euribor skirtumo

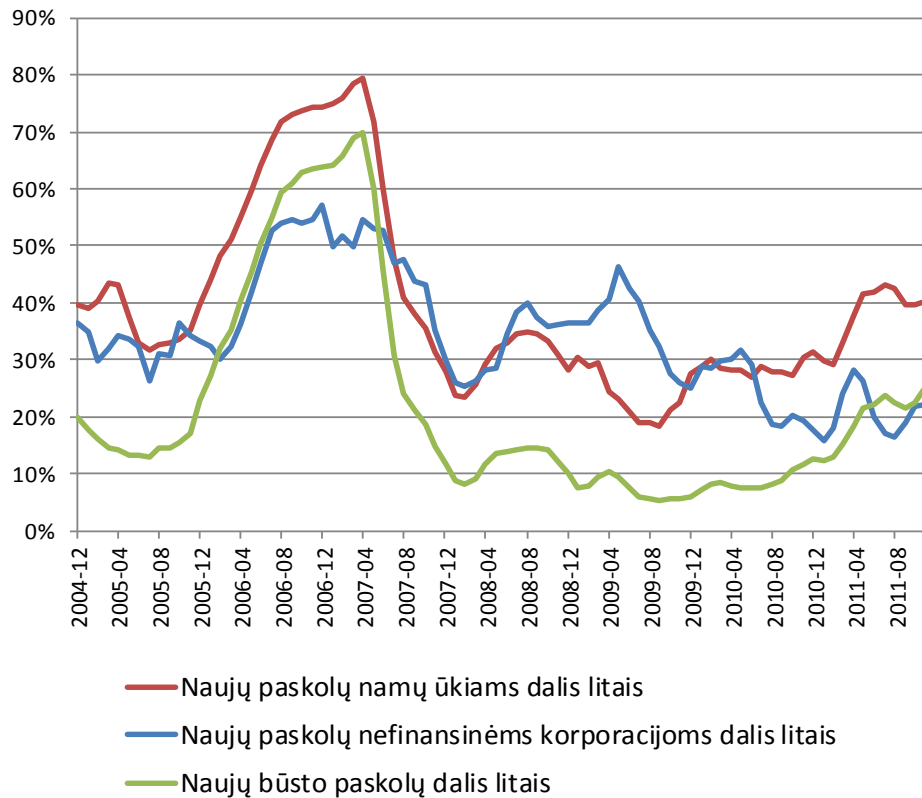
## Klaidingi Vilibor normų pagrindimo argumentai: jas lemia objektyvi devalvacijos rizika



- Bene natūraliausias ir objektyviausias būdas įvertinti devalvacijos riziką yra nagrinėti litais ir eurais denominuotų instrumentų, kurių kitos charakteristikos analogiškos, kainas (antrinėje) rinkoje
- Dėl seklios rinkos jų rasti sunku, tačiau geras pavyzdys yra 2-3 metų trukmės Lietuvos VVP litais ir eurais pajamingumas antrinėje rinkoje:
  - Prasidėjus krizei, pajamingumas tiek litais, tiek eurais buvo labai aukštas, tačiau šių obligacijų pajamingumo skirtumas praktiškai neviršijo 4 proc. punktų ir paprastai buvo gerokai mažesnis
  - Tačiau Vilibor-Euribor skirtumas kai kuriais atvejais viršijo net 8 proc. punktus
  - Net jei Vilibor išaugimas daugiausia turėtų būti susijęs su lito devalvacijos rizika (vadovaujantis sugretinimo su valiutos apskaitos sandoriais logika), tokiu atveju išaugimo mastas daug didesnis nei galima pagrįsti pajamingumo skirtumu tarp obligacijų litais ir eurais
- Taigi, veikiausiai Vilibor normos buvo nustatomos atsižvelgiant į įvairius rodiklius, o kitų instrumentų kainos savo ruožtu nustatomos atsižvelgiant ir į Vilibor, tačiau struktūrinį ir pastovų priežastingumą įžvelgti sunku



## Pasitikėjimo Vilbor normomis problema niekur nedingo, reikalinga sistemos pertvarka



Pastaba: siekiant išlyginti svyravimus, skaičiuojami slenkamieji trijų mėn. vidurkiai

- Skolininkams ekonomiškai labai skausmingi Vilbor svyravimai krizės metu pakirto pasitikėjimą šia sistema bei atgrasė nuo skolinimosi nacionaline valiuta (tad valiutos kurso rizikos perkeliama klientams –neprofesionaliems rinkos dalyviams)
- Neturėtų būti dirbtinai skatinama skolintis litais (pvz., atsakingo skolinimo gairėse nustatant mažesnius pradinio įnašo reikalavimus skolinantis litais), nesutvarkius tarpbankinės rinkos funkcionavimo, nes tai gali sukelti problemas ateityje
- Iki šiol neįvertintos teisinės, ekonominės ir socialinės galimai nepagrįsto Vilbor nustatymo pasekmės individualiems skolininkams ir netvaraus bumo susiformavimui – yra požymių, kad jos yra didelės
- Bankai privalo aiškiai pagrįsti Vilbor nustatymo principus ir įrodyti, kad nėra manipuluojama sistema; jei klientų finansiniai interesai buvo neteisėtai pažeisti, jiems turėtų būti kompensuota

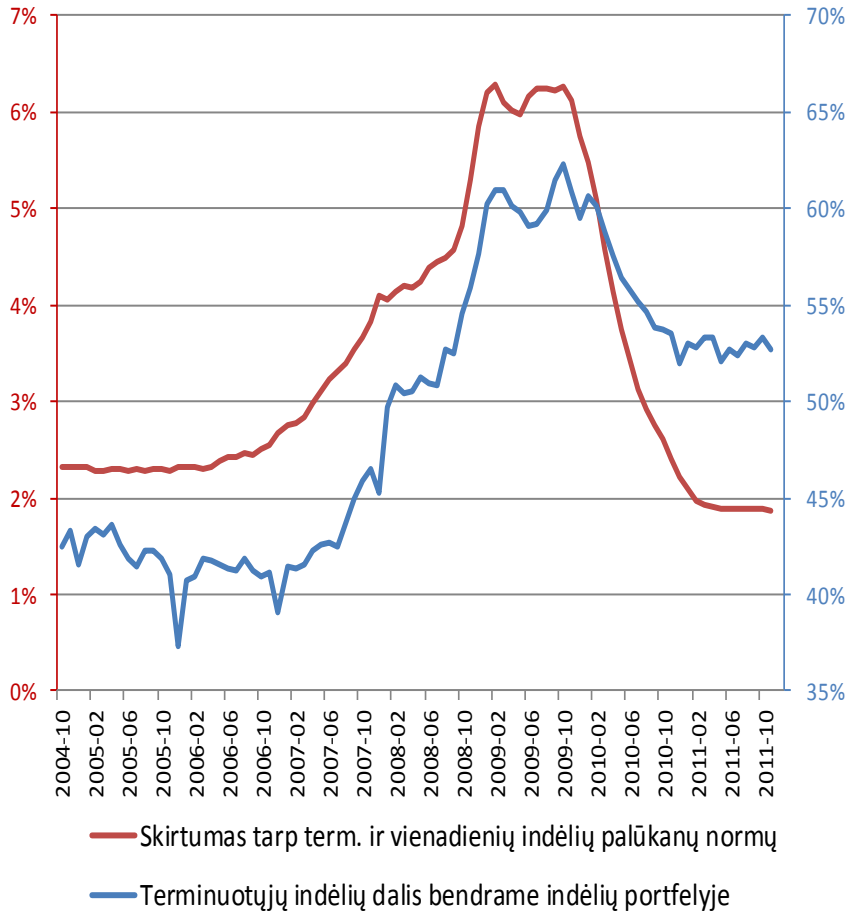


## Keli baziniai siūlymai dėl tarbankinės sistemos pertvarkymo

- Akivaizdu, kad dabartinė litais kintamosiomis palūkanomis išduotų paskolų susiejimo su Vilibor sistema yra neadekvačiai palanki bankams ir galimai žalinga skolininkams, o galių ir teisių balansas šiuo atžvilgiu yra iškreiptas
- Pirmas žingsnis atstatant teisių balansą galėtų būti reikalauti bankų palikti klientams teisę keisti paskolos valiutą (pvz., iš litų į eurus) nenutraukiant sutarties ir nenustatant jiems naujos kredito maržos (kartu reiktų tirti, ar 2008-2009 m. masiškai vykdyti naujų maržų nustatymai keičiantiems paskolos valiutą buvo teisėti)
- Reikalingi ir fundamentalesni paskolų kainų nustatymo sistemos pertvarkymai, pvz.:
  - Išvis neleisti bankams sieti paskolų palūkanų normų su Vilibor dėl nepakankamo ekonominio pagrįstumo
  - Kintamas palūkanų normas sieti su kitais, labiau pagrįstais bankų finansinių išteklių pritraukimo kainos rodikliais ir/ar valiutos kurso rizikos rodikliais, pvz., vidutinėmis mažmeninių indėlių palūkanų normomis, Vyriausybės obligacijų pajamingumu (tačiau mažiau patikima) arba tiesiog su Euribor ir individualiomis pagal skaidrias taisykles nustatomomis maržomis
  - Nauja sistema neturi sudaryti galimybių taip lengvai (kaip esama sistema) perkelti valiutos kurso rizikas nuo bankų neprofesionaliems rinkos dalyviams
  - Kuriant naują sistemą, būtina įvertinti, kad tarbankinė rinka (tarp bankų rezidentų) yra nedidelė ir neskaidri, tad net ir faktinių sandorių (o ne kotiruočių) registravimas ar įpareigojančių kotiruočių registravimas nereikštų didelių tiesioginių nuostolių manipuliavimo Vilibor atvejais ir neužkirstų kelio galimoms manipuliacijoms



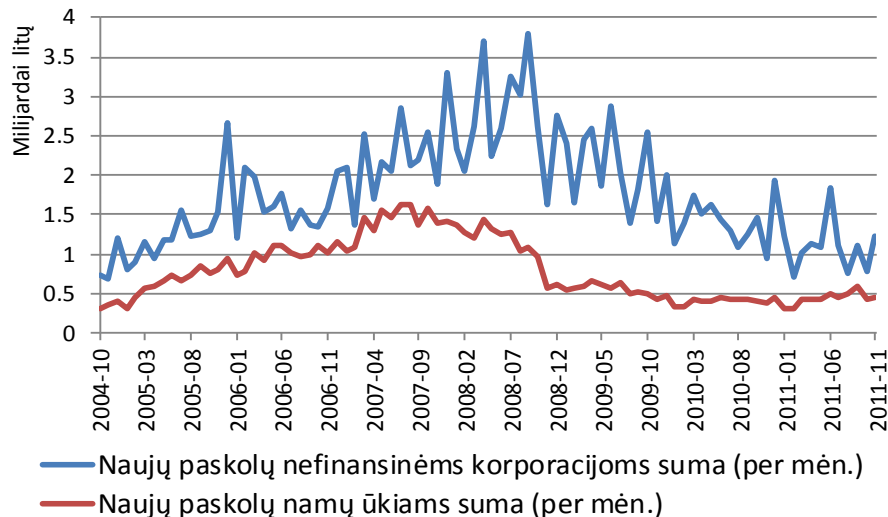
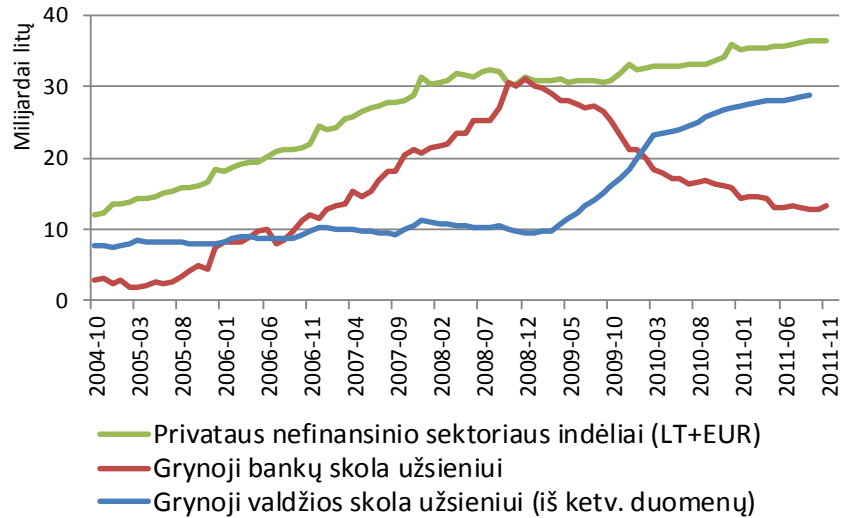
## Kodėl per krizę stipriai augo indėlių litais palūkanų normos?



- Baziniai finansavimo kaštai (Euribor) gana ženkliai didėjo dar prieš prasidedant krizei, tačiau kodėl krizės metu taip stipriai padidintos indėlių palūkanos litais, jei bankams nebuvo realaus didesnio likvidumo ar naujo kreditavimo finansavimo poreikio, be to, išaugęs palūkanų normų skirtumas tarp indėlių litais ir euraiš menkai tepadėjo pakeisti indėlių valiutinę struktūrą?
- Be jau minėtos aplinkybės, kad aukštos indėlių palūkanos pateisina aukštas paskolų palūkanas (Viliber kėlimą), yra kitų svarbių aspektų:
  - Krizės pradžia sutapo su strateginiu ir ilgalaikiu užsienio motininių bankų finansinio kapitalo atitraukimo procesu ir jų atvirumo Lietuvos rizikoms mažinimu
  - Taigi, bankai norėjo anksčiau tarpbankinių paskolų forma „importuotą“ kapitalą pakeisti vietiniais indėlių ištekliais
  - Terminuotųjų indėlių palūkanų didinimas nebūtinai tiesiogiai didino bendrą indėlių sumą, tačiau akivaizdžiai lėmė terminuotųjų indėlių dalies didėjimą
  - Didėjant terminuotųjų indėlių daliai, mažėjo indėlių neplanuotų atsiėmimų ir bankų panikos grėsmė, be to, susiformavo tinkamos aplinkybės atitraukti motininių bankų finansinius išteklius



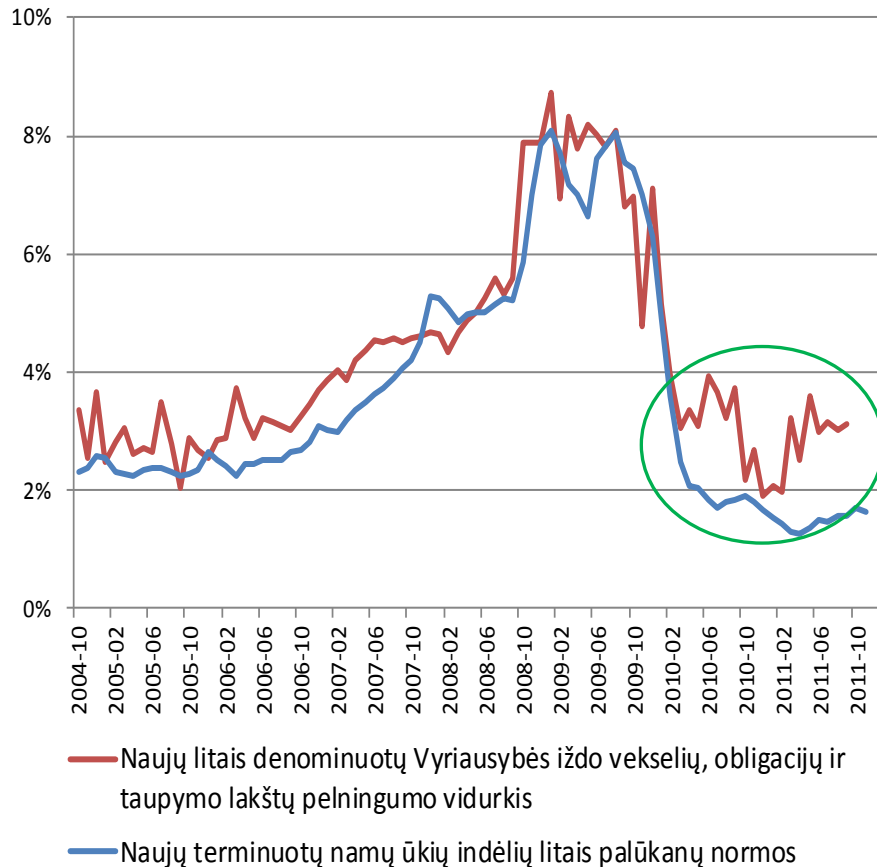
## Užsienio motininių bankų finansinių išteklių dalinio atitraukimo mechanizmo esmė



- Daugelis ekonomistų *a priori* laikėsi požiūrio, kad užsienio bankų kapitalo atitraukimas praktiškai sunkiai įmanomas ir net jam vykstant jį klaidingai interpretavo vien tik kaip susirūpinimo nekeltantį perteklinio likvidumo atitraukimą
- Vertinant įvairių aplinkybių visumą, labiau panašu, kad tai – strateginis bankų siekis paskolas finansuoti daugiau vietiniais ištekliais:
  - Staigiai ir kardinaliai sumažėjo ūkio kreditavimo srutai
  - Be akivaizdaus likvidumo poreikio išaugo indėlių palūkanos
  - Sprogus kredito ir NT burbului, išaugus palūkanų normoms, drastiškai sumažėjo vidaus paklausa ir importas – sumažėjo einamosios sąskaitos deficitas (ir lėšų išplaukimas iš šalies šiuo būdu)
  - Nuslopus kreditavimui, šalies ūkis pajuto staigų „pinigų badą“
  - Prasidėjus finansinei ir ekonominei krizei, drastiškai išaugo valdžios sektoriaus deficitas ir poreikis skolintis
  - Valdžios sektoriaus (iš užsienio) pasiskolinti pinigai iš karto bei po antrinių efektų papildė bankų sistemą ir esant bankų nenorui kredituoti lėmė indėlių augimą ir virto „pertekliniu likvidumu“
  - Šis „perteklinis likvidumas“ jau trejetą metų pastoviai išplaukia iš šalies



## Bankų finansavimo keitimas „vietiniais ištekliais“ šaliai reiškia papildomus ekonominius kaštus



- Vyriausybės skolinimosi vidaus rinkoje galimybės labai stipriai priklauso nuo svarbiausių šalies finansų rinkos žaidėjų – bankų – preferencijų, tad bankų noras mažinti atvirumą šalies rizikoms potencialiai turėjo ryškų neigiamą poveikį VVP rinkai:
  - Vyriausybės skolinimosi litais palūkanos paprastai gana artimos bankų indėlių litais palūkanoms
  - Užkilus bankų indėlių palūkanoms ir bankams gana vangiai finansuojant valstybės skolinimąsi, krizės metu valstybei nebuvo galimybių efektyviai, pakankamais kiekiais ir ekonomiškai priimtinais palūkanomis skolintis vidaus rinkoje
  - Taigi, per krizę Vyriausybė buvo priversta gana brangiai ir intensyviai skolintis užsienyje
- Nuo 2010 m. susiformavo ekonomiškai nepalanki situacija, kad vidutinės indėlių palūkanų normos tapo labai žemos (realiosios – net neigiamos), o Vyriausybė ir toliau skolinasi kur kas brangiau
- Pažymėtina, kad per bumą bankai neapsiribojo vietiniais ištekliais ir NT burbulas buvo pučiamas pasitelkiant perteklinį finansavimą iš užsienio, o per krizę ir po jos šie ištekliai buvo sparčiai atitraukiami, nors tai veikiausiai apsunkino ekonominę ir finansinę ūkio situaciją



## Ar buvo galimybių stabdyti finansinio kapitalo nutekėjimą rinkos priemonėmis?

- „Karšti“ užsienio finansinio kapitalo srautai, aiškiai prisidedantys prie ūkio perkaitimo ir atitraukiami vos tik susidūrus su ekonominėmis problemomis, yra natūralus reiškinys finansinės integracijos sąlygomis, tačiau potencialiai žalingas makroekonominiu požiūriu
- Valdžios institucijos turi mažai galimybių šiuos procesus sušvelninti rinkos priemonėmis: iš esmės Vyriausybė ir motininiai bankai konkuruoja dėl „perteklinių“ vietinių finansinių išteklių (esant rekordiškai aukštam indėlių kiekiui ir itin žemoms indėlių palūkanų normoms) ir vis dėlto bankai turi akivaizdžiai daugiau galimybių kontroliuoti situaciją:
  - Didmeninis Vyriausybės obligacijų pirkimas vidaus rinkoje priklauso pirmiausiai nuo bankų strateginių preferencijų
  - Atrodo, kad nebuvo bandoma pakankamai aktyviai konkuruoti su bankais dėl mažmeninių išteklių kaininėmis ir nekaininėmis priemonėmis (antra vertus, bankams užkėlus paskolų ir indėlių palūkanų normas, Vyriausybė jau praktiškai nebegalėjo konkuruoti dėl šių išteklių)
- Darant teorinio lygmens pasvarstymus, gana radikali rinkos poveikio priemonė, kuri galėtų sušvelninti tokias problemas, galėtų būti specializuotas, į VVP pirkimą orientuotas valstybinis bankas:
  - Sukūrus atitinkamą infrastruktūrą bei į mažmeninius kreditorius orientuotus finansinius produktus (indėlius), tai leistų Vyriausybei daug efektyviau pritraukti vietinius finansinius išteklius
  - Tai sumažintų bankų indėlininkų finansinę „represiją“, t.y. sveika konkurencija skatintų bankus nustatyti aukštesnes ir labiau ekonominę realybę atitinkančias indėlių palūkanų normas
  - Įvertinant po „Snoro“ griūties išaugusį indėlių saugumo poreikį bei dideles indėlių kompensavimo išlaidas valstybei, tai mažintų sisteminę riziką bankų sektoriuje ir žmonėms bei įmonėms suteiktų maksimaliai saugaus taupymo galimybes



## Krizės akivaizdoje bankai nesielgė kaip atsakingi socialiniai partneriai, o reputacijos rizikos jiems mažiau svarbios nei manyta

- Viena iš esminių priežasčių, kodėl pastaroji krizė Lietuvoje buvo išskirtinai gili, yra iš esmės sutrikęs ECB skatinančiosios pinigų politikos perdavimo mechanizmas (tarpbankinėje rinkoje): kai daugumoje šalių dėl centrinių bankų politikos mažėjo privataus sektoriaus egzistuojančios skolos tvarkymo išlaidos, Lietuvoje, bankams pakėlus Vilibor, drastiškai išaugo paskolų litais palūkanų normos ir skolos našta privačiam sektoriui
- Krizės metu bankų elgsena, orientuota grynai į savo interesų gynimą, buvo agresyvi ir galimai gilinanti krizę:
  - Vilibor didinimas; devalvacijos rizikos perkėlimas klientams; labai staigus kreditavimo politikos peržiūrėjimas; galimai nepagrįstas anksčiau išduotų paskolų maržų kėlimas; agresyvi skolų išieškojimo ir užstato perėmimo iš verslo praktika; NT kainų manipuliacija; visiškas NT kainų kritimo nuostolių perkėlimas skolininkams; staigus finansinių išteklių atitraukimas; palūkanų normų aplinkos iškraipymas, strategiškai pasyvus skolinimas Vyriausybei ir dėl jos skolinimosi užsienyje atsiradusių perteklinių išteklių bankų sistemoje atitraukimas; situacijai stabilizavusis – infliacijos neviršijančių palūkanų nustatymas indėlininkams ir t.t.
- Išskirtinio dėmesio reikalauja beveik visiškas bankų atsiribojimas nuo NT kainų griūties padarinių:
  - Masinis kredito prieinamumas ir palankios kreditavimo sąlygos buvo bene svarbiausi NT kainų bumų veiksniai, bankų kreditavimo politika bei turto perėmimo politika krizės metu taip pat turi didelę įtaką NT kainoms
  - Tačiau kadangi nėra adekvataus ir tinkamai subalansuoto fizinių asmenų bankroto įstatymo ir nepakankamai užtikrinamos elementarios beviltiškų skolininkų teisės – nuostoliai dėl drastiškai nuvertėjusio turto, sumažėjusių ar prarastų skolininko pajamų, papildomi nuostoliai dėl įkeisto turto pagerinimo (pvz., būsto įrengimo) negali kristi vien ant skolininkų pečių, ir bankai turėtų prisiimti atsakomybę už nepateisinamą skolinimą
  - Visiškas skolininkų ir kreditorių teisių nesubalansuotumas iš esmės yra antisocialinė, emigruoti skatinanti politika (tačiau suteikianti apgaulingą, „popierinį“ ir laikiną stabilumą bankų balansų kokybei)
  - Gerai apgalvotas fizinių asmenų bankrotų įstatymas leistų paskatinti būtiną paskolų restruktūrizavimų procesą
  - Bankų atstovai taip pat yra viešai pripažinę, kad perimant įkeistą turtą buvo siekiama dirbtinai išlaikyti aukštas NT rinkos kainas – tai turėjo neigiamą poveikį realiajam aktyvumui statybų rinkoje, mažino būsto įperkumą ir t.t.



## Bankai turi išskirtinai didelį galios svertą, dėl kurio gali nukentėti visuomenės interesai

- Makroekonominė galia:
  - Bankai gali turėti didelę įtaką kapitalo ir darbo jėgos pasiskirstymui, palūkanų normų aplinkai, vartojimo ir taupymo procesams, NT kainoms, perkaitimo ir krizės procesams, bankų investicijos taip pat yra svarbus valstybės skolos finansavimo šaltinis
- Mikroekonominė galia:
  - Bankai finansuoja konkrečius verslo projektus bei teikia paskolas namų ūkiams, t.y. daro ilgalaikę įtaką įmonių ir namų ūkių balansams, turi lemiamą balsą dėl skolinimo bei skolos aptarnavimo sąlygų
- Politinė įtaka:
  - Koordinuota lobistinė veikla, bankų atstovų aktyvus dalyvavimas politiniuose procesuose, dideli finansiniai interesai (ir finansinis pajėgumas) – visa tai lemia, kad bankų interesų gali būti paisoma daugiau nei kitų ūkio subjektų ar visuomenės grupių
- Poveikis visuomenei:
  - Galingos reklaminės kampanijos ir itin aktyvus bankų atstovų dalyvavimas viešoje ekonominėje diskusijoje buvo metu labai prisidėjo prie iškreiptos visuomenės nuomonės ir pernelyg optimistiškų lūkesčių formavimo
- Institucinė bankų sektoriaus apsauga:
  - Bumo ir krizės metu LB laikėsi „lenkimosi pavėjui“ (*leaning with the wind*) strategijos NT ir kredito burbulo atžvilgiu – buvo koncentruotasi į trumpalaikio finansų sistemos stabilumo išsaugojimą, nesuteikiant daug svarbos ilgalaikėms ekonominėms ir socialinėms pasekmėms
  - Retrospektyviai vertinant, akivaizdu, kad trumpu laikotarpiu tai buvo naudinga daugiausia bankų sektoriui, tačiau vidutinės ir ilgos trukmės laikotarpiu tai yra nenaudinga nei visuomenei, nei bankų sektoriui, tad svarbu ir toliau aktyvinti LB veikimą reglamentuojant ir reguliuojant finansinio sektoriaus veiklą, taip pat svarbu įstatymais nustatytus pagrindinius LB tikslus suvokti ne pačia siauriausia prasme



## Bankų moralinę riziką ir neatsakingą elgseną žymia dalimi lėmė sisteminiai ir racionalūs veiksniai

- Dalyvavimas „šimtmečio“ pasauliniame NT ir kredito bume bankams buvo itin patraukli galimybė uždirbti išskirtinai didelius pelnus (o vadybininkams – atlyginimus ir premijas) trumpu laikotarpiu, prisiimant dideles rizikas ilgesnio laikotarpio perspektyvoje
- Būtų klaidinga manyti, kad bankai tiesiog sąmoningai ignoravo ilgalaikes rizikas ar elgėsi rizikingai vien dėl nesuderintų rizikos ir pelno paskatų esant „savininko-atstovo“ problemoms (principal-agent problems); tai išties galėjo turėti nemenkos įtakos rizikingai jų elgsenai, bet moralinę riziką labai didino daug sisteminių aplinkybių, kurios leido bankams pagrįstai tikėtis krizės atveju perkelti ekonominį skausmą visuomenei:
  - Galimybė pagal preferencijas keisti tarpbankines palūkanų normas. Tai leido vykdyti grobuonišką (predatory) skolinimą labai geromis pradinėmis sąlygomis, o esant reikalui pakelti palūkanų normas; taip pat tai sudarė galimybes persitvarkyti valiutinę balansų struktūrą ir apsidrausti nuo devalvavimo rizikų; bankų argumentai dėl Vilibor didėjimo („paskolų branginimo“) taip pat naudojami kaip „atgrasymo priemonė“ prieš rimtesnes bankų sektoriaus reformas (pvz., fizinių asmenų bankroto įstatymą)
  - Pasinaudojimas savo sisteminė svarba. Dėl išskirtinės (didele koncentracija pasižyminčio) bankų sektoriaus svarbos šalies ūkyje bankų sistemos stabilumas yra strateginės svarbos tikslas; taigi, Vyriausybė tik pasyviai konkuruoja su bankais dėl vietinių finansinių išteklių savo skolinimosi reikmėms; bankams yra geros galimybės sklandžiai atitraukti bumo metu įpumpuotą perteklinį finansinį kapitalą
  - Bankų rizikas mažino būsto paskolų draudimas ekonomiškai nepagrįstomis sąlygomis. Apdrausta apie ¼ būsto paskolų, valstybė patyrė šimtamilijoninius nuostolius; esamas paskolų draudimo modelis neturi ekonominių perspektyvų
  - Finansinių išteklių prieinamumą bankams didino indėlių draudimas ekonomiškai nepagrįstomis sąlygomis bei išplėstos indėlių garantijos (iki 100 tūkst. eurų). Nenustačius adekvataus dydžio ir pagal riziką adaptuotų draudimo įmokų, nesuformavus reikiamų atidėjimų, vienas sisteminis draudžiamasis įvykis („Snoro“ bankrotas) faktiškai nušlavė visus indėlių draudimo fondo išteklius ir, tikėtina, atneš valstybei tolesnius nemenkus nuostolius
  - Kita (perteklinė) bankų interesų apsauga: užstatas ir skolininkams perkelta NT kainų rizika, nepriimtas fizinių asmenų bankroto įstatymas, nepankamas paskolų ir fin. produktų sąlygų reglamentavimas bei klientų teisių apsauga ir t.t.



## „Lenkimosi pavėjui“ ekonominė politika pasirodė esanti žalinga

- Prieš krizę 2008 m. vykdyta iš principo labai laisva ekonominė ir finansų sistemos priežiūros politika, grindžiama taktiniais trumpo laikotarpio tikslais, o ne strateginiu požiūriu:
  - Buvo vengiama kokiomis nors aktyvesnėmis intervencijomis sutrikdyti „optimalią“ ūkio ir finansų sektoriaus plėtrą, siekta kuo aukštesnių šalies kredito reitingų ir kuo palankesnių valstybės skolinimosi sąlygų, didesnių mokestinių pajamų bumo sąlygomis, nenorėta sukurti „savaimė išsipildančių“ neigiamų lūkesčių, manyta, jog ūkio vystymasis bumų ir griūčių ciklais gali būti efektyvesnis negu stabili bei nuosaiki plėtra ir t.t.
  - Akivaizdu, kad kiekvieno iš šių principų laikymasis atnešė tik trumpalaikę naudą, tačiau ilgesniu laikotarpiu išryškėjusi žala yra nepalyginamai didesnė: nevaržomo bumo ir perdėto optimizmo sąlygomis ne vienerius metus didėję ūkio nesubalansuotumai galiausiai lėmė labai didelę ir skausmingą ūkio korekciją (kuri, beje, dar nesibaigė)
- 2008 m. prasidėjusios krizės socialiniai ir ekonominiai kaštai milžiniški, galbūt siekiantys dešimtis mlrd. litų:
  - tiesioginis BVP nuosmukis, dėl perteklinio įsiskolinimo ir neefektyvių investicijų sumažėjęs ūkio plėtros potencialas, išaugęs nedarbas ir emigracija, drastiškai išaugusi valstybės skola ir jos tvarkymo išlaidos, indėlių kompensavimo išlaidos, brangiai įsigyto turto nuvertėjimo nuostoliai gyventojams ir įmonėms, dėl užkelto Vilibor ar perskaičiuotų maržų išaugusios privataus sektoriaus skolos tvarkymo išlaidos, papildomai prisiimtoms valiutos kurso rizikos, pažeista ir diskredituota bankų sistema ir t.t.
  - Realų ekonominių problemų mastą maskuoja nuo krizės pradžios apie 25 mlrd. litų išaugusi valstybės skola, o bankų balansų ir privačiojo sektoriaus problemas – minėta nesubalansuota teisių apsauga („moderni baudžiava“, t.y. darbas emigracijoje siekiant grąžinti skolas ir neprarasti būsto, ir pan.)
- Valdžios institucijos turėtų visomis išgalėmis siekti užkirsti kelią „balansinėms“ (su kredito ir NT burbulais susijusiomis) recesijoms, nes jų ekonominiai bei socialiniai kaštai yra labai dideli ir sunkiai valdomi:
  - Reikia plėsti finansų sistemos stabilumo sampratą, atsižvelgiant ir įvertinant tiesioginius ir netiesioginius (ekonominius, finansinius, socialinius) krizės bei finansų sistemos stabilumo užtikrinimo kaštus
  - Visuomenė neturi būti vienos interesų grupės (kad ir kokios strategiškai svarbios) įkaitė – būtina vykdyti kuo aktyvesnį dialogą su bankais, diegti socialiai atsakingos bankininkystės modelį (skatinti bankus aktyviau prisiimti atsakomybę)