

1 PRIEDAS

VALDŽIOS SEKTORIAUS SKOLOS TVARUMAS

Dėl COVID-19 pandemijos blogėjusi ekonominė padėtis ir fiskalinės priemonės, kurios buvo įvestos siekiant sušvelninti pandemijos poveikį, šiais metais reikšmingai didins Lietuvos valdžios sektoriaus deficitą ir skolą. Vyraujant dideliame neapibrėžtumui dėl pandemijos plitimo bei trukmės ir dėl to galimo fiskalinio atsako dydžio, viešųjų finansų padėtis ir artimiausiais metais gali būti prastesnė, nei šiuo metu tikimasi. Visa tai didina riziką skolos tvarumui. Skola apibūdinama kaip tvari, kai šalis geba bet kuriuo metu vykdyti skolinius įsipareigojimus ir įsipareigojimus visuomenei, nekyla mokumo ir likvidumo problemų³⁰. Vienas iš skolos tvarumo analizės būdų yra vertinimas, ar skolos ir BVP santykis stabilizuojasi prognozuojamu laikotarpiu pagrindinio (labiausiai tikėtino) makroekonominės raidos scenarijaus atveju ir įvairiais rizikų scenarijais. Skolos tvarumo analizė rodo, kad, nors skola šiais metais itin padidėja, ilgesniu laikotarpiu skolos ir BVP santykis turėtų stabilizuotis. Vis dėlto, išsipildžius nepalankiems scenarijams (pvz., palūkanų normai pakilus daugiau, ekonomikai augant lėčiau, esant didesniai deficitui), skolos santykis visu prognozuojamu laikotarpiu didėtų. Tai keltų riziką skolos tvarumui. Atsižvelgiant į tai, skolos tvarumui užtikrinti itin svarbu laikytis fiskalinių taisyklių, kurios ribotų deficitą augimą, ir siekti, kad fiskalinės priemonės būtų skirtos ekonomikos pagrindams stiprinti. Fiskaliniam tvarumui ilguoju laikotarpiu (po 2025 m.) bus svarbūs ilgalaikiai pokyčiai, tokie kaip prastėjanti demografinė padėtis, gyventojų senėjimas, lėtėjantis potencialus ekonomikos augimas ir su tuo susijusių iššūkių sprendimas.

Skolos ir BVP santykio raida kiekvienais metais priklauso nuo trijų pagrindinių veiksnių: vidutinės už skolą mokamos palūkanų normos, nominaliojo ekonomikos augimo ir pirminio valdžios sektoriaus balanso³¹. Skolos ir BVP santykis gali augti labai sparčiai, kai palūkanų norma yra didesnė už ekonomikos augimo tempą ir negeneruojami pakankami pirminiai perviršiai šiam poveikiui atsverti. Skolos tvarumui vertinti, be pagrindinio scenarijaus³², pasirinkti trys alternatyvūs scenarijai:

- 1) **ekonomikos augimo šoko** – jis parodo, koks būtų poveikis, jei ekonominis augimas artimiausius metus būtų mažesnis³³;
- 2) **pirminio balanso šoko** – jis rodo, koks būtų poveikis, jei fiskalinė konsolidacija nebūtų vykdoma ir būtų palaikomas didesnis deficitas³⁴;
- 3) **palūkanų normos šoko** – jis rodo, koks būtų poveikis daugiau pakilus skolinimosi kainai³⁵.

³⁰ Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Warmedinger, T., De Stefani, R., Drudi, F., Setzer R., Westphal, A. 2019: Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: A methodological framework. ECB Occasional Paper 185.

³¹ $\Delta d_t = \left(\frac{i_t - g_t}{1 + g_t}\right) * d_{t-1} - pb_t + dda_t$, kur: d – skolos ir BVP santykis, i – nominalioji palūkanų norma, g – nominalusis ekonomikos augimas, pb – pirminis balansas, dda – deficitų ir skolos koregavimas. $\left(\frac{i_t - g_t}{1 + g_t}\right) * d_{t-1}$ – skirtumas tarp palūkanų normos ir ekonomikos augimo tempo, dar vadinama sniego gniūžtės efektu. Pirminis balansas – valdžios sektoriaus balansas neįtraukus palūkanų mokėjimų. Deficitų ir skolos koregavimas yra likutinis dydis įtraukiant veiksnus, kurie veikia skolą, tačiau neveikia balanso. Lietuvoje šis veiksnys pastaruoju metu daugiausia buvo susijęs su skolos refinansavimu, kai, rengiantis didesnės vertės obligacijų išpirkimui, skolinamasi iš anksto (nesutampa metai, kuriais skolinamasi ir kuriais skola yra gražinama).

³² Pagrindiniame scenarijuje daroma prielaida, kad ekonomikos ir viešųjų finansų raida 2020–2022 m. atitiks Lietuvos banko rugsėjo mėn. prognozes, o nuo 2023 m. nominalusis ekonomikos augimas vidutiniškai sudarys 4,1, vidutinė už skolą mokama palūkanų norma – 1,5, pirminis deficitas – 1,1 proc. Šių rodiklių pastarųjų 10 m. vidurkiai atitinkamai sudarė 6,1, 4,2, 0,6 proc.

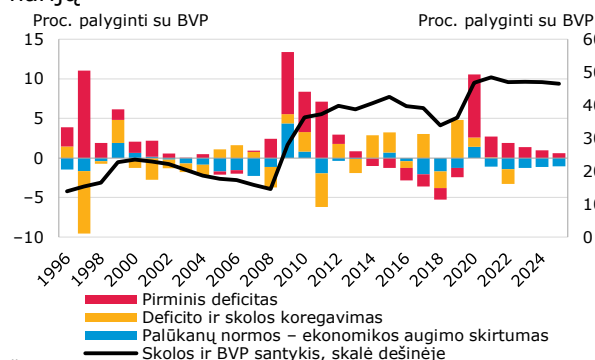
³³ Ekonomikos augimo šoko scenarijuje daroma prielaida, kad 2021–2022 m. realusis BVP vidutiniškai auga 0,4 proc. (augimas, palyginti su pagrindiniu scenarijumi, sumažintas puse istorinio standartinio nuokrypio), vėlesniais metais augimas atitinka pagrindinio scenarijaus raidą. Šiame scenarijuje pirminis deficitas nuo 2021 m. vidutiniškai sudaro 2,7, palūkanos – 1,7 proc.

³⁴ Pirminio balanso šoko scenarijuje daroma prielaida, kad pirminis deficitas nuo 2021 m. vidutiniškai sudaro 2,9 proc. (jis prastesnis puse istorinio standartinio nuokrypio). Ekonomikos raida tokia pati kaip pagrindiniame scenarijuje, o palūkanų norma vidutiniškai sudaro 1,7 proc.

³⁵ Palūkanų normos šoko scenarijuje daroma prielaida, kad nuo 2021 m. palūkanų norma refinansuojant paskolas didesnė 2,8 proc. p. (ji didesnė 1,5 istorinio standartinio nuokrypio). Nors šokas didesnis nei kituose scenarijuose, tačiau šio scenarijaus atveju vidutinė už skolą mokama palūkanų norma vis dar liktų mažesnė nei pastarųjų 10 m. vidurkis.

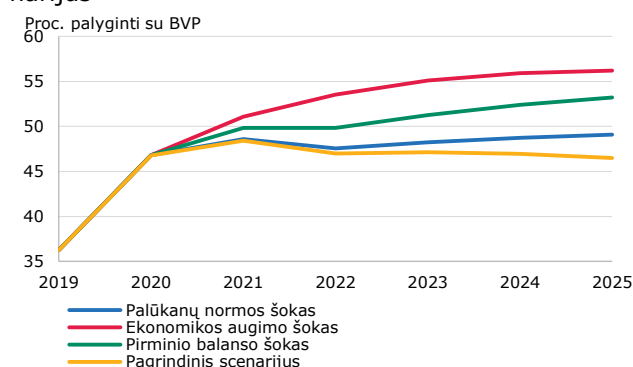
Skolos dinamika jautri ekonomikos, pirminio balanso ir palūkanų normos raidai.

A pav. Skolos išskaidymas pagal pagrindinį scenarijų



Šaltiniai: Lietuvos statistikos departamentas, Finansų ministerija ir Lietuvos banko skaičiavimai.

B pav. Skolos prognozės pagal alternatyvius scenarijus



Šaltiniai: Lietuvos statistikos departamentas, Finansų ministerija ir Lietuvos banko skaičiavimai.

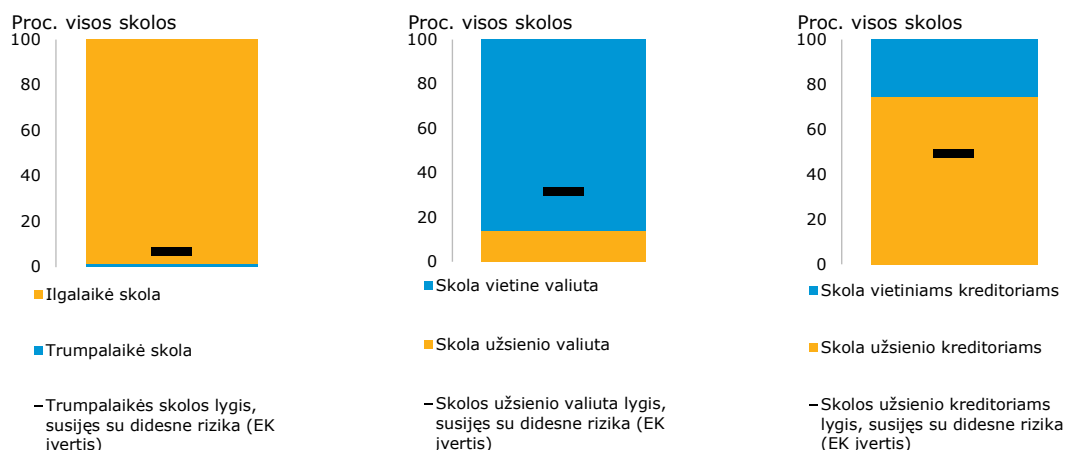
Jei išsipildytų pagrindinis scenarijus, skolos ir BVP santykis 2020–2021 m. padidėtų iki 47–49 proc. ir vėlesniais metais (iki 2025 m.) būtų gana stabilus. Pirminis deficitas skolos santykį didintų, tačiau šį poveikį atsvertų neigiamas palūkanų normos ir ekonomikos augimo skirtumas, t. y. ekonomikos augimas prognozuojamas didesnis nei vidutinė už skolą mokama palūkanų norma (žr. A pav.). Prielaidą dėl santykinai žemos palūkanų normos pagrindiniame scenarijuje leidžia daryti faktinis palūkanų lygis (pastaraisiais metais skola refinansuojama už palyginti mažas palūkanas) ir ECB ateities gairės, numatančios žemų palūkanų aplinką artimiausiu laikotarpiu. Pagrindiniame scenarijuje taip pat daroma prielaida, kad bus laikomasi fiskalinių taisyklių ir prognozuojamu laikotarpiu artėjama prie vidutinio laikotarpio tikslo – 1 proc. struktūrinio balanso; tai ribos deficito augimą. Atsižvelgiant į istorinius duomenis, tokia fiskalinė konsolidacija turėtų būti realiai pasiekama.

Alternatyvios prognozės rodo, kad skolos raida gali būti nestabili, jei išsipildytų įvairūs rizikos scenarijai (žr. B pav.). Svarbus skolą stabilizuojantis veiksnys pagrindiniame scenarijuje – prielaida, kad bus laikomasi fiskalinės drausmės ir deficitai visu prognozuojamu laikotarpiu mažės. Pirminio balanso šoko scenarijus rodo, kad jei deficitai būtų planuojami didesni, skolos santykis nesistabilizuotų. Papildomas šokas ekonomikos augimui, kaip matyti iš ekonomikos augimo šoko scenarijaus, taip pat labiau didintų skolą. Pavyzdžiui, jei pandemija turėtų ilgesnių neigiamų pasekmių ekonomikai ir ekonomikos aktyvumas kelis ateinančius metus būtų mažesnis, skolos santykis didėtų sparčiau, tačiau, ekonominei padėčiai pagerėjus, imtų stabilizuotis. BVP augimas yra vienas svarbiausių veiksnių mažinant valstybės skolos ir BVP santykį, todėl svarbu, kad priimanamos fiskalinės priemonės sudarytų sąlygas greičiau atsigauti ekonomikai. Pagrindiniame scenarijuje skolos ir BVP santykio augimą riboja numatomas neigiamas palūkanų normos ir ekonomikos augimo skirtumas. Tokia palanki padėtis gali sudaryti prielaidas valstybėms atsipalaiduoti – skolos ir BVP santykis tokiu atveju mažėja net ir nuolat palaikant deficitą. Vis dėlto tyrimai rodo, kad tokie laikotarpiai turėtų būti vertinami gana atsargiai. Mauro ir Zhou (2019)³⁶ pastebi, kad istoriškai dažni atvejai, kai po ilgai trunkančių mažų palūkanų normų laikotarpių jos ima kilti gana staigiai ir daug, reikšmingai padidina finansavimosi išlaidas. Jei palūkanų norma refinansuojant skolą būtų didesnė, nei numatyta pagrindiniame scenarijuje, skolos ir BVP santykis visu prognozuojamu laikotarpiu taip pat kiltų (palūkanų normos šoko scenarijus). Pastebėtina, kad aptariamais šokais gali pasitvirtinti kartu, tai lemtų didesnį skolos augimą, tačiau šokų rezultatai nesumuojami. Dėl veiksnių tarpusavio priklausomumo reiktų atsižvelgti ir į grįžtamojo ryšio efektus.

³⁶ Mauro, P., Zhou J. 2020: $r-g < 0$: Can We Sleep More Soundly? IMF Working Paper No. 20/52, IMF.

Tik didesnė skolos užsienio kreditoriams dalis susijusi su didesniu pažeidžiamumu.

C pav. Lietuvos skolos struktūra 2020 m. pirmąjį ketvirtį



Šaltiniai: Lietuvos statistikos departamentas, Europos Komisija ir Lietuvos banko skaičiavimai.

Vertinant skolos bei fiskalinį tvarumą, svarbu atsižvelgti ne tik į skolos apimtį, bet ir kitų rodiklių, rodančių galimą skolos pažeidžiamumą, raidą. Vienas svarbiausių veiksnių yra įvairūs skolos struktūros aspektai (Europos Komisija, 2020)³⁸. Vertinama, kad rizika skolos tvarumui yra mažesnė, jeigu didesnė skolos dalis yra denominuota vietos valiuta (mažesnė rizika dėl valiutų kursų svyravimų), tenka vietiniams kreditoriams (mažesnė rizika dėl kapitalo pasitraukimo), yra išleista fiksuotosiomis palūkanomis ir ilgesnio termino (mažesnė rizika refinansuojant skolą). Kaip matyti iš C pav., šiuo metu didžioji dalis Lietuvos skolos yra eurais, beveik visa skola yra fiksuotosiomis palūkanomis, o trumpalaikės skolos dalis maža – tai didina atsparumą galimiems sukrėtimams. Tad tik santykinai didelė skolos dalis, tenkanti užsienio kreditoriams (75 %), vertintina kaip didesnį pažeidžiamumą rodantis rodiklis. Tvarumui svarbūs ir turimi neapibrėžtieji įsipareigojimai³⁷ bei veiksniai, rodantys disbalansus ekonomikoje, ypač susijusius su finansų sektoriaus ir išorės sektoriaus stabilumu. Šie veiksniai veikia tvarumą todėl, kad valstybių skolų krizės dažnai susijusios su bankų krizėmis (jos reikšmingai didina deficitus dėl valstybių pagalbos bankų sektoriui, didina šalies kredito riziką) ir kapitalo srautų svyravimais (staigus kapitalo pasitraukimas apriboja galimybes skolintis). Todėl, vertinant skolos tvarumą, svarbu stebėti ir besiformuojančius disbalansus ekonomikoje: jie lemia didėjančius rizikos priedus ir su tuo susijusius finansavimosi sunkumus, o išsipildžius rizikai – didesnį deficitą ir atitinkamai skolinimosi poreikį. Iki pandemijos pradžios dauguma Lietuvos ekonominių ir finansinių rodiklių didesnių disbalansų nerodė³⁸.

³⁷ Tai įsipareigojimai, kurie neįtraukiami į valdžios sektoriaus deficitą arba skolą, tačiau gali atsirasti įvykus konkrečiam įvykiui (pvz., suteiktos valstybės garantijos).

³⁸ Europos Komisija, 2020: Debt Sustainability Monitor 2019.