

# BIUDŽETINIŲ RODIKLIŲ ANALIZĖ IR KAI KURIE PRIIMTINUMO KRITERIJAI

**Anna Stankaitienė**

Lietuvos bankas  
Gedimino pr. 6, LT-2001 Vilnius  
El. paštas: astankaitiene@mail.lbank.lt

*Straipsnyje aptariamos problemos, susijusios su Lietuvoje taikoma biudžetinių rodiklių klasifikacija. Remiantis autorės atliktu fiskalinių duomenų pergrupavimu pagal tarptautinę klasifikaciją, pateikiama jų analizė ir tendencijos. Nagrinėjami konsoliduoto šalies fiskalinio deficito priimtumo kriterijai ir jų praktinio taikymo perspektyvos.*

*Pagrindiniai žodžiai: konsolidacija; konsoliduotas biudžetas; finansinis deficitas; fiskalinis deficitas; priimtumas.*

Atliekant visuomeninių finansų analizę, būtina nagrinėti ne tik plačiai taikomus valstybės, savivaldybių bei nacionalinio biudžetų rodiklius, bet ir konsoliduotus šalies finansinius duomenis. Pastarieji išsamiau parodo realią šalies finansinę padėtį, leidžia įvertinti bendrą šalies fiskalinį deficitą ir apibūdina Vyriausybės vykdomą fiskalinę politiką, jos patikimumą ir stabilumą. Be to, pasaulyje plačiausiai naudojami konsoliduoti šalies finansiniai duomenys, kurie apskaičiuojami taikant universalią metodiką, pateikiami pagal standartinę TVF rekomenduojamą klasifikaciją (žr.: „*Government Finance Statistic (GFS) Manual*“), todėl yra palyginami (to negalima pasakyti apie finansinius rodiklius, sugrupuotus pagal šalių vidaus biudžeto klasifikaciją). Pagrindiniai Europos Sąjungos finansiniai reikalavimai taip pat susiję su konsoliduotais bendrais šalies finansais.

Fiskalinės politikos įtaka šalies makroekonominiam stabilumui niekas neabejoja. Lietuvoje padaryta nepaprastai daug reformuojant mokesčių sistemą, sveikatos, draudimo, socialines sferas. Tolesnės pastangos turi būti skirtos pasiekti priimtina (*sustainable*) bendrą šalies fiskalinį deficitą, kartu stengtis sumažinti ekonominių krizių riziką. Minėtos antros kartos ekonominės reformos taip pat yra esminės didinant valstybės išlaidų veiksmingumą, nes tai leistų atsisakyti neefektyvių, nekokybiškų išlaidų finansavimo, pakeltų gamybos našumą bei pragyvenimo lygį. Visuomeninių išlaidų veiksmingumas daro įtaką ne tik mikroekonominiams, bet ir makroekonominiams rodikliams, todėl atėjo laikas išmolti tai vertinti. Net ir tobuliausia mokesčių sistemos reforma bei geriausiai suplanuotos pajamos nebus veiksminga fiskalinė priemonė, kol kiekvienas gautas litas nebus išleidžiamas efektyviai.

## 1. Biudžeto struktūra ir jo skaičiavimo ypatybės

Šiame straipsnyje vartojamą sąvoką „konsoliduotas bendras šalies biudžetas“ (*General Government operation*) (toliau – konsoliduotas biudžetas) sudaro tokie pagrindiniai elementai:

1. Valstybės biudžetas;
2. Savivaldybių biudžetai;
3. Nacionalinis biudžetas;
4. Nebiudžetinių fondų biudžetai.

Visi anksčiau išvardyti biudžetai turi standartinę struktūrą:

■ Anna Stankaitienė – socialinių mokslų daktarė, Lietuvos banko Banko politikos departamento Finansų ir pinigų rinkų skyriaus viršininkė.  
Veiklos sritys: finansų ir pinigų rinkų analizė, fiskalinė politika, valstybės finansai.

- pajamos (mokestinės ir nemokestinės; taip pat neatlygintiniai pervedimai);
- išlaidos (pagal ekonominę klasifikaciją – paprastosios, nepaprastosios);
- finansinis deficitas;
- grynasis skolinimas (skolinimas minus gražinimai);
- fiskalinis deficitas;
- deficito finansavimas (vidaus (bankų kreditai, Vyriausybės vertybiniai popieriai) ir užsienio paskolos).

Kaip jau buvo minėta, tik konsoliduoti finansiniai duomenys leidžia apibendrinti tikrąją šalies finansinę padėtį. Pavyzdžiui, analizuojant valstybės biudžetą, lieka nenagrinėta didelė šalies finansų dalis, kuri yra apskaitoma savivaldybių biudžetuose, nebiudžetiniuose fonduose. Be jos visapusiškas šalies finansinis vaizdas yra neįmanomas ir iškreiptas, kadangi išnyksta fiskalinės politikos dalis, atliekama per minėtus biudžetus. Pavyzdžiui, vienas iš Kelių fondo pajamų šaltinių yra įplaukos iš akcizų už naftos produktus, o Privalomojo sveikatos draudimo fondo – fizinių asmenų pajamų mokesčio įplaukos. Taigi minėtų mokesčių tam tikra dalis neįtraukta į nacionalinio biudžeto pajamas, bet tai nereiškia, kad jai neturėjo įtakos gyventojų pajamos, t. y. nėra fiskalinė priemonė. Dar labiau tai pasiteisina visuomeninių išlaidų atžvilgiu: pensijos mokamos iš SODROS biudžeto, dalis išlaidų, susijusių su sveikatos apsauga, – iš Privalomojo sveikatos draudimo fondo ir pan. Apskritai kuo plačiau analizuojami visuomeniniai finansai, tuo pagrįsčiau nustatomi fiskalinės politikos tikslai ir jų įgyvendinimo būdai.

Toliau nagrinėjami finansiniai rodikliai neapima duomenų apie valstybės finansų dalį, atitenkančią įmonėms, kuriose vyrauja valstybinis kapitalas. Vadovaudamosi Lietuvos Respublikos įstatymais, šios įmonės veikia kaip privačios, kur vienas iš savininkų yra valstybė. Formalių ryšių tarp tokių įmonių ir nacionalinio biudžeto lyg ir nėra, tačiau praktika rodo, kad didesnė subsidijų, skirtų gamintojams, dalis atitenka būtent tokioms įmonėms. Be to, joms perskolinama didesnė dalis užsienio paskolų, gautų su valstybės garantija. Bankai, teikdami tokioms įmonėms paskolas, linkę jas vertinti kaip paskolas valstybei (nors ir neformaliai). Turint omenyje šiuos faktus, reikėtų ateityje, konsoliduojant bendrą šalies biudžetą, numatyti, koku būdu parodyti ir šių įmonių finansinius rezultatus bei paminėti vadinamąją kvazifiskalinę veiklą, kaip tai daroma kai kuriose šalyse su pereinamąja ekonomika.

Pažymėtina, kad, sudarant Valstybės biudžeto apyskaitą, taikoma klasifikacija yra labai artima tarptautiniams standartams, o to negalima pasakyti apie kitus biudžetus. Savivaldybių biudžetų apyskaita turi pakankamai daug nukrypimų, o nebiudžetinių fondų apskaita yra apskritai decentralizuota ir sunkiai kontroliuojama. Tai apsunkina biudžetinių rodiklių analizę ir pergrupavimą juos konsoliduojant.

Pagal tarptautinius reikalavimus ir praktiką biudžeto deficitas (nesvarbu kokio lygio biudžeto) apskaičiuojamas remiantis jo finansavimo apimtimi. Lietuvos Respublikos finansų ministerija taiko Tarptautinio valiutos fondo rekomenduojamą schemą finansiniam ir fiskaliniam deficitui stebėti, kada jie apskaičiuojami remiantis operatyviniais ir patikimais pinigų rodikliais. Pavyzdžiui, suteiktas Vyriausybei vietinių bankų kreditas minėtoje schemoje apskaičiuojamas remiantis duomenimis, pateiktais Lietuvos banko pinigų apžvalgoje, ir lygus skirtumui tarp Lietuvos banko ir kitų komercinių bankų bei kredito įstaigų pretenzijų centrinei Vyriausybei ir vietiniams valdymo organams ir atitinkamų indėlių (tam tikrą dieną). Toks būdas turi savo privalumų ir trūkumų. Kadangi bankų sąskaitos apima ne tik biudžetines, bet ir nebiudžetines lėšas, tai minėtu būdu apskaičiuotas bankų kreditas, suteiktas Vyriausybei, paprastai tam tikra dalimi skiriasi nuo biudžeto deficito dengimo poreikių. Kartu tai platesnė informacija apie valstybės finansus nei ta, kuri parodoma Valstybės biudžeto apyskaitoje

kaip deficito vidaus finansavimo šaltiniai (tokie kaip kasos apyvartinės lėšos, laisvas biudžeto likutis), nes apima ir kitas lėšas, tokias kaip nepervestos Kelių fondo lėšos (dalis akcizo), paskolos ir gražintos lėšos iš savivaldybių.

Panašus metodas taikomas ir skaičiuojant deficito finansavimą iš užsienio. Jis skaičiuojamas tokiu būdu: visos paskolos minus paskolų gražinimas minus perskolinimai minus palūkanų mokėjimai plus gautos palūkanos už perskoltas lėšas. Tai gali skirtis nuo sumos, rodomos Valstybės biudžeto apyskaitoje kaip paskolos iš užsienio, t. y. lėšos, oficialiai skolintos biudžeto deficitui dengti.

Toks skirtingų duomenų šaltinių panaudojimas biudžeto deficitui ir deficito finansavimui apskaičiuoti leidžia atlikti savotišką patikrinimą ir analizę, ar visos lėšos įtrauktos į apskaitą. Rezultatas yra tas, kad nukrypimas (paklaida) valstybės biudžete (ar kito lygio biudžete), kuris apskaičiuojamas kaip skirtumas tarp biudžeto deficito ir jo finansavimui skirtų lėšų, gali būti gana reikšmingas, tačiau, atlikus biudžetų konsolidaciją, t. y. apskaičiavus bendrą šalies balansą, ši paklaida metai iš metų mažėja.

Visi aukštesnio lygio biudžetai apskaičiuojami konsoliduojant biudžetinius rodiklius. Nacionalinis biudžetas skaičiuojamas neįtraukiant pervedimų tarp valstybės ir savivaldybių biudžetų. Konsoliduojant nebiudžetinių fondų pajamas ir išlaidas, į jas neįskaitomi pervedimai iš vieno fondo į kitą bei transferai iš (arba į) valstybės ir savivaldybių biudžetų. Lietuvoje įteisinta apie 30 minėtų fondų, bet konsolidacijai paprastai naudojami tik realiai funkcionuojančių didžiausių fondų rodikliai, būtent:

1. Valstybinio socialinio draudimo fondas;
2. Privalomojo sveikatos draudimo fondo biudžetas;
3. Lietuvos Respublikos kelių fondas;
4. Privatizavimo fondas;
5. Agrarinės reformos fondas;
6. Bendrasis butų privatizavimo specialusis fondas;
7. Santaupų atkūrimo ir kompensavimo fondas;
8. Bendrasis paramos gyvenamiesiems namams ir butams statyti arba pirkti fondas;
9. Fondas bankrutuojančių ir bankrutavusių įmonių darbuotojų reikalavimams, susijusiems su darbo santykiais, tenkinti;
10. Savivaldybių privatizavimo fondai (funkcionavo iki 1996 m.);
11. Lietuvos valstybės valiutos fondas (funkcionavo iki 1993 m.).

Vadovaujantis paskutinėmis Tarptautinio valiutos fondo rekomendacijomis, iš privatizavimo gautos lėšos parodomas kaip deficito finansavimo šaltinis, o visos privatizavimo išlaidos konsoliduojamos su kitomis bendro šalies biudžeto išlaidomis. Toks nukrypimas nuo standartinės metodikos leidžia išvengti dirbtinio ir trumpalaikio šalies fiskalinės situacijos ataskaitų pagerinimo.

Taigi konsoliduotas biudžetas jungia nacionalinį biudžetą bei visus nebiudžetinius fondus. Kaip ir anksčiau aprašytais biudžetų konsolidacijos atvejais, neįtraukiami lėšų judėjimai tarp biudžetų, o finansavimo šaltiniai sumuojami.

## 2. Pajamos

Visuomeninių finansų apimtis (kaip dalis BVP) keletą metų išlieka gana pastovi. 1994–1997 m. konsoliduoto biudžeto pajamos sudarė apie 30 procentų BVP, išlaidos – 32 procentus. Pasaulyje biudžeto dalis BVP svyruoja nuo 20 iki 50 procentų (paprastai besivystančiose šalyse pastarasis rodiklis sudaro apie 20 procentų, o išsivysčiusiose – nuo 20 iki 50 procentų). Tai priklauso nuo istoriškai susiklosčiusių tradicijų bei valstybės galimybių finansinius išteklius pritraukti per mokesčius bei skolinimosi politiką.

Šio rodiklio stabilumas Lietuvoje rodo susiformavusį Vyriausybės požiūrį į tai, kokios apimties turi būti jos kišimasis į ekonomiką.

1 lentelė

Konsoliduoto biudžeto pajamos

(dalis BVP, %)

	1994	1995	1996	1997	1998 (planas)
Iš viso pajamų	29,9	29,9	28,0	31,3	30,4
Mokestinės pajamos	27,8	28,9	27,2	30,4	29,3
iš jų:					
fizinių asmenų pajamų mokestis	7,0	7,0	6,6	5,1	4,7
juridinių asmenų pelno mokestis	3,3	2,3	1,9	1,6	1,4
pridėtinės vertės mokestis	6,8	8,2	7,2	8,8	8,9
akcizai	1,1	2,5	2,6	3,0	3,8
tarptautinės prekybos ir sandorių mokesčiai	1,7	0,8	0,7	0,7	0,4
kitos	7,9	8,1	8,2	11,2	10,1
Nemokestinės pajamos	2,2	1,0	0,8	0,9	1,1

Visų lygių biudžetuose taip pat išlieka gana pastovios proporcijos tarp mokestinių ir nemokestinių pajamų, pavyzdžiui, konsoliduotame biudžete atitinkamai – apie 29 procentus ir 1 procentą BVP (žr. 1 lentelę). Tai vienas iš argumentų, kad mokesčių našta šalyje nedidėja. Kartu keičiasi mokestinių pajamų struktūra: didėja netiesioginių mokesčių dalis (pirmiausia PVM ir akcizų). Jie, palyginti su tiesioginiais mokesčiais (dažniausiai pajamų), glaudžiai susiję su vartojimu ir labiau priimtini politiškai dėl to, kad ne taip krenta visuomenei į akis dėl savo apmokestinamos bazės išsibarstymo, be to, lengviau administruojami.

Ne paslaptis, kad pirmaisiais sunkiais nepriklausomybės metais smuko šalies gyventojų pragyvenimo lygis, o dabar žmonių gerovė po truputį pradeda kilti. Tačiau pastebima, kad ne visada tai matyti iš pajamų rodiklių (gyventojai, deklaravdami savo pajamas, stengiasi jas dirbtinai sumažinti). Mokesčių perorientavimas į vartojimą labiau atitinka realią padėtį ir leidžia palaikyti tam tikro lygio mokestinių pajamų surinkimą. Tuo labiau kad šalyse su pereinamąja ekonomika būtent padidėjęs vartojimas yra pirmasis ekonominės situacijos pagerėjimo signalas.

Kadangi vartojimo dalis BVP (apskaičiuotu išlaidų metodu) per pastaruosius penkerius metus nuolat didėja, PVM, kaip elastingiausio, palyginti su mokesčine baze, mokesčio dalis BVP, padidėjo nuo 6,8 (1994 m.) iki 8,8 (1997 m.) ir planuojamų 8,9 procento (1998 m.), akcizų atitinkamai – nuo 1,1 (1994 m.) iki 3,0 (1997 m.) ir 3,8 procento (1998 m.). Tuo tarpu fizinių asmenų pajamų mokesčio dalis BVP sumažėjo nuo 7 procentų (1994 m.) iki 5,1 procento (1997 m.) ir planuojamų 4,7 procento (1998 m.), atitinkamai juridinių asmenų pelno mokesčio – nuo 3,3 (1994 m.) iki 1,6 (1997 m.) ir 1,4 procento (1998 m.). Pelno mokesčiui būdinga mokesčių bazės susiaurėjimas dėl įvairių išimčių, lengvatų ir pan. Tarptautinės prekybos ir sandorių mokesčių dalies BVP sumažėjimą nuo 1,7 (1994 m.) iki 0,7 (1997 m.) ir planuojamų 0,4 procento (1998 m.) lėmė daugybės laisvosios prekybos sutarčių pasirašymas ir įvykdymas bei laipsniškas muitų tarifų mažinimas.

Pažymėtina, kad minėti PVM ir akcizų surinkimo rezultatai buvo pasiekti tiek didinant tarifus, tiek išplečiant mokesčių bazę. Tačiau galima pabrėžti, kad iki šiol mokesčių išlaidų (įvairių mokesčių išimčių ir lengvatų skaičius) lygis šalyje yra pakankamai aukštas, todėl dar egzistuoja rezervas išplėsti mokesčių bazę. Mokesčių tarifai yra labai subtilus klausimas ir turi būti detalai analizuojamas. Nors mūsų šalis, siekdama narystės ES, savo mokesčių įstatymų tobulinimą sieja

su jų harmonizavimu su ES normomis, pastarosios ne visada gali būti aklaiai taikomos Lietuvoje, turint omenyje skirtingas mūsų ir Vakarų šalių ekonomines situacijas. Kadangi mūsų gyventojų perkamoji galia nėra didelė, netiesioginių mokesčių tarifų padidinimas gali reikšti biudžeto pajamų iš atitinkamų mokesčių sumažėjimą, jei ne absoliučiai, tai santykinai, t. y. mokesčių surinkimas didės mažėjančiu tempu (vadinamoji Lafero kreivė). Šios tiesos patvirtinimas ir pirmi signalai – akcizais apmokestinamų prekių mažėjanti realizacija 1997–1998 m.

1997 m. pasireiškė dar vienas fenomenas – daugiau surinkta mokesčių pagerinus jų administravimą. Apskritai – tai labai teigiamas dalykas, paprastai pajaučiamas po ilgo laiko, kadangi tam prireikia daug laiko ir pastangų. Gaila, kad šis „ginklas“ buvo nukreiptas į lengvus „taikinius“, t. y. į legalius mokesčių mokėtojus, kurie ir taip moka mokesčius. Nelegalus sektorius ir toliau lieka „nepaliestas“. Šešėlinė ekonomika yra pagrindinis mokesčių surinkimo padidėjimo rezervas.

### 3. Išlaidos

Visuomeninio sektoriaus išlaidos ir jų dalis BVP dažniau negu pajamos yra naudojamos kaip valstybės vaidmens ekonomikoje indikatorius. Čia struktūros klausimas dar aktualesnis nei pajamų atžvilgiu, kadangi, pirma, išlaidų struktūra (ypač funkcinė) yra pastovus politinės įtakos objektas ir, antra, galutinis išlaidų poveikis agreguotai pasiūlai (gamybai) ir paklausai priklauso nuo jų efektyvumo ir turinio, t. y. ar lėšos skiriamos subsidijoms gamintojams, ar investicijoms į ūkį, ar kitoms reikmėms. Produktyvios investicijos į fizinį ir žmogaus kapitalą didina investicijų grąžą apskritai, nes skatina privačias investicijas į ekonomikos augimą. Toks efektas gali būti ir momentinis, kai naikinamos infrastruktūros „siauros vietos“, tačiau paprastai valstybės investicijų rezultatai matomi tik po ilgo laiko. Vykdydama aktyvų kišimąsi į ekonominius procesus per investicijas, Vyriausybė privalo turėti aiškius tikslus ir programą, kaip pasiekti šių tikslų, bent 3–4 metams į priekį (kasmetinės biudžeto išlaidos būtų tos programos įgyvendinimo etapai).

2 lentelė

#### Konsoliduoto biudžeto išlaidos

(dalis BVP, %)

	1994	1995	1996	1997	1998 (planas)
Iš viso išlaidų	32,5	32,0	30,5	32,2	31,7
Paprastosios išlaidos	28,6	28,3	27,8	29,3	29,4
iš jų:					
pirminės paprastosios išlaidos*	28,5	27,8	27,3	28,3	27,9
skolų palūkanos	0,1	0,4	0,5	1,0	1,5
Nepaprastosios išlaidos	4,0	3,8	2,7	2,9	2,3

Nepaprastosios išlaidos konsoliduotame biudžete sumažėjo nuo 4,0 procento BVP (1994 m.) iki 2,9 procento BVP (1997 m.) ir planuojamų 2,3 procento (1998 m.) (žr. 2 lentelę). Minėtos išlaidos daugiausia susijusios su investicijomis ir kapitaliniais įdėjimais. Kylančioje ekonomikoje jų dalis BVP neturėtų mažėti, tačiau, taupant arba esant nepakankamam pajamų surinkimui (atitinkamai mažiau finansuojant išlaidas), visada lengviau yra nutraukti nepaprastųjų išlaidų finansavimą. Investicijos į šalies ekonomiką negali būti daromos tik privataus sektoriaus sąskaita, nes pereinamojoje ekonomikoje šis sektorius nėra stiprus ir, be to, jis tikrai negali turėti visos šalies ekonominio vystymosi strateginio mastymo. Šalies Vyriausybė privalo daryti gerokai didesnę įtaką investiciniam procesui. Finansuodama investicijas, Vyriausybė visuomenės akyse gali pasirodyti ir politiškai

\*Paprastosios išlaidos neįskaitant skolų palūkanų.

teigiamai. Skirdama lėšų investicijų projektams, ji kuria naujas darbo vietas, skatina ekonomikos augimą, o neskiria lėšų tiesiogiai vartojimui. Tai labai dažnai atsitinka, pavyzdžiui, vykdant aktyvią perskolinimo politiką, kai neįmanoma šimtu procentų garantuoti, kad perskolinimo ūkiniams subjektams paskolos nebus panaudotos, esant sunkiai situacijai, apyvartinėms lėšoms didinti, o ne investicijų projektams.

Pažymėtina, kad biudžeto nepaprastosios išlaidos apima toli gražu ne visas valstybės kapitalines išlaidas. Pavyzdžiui, lėšos, gautos iš užsienio paskolų valstybei, paprastai perskolinamos įmonėms investiciniams tikslams, iki 1997 m. nebuvo rodomos oficialioje biudžeto statistikoje. Be to, dėl netobulos buhalterinės apskaitos tiek įmonėse, tiek ir biudžetinėse įstaigose būna problemiška atskirti paprastąsias ir nepaprastąsias išlaidas. Todėl visuomeninio sektoriaus indėlis formuojant agreguotą kapitalą visapusiškai neįvertinamas.

Teigiama tendencija yra ta, kad nacionaliniame biudžete mažėja subsidijos gamintojams – nuo 1,7 procento BVP (1994 m.) iki 0,9 (1997 m.) ir planuojamų 0,5 procento (1998 m.). Kartu nacionaliniame biudžete išlieka nemaža darbo užmokesčio ir socialinio draudimo išlaidų, kurios yra vertinamos kaip neproduktyvios, dalis. 1994 m. jos sudarė 8,5 procento BVP, 1995 m. – 9,2, 1996 m. – 9,4, 1997 m. – 8,5, o 1998 m. (planas) – 8,9 procento. Būtina revizuoti valstybės funkcijas, nustatant, ar viskas, kas šiuo metu finansuojama valstybės, būtinai turi priklausyti valstybei, ar dalis paslaugų (medicinos, švietimo, draudimo ir socialinės priežiūros) negalėtų būti perduota privačiam sektoriui, be to, ar nesidubliuoja valstybės atliekamos funkcijos ir paslaugos.

Nacionalinio biudžeto išlaidų atotrūkis nuo konsoliduoto biudžeto išlaidų susijęs su didėjančiu lėšų perskirstymu per nebiudžetinius fondus, kurių nuo 4 (1991 m.) padaugėjo iki 28 (1998 m.). Nors toks ryškus nebiudžetinių fondų padaugėjimas apsunkina visuomeninių finansų valdymą ir apskaitą, tačiau tai galima vertinti ir kaip tam tikras programinio biudžeto užuomazgas arba kaip mėginimą, nors ir neefektyviai, pasiekti tikslinį lėšų panaudojimą.

Apskritai konsoliduotų nebiudžetinių fondų biudžetų, įskaitant ir SODRĄ, dalis BVP padidėjo nuo 9,7 procento (1994 m.) iki 13,7 procento (1997 m.). Minėtas fondų veiklos suaktyvėjimas paaiškina ir tą faktą, kad konsoliduoto biudžeto finansinis deficitas 1996–1997 m. viršijo valstybės ir nacionalinio biudžeto finansinius deficitus, kuriems savo ruožtu buvo būdinga mažėjimo tendencija.

#### 4. Deficitas ir jo finansavimas

Šalyse, kurių ekonomika yra pereinamojo į rinkos ekonomiką pobūdžio, būtent finansinis deficitas (žr. 3 lentelę) yra visuotinio ir oficialios statistikos dėmesio centre, nes perskolinimo politika tokiose šalyse (o fiskalinis deficitas skiriasi nuo finansinio deficito perskolinimo lėšų dydžiu) paprastai būna neveiksminga. Nors, mūsų nuomone, dėl šios priežasties dar labiau reikėtų susirūpinti grynojo skolinimo stebėjimu ir analize.

3 lentelė

*Finansinis deficitas*

(dalis BVP, %)

	1994	1995	1996	1997	1998 (planas)
Konsoliduotas šalies biudžetas	2,6	2,2	2,5	0,9	1,3
Valstybės biudžetas	2,6	2,1	2,4	1,3	1,6
Nacionalinis biudžetas	2,7	1,9	2,8	1,1	1,4

Fiskaliniam deficitui (žr. 4 lentelę) visų lygių biudžetuose būdinga ryški mažėjimo tendencija\*.

4 lentelė

*Fiskalinis deficitas*

(dalis BVP, %)

	1994	1995	1996	1997	1998 (planas)
Konsoliduotas šalies biudžetas	5,5	4,9	4,7	1,7	2,6
Valstybės biudžetas	4,4	4,7	4,1	1,7	2,9
Nacionalinis biudžetas	4,8	4,5	4,2	1,7	2,8

Pagal tarptautinius (GFS ir EUROSTAT) standartus fiskalinis deficitas įvertinamas kaip grynujų metinių įsiskolinimų (užsienio ir vidaus), t. y. visų finansavimo šaltinių, suma. Apskritai tai turėtų būti lygu deficitui, apskaičiuotam tradiciškai (pajamos minus išlaidos minus grynasis perskolinimas). Kadangi biudžetiniai duomenys imami iš skirtingų šaltinių, konsoliduojant gali atsirasti tam tikras neatitikimas tarp deficito ir jo finansavimo (*discrepancy*). Ši paklaida svyruoja priklausomai nuo biudžetų. Idealiomis sąlygomis bendrame šalies biudžete, kuris jungia visus biudžetus, paklaida turėtų išnykti. 1996–1997 m. biudžetuose šis neatitikimas sudaro 0,03–0,02 procento BVP, o tai labai nedidelis rodiklis, kuris patvirtina faktą, kad gerėja biudžeto statistika ir tai, kad lentelėse parodoma fiskalinė situacija vis labiau atspindi realią šalies finansinę padėtį.

Finansinio ir fiskalinio deficito skirtingi pokyčiai (žr. 3 ir 4 lenteles) susiję su perskolinimo veiklos ypatybėmis paskutiniaisiais metais, nes daugiau gražinama lėšų valstybei iš ūkio subjektų, kuriems buvo perskolintos užsienio paskolos. Kalbant apie fiskalinį deficitą, svarbu pažymėti jo mažėjimo teigiamas tendencijas, o ne jo lygį, kuris 1997 m. pirmą kartą atitiko Europos Sąjungos reikalavimus. Mūsų nuomone, svarbu ne tiek tas faktas, kiek procentų BVP sudaro deficitas, kiek tai, ar jis priimtinas konkrečiai šaliai. Pažymėtina, kad dabar plačiai taikomi Mastrichto kriterijai buvo nustatyti įvertinus potencialių Ekonominės ir pinigų sąjungos narių ekonominę situaciją\*\*. Pereinamosios ekonomikos šalims būdingas spartesnis augimo tempas, viena vertus, ir didesnis vidaus išteklių, reikalingų užtikrinti tokį augimą, trūkumas, kita vertus. Vadinasi, ir priimtino deficito lygis tokioms šalims gali būti kitas. Norint nustatyti koks, reikia atlikti konkrečius skaičiavimus ir tyrimus.

Vienas iš svarbiausių deficito finansavimo šaltinių 1997 m. buvo skolinimasis iš užsienio, kadangi finansavimas vidaus vertybiniais popieriais buvo apribotas vietinio kapitalo rinkos pajėgumo ir aukštų palūkanų normų. Tačiau nors finansavimas iš užsienio paskolų gali būti pigesnis, negu naudojant vidaus šaltinius, jis kartu yra ir rizikingesnis dėl nuolat besikeičiančių palūkanų normų ir dėl finansines rinkas sukrečiančių krizių. Dar reikia turėti omenyje, kad užsienio paskolos daro tiesioginę įtaką šalies mokėjimų balansui.

1994–1997 m. grynosios pajamos, pardavus VVP, sudarė apie 1,3–1,8 procento BVP. 1997 m. pasikeitė finansavimo iš užsienio struktūra. Konsoliduotame biudžete šalia skolinimosi iš užsienio augimo nuo 3,6 procento BVP (1994 m.) iki 4,4 procento (1997 m.) daugiau gražinta ir skolos, atitinkamai padidėjo nuo 0,7 procento (1994 m.) iki 2,8 procento (1997 m.), taip pat padidėjo ir nacionalinio biudžeto skolos aptarnavimo išlaidos, t. y. palūkanų mokėjimas, atitinkamai nuo 0,1 procento (1994 m.) iki 1,0 procento BVP (1997 m.). Tai paaikškina ir pirminio deficito (kai į išlaidas neįskaitomi palūkanų mokėjimai) atotrūkį nuo fiskalinio šalies deficito. Ypač jis padidėjo 1997 m. (žr. 5 lentelę).

\*1998 m. finansinis ir fiskalinis deficitas pagal įvertintas pagal metų planus.

\*\*Vienas iš Mastrichto reikalavimų yra valstybės skolos apribojimas 60 procentų BVP, kitas – konsoliduoto šalies biudžeto deficitas neturi viršyti 3 procentų BVP.

5 lentelė

## Konsoliduoto šalies biudžeto deficito rodikliai

(dalis BVP, %)

	1994	1995	1996	1997	1998
Finansinis deficitas	2,6	2,2	2,5	0,9	1,3
Pirminis fiskalinis deficitas*	6,4	4,6	4,0	0,6	1,1
Fiskalinis deficitas	5,0	4,7	4,4	1,7	2,6

## 5. Konsoliduoto fiskalinio deficito priimtumo kriterijai

Fiskalinis nesubalansuotumas yra nepageidaujama blogybė, nes didėja šalies įsiskolinimas, o kartu ir skolos aptarnavimo išlaidos. Be to, pereinamosios ekonomikos šalyse tai asocijuojasi (nes lemia) pirmiausia su dideliu einamosios sąskaitos deficitu, o ne su aukštu investicijų lygiu. Kadangi egzistuoja keletas tam tikrų rodiklių, su kurių pagalba analizuojama fiskalinė situacija, toliau daugiausia dėmesio bus skirta fiskaliniam deficitui ir jo vertinimo kriterijams.

Kaip buvo minėta anksčiau, labai svarbu žinoti, koks fiskalinio deficito lygis yra priimtinas šaliai, kitaip tariant, yra stabilus ir gali būti lengvai valdomas esant tam tikrai ekonominei situacijai (BVP augimo tempų didėjimui, infliacijai, valiutos kursui, palūkanų normoms, investiciniam klimatui ir pan.). Galima taikyti įvairius būdus priimtinam deficitui nustatyti, taip pat ir kompleksinius kriterijus, apimančius visus minėtus makroekonominius veiksnius. Kadangi tokių kriterijų „kūrimas“ yra ganėtinai sudėtingas ir reikia papildomų tyrimų, galima pirmiausia taikyti monokriterijus, kurie parodo deficito ir kurio nors vieno veiksnio santykį, o kiti nustatomi išoriškai. Tokių kriterijų privalumas yra jų paprastumas ir galimybė jais naudotis operatyvinei analizei arba prognozavimui, turint ne visus fiskalinius duomenis.

Šiuo atveju vos ne svarbiausia priklausomybė yra abipusis fiskalinio deficito ir valstybės skolos (toliau – tiesiog skolos) ryšys. Pavyzdžiui, galima įvertinti, koks turi būti fiskalinis deficitas, kad užtikrintų tam tikrus skolos ir BVP santykius, t. y. nustatyti skolos priimtumą. Tarkime, nedidėjantis skolos BVP santykis (ilgu laiku) pasirinktas kaip vienas iš pagrindinių makroekonominių tikslų. Vadinasi, skola turėtų didėti tokiu pačiu arba mažesniu tempu, kaip didėja šalies BVP, arba skolos padidėjimas per metus prilygsta BVP prieaugiui (procentais). Savo ruožtu metinis skolos padidėjimas pagal standartinius tarptautinius apibrėžimus lygus fiskaliniam šalies deficitui.

Finansų ministerijos duomenimis, 1997 m. sausio 1 d. valstybės skola siekė 22,5 procento BVP\*\*. Statistikos departamento prie Lietuvos Respublikos duomenimis, realus bendrasis vidaus produktas 1997 m. padidėjo 5,7 procento. Darant prielaidą, kad skolos dalis BVP turi išlikti nepakitusi, skolinimosi metinė suma, arba skolos prieaugis, lygus fiskaliniam deficitui, sudarytų  $22,5 \cdot 5,7 : 100 = 1,29$  procento. Taigi, atlikus paprastus aritmetinius veiksmus, galima teigti, kad deficitas, sudarantis 1,29 procento BVP, mūsų šaliai 1997 m. būtų pakankamai priimtinas, turint omenyje skolos grąžinimus, palūkanų mokėjimus ir įtaką ekonomikai.

Pažymėtina, kad analogiškus skaičiavimus galima atlikti sukeičiant tikslą ir priemones vietomis, t. y. įvertinti skolos didėjimo (mažėjimo) tempą, atitinkantį tam tikrą fiskalinio deficito uždavinį.

„Aukštinė“ skolinimosi taisyklė numato skolintis tik tokioms išlaidoms sumokėti, kurios ateityje gali sukurti biudžeto pajamas, kitaip tariant, skolintos lėšos turi kurti pinigus ir sudaryti sąlygas grąžinti skolą. Kadangi paprastai minėtos išlaidos susijusios su valstybės investicijomis, galima teigti, kad fiskalinis deficitas

\*Pirminis finansinis deficitas apskaičiuojamas, kai į išlaidas neįtraukiami palūkanų mokėjimai.

\*\*Visa valstybės skola, t. y. vidaus skola nacionaline valiuta ir valstybės skola užsienio valiuta (taip pat ir paskolos, gautos valstybės vardu ir su valstybės garantija), apskaičiuota taikant 1997 m. sausio 1 d. oficialųjį lito ir užsienio valiutų santykį. Be abejo, skaičiuojant galima panaudoti ir kitų valstybių skolos apibrėžimus.



turi būti lygus arba mažesnis, negu suma, skirta investicijoms. Šalies fiskalinis deficitas (procentais, palyginti su BVP), pradedant 1994 m., buvo didesnis negu konsoliduoto šalies biudžeto nepaprastosios išlaidos, o 1997 m. situacija pirmą kartą atitiko „auksinę“ taisyklę, deja, to nėra 1998 m. prognozėje (žr. 6 lentelę).

6 lentelė

*Fiskalinis deficitas ir konsoliduoto šalies biudžeto nepaprastosios išlaidos*

(dalis BVP, %)

	1995	1996	1997	1998 (planas)
Fiskalinis deficitas	4,7	4,4	1,7	2,6
Nepaprastosios išlaidos	3,8	2,7	2,9	2,3

Beje, pagrindinė „auksinės“ taisyklės prielaida yra nepaprastųjų išlaidų efektyvumas. Kadangi biudžeto klasifikacijoje nepaprastosios išlaidos apima keletą skirtingos paskirties komponentų, taip pat nėra atliekama išsami investicinių projektų analizė, minėtą taisyklę pritaikyti Lietuvos sąlygomis yra gana problemiška.

Turint omenyje Lietuvos siekimą prisijungti prie Ekonominės ir pinigų sąjungos, yra veiksmingesnis kitas būdas įvertinti šalies fiskalinę politiką – tai yra faktinio pirminio deficito palyginimas su tokiu pirminiu deficitu, kuris leidžia skolos dalį BVP stabilizuoti. Dviejų pirminio deficito reikšmių skirtumas rodo papildomas „fiskalines pastangas“, kurios yra būtinos, kad šalies išsiskolinimas nedidėtų, ir priklauso nuo skolos lygio, palūkanų normos, numatomo BVP augimo tempo. Kai reali palūkanų norma viršija realaus BVP augimo tempą, pirminis perteklius yra būtinas valstybės skolos ir BVP santykiui stabilizuoti; tuo atveju, jeigu BVP augimo tempas viršija palūkanų normą – minėti santykiai sumažės savaime, nepasiekdami pirminio pertekliaus.

Ilgu laiku (turint omenyje šalies vystymosi tendencijas – realaus BVP augimo tempą ir realias palūkanų normas) valstybės skolos ir BVP santykio stabilizavimas reiškia tam tikrą pirminio deficito apribojimą. Taip per 10 metų prognozuojamas gana didelis BVP augimo tempas – vidutiniškai apie 6,25–6,40 procento\* per metus. Tikėtina, kad reali palūkanų norma išliks daug aukštesnė negu nerizikinga palūkanų norma (*risk-free rate*), o tai rodo investuotojų požiūrį į Lietuvos ekonomikos vystymosi, investicinio klimato neapibrėžtumą. Ekspertiniu vertinimu, ji gali sudaryti apie 5 procentus. Jei reali palūkanų norma mažesnė už realaus BVP augimą, vadinasi, šalis gali sau leisti pirminį deficitą, kuris yra lygus skirtumui tarp realios palūkanų normos ir realaus BVP augimo (žr. 7 lentelę). Taigi, norint išlaikyti pastovų valstybės skolos ir BVP santykį 10 metų laikotarpiu, pirminis deficitas turi būti ne didesnis kaip 1,3 procento BVP\*\*.

7 lentelė

*Realaus BVP augimo, realios palūkanų normos ir pirminio fiskalinio deficito santykiai*

(dalis BVP, %)

	1995	1996	1997	1998 (prognozė)	Ilgalaikės prognozės
BVP augimas	3,3	4,7	5,7	6,8	6,0
Reali palūkanų norma	1,3	4,7	5,2	5,0	5,0
Priimtinas pirminis deficitas	-2,0	0,0	-0,5	-1,8	-1,0
Faktinis pirminis deficitas	-4,6	-4,0	-0,6	-1,1	

\*Ilgalaikėse prognozėse, vadovaujantis Ūkio ministerijos prognozėmis bei Tarptautinio valiutos fondo vertinimais 1998 m. pradžioje, BVP augimo procentas paimtas vidutiniškai 6 procentais.

\*\*Vidutinis realaus BVP augimo tempas – vidutinė reali palūkanų norma = 1,3 procento (6,3 – 5).

Planuojant ateinančių metų biudžetą, visada daromos tam tikros makroekonominės prielaidos, t. y. koku procentu ateinančiais metais didės BVP, kokia bus infliacija, kaip didės vartojimas ir daugelis kitų rodiklių. Atsižvelgiant į pajamas bei išlaidų poreikį, planuojamas biudžeto deficitas. Turint omenyje, kad biudžeto deficitas taip pat yra labai svarbi fiskalinė priemonė, veikianti šalies ekonomiką, labai svarbu, kad šis rodiklis atitiktų bendras makroekonominės tendencijas (angliškai vartotume terminą „consistent“). Aišku, kad nė viena prognozė neišsipildo 100 procentų. Nenumatomi realaus BVP augimo tempo ar infliacijos rodiklių pasikeitimai daro įtaką ir fiskaliniam deficitui. Pavyzdžiui, spartesnis ūkio augimas gali padidinti mokesčių surinkimą, o esant didesnei infliacijai, gali padidėti valstybės išlaidos. Todėl būtina laiku pritaikyti fiskalinio deficito uždavinį ekonomikos cikliniams svyravimams.

Jei daroma prielaida, kad baziniam prognozavimui pasirinkti 1997 m. duomenys, skolos ir BVP santykis būtų lygus 21,1 procento (1998 m. sausio 1 d. duomenys). Tarkime, ilgu laikotarpiu realaus BVP augimas prognozuojamas 6 procentai, infliacija – apie 3 procentus. Siekiant ateinančius 10 metų išlaikyti valstybės skolos ir BVP santykį nepakitusių, fiskalinis deficitas turi būti ne didesnis kaip 1,9 procento BVP\*. Jei iš tikrųjų realus BVP didės, pavyzdžiui, 8 procentais, biudžeto deficito apribojimai „sušvelnės“ iki 2,4 procento BVP, o tuo atveju, jei augimo tempas sulėtės iki 4 procentų – taps griežtesni, t. y. 1,5 procento BVP.

Tarkime, kad planuojame vadovautis Maastrichto reikalavimais dėl fiskalinio šalies deficito (ne daugiau kaip 3 procentai BVP). Kas bus su valstybės skola po, tarkime, 10 metų, nekintant visų kitų parametrų ilgalaikiai prognozei? Atlikę skaičiavimus, galime teigti, kad skola padidės iki 26,7 procento. Darant prielaidą, kad realus BVP didės vidutiniškai 4 procentais per metus, skola sudarytų jau 30 procentų BVP. Arba, pavyzdžiui, kitas variantas – per 10 metų norime skolą sumažinti iki nulio, tada konsoliduotas biudžetas visus tuos metus turi būti perteklinis – 2,1 procento BVP.

Užsienio įsipareigojimų ir BVP (arba eksporto) santykis negali didėti be apribojimų. Vertinant ilgalaikes ekonomikos vystymosi perspektyvas, šalis, dar neįklimpusi į skolas, turi turėti tam tikrų limitų ir nusistatyti sau tam tikrus kriterijus. Čia, kaip jau aptarta anksčiau, pagrindinis rodiklis galėtų būti valstybės skolos ir BVP santykio stabilumas. Tačiau šio rodiklio modeliavimas, be jau minėtų privalumų, turi ir tam tikrų trūkumų. Pirma, nors tai ir leidžia numatyti ilgalaikę perspektyvą, tačiau labai sudėtinga nuspręsti, koks valstybės skolos ir BVP santykis šaliai turi būti optimalus. Antra, besivystančių šalių ilgalaikis fiskalinis deficitas ir su juo glaudžiai susijęs einamosios sąskaitos nesubalansuotumas gali reikšti, kad šalis stengiasi užtikrinti aukštesnį gamybos lygį. Kitais žodžiais tariant, vertinant trumpalaikes ir vidutines perspektyvas, sparčiai besiplėtojanti ekonomika su mažu įsiskolinimo užsieniui lygiu turi turėti tikslą stabilizuoti užsienio įsiskolinimo dalį BVP (arba palyginti su eksportu). Trečia, šis skaičiavimas atliktas su sąlyga, kad šalis nesusidurs su „likvidumo suvaržymais“, t. y. kad užsienio investuotojai ir kreditoriai toliau skolins tomis pačiomis sąlygomis. Pasaulyje, kur labai mobilus kapitalas ir nepaprastai aktyvi kapitalo srautų reakcija į „naujienas“, ši prielaida gali būti netinkama. Tai įrodo Azijos šalių bei Rusijos krizė.

Yra nepaprastai daug ir kitų rodiklių (tokių kaip ekonominis augimas, investicijų ir BVP santykis, eksporto apimtis), kurie tiesiogiai apibūdina šalies potencialias galimybes ateityje prekiauti geriau ir sparčiau išsimokėti užsienio skolas. Nustatant, kaip privatus sektorius reaguoja į biudžeto sandarą, paprastai taikomi tokie kriterijai – privačių paskolų lygio kilimas, vertybinių popierių rinkos apimtis,

\*Skaičiavimai atlikti naudojant faktinio 1997 m. fiskalinio deficito elastingumus atitinkamai realaus BVP ir infliacijos atžvilgiu.

bankų sistemos stabilumo rodikliai. Šių rodiklių dinamika parodo, ar efektyviai veikia šalies vidaus finansinės rinkos mechanizmas, vaizdžiai tariant, kaip „išsiurbia“ valstybės skiriamus užsienio finansinius išteklius gamybai plėtoti.

*Straipsnis gautas 1998 m. liepos mėn.*

### **Summary**

## LITHUANIA: BUDGET TREND ANALYSIS AND SOME APPLICABLE CRITERIAS

### **Anna Stankaitienė**

Since the restoration of Independence, fiscal policy has played an important role in Lithuania's transition to a market economy. The goal of the Government's fiscal policy is to continue support for ongoing economic and structural reform in order to promote of the country's macroeconomic stability and increased economic activity.

Data collection on public finance is crucial in order to analyze and project fiscal situation and provide adequate proposals for the Government. Unfortunately tax and expenditure classifications used in Lithuania do not generally meet suggested IMF Government Financial Statistics (GFS) standards. Beside the differences in the accounting system, extra-treasury operations and extra-budgetary operations are not included at all in the treasury account. There is still a lack of transparency in the Government official statistics: only national budget data is regularly published, while general government operations are not observed at all. The consolidated general government accounts include the budgets of the central (state) government and municipalities, and the income and expenditure of the social security system and other extra-budgetary funds. The central government and municipal budgets combined, excluding social security, are known as the national budget. State-owned enterprises are not included in the budget accounts.

The current fiscal outcome clearly manifested the commitment of the authorities to fiscal responsibilities and strong discipline. The consolidated fiscal deficit fell from a 5.0 % of GDP in 1994 to 1.7 % in 1997. The fiscal deficit, in other words, was well within the limits set out in the Maastricht Treaty.

The focus of fiscal policy is now shifting toward safeguarding the sustainability of fiscal policy and improving the performance and quality of public services. Such second-generation fiscal reforms require from the Government to develop its own fiscal policy aimed at fostering economic growth, guaranteeing financial stability, and foreign account viability. The crucial step in that direction is the elaboration of certain rules or even numerical criteria of fiscal sustainability on the base of international practices and theories.

The first rule (the so called "golden rule") to follow is to borrow only for public expenditures able to generate future revenues such as to cover the debt service. Usually, these expenditures are public investments. The soundness of the "golden rule", particularly in country like Lithuania, is however questionable. The rule is based on the assumption that capital expenditure is productive, which is not always the case. A more effective goal, particularly in view of joining the European Monetary Union, is to stabilize or even reduce the Debt to GDP ratio. Given the long run growth rate and real interest rate, this means imposing a ceiling to the primary fiscal deficit, which is the balance net of interest payments.

Given a sustainable fiscal deficit target, unexpected variations of the real growth rate and inflation rate may have effects on the fiscal deficit. A higher growth rate may raise tax revenue and a higher inflation rate may raise public expenditure above its projected levels. This should be taken into account in monitoring and analyzing the fiscal stance. Furthermore, the fiscal deficit target could be adjusted to take into account cyclical variations.

# BALTIJOS ŠALIŲ VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKŲ APRAŠOMOJI ANALIZĖ

**Vika Butkutė, Petras Moščinskas\***

Petras MOŠČINSKAS

Vilniaus universitetas, SAS Instituto atstovas Lietuvoje UAB „Paspara“

Universiteto g. 3, LT-2734 Vilnius

El. paštas: petras.moscinskas@ef.vu.lt

Vika BUTKUTĖ

Nacionalinė vertybinių popierių birža

Ukmergės g. 41, LT-2662 Vilnius

El. paštas: vbutkute@hotmail.com

*Straipsnyje pateikta Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų palyginamoji analizė, remiantis kapitalizacijos, apyvartos bei šių šalių vertybinių popierių rinkų indeksų rodikliais.*

*„Efektyvios rinkos“ hipotezė yra viena iš charakteristikų, apibūdinančių vertybinių popierių rinką. Nagrinėjant silpną efektyvumo formą, 1996 m. Lietuvoje tikrinta dažniausiai kotiruojamų Nacionalinės vertybinių popierių biržos akcijų ir 1998 m. sausio mėn. tuometinio Lietuvos biržos Oficialiojo sąrašo bendrovių akcijų „efektyvios rinkos“ hipotezė [8, 9]. „Efektyvios rinkos“ hipotezė, nagrinėjant silpną rinkos efektyvumo formą, patikrinta Baltijos šalių vertybinių popierių rinkose. Tyrimui atlikti buvo naudojami Baltijos šalių vertybinių popierių biržų statistiniai prekybos rezultatai. Tyrimo laikotarpis – nuo pirmų prekybos sesijų Baltijos šalių vertybinių popierių biržose iki 1998 m. pradžios.*

*Pagrindiniai žodžiai: vertybinių popierių rinka; „efektyvios rinkos“ hipotezė; vertybinių popierių rinkos kapitalizacija; akcijų rinkų indeksai; stacionarus ir nestacionarus procesai; atsitiktinio klaidžiojimo procesas.*

## 1. Baltijos šalių vertybinių popierių rinkos

Tradiciškai antrinė vertybinių popierių rinka skirstoma į fondų biržą, antrinės rinkos branduolį, ir užbiržinę vertybinių popierių rinką, emitentams keliančią mažesnius reikalavimus. Lietuvoje užbiržiniai sandoriai pradėti registruoti tik nuo 1997 m. liepos mėn. Apie už biržos ribų sudarytus sandorius Nacionalinei vertybinių popierių biržai praneša tik tie emitentai, kurių akcijos įtrauktos į vertybinių popierių biržos Einamąjį prekybos sąrašą. Estijoje ir Latvijoje užbiržiniai sandoriai registruojami vertybinių popierių depozitoriumuose, šiais vertybiniais popieriais nebūtinai turi būti prekiaujama vertybinių popierių biržoje. Užbiržinė prekyba dažniausiai vadinama istorinės kilmės žargonu „gatvės“, „šalikelės rinka“ arba „prekyba per prekystalį“ (OTC – *over the counter*). Tai neorganizuota prekyba vertybiniais popieriais. Informacija, kuri domina rinkos dalyvius analizuojant užbiržinę rinką, dažniausiai yra tik užbiržiniais sandoriais parduotų vertybinių popierių kainos bei kiekiai.

Vertybiniais popieriais Baltijos šalių biržose prekiaujama kiekvieną dieną, tačiau skiriasi prekybos sistemos. Į tai reikia atkreipti dėmesį lyginant tarpusavyje trijų Baltijos šalių rinkų apyvartas. Latvijos ir Lietuvos biržose taikomas „prancūziškas“ modelis. Jam būdinga centralizuota rinka, kurioje koncentruojasi rinkos dalyvių pavedimai ir yra fiksuojantis kotiravimo procesas. Jo metu sulyginama

\*Autorius dėkingas už finansinę paramą atliekant šį tyrimą A. C. E. projektui P96-6221-R.

- Vika Butkutė – Nacionalinės vertybinių popierių biržos Prekybos ir atsiskaitymų departamento vyresnioji specialistė. Veiklos sritys: ekonometriniai metodai ir modeliai, vertybinių popierių rinkų institucinė tvarka, alternatyvios vertybinių popierių rinkų struktūros.
- Petras Moščinskas – socialinių mokslų daktaras, Vilniaus universiteto Ekonomikos fakulteto docentas, SAS Instituto atstovo Lietuvoje UAB „Paspara“ direktorius. Veiklos sritys: ekonometriniai metodai ir modeliai, ekonominių procesų ir finansų rinkų modeliavimas, informacinės technologijos.

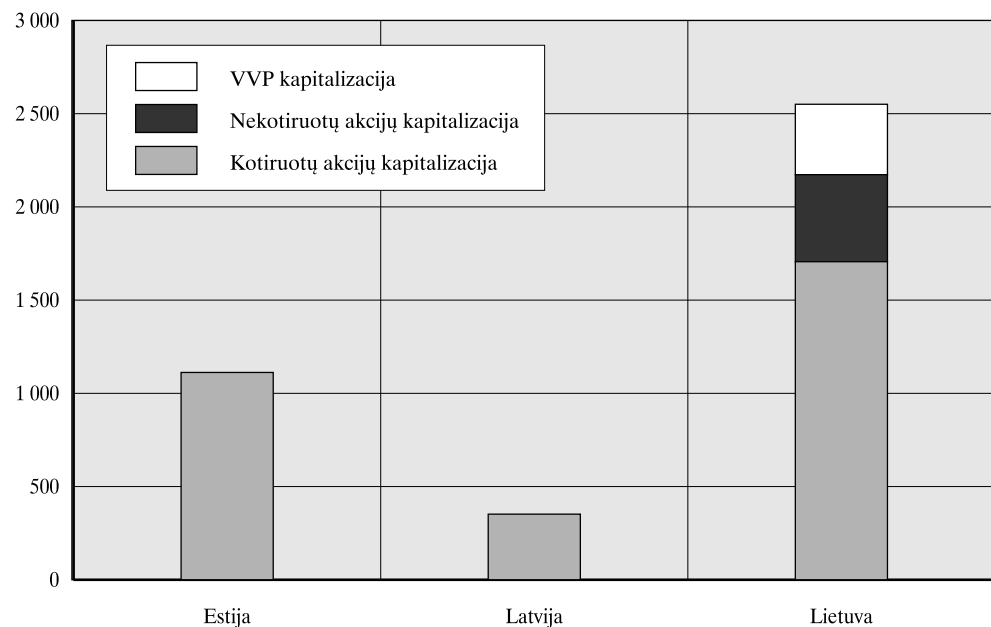
bendra vertybinių popierių pasiūla bei paklausa ir nustatomas tik vienas konkrečios emisijos vertybinio popieriaus kursas. Vadinasi, visi vienu metu sudaromi tos pačios emisijos vertybinio popieriaus sandoriai turi vienodą kainą. Ši rinka vadinama centrine rinka (CR). Greta centrinės rinkos sudaromi tiesioginiai sandoriai (TS). Tiesioginis sandoris – tai sutartas dviejų maklerių arba dviejų to paties maklerio klientų sandoris, kur, kitaip negu centrinėje rinkoje, makleris turi būti iš anksto susitaręs su kita sandorio šalimi. Estijoje taikoma prekybos sistema, kuriai būdingas nenutrūkstamas kotiravimo procesas. Biržos dalyviai sudaro sandorį ir ne vėliau kaip per 5 minutes nuo jo užregistravimo momento praneša biržai, siūsdami prekybos ataskaitas. Prekybos ataskaitas siunčia akcijų pardavėjai, nurodydami sandorių sudarymo laiką, kainą ir vertybinių popierių kiekį, o birža tuoj pat atnaujinama informaciją apie tam tikrą vertybinių popierių, paskelbdama viešai jo kainą ir parduotų akcijų skaičių [10]. Vertybinio popieriaus kaina tam tikru momentu yra paskutinio sandorio kaina, o kiekvienas sandoris turi savo kainą ir traktuojamas atskirai.

### 1.1. Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų kapitalizacija

Lietuvos vertybinių popierių rinkos, palyginti su kitomis Baltijos šalių rinkomis, kapitalizacija 1997 m. pabaigoje buvo didžiausia – 2 550,5 mln. JAV dolerių (Estijos – 1 112 mln. JAV dolerių, Latvijos – 352 mln. JAV dolerių) (žr. 1 pav.).

*1 pav. Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų kapitalizacija 1997 m. pabaigoje*

Mln. JAV dolerių



*Šaltiniai:* [6, 7, 13, 14].

Tai pirmiausia susiję su didelių Lietuvos įmonių įtraukimu į biržos Einamąjį prekybos sąrašą, kuriame yra apie 600 bendrovių vertybiniai popieriai, o Estijos vertybinių popierių biržoje kotiruojami 45, Latvijos – 50 įmonių vertybiniai popieriai. Lyginant Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų kapitalizacijas, reikėtų atkreipti dėmesį į Lietuvos vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos struktūrą, nes ji skiriasi nuo Estijos ir Latvijos.

Pirma, Lietuvos vertybinių popierių biržoje yra registruojami sandoriai Vyriausybės vertybiniais popieriais (VVP), todėl į bendrą rinkos kapitalizaciją yra įskaičiuojama ir Vyriausybės vertybinių popierių kapitalizacija. 1997 m. pabaigoje bendra Lietuvos rinkos kapitalizacija buvo 2 550,5 mln. JAV dolerių, iš jų 14,81 procento sudarė Vyriausybės vertybinių popierių kapitalizacija. Nei Estijos, nei Latvijos vertybinių popierių biržose sandoriai Vyriausybės vertybiniais popieriais nėra registruojami ir į bendrąją rinkos kapitalizaciją neįtraukiami. Antra, kitaip negu Estijoje ir Latvijoje, Lietuvos vertybinių popierių biržoje skaičiuojama nekotiruotų akcijų kapitalizacija. Nekomotiruotos akcijos – tai akcijos, kuriomis nebuvo prekiauta vertybinių popierių biržoje nuo jų įtraukimo į Einamąjį prekybos sąrašą. Tokių akcijų kapitalizacija skaičiuojama jų nominaliąja verte. 1997 m. pabaigoje Lietuvoje nekotiruotų akcijų kapitalizacija sudarė 18,30 procento bendros Lietuvos rinkos kapitalizacijos. Estijos ir Latvijos vertybinių popierių biržose nekotiruotų vertybinių popierių nėra. Nekomotiruotų akcijų kapitalizacija Lietuvos vertybinių popierių biržoje skaičiuojama nesivadovaujant kapitalizacijos skaičiavimo principais, pagal kuriuos visų išleistų akcijų skaičius turi būti padaugintas iš vienos akcijos rinkos kainos, o ne iš nominaliosios akcijos vertės. Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų palyginamajai analizei dėl anksčiau nurodytų priežasčių imama tik Lietuvos kotiruotų akcijų kapitalizacija, kuri 1997 m. pabaigoje sudarė 66,89 procento (1 706 mln. JAV dolerių) bendros skelbiamos Lietuvos rinkos kapitalizacijos (žr. 1 lentelę).

*1 lentelė*

*Lietuvos vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos struktūra 1997 m.*

Kapitalizacija	Reikšmė, mln. JAV dolerių	Palyginta su bendra kapitalizacija, %
Kotiruotos akcijos	1 706,00	66,89
Nekomotiruotos akcijos	466,75	18,30
Bendra akcijų kapitalizacija	2 172,75	85,19
VVP kapitalizacija	377,75	14,81
Bendra NVPB kapitalizacija	2 550,50	100,00

*Šaltinis:* [14].

Lyginant Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų kapitalizacijas, matyti, kad Lietuvos kotiruotų akcijų kapitalizacija 1997 m. pabaigoje buvo didžiausia – 1,53 karto didesnė nei Estijos ir 4,85 karto – nei Latvijos. Lietuvos vertybinių popierių rinka, palyginti su Estijos ir Latvijos rinkomis, buvo ne tik didžiausia, bet ir sparčiausiai besiplėtojanti. 1997 m., palyginti su 1996 m., Lietuvos kotiruotų akcijų kapitalizacija padidėjo net 89 procentais. Per atitinkamą laikotarpį Estijos vertybinių popierių rinka padidėjo 76 procentais, o Latvijos – tik 6 procentais (žr. 2 lentelę). Latvijos vertybinių popierių rinkai įtakos galėjo turėti 1997 m. pabaigoje kilusi pasaulinė vertybinių popierių krizė, kurios metu nukrito akcijų kainos, o tai sumažino Latvijos vertybinių popierių rinkos kapitalizaciją.

## 2 lentelė

Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų kapitalizacija 1996 m. ir 1997 m. gruodžio 31 d.

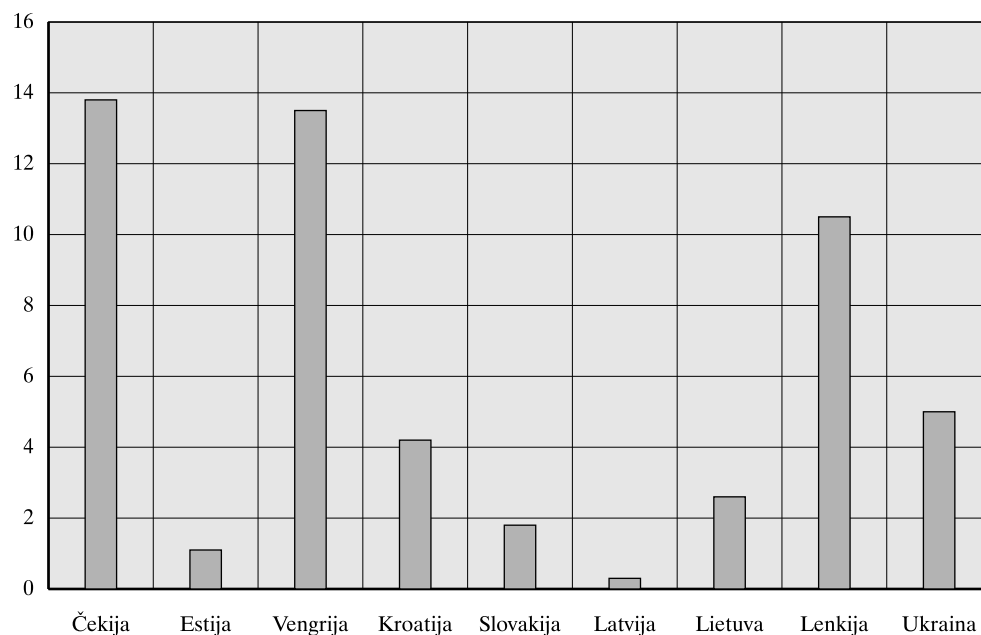
Vertybinių popierių rinka	Reikšmė (1996 m.), mln. JAV dolerių	Reikšmė (1997 m.), mln. JAV dolerių	Pokytis per metus, %
Estijos	630	1 112	76
Latvijos	330	352	6
Lietuvos*	901	1 706	89

Šaltiniai: [6, 7, 13, 14].

Vertybinių popierių rinkoms palyginti pateikiame įvairių šalių vertybinių popierių rinkų kapitalizacijos ir šalies BVP santykius (žr. 2 pav.). Optimaliu yra laikomas JAV rinkos koeficientas, kuris lygus vienetui. Pavyzdžiui, Malaizijos biržos kapitalizacijos ir šalies BVP iki Azijos krizės buvo 2,5. Tai rodo, kad buvo labai didelės kainos akcijų rinkoje. Vidurio ir Rytų Europos šalių kapitalizacijos ir šalies BVP santykis 1997 m. svyravo nuo 0,2 iki 0,3 [3]. Baltijos šalių jis buvo toks: Estija – 0,22, Latvija – 0,06, Lietuva – 0,27.

2 pav. Vidurio ir Rytų Europos vertybinių popierių rinkų kapitalizacija 1997 m. pabaigoje

Mlrd. JAV dolerių



Šaltinis: [3].

Skaičiuojant šį santykį, imta bendra Lietuvos vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, kuri 1997 m. pabaigoje buvo 2 550,5 mln. JAV dolerių. Lietuvos kotiruotų akcijų kapitalizacijos ir BVP santykis lygus 0,18.

## 1.2. Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų apyvarta

Lietuvos ir Latvijos vertybinių popierių biržų apyvarta – tai centrinės rinkos ir tiesioginių sandorių apyvartų suma, o Estijos vertybinių popierių biržos apyvarta – atskirų sandorių apyvartų suma.

\*Kotiruotų akcijų kapitalizacija.



3 lentelė

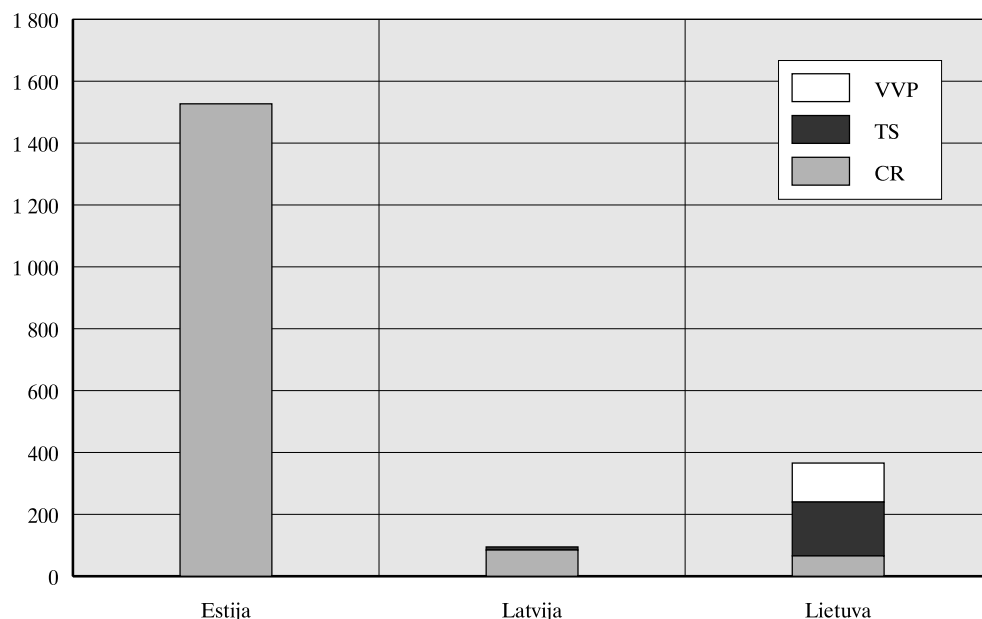
*Baltijos šalių vertybinių popierių biržų apyvartos 1997 m.**(mln. JAV dolerių)*

Vertybinių popierių birža	Akcijų apyvarta		VVP	Iš viso
	CR	TS		
Estijos	–	–	–	1 526,94
Latvijos	84,75	0,04	–	84,79
Lietuvos	65,74	174,03	126,08	365,85

Šaltiniai: [6, 7, 13, 14].

Palyginti trijų Baltijos šalių biržų apyvartos yra gana sudėtinga dėl kelių priežasčių. Pirma, Lietuvos vertybinių popierių biržoje registruojami tik Vyriausybės vertybinių popierių sandoriai. Jie 1997 m. sudarė 34,46 procento (126,08 mln. JAV dolerių) bendros biržos apyvartos (žr. 3 lentelę). Tolesnei analizei naudojama tik Lietuvos akcijų apyvarta, kuri 1997 m. buvo 239,77 mln. JAV dolerių, nes nei Estijos, nei Latvijos biržose sandoriai Vyriausybės vertybiniais popieriais nėra registruojami. Antra, Estijos vertybinių popierių biržoje tą patį vertybinį popierių per vieną prekybos sesiją galima nupirkti ir parduoti kelis kartus, nes vyksta nenutrūkstama prekyba kintama kaina. Tuo tarpu Latvijos ir Lietuvos vertybinių popierių biržose vertybinis popierius per vieną prekybos sesiją galėjo būti nupirktas ar parduotas tik vieną kartą, nes konkrečios emisijos vertybinio popieriaus dienos kursas buvo fiksuotas. Latvijos ir Lietuvos biržose nuo 1997 m. lapkričio mėn. ir nuo 1998 m. balandžio mėn. greta prekybos fiksuota kaina įdiegtos nenutrūkstamos prekybos kintama kaina sistemos. Tikimasi, jog, patobulinus prekybos sistemas, padidės ir šių dviejų Baltijos šalių biržų apyvartos. Pavyzdžiui, Latvijos vertybinių popierių biržos trečiojo 1997 m. ketvirčio apyvarta buvo 11,41 mln. LVL. Ketvirtąjį 1997 m. ketvirtį, kai buvo įdiegta nenutrūkstamos prekybos kintama kaina sistema, ji padidėjo iki 21,34 mln. LVL, t. y. du kartus.

3 pav. Baltijos šalių vertybinių popierių biržų apyvartos 1997 m.

*Mln. JAV dolerių*

Šaltiniai: [6, 7, 13, 14].

1997 m. Lietuvoje daugiausia akcijų parduota tiesioginiais sandoriais – 174,03 mln. JAV dolerių vertės, arba 72,58 procento bendros akcijų apyvartos. Tai sietina su tuo, kad 1997 m. liepos mėn. liberalizuota tiesioginių sandorių tvarka, t. y. netaikomi tiesioginio sandorio dydžio apribojimai. Tuo tarpu Latvijoje 1997 m. tiesioginių sandorių apyvarta siekė tik 0,04 mln. JAV dolerių (0,05 procento bendros akcijų apyvartos) ir visa prekyba akcijomis vyko centrinėje rinkoje.

1997 m. Estijos vertybinių popierių biržos apyvarta, palyginti su Latvijos ir Lietuvos biržomis, buvo didžiausia (6,4 karto didesnė nei Lietuvos ir 18 kartų – nei Latvijos). Tai būtų galima paaiškinti taikoma veiksminga nenutrūkstamos prekybos kintamomis kainomis sistema Estijos vertybinių popierių biržoje, užsienio investuotojų susidomėjimu Talino vertybinių popierių biržoje kotiruojamų bendrovių vertybiniais popieriais po Estijos išskyrimo iš Baltijos šalių dėl stojimo į Europos Sąjungą derybų pradžios; dėl to padidėjo akcijų paklausa, kainos ir bendra rinkos apyvarta.

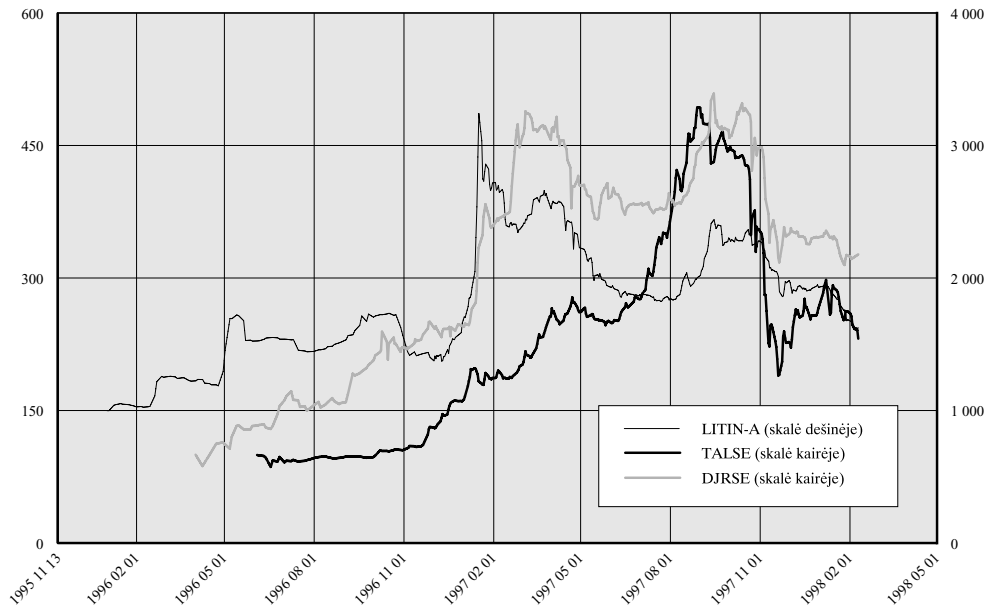
### 1.3. Pagrindiniai Baltijos šalių akcijų rinkų indeksai

1997 m. gegužės 19 d. Lietuvos ekonomikos laikraštis „Verslo žinios“ kartu su Latvijos „Dienas Bizness“ ir Estijos „Aripaev“ pradėjo skaičiuoti bendrą Baltijos šalių rinkos vertybinių popierių indeksą *Baltija-30 (B30)*. Apskaičiuoti šį indeksą prireikė dėl sparčios Baltijos šalių akcijų rinkų plėtotės ir dėl nuolat didėjančio pasaulio susidomėjimo Baltijos šalių vertybiniais popieriais. Pradiniu skaičiavimo momentu bazinė *B30* reikšmė buvo 100 punktų. *B30* indeksą sudaro po dešimt kiekvienos Baltijos šalies didžiausių ir likvidžiausių biržos įmonių, kurios parinktos iš kuo įvairesnių pramonės sektorių [12]. Bendras Baltijos šalių vertybinių popierių indeksas *B30* padeda susidaryti vietiniams ir užsienio investuotojams nuomonę apie šių šalių biržų plėtotę.

Tolesnei analizei imami pagrindiniai Baltijos šalių akcijų rinkų indeksai, skaičiuojami Talino, Rygos ir Vilniaus biržose, tai: TALSE (*Tallinn Stock Exchange*), DJRSE (*Dow Jones Riga Stock Exchange*) ir LITIN-A. Šie akcijų indeksai išreiškiami punktais: TALSE ir DJRSE indeksų pradiniu skaičiavimo momentu bazinės reikšmės buvo lygios 100, o LITIN-A – 1 000 punktų. TALSE indeksas parodo visų bendrovių, kotiruojamų Talino vertybinių popierių biržos Einamajame prekybos sąraše, akcijų kursų dinamiką ir skaičiuojamas nuo 1996 m. birželio 4 d. DJRSE indeksas skaičiuojamas nuo 1996 m. balandžio 2 d. pagal dešimties svarbiausių Latvijos bendrovių, kotiruojamų Rygos vertybinių popierių biržoje, akcijų vertės pokyčius. LITIN-A indeksas, parodantis Lietuvos vertybinių popierių biržos Einamojo prekybos sąrašo A grupės akcijų kainų pokyčius, skaičiuojamas nuo 1996 m. sausio 2 d. LITIN-A yra kapitalizuotos akcijų rinkos vertės ir bazinės šios vertės reikšmės santykis. Indeksai DJRSE ir LITIN-A pradėti skaičiuoti ne nuo Rygos ir Vilniaus vertybinių popierių biržų atidarymo pradžios, o tik nuo 1996 m. pradžios, kai rinkos dalyviai suprato, kad, norint įvertinti dominuojančių rinkoje akcijų kainų svyravimus ir mastą, reikia skaičiuoti akcijų rinkų indeksus.

Pagrindinių Baltijos šalių akcijų rinkų indeksų TALSE, DJRSE ir LITIN-A apskaičiavimo metodikos, indeksų baziniai metai ir reikšmės skiriasi, todėl, analizuojant Baltijos šalių akcijų rinkų indeksus, daugiausia dėmesio skiriama jų pokyčiams bei šių pokyčių pobūdžiui per atitinkamą laikotarpį, mėginant įvertinti konkrečių vertybinių popierių rinkų kitimo tendencijas.

4 pav. Pagrindiniai Baltijos šalių akcijų rinkų indeksai TALSE, DJRSE ir LITIN-A



Šaltiniai: [5, 6, 7].

Galima stebėti tam tikrus reguliarius Baltijos šalių akcijų rinkų plėtotės svyravimus, kurie pasireiškia, pavyzdžiui, rinkos aktyvumo mažėjimu, susijusiu su ataskaitiniais akcininkų susirinkimais, vykstančiais kiekvienų metų pradžioje, bei vėlesniu adekvačiu aktyvumo kitimu. Pavyzdžiui, 1997 m. pradžioje visų Baltijos šalių akcijų rinkų indeksų mažiausios reikšmės buvo sausio mėn. pirmosiomis dienomis (žr. 5 lentelę), o po to gana staigiai ėmė kilti. Indekso LITIN-A reikšmė per pirmąsias dvi sausio mėn. savaites labai staigiai pakilo nuo 1 703,92 punkto iki didžiausios 1997 m. reikšmės – 3 242,25 punkto, t. y. padidėjo 90,3 procento, o paskui vėl ėmė kristi. 1997 m. sausio mėn. panašūs svyravimai pastebimi ir Latvijos bei Estijos rinkose. Iš 4 pav. matyti, kad DJRSE ir TALSE indeksų reikšmės 1997 m. pradžioje irgi padidėjo. Vasarą pastebimas rinkos aktyvumo mažėjimas, kuris siejamas su atostogomis. 1996 m. ir 1997 m. vasarą visų indeksų reikšmės sumažėjo. Tokie svyravimai būdingi visoms kapitalo rinkoms. Baltijos šalių vertybinių popierių rinkos patvirtina, kad jos yra ganėtinai išsivystę ir lanksčiai reaguojančios į ekonominius procesus.

5 lentelė

Baltijos šalių akcijų rinkų indeksų kritinės reikšmės

Indeksai	Mažiausia reikšmė	Data	Didžiausia reikšmė	Data
1996 m.				
LITIN-A	999,61	1996 01 04	1 734,52	1996 10 17
TALSE	86,14	1996 06 18	161,17	1996 12 24
DJRSE	87,11	1996 04 09	250,47	1996 11 28
1997 m.				
LITIN-A	1 703,92	1997 01 03	3 242,25	1997 01 17
TALSE	162,73	1997 01 02	492,97	1997 08 29
DJRSE	244,87	1997 01 02	508,73	1997 09 15
Iki 1998 m. vasario 10 d.				
LITIN-A	1 621,37	1998 02 09	1 939,14	1998 01 05
TALSE	231,31	1998 02 10	297,85	1998 01 08
DJRSE	314,74	1998 01 27	353,47	1998 01 08

Šaltiniai: [5, 13, 14].

1996 m. visų trijų Baltijos šalių akcijų rinkų indeksų reikšmės didėjo. Daugiausia pakilo DJRSE indekso reikšmė – 147,7 procento, Estijos ir Latvijos indeksai atitinkamai – 60,3 ir 66,1 procento. Visų Baltijos šalių akcijų rinkų indeksų didžiausios reikšmės pasiektos ketvirtąjį 1996 m. ketvirtį (žr. 5 lentelę). 1997 m. sparčiausiai kainos didėjo Talino vertybinių popierių biržoje. Tai nulėmė didžiulis užsienio investuotojų susidomėjimas po 1997 m. liepos 15 d. Estijos išskyrimo iš Baltijos valstybių dėl stojimo į Europos Sąjungą derybų pradžios. 1997 m. TALSE indeksas padidėjo 65,5 procento, DJRSE – 39,6, LITIN-A – 16,3 procento.

Pirmąjį 1998 m. mėnesį visų Baltijos šalių indeksai sumažėjo, tam padarė įtaką krizės Azijoje. Kaip pagrindinę JAV „Dow Jones“ indekso smukimo priežastį ekspertai nurodo Honkongo krizę. Po Azijos krizės ir jos nulemtu nuosmukio Talino vertybinių popierių biržoje Lietuvos ir Latvijos biržose akcijų pasiūla staigiai padidėjo. Estijos investuotojai, susidūrę su pinigų stygiumi, ėmė išpardavinėti akcijas Rygos ir Vilniaus biržose, nes šiose biržose Estijos investicijų dalis buvo didelė [11]. 1997 m. pabaigoje–1998 m. pradžioje daugiausia sumažėjo TALSE indeksas (žr. 4 pav.). Talino vertybinių popierių biržai įtakos turėjo ir Estijos likvidumo krizė, kilusi dėl bankų vykdomos paskolų politikos. Buvo teikiamos paskolos privatiems asmenims, imant užstatą vertybiniais popieriais ir neatsižvelgiant į akcijų didėjančių kainų biržoje kritimo pavojų. Visa tai baigėsi Talino biržos „juodoju ketvirtadieniu“, spalio mėn. 24 d. Visos trys Baltijos šalių rinkos 1997 m. pabaigoje patyrė smukimą, tai truko iki gruodžio mėn. pradžios.

Analizuojant Baltijos šalių akcijų rinkų indeksus 1996–1998 m., matyti, kad šiuo laikotarpiu visų indeksų didžiausios reikšmės pasiektos 1997 m., mažiausios – pirmojoje 1996 m. pusėje, o iš 4 pav. matyti, jog indeksų svyravimai atitinkamais laikotarpiais yra panašūs. Tai leidžia iškelti hipotezę, kad Baltijos šalių akcijų rinkų plėtros tendencijos yra panašios.

## 2. „Efektyvios rinkos“ hipotezė Baltijos šalių vertybinių popierių rinkose

### 2.1. „Efektyvios rinkos“ hipotezė ir duomenų atranka

Kapitalo rinka yra efektyvi, jei ji visapusiškai ir teisingai parodo visą svarbią informaciją, turinčią įtakos akcijų kainoms. Rinka yra efektyvi priklausomai nuo tam tikro informacijos rinkinio. Jei rinka yra efektyvi pagal silpną efektyvumo formą, vadinasi, negali būti gaunamas pelnas pasitelkus kainų analizę, kadangi yra daug šių kainų tyrėjų ar stebėtojų, o dėl jų poveikio kiekviena informacija, kuri nulemia kainų pasikeitimus, įtraukiama į esamą kainą. Tik nauja informacija gali paveikti akcijų kainas. Kadangi nauja informacija yra atsitiktinė, tai akcijų kainos turėtų kisti atsitiktinai. Ši hipotezė dažnai vadinama atsitiktinio klaidžiojimo hipoteze (*Random Walk Hypothesis*). Nagrinėjant silpną efektyvumo formą, tikrinta 1996 m. pradžioje Lietuvoje dažniausiai kotiruojamų Lietuvos vertybinių popierių biržos akcijų [9] ir 1998 m. sausio mėn. tuometinio Lietuvos biržos Oficialiojo sąrašo akcijų „efektyvios rinkos“ hipotezė [8].

Šiame darbe, nagrinėjant silpną efektyvumo formą, tikrinama „efektyvios rinkos“ hipotezė Baltijos šalių vertybinių popierių rinkose. Pasirinkta ši informacinio efektyvumo forma, nes šiuo metu prieinamiausia informacija apie Baltijos šalių vertybinių popierių rinkas yra reguliariai ir viešai skelbiami statistiniai prekybos rezultatai. Tiriamos visų trijų Baltijos šalių biržų Oficialiųjų sąrašų bendrovių akcijų kainos. Estijos akcijų kainų tyrimo laikotarpis yra nuo prekybos šiomis akcijomis Estijos vertybinių popierių biržoje pradžios iki 1998 m. vasario mėn. 20 d. Estijoje taikoma prekybos sistema, kuriai būdingas nenutrūks-

tamas kotiravimo procesas, todėl tyrimui imamos vidutinės akcijų kainos. Latvijos duomenys apima 402 prekybos sesijas – nuo prekybos šiomis akcijomis vertybinių popierių biržoje pradžios iki 1998 m. vasario mėn. 17 d. ir tiriamos tik šešių akcijų kainų eilutės. Bendrovės „Balta apdrosinasanas“ akcijų kainos neįtrauktos į tyrimą dėl per mažo stebėjimų skaičiaus (žr. 1 priedą). Skaičiuojant imamos fiksuotos akcijų kainos, o nuo 1997 m. lapkričio mėn., kai Latvijos vertybinių popierių biržoje pradėta taikyti nenutrūkstamos prekybos kintamomis kainomis sistema, pasirenkamos vidutinės akcijų kainos. Lietuvos Oficialiojo sąrašo penkių bendrovių – Bankas HERMIS, „Biržų akcinė pieno bendrovė“, „Medienos plaušas“, „Rokiškio sūris“ ir Vilniaus bankas – naudojami tokio pat tyrimo, atlikto 1998 m. pradžioje, rezultatai [8]. Tyrimui pasirinktos fiksuotos akcijų kainos. 1998 m. balandžio 14 d. į Lietuvos Oficialųjį sąrašą įtrauktos dar dvių bendrovių („Kalnapilis“ ir „Snaigė“) akcijos. Šių bendrovių akcijos įtrauktos į tyrimą, ir duomenys apima laikotarpį nuo prekybos šiomis akcijomis Lietuvos vertybinių popierių biržoje pradžios iki 1998 m. balandžio mėn. 17 d. Tyrimui naudojamos fiksuotos akcijų kainos, o nuo 1998 m. balandžio mėn., kai Lietuvos vertybinių popierių biržoje pradėta taikyti nenutrūkstamos prekybos kintamomis kainomis sistema, vidutinės akcijų kainos. Baltijos šalių biržų Oficialiųjų sąrašų bendrovių vertybiniai popieriai ir jų stebėjimų skaičiai, pateikti pirmame priede. Latvijoje per 402 prekybos sesijas „Latvijas Unibanka“ akcijų kaina buvo nustatyta 373 kartus – jos Latvijos vertybinių popierių biržoje tiriamu laikotarpiu buvo dažniausiai kotiruojamos. „Balta apdrosinasanas“ akcijomis Latvijos vertybinių popierių biržoje pradėta prekiauti 1997 m. pabaigoje, todėl stebėjimų skaičius, palyginti su kitomis Latvijos Oficialiojo sąrašo akcijomis, yra nedidelis – 103. Estijos vertybinių popierių biržoje dažniausiai yra kotiruojami penkių pagrindinių šalies komercinių bankų vertybiniai popieriai. Nagrinėjant Lietuvos Oficialiojo sąrašo įmonių kotiravimo dažnumą iki 1998 m. sausio 30 d., atkreipiant dėmesį tik į pirmų penkių bendrovių vertybinius popierius, matyti, jog Lietuvos vertybinių popierių biržoje ilgiausiai ir dažniausiai yra prekiaujama bendrovių „Medienos plaušas“ ir Vilniaus bankas akcijomis. Bendrovių „Kalnapilis“ ir „Snaigė“ akcijos, įtrauktos į Oficialųjį sąrašą tik 1998 m. balandžio mėn. 7 d., taip pat daug kartų buvo kotiruojamos, atitinkamai – 491 ir 495.

## 2.2. „Efektyvios rinkos“ hipotezės tikrinimas

Jei rinka yra efektyvi pagal „efektyvios rinkos“ hipotezę, tai akcijos kaina  $P_t$  parodo daugeliui rinkos dalyvių žinomą informaciją. Akcijų kainas nuo laiko momento  $t$  iki  $t+1$  gali paveikti tik nauja informacija. Kadangi nauja informacija yra atsitiktinė, tai akcijų kainos turėtų kisti atsitiktinai.

Norint patikrinti „efektyvios rinkos“ hipotezę, reikia žinoti, kaip formuojasi būsimo akcijų kainos. Daroma prielaida, kad rinkos dalyvių elgesys yra racionalus. Čia taikomas racionalaus lūkesčio (*rational expectation*) operatorius –  $E_t$ . Tuomet būsimo akcijų kainas apibrėžiame taip:

$$P_{t+1} = E_t [P_{t+1}] + \varepsilon_{t+1}, \quad (1)$$

kur:

$P_{t+1}$  – akcijos kaina laiko momentu  $t+1$ ;

$E_t [P_{t+1}]$  – tikėtina akcijos kaina laiko momentu  $t+1$ ;

$\varepsilon_{t+1}$  – prognozės paklaida.

Lygtis (1) sako, jog būsimo akcijos kaina  $P_{t+1}$  yra lygi tikėtina akcijos kainai  $E_t [P_{t+1}]$  plus prognozės paklaida  $\varepsilon_{t+1}$ . Prognozės paklaidos, kuri yra lygi  $\varepsilon_{t+1} = P_{t+1} - [E_t P_{t+1}]$ , vidurkis yra lygus nuliui, dydžiai nekoreliuoti su jokia informacija  $\Omega_t$

laiko momentu  $t$ , kada yra daroma prognozė [2]. Tikėtina, kad prognozių paklaidos vidurkis lygus nuliui, nes akcijų kainos keičiasi tik veikiamos naujos informacijos, o nauja informacija yra atsitiktinė. Pažymėtina, kad dydis  $\varepsilon_{t+1}$  taip pat gali būti apibrėžtas kaip netikėtas pelnas (arba nuostolis), turint akcijų nuo laiko momento  $t$  iki  $t+1$ . „Efektyvios rinkos“ hipotezė teigia, kad negalima gauti pelno remiantis informacijos rinkiniu  $\Omega_t$ , todėl netikėto pelno vidurkis turi būti lygus nuliui. Jei prognozės paklaidos  $\varepsilon_t$  yra autokoreliuotos, tai iš „efektyvios rinkos“ hipotezės išvedamas teiginys, kad „prognozuojama paklaida turi būti nepriklausoma nuo informacijos  $\Omega_t$ , esamos laiko momentu  $t$ “, negalioja.

Pavyzdžiui, jei:

$$\varepsilon_{t+1} = \rho \varepsilon_t + v_t, \quad \rho \neq 0, \quad (2)$$

kur:

$\varepsilon_{t+1}$  – prognozės paklaida laiko momentu  $t+1$ ;

$v_t$  – atsitiktinis kintamasis, nepriklausomas nuo informacijos  $\Omega_t$  laiko momentu  $t$  („baltas triukšmas“);

$\varepsilon_t$  – prognozės paklaida, kuri yra lygi  $\varepsilon_t = P_t - E_{t-1}[P_t]$ , ir žinoma laiko momentu  $t$ .

Vadinasi, paklaidą  $\varepsilon_t$  iš dalies formuoja informacija  $\Omega_t$  laiko momentu  $t$ , kada yra daroma prognozė. Iš (2) lygties matome, kad pagal šio laikotarpio prognozės paklaidą  $\varepsilon_t$  įmanoma prognozuoti kito laikotarpio prognozės paklaidą  $\varepsilon_{t+1}$ , o pastaroji pagal (1) lygtį gali būti naudinga prognozuojant būsimą akcijų kainą  $P_{t+1}$  [2].

Matome, kad jei prognozės paklaidos yra autokoreliuotos, tai padeda prognozuoti būsimas akcijų kainas  $P_{t+1}$ . Padauginus (1) lygtį iš  $\rho$ , gaunama:

$$\rho P_t = \rho (E_{t-1}[P_t]) + \rho \varepsilon_t, \quad (3)$$

atėmus (1) lygtį iš (3) lygties, pertvarkius ir pasinaudojus išraiška  $v_t = \varepsilon_{t+1} - \rho \varepsilon_t$  iš (2) lygties, gauname:

$$P_{t+1} = \rho P_t + (E_t[P_{t+1}] - \rho E_{t-1}[P_t]) + v_t. \quad (4)$$

Iš (4) lygties matome, kad jei prognozės paklaidos yra autokoreliuotos, tai rytdienos akcijos kaina  $P_{t+1}$  priklauso nuo šios dienos kainos  $P_t$ . Būsimą akcijų kainą  $P_{t+1}$  galima prognozuoti naudojant šiandien prieinamą informaciją  $\Omega_t$ . Prielaida, kad  $\varepsilon_t$  yra tarpusavyje koreliuoti dydžiai, pažeidžia „efektyvios rinkos“ hipotezę, pagal kurią informacija, prieinama šiandien, negali būti naudojama prognozuojant būsimas akcijų kainas [2].

Tiriant „efektyvios rinkos“ hipotezę Baltijos šalių vertybinių popierių rinkose, tikrinama, ar pasirinktų Estijos, Latvijos ir Lietuvos Oficialiųjų sąrašų akcijų kainų kitimas aprašomas atsitiktinio klaidžiojimo (*random walk*) procesu. Atsitiktinio klaidžiojimo procesas aprašomas tokia lygtimi:

$$P_t = P_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (5)$$

kur:

$P_t$  – akcijos kaina laiko momentu  $t$ ;

$P_{t-1}$  – akcijos kaina laiko momentu  $t-1$ ;

$\varepsilon_t$  – atsitiktinė paklaida, „baltas triukšmas“ (stacionari eilutė su nuliniiais vidurkiais, dydžiai tarpusavyje nekoreliuoti). Laikoma, jog akcijos kainos laiko momentu  $t$  ir  $t-1$  – tai akcijos kainos tarp dviejų prekybos sesijų, neatsižvelgiant į astronominį laiką.

Tyrimas atliekamas dviem etapais: pirmame etape tiriama, ar kainų kitimo procesas yra nestacionarus, antrame – ar kainų pirmų skirtumų kitimo procesas yra stacionarus.

Su SAS/ETS [11] programine įranga suskaičiuotos pasirinktų Baltijos šalių biržose kotiruojamų vertybinių popierių kainų vienetinės šaknies DF ir ADF testo statistikų reikšmingumo tikimybės (žr. 2 priedą). Hipotezei apie nestacionarumą tikrinti pasirinkta reikšmingumo tikimybė 0,05, su kuria lyginamos testuose gautos tikimybės. Visų Baltijos šalių biržų Oficialiųjų sąrašų akcijų kainų suskaičiuotos testo reikšmingumo tikimybės didesnės už pasirinktą reikšmingumo tikimybę 0,05, todėl hipotezė apie proceso nestacionarumą turi būti priimta. Suskaičiuota DF testo statistikos bendrovės „Staburadze“ akcijų kainų reikšmingumo tikimybė yra mažesnė už kritinę reikšmę, tačiau suskaičiuotos ADF testo statistikos reikšmingumo tikimybės nuo 5 ligo didesnės už kritinę reikšmę, ir hipotezė apie proceso nestacionarumą turi būti priimta.

Papildomai atliktas kiekvieno vertybinio popieriaus kainų autokoreliacijos tyrimas. Visų vertybinių popierių kainų eilutėse nustatyta nemaža autokoreliacija, tuo tarpu dalinė autokoreliacija labai sumažėja nuo 2 ligo. Nustatyta nemaža autokoreliacija patvirtina, kad kainų kitimo procesas turėtų būti laikomas nestacionariu.

Antrame etape tikrinama, ar kainų pirmų skirtumų kitimo procesas yra stacionarus. Stacionarumo hipotezė tikrinama naudojant vienetinės šaknies testą bei papildomai atliekant akcijų kainų pirmų skirtumų autokoreliacijos tyrimą. Su SAS/ETS programine įranga suskaičiuotos pirmų visų pasirinktų akcijų kainų skirtumų vienetinės šaknies DF ir ADF testo reikšmingumo tikimybės. Visų tipų testais nustatytos visų vertybinių popierių tikimybės pateko į intervalą nuo 0,0001 iki 0,001, o tai leidžia teigti, jog negali būti priimta visų akcijų kainų skirtumų proceso nestacionarumo hipotezė.

Visų akcijų kainų pirmų skirtumų autokoreliacijos tyrimo rezultatai analogiški, t. y. nustatyta nedidelė kainų pirmų skirtumų autokoreliacija.

Pagal „efektyvios rinkos“ hipotezę prognozės paklaidos  $\varepsilon_t$  turėtų būti tarpusavyje nekoreliuoti dydžiai. Todėl tiriant papildomai tikrinama, ar akcijų kainų pirmi skirtumai yra „baltas triukšmas“. Procesas yra vadinamas „baltu triukšmu“, jei atsitiktinių kintamųjų vidurkis  $E(\varepsilon_t) = 0$ , dispersija  $E(\varepsilon_t^2) = \sigma^2$ , dydžiai tarpusavyje yra nekoreliuoti –  $E(\varepsilon_t \varepsilon_{t-\tau}) = 0$ ,  $t \neq \tau$  [4].

Keliama nulinė hipotezė, jog kainų pirmų skirtumų kitimo procesas yra „baltas triukšmas“. Hipotezei apie „baltą triukšmą“ tikrinti pasirinkta reikšmingumo tikimybė 0,05, su kuria lyginamos testais gautos tikimybės. Tikimybės apskaičiuotos su SAS/ETS programine įranga, kur naudojama *Ljung-Box* statistika [11]. Gauta, jog bendrovių „Union Bank of Estonia“, „Estonian Savings Bank“, „Bank of Tallinn“, „Estonian Forexbank“, „Tallinn Pharmaceutical Plant“, „Baltika“, „Merko Ehitus“, „Kalnapilis“, „Snaigė“ vertybinių popierių kainų pirmų skirtumų kitimo procesas nėra „baltas triukšmas“. Suskaičiuotos testo statistikų reikšmingumo tikimybės ne didesnės už pasirinktą reikšmingumo tikimybę 0,05, todėl hipotezė apie tai, jog kainų pirmų skirtumų kitimas yra „baltas triukšmas“, negali būti priimta. Anksčiau aprašytų septynių Estijos ir dviejų Lietuvos įmonių vertybinių popierių prognozės paklaidos  $\varepsilon_t$  yra tarpusavyje priklausomi dydžiai. Šių akcijų kainų kitimas nėra aprašomas atsitiktinio klaidžiojimo procesu.

Kitų tirtų vertybinių popierių kainų pirmų skirtumų suskaičiuotos testo statistikų reikšmingumo tikimybės didesnės už pasirinktą reikšmingumo tikimybę 0,05, todėl hipotezė apie tai, jog kainų pirmų skirtumų kitimas yra „baltas triukšmas“, turi būti priimta. Tai rodo, jog šių vertybinių popierių kainų kitimo procesas yra aprašomas atsitiktinio klaidžiojimo procesu.

Tyrimo metu nustatyta, kad visų tirtų Latvijos Oficialiojo sąrašo akcijų kainų kitimas yra aprašomas atsitiktinio klaidžiojimo procesu, ir „efektyvios rinkos“ hipotezė, naudojant silpną efektyvumo formą, turi būti priimta šių bendrovių akcijoms, tai: „Kaija“, „Latvijas Unibanka“, „Daugavpils pievadkezu rupnica“, „Rigas Transporte flote“, „Rigas kugu buvetava“, „Staburadze“.

Į Estijos vertybinių popierių biržos Oficialųjį sąrašą įtraukti ir tirti dvylikos bendrovių vertybiniai popieriai. Penkių iš jų akcijų kainų kitimas yra aprašomas atsitiktinio klaidžiojimo procesu, ir „efektyvios rinkos“ hipotezė, naudojant silpną efektyvumo formą, turi būti priimta, tai: „Hansa Bank“, „Estonian Fairs“, „EMV“, „Norma“, „Tallinn Department Store“. Daugiau nei pusės (septynių) Estijos vertybinių popierių biržos Oficialiajame sąraše kotiruojamų bendrovių akcijų kainų kitimas nėra aprašomas atsitiktinio klaidžiojimo procesu, ir „efektyvios rinkos“ hipotezė negali būti priimta šių bendrovių akcijoms: „Union Bank of Estonia“, „Estonian Savings Bank“, „Bank of Tallinn“, „Estonian Forexbank“, „Tallinn Pharmaceutical Plant“, „Baltika“ ir „Merko Ehitus“.

Bendrovių „Union Bank of Estonia“, „Estonian Savings Bank“, „Bank of Tallinn“, „Estonian Forexbank“ ir „Tallinn Pharmaceutical Plant“ akcijos yra dažniausiai kotiruojamos Talino vertybinių popierių biržoje. Bendrovių „Baltika“ ir „Merko Ehitus“ akcijų yra gana trumpa prekybos istorija (žr. 1 priedą).

Penkių Lietuvos Oficialiojo sąrašo bendrovių akcijų kainų kitimas yra aprašomas atsitiktinio klaidžiojimo procesu. „Efektyvios rinkos“ hipotezė, naudojant silpną efektyvumo formą, turi būti priimta šių bendrovių akcijoms: Bankas HERMIS, „Biržų akcinė pieno bendrovė“, „Medienos plaušas“, „Rokiškio sūris“, Vilniaus bankas.

Dviejų Lietuvos bendrovių, neseniai įtrauktų į Lietuvos vertybinių popierių biržos Oficialųjį sąrašą, akcijų kainų kitimas nėra aprašomas atsitiktinio klaidžiojimo procesu. „Efektyvios rinkos“ hipotezė negali būti priimta bendrovių „Kalnapilis“ ir „Snaigė“ akcijoms.

Šios dvi įmonės į Lietuvos vertybinių popierių biržos Oficialųjį sąrašą buvo įtrauktos tik 1998 m. balandžio 14 d., iki tol jos buvo kotiruojamos Einamojo prekybos sąrašo A grupėje. Šių bendrovių kainų kitimo tyrimas čia atliktas pirmą kartą.

Tyrimo metu nustatyta, kad iš dvidešimt penkių Baltijos šalių įmonių vertybinių popierių akcijų, įtrauktų į tyrimą, šešiolikai iš jų „efektyvios rinkos“ hipotezė, naudojant silpną efektyvumo formą, turi būti priimta, o devynioms negali būti priimta. Daugiausia (septynių įmonių akcijos) bendrovių, kurių akcijoms „efektyvios rinkos“ hipotezė nebuvo priimta, yra kotiruojamos Estijos vertybinių popierių biržos Oficialiajame sąraše. Dviejų įmonių vertybinių popierių akcijos kotiruojamos Lietuvos vertybinių popierių biržos Oficialiajame sąraše. Baltijos šalių biržų Oficialiųjų sąrašų akcijos, kurioms „efektyvios rinkos“ hipotezė nebuvo priimta, galėtų būti papildomai tiriamos. Galėtų būti tiriamas minėtų vertybinių popierių pasiūlos bei paklausos santykis, apyvarta ar esminiai įvykiai, po kurių rinkos dalyviai susidomi šiomis akcijomis ir jomis pradeda aktyviau prekiauti vertybinių popierių biržose.

*Straipsnis gautas 1998 m. rugsėjo mėn.*

## Literatūra

1. Biržos susilpnino Baltijos vienybę//*Verslo žinios*, 1998 m. balandžio 27 d.
2. Cuthbertson K. *Quantitative Financial Economics*, London: John Wiley & Sons Ltd, 1996.
3. Daugis A. *Lietuva Vidurio ir Rytų Europos šalių kontekste*//*Respublika*, 1998 m. vasario 9 d.
4. Hamilton J. D. *Time Series Analysis*, New Jersey: Princeton University Press, 1994.
5. <http://www.nse.lt> – Nacionalinės vertybinių popierių biržos „Internet“ puslapis.
6. <http://www.rfb.lv> – Rygos vertybinių popierių biržos „Internet“ puslapis.



7. <http://www.tse.ee> – Talino vertybinių popierių biržos „Internet“ puslapis.
8. Klimašauskienė D., Moščinskienė V. Lietuvos kapitalo rinkos efektyvumo problema//Pinigų studijos, 1998, Nr. 2.
9. Moščinskienė V. The Descriptive Analysis of the Secondary Securities Market in Lithuania. Testing of Efficient Market Hypothesis//Ekonomika: mokslo darbai, Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 1996, t. 41.
10. Rules and Regulations of Tallinn Stock Exchange, Tallinn: Tallinn Stock Exchange, 1998, January.
11. SAS/ETS Software: Changes and Enhancements, SAS Institute Inc., 1995.
12. Truverkas T. Baltijos šalių indeksas 30 – rinkų barometras//Verslo žinios, 1998 m. balandžio 27 d.
13. Turnover of the Baltic Stock Exchanges//Baltic Securities Update, Tallinn: Talinvest Ltd, 1998, January.
14. Vertybinių popierių rinka: 1997 metų statistiniai duomenys, Vilnius: NVPB, 1998.

I priedas

Baltijos šalių vertybinių popierių biržų Oficialiųjų sąrašų bendrovių vertybiniai popieriai\*

Bendrovių vertybiniai popieriai	Veiklos rūšis	Stebėjimų skaičius
<b>Estijos vertybinių popierių birža</b>		
Hansa Bank	bankinė veikla	438
Union Bank of Estonia	bankinė veikla	437
Estonian Savings Bank	bankinė veikla	438
Bank of Tallinn	bankinė veikla	433
Estonian Forexbank	bankinė veikla	437
Tallinn Pharmaceutical Plant	vaistų gamyba	381
Estonian Fairs	parodų organizavimas	292
Baltika	rūbų gamyba	168
EMV	statyba	320
Merko Ehitus	statyba	141
Norma	saugos diržų gamyba	387
Tallinn Department Store	mažmeninė prekyba	360
<b>Latvijos vertybinių popierių birža</b>		
Kaija	žuvies perdirbimas	357
Latvijas Unibanka	bankinė veikla	373
Daugavpils pievadkezu rupnica	variklių gamyba	336
Rigas Transporta flote	laivininkystė	340
Rigas kugu buvetava	laivų remontas	200
Staburadze	konditerijos gaminių gamyba	285
Balta apdrošinasanas	draudimo veikla	103
<b>Lietuvos vertybinių popierių birža</b>		
Bankas HERMIS	bankinė veikla	377
Biržų akcinė pieno bendrovė	pieno produktų gamyba ir perdirbimas	415
Medienos plaušas	medienos plaušo gamyba	531
Rokiškio sūris	pieno produktų gamyba ir perdirbimas	409
Vilniaus bankas	bankinė veikla	481
Kalnapilis	alaus ir nealkoholinių gėrimų gamyba	491
Snaigė	šaldymo įrenginių gamyba	495

\*Suskaiciuota su SAS/ETS programine įranga.

Šaltiniai: [6, 7, 14].

2 priedas

## Vienetinės šaknies testas\*

Bendrovių vertybiniai popieriai	Reikšmingumo tikimybė					
	DF testas	ADF testas su 1 lagu	ADF testas su 2 lagu	ADF testas su 3 lagu	ADF testas su 4 lagu	ADF testas su 5 lagu
<b>Estijos vertybinių popierių birža</b>						
Hansa Bank	0,4081	0,3369	0,3712	0,3383	0,3519	0,3788
Estonian Savings Bank	0,7102	0,6624	0,6477	0,6828	0,6629	0,6508
Bank of Tallinn	0,6309	0,4254	0,5067	0,5281	0,5628	0,5320
Estonian Forexbank	0,7739	0,6792	0,7244	0,6839	0,6835	0,6771
Tallinn Pharmaceutical Plant	0,6170	0,5320	0,5170	0,5015	0,5053	0,5091
Estonian Fairs	0,8471	0,8137	0,7806	0,7982	0,8008	0,7345
Baltika	0,9025	0,8683	0,9155	0,8836	0,8751	0,8664
EMV	0,8058	0,7892	0,7997	0,8049	0,8104	0,7530
Merko Ehitus	0,9493	0,8921	0,8629	0,8408	0,8191	0,8760
Norma	0,4238	0,4355	0,4343	0,4394	0,4331	0,4317
Tallinn Department Store	0,7434	0,7225	0,6953	0,6839	0,6804	0,6759
<b>Latvijos vertybinių popierių birža</b>						
Kaija	0,5633	0,5154	0,4698	0,4376	0,4135	0,3802
Latvijas Unibanka	0,1922	0,1584	0,1526	0,1463	0,1422	0,1393
Daugavpils pievadkezu rupnica	0,6271	0,6301	0,6281	0,6014	0,5697	0,5510
Rigas Transporta flote	0,0664	0,0374	0,0377	0,0712	0,1011	0,1504
Rigas kugu buvetava	0,8686	0,9090	0,9230	0,9412	0,9675	0,9673
Staburadze	0,0001	0,0002	0,0009	0,0055	0,0263	0,0541
<b>Lietuvos vertybinių popierių birža</b>						
Bankas HERMIS	0,1740	0,2715	0,2695	0,3032	0,3195	0,3300
Biržų akcinė pieno bendrovė	0,5619	0,4673	0,4869	0,5615	0,5360	0,5989
Medienos plaušas	0,1300	0,1378	0,1327	0,1305	0,1258	0,1219
Rokiškio sūris	0,6049	0,6077	0,6167	0,6246	0,6220	0,6012
Vilniaus bankas	0,1721	0,1758	0,1595	0,1557	0,1715	0,1369
Kalnapilis	0,0125	0,0203	0,4933	0,1595	0,3343	0,4260
Snaigė	0,8816	0,7775	0,8671	0,8782	0,8800	0,8097

\*Suskaiciuota su  
SAS/ETS  
programine įranga.

## Summary

### THE DESCRIPTIVE ANALYSIS OF THE SECURITIES MARKETS OF THE BALTIC STATES

**Vika Butkutė, Petras Moščinskas\***

The purpose of the article is to describe the securities markets of the Baltic States and to test the “Efficient Market” hypothesis in these markets.

The descriptive analysis proves that the Tallinn Stock Exchange demonstrated the best performance among the capital markets of the Baltic States in 1997 according to the turnover and liquidity ratio and turnover/capitalization. The Tallinn Stock Exchange liquidity ratio amounted to 1.37 in 1997, exceeding the Riga Stock Exchange’s ratio at 0.24 and the National Stock Exchange’s of Lithuania at 0.14, the least in the Baltic States.

The main stock indices of the Baltic States – TALSE, DJRSE and LITIN-A were analysed comparing development trends and interdependence.

The weak form of the “Efficient Market” hypothesis was tested for twenty five ordinary registered shares quoted on the Official Lists of the Tallinn, Riga and Vilnius Stock Exchanges. The conclusion was drawn that the hypothesis of random walk should be accepted for 16 shares. In case of 9 stocks the hypothesis of random walk could be rejected. The majority of companies, namely 7 stocks, for which the hypothesis of random walk has been rejected, are listed at the Tallinn Stock Exchange. The remaining 2 shares are quoted on the National Stock Exchange of Lithuania.

\*The financial support of the A.C.E. Project P96-6221-R is gratefully acknowledged.

## RUSIJOS KRIZĖS ATGARSIAI LIETUVOJE

### Vaidievtis Geralavičius

Lietuvos bankas, Lietuvos mokslų akademijos Ekonomikos institutas  
Gedimino pr. 6, LT-2001 Vilnius  
El. paštas: vgeralavicius@mail.lbank.lt

*Šiame straipsnyje aptariamos Rusijos krizės priežastys ir su Lietuvos banko pusiausvyros modelio LIT\_CGEM pagalba prognozuojama jos įtaka pagrindiniams Lietuvos makroekonominiams ir finansiniams rodikliams.*

*Pagrindiniai žodžiai: Rusijos krizė; biudžeto deficitas; taikomasis bendrosios pusiausvyros modelis.*

1998 m. pradžioje pasaulio ekonomika atrodė labai patraukliai: buvo daugiau ar mažiau pažabota Pietryčių Azijos krizė, nesimatė, kad dar kurioje nors šalyje panašūs įvykiai gali pasikartoti. Tačiau šių metų rugpjūčio 17 diena (kai buvo devaluotas Rusijos rublis) sugriovė ramybės iliuziją, ir pasaulis įžengė į labai rimtų ekonominių neramumų laikotarpį, kurį kai kurie ekonomistai pasišovė lyginti su 1929–1933 m. Didžiąja depresija. Matyt, reikėtų pripažinti, kad 1998 m. pavasarį apie pasaulio ekonomiką buvo galvojama geriau, o šiuo metu – blogiau, negu buvo ir yra iš tikrųjų. Vis dėlto negalima neigti, kad Rusijos krizė sukretė pasaulio finansų sistemą, o šalys, kurių ekonomika glaudžiai susijusi su mūsų didžiuoju kaimynu, gali turėti rimtų sunkumų, prisitaikydamos prie susidariusios ekstremalios situacijos.

Straipsnio tikslas yra trumpai apžvelgti Rusijos krizės priežastis ir su taikomojo bendrosios pusiausvyros modelio LIT\_CGEM pagalba įvertinti jos įtaką Lietuvos pagrindiniams makroekonominiams rodikliams.

### 1. Rusijos krizės priežastys

Pagrindinės Rusijos krizės priežastys buvo šios:

1) daugelį metų besitęsiantis valstybės biudžeto deficitas, 2) eksportuojamos produkcijos kainų kritimas, 3) iškraipytas mokėjimų balansas, 4) bloga bankų priežiūra, 5) silpnas mokesčių administravimas, 6) nesutarimai reformų klausimais.

Nėra jokių abejonių, kad valstybės biudžeto deficitas buvo pagrindinė krizės priežastis. Nuo 1993 m. jis nė karto nebuvo mažesnis kaip 5,4 procento BVP, o 1996 m. ir 1997 m. atitinkamai sudarė net 9,7 ir 6,5 procento BVP. Valstybės dūma jį nuolat planavo „pagal pasiektą lygį“, neatsižvelgdama į realią situaciją. Didžiulės valstybės subsidijų programos neleido mažinti išlaidų, o pajamų dalis nebuvo vykdoma. Visa tai neišvengiamai didino vidaus skolą, kuri 1998 m. liepos mėn. pasiekė 69,5 mlrd. JAV dolerių, iš jų trumpalaikė skola pagal GKO sudarė 46 mlrd. JAV dolerių, arba 10,8 procento BVP. Tuo tarpu Rusijos centrinio banko oficialiosios atsargos sudarė tik apie 13 mlrd. JAV dolerių. Be abejo, tokia situacija negalėjo trukti ilgai ir, 1998 m. liepos mėn. ir rugpjūčio mėn. pradžioje GKO pelningumui pasiekus 100 procentų ir daugiau, buvo aišku, kad krizė yra tik dienų klausimas.

Energetikos išteklių, pirmiausia naftos, kainų kritimas, trunkantis jau antrus metus, nuolat mažino Rusijos valiutines pajamas ir taip pat ženkliai prisidėjo prie krizės susiformavimo.

■ Vaidievtis Geralavičius – habilituotas matematikos mokslų daktaras, Lietuvos mokslų akademijos Ekonomikos instituto vyriausiasis mokslinis bendradarbis, Lietuvos banko Banko politikos departamento direktoriaus pavaduotojas. Veiklos sritys: bendrosios pusiausvyros teorija ir taikymas, pinigų politika, makroekonominė analizė.

Panagrinėjus pagrindinių Rusijos prekybos partnerių statistiką, į akis krenta didelis tų šalių ir Rusijos analogiškų užsienio prekybos rodiklių skirtumas. Štai, pavyzdžiui, importas iš Suomijos į Rusiją 1997 m., Rusijos duomenimis, sudarė 1,87 mlrd. JAV dolerių, o Suomijos duomenimis, eksportas į Rusiją – 2,98 mlrd. JAV dolerių, t. y. 60 procentų daugiau. Vadinasi, nesunku suvokti, kad Rusijos mokėjimų balansas parodo tik dalį realaus importo. Panagrinėjus eksporto statistiką, vaizdas atvirkščias, – ten Rusijos duomenys didesni už šalių partnerių duomenis. Kitaip tariant, nemažas užsienio prekybos perviršis, kuris Rusijos mokėjimų balanse registruojamas kiekvienais metais, didele dalimi buvo menamas.

Rusijos bankas tik neseniai daugiau ar mažiau įdiegė centralizuotą komercinių bankų priežiūrą, kuri anksčiau buvo vykdoma srityse. Akivaizdu, kad tokiu atveju ji negalėjo būti pakankamai griežta ir veiksminga. Nors daugelio bankų nemokumą sukėlė dideli jų GKO apetitai, tačiau buvo nemažai bankų, kurie pasiekė bankroto ribą dėl pernelyg aplaidžios bankų priežiūros.

Rusija buvo ir yra nepaprasta šalis mokesčių sferoje: didžiausioms Rusijos įmonėms, siekiant išvengti mokesčių, jų net nereikia slėpti – paprasčiausiai jos gali jų nemokėti. Esant tokiai situacijai, sunku ir teoriškai įsivaizduoti subalansuotą ar bent su nedideliu deficitu vastybės biudžetą.

Reformų klausimais Rusijoje nesutariama nuo pat jos nepriklausomybės paskelbimo. Dėl jų perėjimas prie rinkos ekonomikos vyko netolygiai ir vangiai. Taigi Rusijos ekonomika taip ir liko pusiaukelėje, o tiksliau tariant – kelio pradžioje nuo komandinės ekonomikos į rinkos ekonomiką. Ši neapibrėžta būseną, vertinant teoriškai, turbūt yra dar blogesnis variantas negu centralizuotas planavimas. Pastaroji krizė tai gana išraiškingai patvirtina.

## 2. Pagrindinių makroekonominių rodiklių pokyčiai

Su Lietuvos bendrosios pusiausvyros modelio (LIT\_CGEM) pagalba pagal 2 scenarijus buvo įvertintas eksporto į Rusiją atskirai bei į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą kartu apimčių sumažėjimo (po 25 procentus ir 50 procentų) poveikis Lietuvos ūkiui (žr. 1 ir 2 lenteles). Atkreipiame dėmesį į tai, kad gauti rezultatai atspindi galutinį perėjimo į naują pusiausvyrą efektą makroekonominiams rodikliams, kuris visiškai pasireikštų ne iš karto, o maždaug per 2–3 metus. Tuo tarpu trumpu laikotarpiu (iki 1998 m. pabaigos) neigiama įtaka, be abejo, pasireikš tik iš dalies.

1 lentelė

*Ilgalaikiai eksporto į Rusiją sumažėjimo padariniai Lietuvos ekonomikai  
(prognuozuotų makroekonominių rodiklių didėjimo tempų korekcija)*

(procentais)

	Sumažėjimas 25%	Sumažėjimas 50%
<b>Pokyčiai</b>		
BVP	-2,4	-4,9
Namų ūkių vartojimas	-1,9	-3,9
Eksportas (prekės ir paslaugos)	-5,3	-10,7
Importas (prekės ir paslaugos)	-2,4	-4,9
Einamosios sąskaitos deficitas	13,4	24,3
<b>Einamosios sąskaitos deficito ir BVP santykis</b>	-15,2	-16,7

2 lentelė

*Ilgalaikiai eksporto į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą sumažėjimo padariniai Lietuvos ekonomikai (prognuozuotų makroekonominių rodiklių didėjimo tempų korekcija)*

(procentais)

	Sumažėjimas 25%	Sumažėjimas 50%
<b>Pokyčiai</b>		
BVP	-4,6	-9,2
Namų ūkių vartojimas	-3,7	-7,4
Eksportas (prekės ir paslaugos)	-9,5	-19,0
Importas (prekės ir paslaugos)	-4,6	-9,2
Einamosios sąskaitos deficitas	23,2	43,9
<b>Einamosios sąskaitos deficito ir BVP santykis</b>	-16,5	-19,3

Abiem atvejais sumažėtų bendrasis vidaus produktas (BVP), tik skirtingu tempu\*. Atsižvelgdami į gautus rezultatus, manome, kad realiausias scenarijus yra pirmasis, t. y. kai eksportas į Rusiją atskirai bei į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą kartu sumažėtų po 25 procentus. Pagal jį, bendras BVP nuostolis šoko laikotarpiu sudarytų apie 4,6 procento, kai eksportas sumažėtų į visas tris valstybes kartu, ir 2,4 procento, kai eksportas sumažėtų tik į Rusiją. Ši kritimą lemtų bendrojo prekių ir paslaugų eksporto bei namų ūkių vartojimo sumažėjimas atitinkamai 9,5 ir 3,7 procento, eksportui sumažėjus į visas tris valstybes, bei 5,3 ir 1,9 procento, eksportui sumažėjus tik į Rusiją.

Tačiau, mažėjant vartojimui, būtų mažiau vartojama ir importo prekių – bendrasis prekių ir paslaugų importas, sumažėjus eksportui į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą kartu, sumažėtų daugiau kaip 4,5 procento, o sumažėjus eksportui tik į Rusiją, šis rodiklis sumažėtų daugiau kaip 2 procentais. Esant šioms sąlygoms ir atsižvelgiant į eksporto į visas tris valstybes kartu sumažėjimą, mokėjimų balanso einamosios sąskaitos deficitas padidėtų 23,2 procento ir sudarytų 16,5 procento BVP (skaičiuojant pagal 13,4 procento bazinį lygį, užfiksuotą pirmąjį šių metų pusmetį). Tuo tarpu, sumažėjus eksportui tik į Rusiją, šis rodiklis padidėtų 13,4 procento ir sudarytų 15,2 procento BVP.

Analizuojant aukščiau minėtus scenarijus konkrečių ūkio sektorių būklei, galima teigti, kad labiausiai nuo Rusijos krizės nukentėtų maisto pramonės, statybos ir pervežimų paslaugas teikiančios įmonės, kurios daugiausia savo prekių bei teikiamų paslaugų eksportavo į Rusiją ir kitas NVS šalis. Eksporto sumažėjimas privers gamintojus eksportui skirtą produkcijos dalį kaupti sandėliuose, kol bus atrastos naujos rinkos. Tačiau vidaus paklausa riboja visišką pagamintos produkcijos realizaciją Lietuvoje. Todėl daugelis šių veiklų įmonių mažins pajėgumus, o dalis darbuotojų bus priversti atostogauti, ar, blogiausiu atveju, neteks darbo. Tokiu būdu galima prognozuoti trumpalaikį nedarbo lygio padidėjimą Lietuvoje, kuris, mūsų nuomone, neturėtų būti didesnis kaip 7–8 procentai.

3 ir 4 lentelėse pateikti įvertinimai, koku mastu aukščiau aprašyti ilgalaikiai efektai atsilieptų jau šių metų pagrindiniams makroekonominiams indikatoriums. Kaip matome, pagrindinė problema ir toliau lieka einamosios sąskaitos deficito didėjimas, kuris iki 1998 m. pabaigos sudarys 5,8 procento, eksportui sumažėjus į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą kartu 25 procentais per metus (vadinasi, kitoms sąlygoms nesikeičiant, 1998 m. pabaigoje jis sudarytų 14,2 procento BVP). Jei tokiu pačiu dydžiu eksportas sumažės tik į Rusiją, tai šių metų pabaigoje einamosios sąskaitos deficitas padidės 3,3 procento ir sudarys 13,8 procento BVP.

\*Lentelėse pateikti skaičiai nėra šio ir praejusio laikotarpio santykiai. Jie rodo atitinkamo rodiklio pokytį kitoms sąlygoms nesikeičiant. Vadinasi, jei 1998 m. BVP turėjo padidėti apie 7 procentus, tai pagal 4 lentelę, sumažėjus eksportui į Rusiją, Ukrainą ir Baltarusiją 25 procentais, BVP šiais metais turėtų padidėti apie 5,8 procento (7-1,2).

3 lentelė

*Eksporto į Rusiją sumažėjimo padariniai 1998 m.*

*(prognuozuotų makroekonominių rodiklių didėjimo tempų korekcija)*

*(procentais)*

	Sumažėjimas 25%	Sumažėjimas 50%
<b>Pokyčiai</b>		
BVP	-0,6	-1,2
Namų ūkių vartojimas	-0,5	-1,0
Eksportas (prekės ir paslaugos)	-1,3	-2,7
Importas (prekės ir paslaugos)	-0,6	-1,2
Einamosios sąskaitos deficitas	3,3	6,1
<b>Einamosios sąskaitos deficito ir BVP santykis</b>	-13,8	-14,2

4 lentelė

*Eksporto į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą sumažėjimo padariniai 1998 m.*

*(prognuozuotų makroekonominių rodiklių didėjimo tempų korekcija)*

*(procentais)*

	Sumažėjimas 25%	Sumažėjimas 50%
<b>Pokyčiai</b>		
BVP	-1,2	-2,3
Namų ūkių vartojimas	-0,9	-1,8
Eksportas (prekės ir paslaugos)	-2,4	-4,7
Importas (prekės ir paslaugos)	-1,2	-2,3
Einamosios sąskaitos deficitas	5,8	11,0
<b>Einamosios sąskaitos deficito ir BVP santykis</b>	-14,2	-14,9

### 3. Krizės poveikis biudžeto pajamų surinkimui ir VVP palūkanų mokėjimui

Remiantis pagrindinių makroekonominių rodiklių pokyčiais, kurie buvo įvertinti pagal du scenarijus, kai eksportas tik į Rusiją ir į Rusiją, Ukrainą ir Baltarusiją kartu sumažėtų 25 ir 50 procentų, buvo analizuojami ir biudžeto pajamų bei VVP palūkanų mokėjimo išlaidų pokyčiai.

Finansų ministerija pateikė duomenis, pagal kuriuos rugpjūčio 1 d. Valstybės biudžeto deficitas sudarė 359 mln. litų. Planuojamas Valstybės biudžeto deficitas 1999 m. sausio 1 d. yra 695 mln. litų, tačiau buvo numatoma, kad jis sudarys 400 mln. litų. Tokio deficito buvo tikimasi neįvertinus pajamų surinkimo sumažėjimo į biudžetą dėl krizės Rusijoje.

Įvertinus Rusijos krizės poveikį pagrindiniams makroekonominiams rodikliams, galima teigti, kad pirmiausia ji darys įtaką fizinių asmenų pajamų mokesčio surinkimui dėl padidėjusio nedarbo ir atlyginimų mažinimo šakose, eksportuojančiose į NVS ir su jomis susijusiomis. Mažesnę įtaką turės netiesioginių mokesčių surinkimui.

Krizės poveikis fizinių asmenų pajamų mokesčiui buvo skaičiuojamas darant prielaidą, kad darbo užmokesčio fondas iki 1998 m. pabaigos sumažės tiek pat kaip ir BVP.

Įvertinti poveikį juridinių asmenų pelno mokesčiui labai sudėtinga dėl duomenų trūkumo, todėl buvo atsižvelgta į šio mokesčio mokėjimo terminus, todėl tikimasi, kad jo surinkimas į šių metų biudžetą sumažės tik rugsėjo mėnesio pelno praradimu, nes mokestis mokamas pasibaigus ketvirčiui.

Vertinant pajamų iš PVM ir akcizo sumažėjimą, buvo panaudotos makroekonominių rodiklių prognozės ir atsižvelgta į vartojimo pokyčio lagą. Rezultatai pateikti 5 ir 6 lentelėse.

5 lentelė

*Eksporto į Rusiją sumažėjimo padariniai 1998 m. nacionalinio biudžeto pajamoms*

	Eksporto į Rusiją sumažėjimo scenarijai			
	sumažėjimas 25%		sumažėjimas 50%	
	1998 m. makroekonominių ir biudžeto rodiklių pokyčiai palyginti su <i>baziniu</i> * variantu			
	mln. Lt	procentais	mln. Lt	procentais
<b>Mokesčių makroekonominių bazių pokyčiai 1998 m.</b>				
BVP		-0,60		-1,23
Namų ūkių vartojimas		-0,48		-0,98
Darbo užmokesčio fondas		-0,60		-1,23
Pelnas ir mišrios pajamos		-0,60		-1,23
<b>Nacionalinio biudžeto pajamų surinkimo pokyčiai</b>				
Iš viso	-43,2	-0,46	-83,7	-0,88
Tiesioginiai mokesčiai	-14,1	-0,49	-28,8	-0,99
iš jų:				
fizinių asmenų pajamų mokestis	-13,1	-0,55	-26,7	-1,12
juridinių asmenų pelno mokestis	-1,0	-0,18	-2,1	-0,36
Netiesioginiai mokesčiai	-24,3	-0,46	-49,9	-0,93
iš jų:				
PVM	-17,6	-0,45	-36,1	-0,93
akcizai	-6,7	-0,46	-13,8	-0,94
Kiti	-4,8	-0,46	-5,0	-0,48

6 lentelė

*Eksporto į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą sumažėjimo padariniai 1998 m. nacionalinio biudžeto pajamoms*

	Eksporto į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą sumažėjimo scenarijai			
	sumažėjimas 25%		sumažėjimas 50%	
	1998 m. makroekonominių ir biudžeto rodiklių pokyčiai palyginti su <i>baziniu</i> * variantu			
	mln. Lt	procentais	mln. Lt	procentais
<b>Mokesčių makroekonominių bazių pokyčiai 1998 m.</b>				
BVP		-1,15		-2,30
Namų ūkių vartojimas		-0,93		-1,85
Darbo užmokesčio fondas		-1,15		-2,30
Pelnas ir mišrios pajamos		-1,15		-2,30
<b>Nacionalinio biudžeto pajamų surinkimo pokyčiai</b>				
Iš viso	-83,4	-0,88	-166,8	-1,76
Tiesioginiai mokesčiai	-27,0	-0,93	-54,0	-1,86
iš jų:				
fizinių asmenų pajamų mokestis	-25,0	-1,04	-50,1	-2,09
juridinių asmenų pelno mokestis	-2,0	-0,34	-3,9	-0,67
Netiesioginiai mokesčiai	-47,3	-0,89	-94,6	-1,77
iš jų:				
PVM	-34,2	-0,88	-68,5	-1,77
akcizai	-13,1	-0,89	-26,1	-1,79
Kiti	-9,1	-0,88	-18,1	-1,75

\*Bazinis variantas yra numatomas 1998 m. nacionalinio biudžeto pajamų surinkimas nekrižinėmis sąlygomis.



Vertinant išlaidų VVP palūkanoms mokėti padidėjimą, buvo laikomasi prielaidos, kad vidutinės VVP palūkanos pirminėje rinkoje padidės iki 15 procentų. Šiuo atveju minėtos išlaidos padidės nuo 60,5 iki 92,2 mln. litų. Skaičiai nėra labai tikslūs, nes neišskirtos palūkanos, skirtos jau išleistiems ir dar neišpirktiems VVP apmokėti. Jei minėtos palūkanos padidėtų iki 20 procentų, šios išlaidos padidėtų iki 102,8 mln. litų. Kaip rodo gyvenimas, Vyriausybė pasirinko kitą taktiką, VVP išpirkti naudojama Privatizavimo fondo lėšas. Šiuo atveju skolos aptarnavimo išlaidos nukeliamos į ateitį, palengvinant biudžetinę situaciją dabar. Tačiau tik ateitis ir parodys, kiek šiais metais vykdyta palūkanų karpymo taktika pasiteisins.

Atsižvelgiant į išlaidų padidėjimą dėl VVP palūkanų didėjimo ir išlaidų, skirtų įmonėms reanimuoti ir SODROS išlaidoms užtikrinti bei kitoms padidėjusioms socialinėms reikmėms finansuoti, biudžeto deficitas gali smarkiai išaugti ir viršyti planuotą jo dydį. Ypač rimta situacija susiklostytų mažėjant 50 procentų eksportui į Rusiją, Baltarusiją ir Ukrainą.

#### 4. Kontrveiksniai krizės neigiamai įtakai

Kalbant apie eksporto sumažėjimo padarinius, būtina paminėti ir švelninančius situaciją kontrveiksnius, kurių minėtas modelis įvertinti negali. Pirmiausia svarbu tai, kad didelę dalį eksporto į Rusiją sudaro maisto ir lengvosios pramonės gaminiai, t. y. pirmo būtinumo prekės, kurių paklausa nėra labai elastinga. Be to, iš Rusijos rinkos trauksis ne tik Lietuvos, bet ir Vakarų eksportuotojai, kuriems vėliau sugrįžti atgal bus sunkiau negu Lietuvos ūkio subjektams, nes pastarųjų patirtis prekiauti krizės sąlygomis yra nepalyginamai didesnė (daug sunkiau įsivaizduoti natūriniais mainais atsiskaitančias Vakarų įmones negu Lietuvos gamintojus, kuriems pakankamai ilgą laiką tokia atsiskaitymų forma buvo įprasta).

Mokėjimų balanso einamoji sąskaita gali ne tik nepablogėti, bet, atvirkščiai, – deficitas gali dar ir sumažėti dėl šių priežasčių.

*Pirma*, dėl padidėjusio verslininkų atsargumo, galimų realizacijos problemų ir „laukimo“ politikos, matyt, sulėtės vidaus investicijos. Kaip rodo duomenys, investicinės prekės Lietuvoje daugiausia yra užsieninės kilmės, taigi importas gali gerokai sumažėti, kadangi tradiciškai investicinio proceso ciklinis sulėtėjimas gerokai „pralenkia“ ekonominio augimo lėtėjimo tempą. Einamosios sąskaitos deficitas Lietuvoje būtų daug mažesnis, jei jis nebūtų finansuojamas iš užsienio paskolų. Manome, kad dėl dabartinių įvykių vidaus ūkio subjektai ir Vyriausybė gerokai sumažins skolinimąsi užsienyje, juo labiau kad ir užsieniečiai skolins atsargiau ir, matyt, blogesnėmis sąlygomis.

*Antra*, dabartinė maisto produktų perprodukcija turėtų sumažinti jų kainas vidaus rinkoje. Tai padidins šių produktų vartojimą ir gali išstumti dalį importuojamų maisto produktų, o tai vėlgi teigiamai paveiks einamosios sąskaitos deficitą.

*Trečia*, vartotojų optimizmas Rusijos įvykių šviesoje turėtų siek tiek prigesti ir dėl to atitolti kai kurie pirkimo sprendimai. Dažniausiai „svarbesni“ pirkimo sprendimai susiję su importo prekių – automobilio, buitinės technikos ir pan. – įsigijimu. Taigi galima tikėtis didesnio taupymo, tačiau to siekiant, būtina išlaikyti bankų sistemos stabilumą ir pasitikėjimą Lietuvos banko vykdoma tvirto lito kurso politika, nes jei tik sustiprės įtarimas dėl finansinio stabilumo, vyks priešingas procesas, t. y. minėtų prekių paklausa gerokai padidės.

Ir *galiausiai* – Rusijos krizė netruks amžinai. Kai kurie komentatoriai tvirtina, kad Rusija gali atsigauti gana greitai, nors šie teiginiai dabar atrodo labai optimistiniai. O kol ji „šluos“ savo ekonomikos kiemą, nukentėję Lietuvos eksportuotojai turi gerą progą pasitempti ir pamėginti rasti naujų, nors ir daug

reiklesnių, tačiau stabilesnių rinkų Europos Sąjungoje ar kaimyninėse šalyse. Be to, ir Rusijos vartotojai vargu ar išsivers be maisto, tekstilės ir kitų vartojimo prekių importo, taigi Lietuva ir čia, mūsų nuomone, turi perspektyvų. Nepamirškime dar Rusijos naftos produktų tranzito per Lietuvą, kuris neturėtų mažėti.

*Straipsnis gautas 1998 m. rugsėjo mėn.*

### **Literatūra**

1. *Russian Economy//The Month in Review, Bank of Finland, Institute for Economics in Transition, 8/1998.*
2. Шмелев Н. Кризис в кризисе//Вопросы экономики, 1998, No 10.

### **Summary**

#### THE IMPACT OF THE RUSSIAN CRISIS ON LITHUANIA

##### **Vaidievtis Geralavičius**

The author examines the reasons of the Russian crisis and analyses its consequences to Lithuania in the medium term by using the applied general equilibrium model of the Bank of Lithuania LIT\_CGEM.

The main reasons of the Russian crisis were high budget deficit lasting many years, drop of export prices of energy raw materials, weak tax administration and bad bank supervision. Furthermore, a whole range of factors of social nature that accelerated the beginning of the crisis also have contributed to it.

There is no doubt that consequences of the developments in Russia will be felt in Lithuania for quite a long time. Their quantitative evaluation by using the said general equilibrium model is one of the main tasks of the article. The situation was analysed according to two scenarios assuming that exports into Russia would decrease by 25% or 50%. The same cases are also examined in analysing the decrease of total exports into Russia, Belarus and Ukraine. In the latter case, if export decreased by 25% in the medium term (2–3 years), the growth of GDP (*ceteris paribus*) would decrease by 4,6% and the current account deficit would reach 16,5% of GDP calculating from 13,4% of the current level.

However, it is usual that there are contra-factors that may smooth the said consequences, especially the increase of the current account deficit. This includes the slower investment process, increase of the need to save during economic disturbances. Besides, possible drop in prices of certain products in the domestic market, especially food products, should crowd out a part of imports and improve the conditions of exporting these products. It is also certain that Russia will not manage without the goods that comprise the largest part of Lithuanian exports – food and light industry products. Thus, a wide area of activity for Lithuanian businessmen who are accustomed to trade under extreme conditions appears.

## GYVENTOJŲ SANTAUPŲ PROBLEMA: MIKRO- IR MAKROASPEKTAI

**Ona Gražina Rakauskienė**

Ekonomikos ir privatizacijos institutas, Vilniaus Gedimino technikos universitetas  
Gedimino pr. 38/2, LT-2600 Vilnius  
El. paštas: LILIIJA@ ktl.mii.lt

*Straipsnyje nagrinėjami gyventojų santaupų pokyčiai mikrolygiu ir makrolygiu. Mėginama apibrėžti gyventojų santaupų sąvoką, apibendrinti jų sudedamojo elemento – gyventojų indėlių kitimo etapus, išryškinti jų struktūros ir dinamikos tendencijas. Keliamas klausimas, kaip įvertinti gyventojų santaupų diferenciaciją ir jos reikšmę.*

*1995 m. bankų problemų priežastys straipsnyje aiškinamos pinigų apyvartos skilimu į du autonomiškus srautus: „gyventojų santaupos–valstybės skola“ ir „įmonių lėšos–paskolos prekių gamybai“. Šito rezultatas – pinigų nutekėjimas iš ūkio apyvartos į gyventojų santaupas ir lėšų mobilizavimas valstybės skolai gražinti, dėl to padidėjo pinigų stygius gamybos sferoje.*

*Pagrindiniai žodžiai: gyventojų santaupos; gyventojų indėliai; bendrasis vidaus produktas; namų ūkio pajamos; privačių verslo įmonių lėšos; valstybės skola.*

### Įvadas

Pradėjus funkcionuoti rinkos ekonomikai Lietuvoje, įvyko principiniai pokyčiai gyventojų santaupų srityje. Rinkos sąlygomis gyventojams atsirado naujų galimybių, kurių nebuvo anksčiau, padidinti savo pajamas. Pajamų šaltiniu tapo ne tik darbas, bet ir palūkanos už indėlius, nuosavybė (nekilnojamasis turtas, žemė ir jos aktyvai), vertybiniai popieriai. Nors rinkos reformų metais bendras gyventojų pajamų lygis ir sumažėjo 2–3 kartus [5], tačiau, nepaisant 1995 m. pabaigos bankų problemų, statistiniai duomenys rodo aiškia gyventojų santaupų didėjimo tendenciją.

Ryškus pokyčiai pastebimi ir gyventojų grupių santaupų kaupimo procese. Lietuvos gyventojų dalis, kuri šiandien disponuoja didelėmis santaupų sumomis, iki rinkos reformų pradžios jų apskritai neturėjo. O kita gyventojų dalis – dauguma, kuri turėjo sukaupti didžiąją visų santaupų dalį iki reformų, rinkos reformų metu jas prarado.

Vadinasi, procesai, kurie vyksta gyventojų santaupų srityje, nevienareikšmiški. Tačiau akivaizdu, kad į ekonominę šalies gyvenimą aktyviai įsijungė gyventojų grupės, kurios sugebėjo pasinaudoti naujomis galimybėmis ir palyginti per labai trumpą laikotarpį sukaupti dideles santaupų sumas.

Taigi būtina ištirti šią problemą ir procesus, vykstančius makrolygiu ir mikrolygiu, juo labiau kad šie sudėtingi reiškiniai vis dar išsamiai neištirti ir neįvertinti.

Gyventojų santaupos nėra tokia paprasta samprata, kaip gali pasirodyti iš pirmo žvilgsnio, – tai suma, gauta iš pajamų (Y) atėmus vartojimo išlaidas (C) ( $S = Y - C$ ). Gyventojų santaupos – gana sudėtinga daugiabriaunė finansinė ekonominė kategorija. Tą sudėtingumą nulemia gyventojų santaupų vidinė struktūra, išoriniai ryšiai, skirtinga nagrinėjamų santaupų aspektų prigimtis, kai tarpusavyje susipina finansiniai, ekonominiai, socialiniai ir psichologiniai momentai. Tai patvirtina ir įvairi šio reiškinio terminologija: santaupos, sankaupos, pinigų atsargos, turtas, indėliai, dividendai, akcijos, obligacijos ir kt.

- Ona Gražina Rakauskienė – habilituota socialinių mokslų daktarė, Vilniaus Gedimino technikos universiteto profesorė, Ekonomikos ir privatizacijos instituto Ūkio raidos problemų skyriaus vedėja. Veiklos sritys: Lietuvos socialinės ekonominės plėtros strategija, integracija į Europos Sąjungą, darbo ir socialinė politika.

Siaurąja prasme gyventojų santaupos – tai ta gyventojų pajamų dalis, kuri nėra panaudojama prekėms ir paslaugoms pirkti arba mokesčiams mokėti. Daugeliu atvejų santaupos – tai gyventojų pajamų dalis, skirta indėliams, vertybiniais popieriams ir kitoms finansinėms priemonėms įsigyti. Vadinasi, į santaupas įeina ir gyventojų pajamų dalis, skirta skoloms gražinti, nes šios lėšos taip pat nėra panaudojamos prekėms ir paslaugoms pirkti.

Plačiąja prasme gyventojų santaupos apima ne tik finansines priemones, bet ir turtinę daiktinę formą. Pinigai gali būti „investuoti“ į brangiuosius metalus, brangakmenius, nekilnojamąjį turtą ir kitas materialines vertybes.

Pažymėtina, kad santaupų samprata yra susijusi su vartojimu ateityje. Santaupos – tai gyventojų pinigai, skirti būsimam vartojimui (atidėtam vartojimui).

Gyventojų santaupos – tai svarbus ekonominis rodiklis, reikšmingas dviem aspektais.

Pirma, gyventojų santaupos, kaip pinigų elementas, paskolų ir investicijų šaltinis, yra labai svarbus veiksmingos finansų politikos svertas, kartu ir visos šalies ekonomikos bei gamybos raidos veiksnys. Šis aspektas paprastai pastebimas makrolygiu sprendžiant prekių ir pinigų apyvartos suderinimo problemas, nustatant reikalingo pinigų kiekio apyvartoje ir pinigų paklausos proporcijas.

Tačiau pirmiausia santaupos pradeda formuotis mikrolygiu, t. y. namų ūkiuose. Šeimoje sprendžiami klausimai, kaip paskirstyti turimas pajamas – kiek einamajam vartojimui, kiek santaupoms ir pan. Taigi, antra, gyventojų santaupos yra viena iš svarbiausių gyvenimo lygio charakteristikų, jų veiksmingos veiklos rezultatas, kartu ir paskata.

Pavyzdžiui, atkuriant ekonomiką pokario Vakarų Vokietijoje, didžiulė reikšmė buvo teikiama žmogaus pasirinkimo laisvei – taupyti ar vartoti, kitaip tariant, didinti kapitalą ar jį „pravalgyti“. Tai ir nulėmė gyventojų taupymo politikos ryšį su visos šalies sparčiu ekonominiu augimu. Vokietijoje gyventojų pinigų taupymo procesui, kaip pagrindinei pokario pramonės rekonstrukcijos ir atkūrimo sąlygai, buvo skiriamas pirmaeilis vaidmuo.

Taigi aktyvi gyventojų santaupų politika yra viena iš kertinių sričių, turinčių nepaprastai didelę įtaką žmonių gerovei pakelti, ekonomikai ir vidinei pramonei atgaivinti. Šiame darbe nagrinėsime tik vieną gyventojų santaupų sudedamąjį elementą – gyventojų indėlius bankuose.

### 1. Gyventojų indėlių analizė mikrolygiu

1997 m., palyginti su 1993 m., gyventojų indėliai padidėjo daugiau kaip tris su puse karto (žr. 1 lentelę). Ir tai bankų nestabilumo sąlygomis. Gal nesuklysimė teigdami, kad didelė taupytojų dalis nestabiliomis sąlygomis savo santaupas laiko ne bankuose (arba ne Lietuvos bankuose). Tačiau, esant ir tokiai padėčiai, gyventojų santaupos didėja kur kas greičiau už gyventojų pajamas (žr. 5 lentelę). Čia svarbu pabrėžti, kad gyventojų indėliai sudaro apie 40 procentų visų bankų indėlių. Tai patvirtina, kad indėliai – svarbūs šalies kredito sistemos ištekliai.

1 lentelė

## Gyventojų indėliai

Laikotarpio pabaigoje	Iš viso indėlių, mln. Lt	Palyginti su visais indėliais	Didėjimas, %
1993	633,8	31,1	100,0
1994	1 507,8	42,1	237,9
1995	1 625,2	43,2	256,4
1996	1 491,8	36,1	235,4
1997 01	1 581,9	36,6	249,6
02	1 630,8	38,0	257,3
03	1 681,7	38,2	265,3
04	1 720,8	35,2	271,5
05	1 768,8	36,2	279,1
06	1 792,2	37,5	282,8
07	1 843,8	37,1	290,9
08	1 901,6	37,3	300,0
09	1 968,8	35,7	310,6
10	2 049,1	34,0	323,3
11	2 116,2	34,9	333,9
12	2 231,1	37,0	352,0

Šaltinis: Lietuvos bankas. Ketvirtinis biuletenis, 1997, Nr. 4, p. 41.

Galima skirti tris kritinius gyventojų indėlių formavimosi etapus.

*Pirmasis etapas* – iki 1992 m., kai, žlungant Tarybų Sąjungai, daugumos gyventojų santaupos buvo nuvertintos. Iki nepriklausomybės Lietuva pagal vidutinį indėlio dydį ir indėlių didėjimo dinamiką užėmė pirmąją vietą buvusioje TSRS. 1992 m., kai metų infliacija peržengė 1 000 procentų ribą, valstybei nesiėmus priemonių gyventojų piniginiams santaupoms apsaugoti, gyventojai jas prarado arba geriausiu atveju santaupos buvo suvartotos staigiai kritusiam pragyvenimo lygiui palaikyti.

*Antrasis etapas* – 1993–1994 m. Tai smulkiųjų bankų susikūrimo ir greito jų bankroto laikotarpis. Lietuvoje nuo 1994 m. bankrutavo 16 bankų (arba jiems iškeltos bankroto bylos), iš jų 4 – smulkūs. Jų aktyvai sudarė iki 5 procentų visų bankų aktyvų. Tai taip pat įvairių „vienadienių“ neformalių kredito institucijų ir „vienadienių milijonierių“ suklestėjimo ir žlugimo metas – Kauno holdingo kompanija, „Sekundės bankas“ ir pan. Siekdamas pritraukti gyventojų indėlius, šios nelegalios kredito institucijos mokėdavo dideles palūkanas – 15–20 procentų per metus ir daugiau. Tai žinomų finansinių „piramidžių“ gyvavimo laikotarpis. Jų veiklos principas buvo pagrįstas didelių palūkanų dalijimu iš vis naujų indėlininkų pinigų.

Lietuvos gyventojai, pripratę veikti po valstybės paternalistine skraiste, ir toliau pasitikėjo įvairių tokių kredito struktūrų neteisėtais finansiniais žaidimais, kurių padarinys – tiesioginis gyventojų indėlių pasisavinimas asmeniniais tikslais.

Tuo metu labai populiarus buvo nereguliuojamos laisvosios rinkos principas, ir vienadieniai milijonieriai (ne be kai kurių žurnalistų pagalbos) tapo tariamais didvyriais, nors ir labai trumpam. Šis naivaus tikėjimo „superliberaliųjų rinka“ laikotarpis jau baigėsi, tačiau to rezultatas – prarastų gyventojų indėlių antroji banga.

*Trečiasis etapas* – 1995–1997 m. Tai kai kurių didžiųjų Lietuvos bankų krizės ir kovos su jos padariniais laikotarpis. Gyventojai, jau nepasitikėdami privačių kredito įstaigų veikla, vis labiau ėmė linkti bankų pusėn. Gana greitai išsivertino didieji komerciniai Lietuvos bankai. Tačiau bankų bankrotai, prasidėję Rusijoje, Latvijoje, Estijoje (kaip ir kitose pokomunistinėse valstybėse), neaplenkė ir

Lietuvos. 1995 m. gruodį bankų sektoriuje iškilo didesnių problemų, kai buvo sustabdyta dviejų didžiųjų Lietuvos bankų veikla; jie turėjo 25 procentus visos bankų sistemos indėlių. Didžiausių Lietuvos akcinio inovacinio ir LITIMPEKS bankų krizė buvo stiprus smūgis Lietuvos bankininkystei ir visai finansų sistemai. Vėliau bankrutavo „Tauro“ bankas, dar vėliau pradėti restruktūrizuoti Lietuvos valstybinis komercinis ir Lietuvos taupomasis bankai. Žinoma, šiame procese gyventojai vėl iš dalies prarado savo indėlius. Tai trečioji indėlių praradimo banga.

Nagrinėdami gyventojų indėlių struktūros klausimus, šioje analizės dalyje apsiribosime tik kai kuriais aprašomaisiais aspektais, konstatuosime tik pavienius faktus, tačiau jie labai pravers mūsų analizės antrojoje dalyje.

Tiriant gyventojų indėlių iki pareikalavimo ir terminuotųjų indėlių kaitą, išryškėja dvi kryptys (žr. 2 lentelę).

2 lentelė

Gyventojų indėliai iki pareikalavimo ir terminuotieji gyventojų indėliai

	1993	1994	1995	1996	1997			
					03	06	09	12
1. Gyventojų indėliai iki pareikalavimo, mln. Lt	251,8	347,6	453,5	470,4	513,3	523,6	594,5	765,2
%	100,0	138,0	180,1	186,8	203,9	207,9	236,1	303,9
Palyginti su visais gyventojų indėliais, %	60,7	39,7	47,2	56,4	56,1	54,9	56,4	62,7
2. Terminuotieji gyventojų indėliai, mln. Lt	163,3	527,8	506,5	363,8	401,2	430,8	460,0	455,9
%	100,0	323,2	310,2	222,8	245,7	263,8	281,7	279,2
Palyginti su visais gyventojų indėliais, %	39,3	60,3	52,8	43,6	43,9	45,1	43,6	37,3

Šaltinis: Lietuvos bankas. Mėnesinis biuletenis, 1998, Nr. 4, p. 27–28.

Pirma, matome, kad gyventojų indėliai iki pareikalavimo, palyginti su terminuotaisiais indėliais, sudaro pagrindinę ir kur kas didesnę dalį, t. y. 1997 m. atitinkamai – 62,7 ir 37,3 procento.

Antra, ryški gyventojų indėlių iki pareikalavimo dalies didėjimo tendencija, kuri, kaip rodo lentelės duomenys, buvo deformuota bankų sunkumų, tačiau pastaraisiais metais vėl sparčiai atsistato. Per penkerius metus gyventojų terminuotųjų indėlių padaugėjo daugiau kaip 2,8 karto, o indėlių iki pareikalavimo – 3 kartus.

Taigi analizė rodo, kad, nepaisant ekonominės ir bankų sektoriaus nestabilios būklės ir didžiosios gyventojų dalies gyvenimo lygio nuosmukio per pastaruosius metus, kai kurios gyventojų grupės sugebėjo sukaupti dideles pinigų sumas.

Šią išvadą patvirtina ir gyventojų indėlių užsienio valiutomis staigaus didėjimo tendencija kartu su indėlių litais pastoviu mažėjimu iki 1997 m. vidurio, tačiau nuo trečiojo ketvirčio ši tendencija keičiasi (žr. 3 lentelę). 1993 m. indėliai užsienio valiutomis sudarė 34,5 procento visos gyventojų indėlių sumos, o 1997 m. – 45,3 procento. Per šį laikotarpį gyventojų indėliai užsienio valiutomis padidėjo net

4,6 karto, o gyventojų indėliai litais – 2,9 karto, beje, pastarųjų dalis 1993 m. sudarė 65,5 procento, o 1997 m. pabaigoje – jau 54,7 procento.

Taigi nuo 1993 m. iki 1997 m. vidurio pastebimas ryškus gyventojų santaupų „dolerizacijos“ procesas.

3 lentelė

*Gyventojų indėliai litais ir užsienio valiuta*

	1993	1994	1995	1996	1997			
					I ketv.	II ketv.	III ketv.	IV ketv.
1. Indėliai litais, mln. Lt	415,1	875,4	960,0	834,2	914,5	954,4	1 054,6	1 221,2
Palyginti su visais gyventojų indėliais, %	65,5	58,1	59,1	55,9	54,4	53,3	53,6	54,7
2. Indėliai užsienio valiutomis, mln. Lt	218,7	632,4	665,1	657,5	767,2	837,7	914,2	1 009,3
Palyginti su visais gyventojų indėliais, %	34,5	41,9	40,9	44,1	45,6	46,7	46,4	45,3

*Šaltinis:* Lietuvos bankas. Ketvirtinis biuletėnis, 1997, Nr. 4, p. 41.

Galima pridurti, kad namų ūkių pajamų didėjimo tempas buvo mažesnis nei gyventojų indėlių užsienio valiutomis, t. y. atitinkamai padidėjo 2,6 (žr. 5 lentelę) ir 4,6 karto. 1994–1995 m. neformalių kredito institucijų bankrotai atskleidė papildomą namų ūkių sutaupyta sumą (194 mln. Lt, iš kurių daugiau kaip pusė buvo užsienio valiutomis) [3]. 1995 m. iki bankų sunkumų gyventojų indėliai padidėdavo apie 40 mln. litų per mėnesį (10 mln. JAV dolerių). Tokia gyventojų indėlių užsienio valiutomis suma bei didėjimo tempas rodo „dolerizacijos“ mastą, t. y. užsienio valiutos sumą, cirkuliuojančią greta litų. Kai kurie ekonomistai daro prielaidą, kad gyventojų indėliai užsienio valiutomis rodo užsienio valiutų srautus, kurių neparodo statistiniai duomenys, ir gali būti paaiškinti šešėlinėje ekonomikoje cirkuliuojančiomis užsienio valiutų sumomis.

Taigi gyventojų indėlių struktūra ir dinamika vienareikšmiškai rodo spartų gyventojų santaupų didėjimą, palyginti su gyventojų pajamų bei BVP augimu. Tačiau gyventojų santaupų srityje vykstantys procesai labai prieštaringi.

Gyventojų santaupų didėjimą Lietuvoje būtų neteisinga vienareikšmiškai traktuoti kaip gyvenimo gerovės kilimo rezultata. Svarbu žinoti atskirų gyventojų grupių santaupų dydį ir sumą, jų kitimo tendencijas, formavimosi mechanizmą – santaupų šaltinius, formas ir vietą, kaupimo ir panaudojimo motyvus. Įvairiose gyventojų grupėse santaupų koncentracija labai nevienoda. Tai nulemia ne tik įvairūs santaupų formavimosi šaltiniai, bet ir santaupų kaupimo motyvai. Vienoms gyventojų grupėms – tai nedidelė atsarga įsigyti pirmo būtinumo prekių ir palaikyti gyvenimo lygį; kitoms – įsigyti ilgalaikio vartojimo prekių: transporto priemonę, būsto įrangą; trečioms – nekilnojamojo turto; dar kitoms – tai papildomas pajamų šaltinis, skirtas, tarp kitko, ir būsimoms investicijoms.

Tirdami gyventojų santaupų diferenciacijos klausimą, iš karto susiduriame su akivaizdžia informacijos stygiaus problema. Tik 1996 m. Statistikos departamentas prie Lietuvos Respublikos Vyriausybės pirmą kartą paskelbė duomenis apie namų ūkių lėšas ir išlaidas, susijusias su taupymu ir kaupimu (žr. 4 lentelę). Deja, nėra jokios galimybės iš šių negausių duomenų spręsti nei apie santaupų dinamiką, nei apie diferenciacijos mechanizmą, tačiau galima pastebėti, kad

gyventojų sutaupytos ir sukauptos lėšos sudaro gana didelę visų pajamų dalį – 26,9 procento. Išleista šių santaupų dalis sudaro mažiau kaip 19,8 procento visų išlaidų, o tai rodo, kad santaupos visgi nėra visiškai panaudojamos ir „nusėda“ pas gyventojus.

4 lentelė

*Namų ūkių lėšos ir išlaidos, susijusios su taupymu ir kaupimu, 1996 m. (vienam namų ūkio nariui per mėnesį, Lt)*

I. Visos pajamos	502,2	II. Visos išlaidos	502,2
Lėšos, susijusios su taupymu ir kaupimu, Lt	135,3	Išlaidos, susijusios su taupymu ir kaupimu, Lt	99,8
%	26,9	%	19,8
<i>1. Finansiniai ištekliai:</i>		<i>1. Finansinės išlaidos:</i>	
a) atsiimti indėliai iš banko	9,1	a) padėta į banką	2,1
b) paimti kreditai ir paskolos	11,4	b) grąžinti kreditai ir paskolos	2,3
c) atsiimtos skolos iš privačių asmenų	2,1	c) grąžintos skolos privatiems asmenims	0,6
		d) įmokos privatiems bei pensijų ir sveikatos draudimo fondams	0,6
Pinigų likutis laikotarpio pradžioje	109,9	Pinigų likutis laikotarpio pabaigoje	86,6
<i>2. Nefinansiniai ištekliai:</i>		<i>2. Nefinansinės išlaidos:</i>	
a) nekilnojamojo turto pardavimas	2,3	a) nekilnojamojo turto pirkimas	3,9
b) žemės ūkio pagrindinių aktyvų pardavimas	0,4	b) išlaidos žemės ūkio pagrindiniams aktyvams pirkti	3,1
c) žemės pardavimas	0,1	c) žemės pirkimas	0,2

*Šaltinis:* Lietuvos statistikos metraštis. 1996, Vilnius, Statistikos departamentas prie Lietuvos Respublikos Vyriausybės, 1997, p. 203.

Įdomu pažymėti, kad 1996 m. gyventojų finansiniai ištekliai buvo didesni už finansines išlaidas (indėlių atsiimta iš bankų daugiau, negu padėta, paimta kreditų ir paskolų daugiau, negu grąžinta ir atsiimta skolų iš privačių asmenų daugiau, negu grąžinta). Iš čia tam tikra prasme ryškėja ir santaupų panaudojimo kryptys: nekilnojamojo turto, žemės ūkio aktyvų ir žemės pirkimas sudaro didžiąją iš nefinansinių išlaidų santaupų dalį. Ir tai visa turima informacija apie Lietuvos gyventojų namų ūkių santaupas.

Taigi dėl akivaizdaus informacijos trūkumo esame priversti daryti išvadas apie santaupų formavimosi mechanizmą, pirmiausia įvertindami gyventojų pajamas. Taupytojų elgsena glaudžiai susijusi su gyventojų pajamų formavimo ir panaudojimo procesais. Tačiau gauti tikslią informaciją apie pajamas šiuo metu taip pat yra labai problemiška. Pirma, atsiranda nauji pajamų šaltiniai, kurių Statistikos departamentas nespėja įtraukti į apskaitą, antra, kaip žinoma, egzistuoja šešėlinių pajamų šaltiniai, kurie slepiami siekiant išvengti mokesčių.

Plėtojantis rinkos ekonomikai, atsirado turtingųjų ir nuskurdusiųjų sluoksniai. 1995 m. vieno dešimtadalio turtingiausiųjų pajamos 10 kartų viršijo skurdžiausias gyvenančio dešimtadalio pajamas; dešimtadalis didžiausias pajamas gaunančių namų ūkių turėjo 26,3 procento visų disponuojamų pajamų, o skurdžiausieji – 2,8 procento [3].

Kaip ir ankstesniais metais, diferenciacija pagal pajamas kaime išliko didesnė negu mieste: turtingiausiųjų namų ūkių pajamos kaime 11 kartų viršijo skurdžiausiųjų, o mieste – 10 kartų [4]. Realiai manoma, kad diferenciacija buvo daug didesnė, negu rodo tyrimų duomenys, ypač mieste, kadangi turtingi žmonės vengė parodyti tikrąsias pajamas. Todėl pateikti rodikliai faktiškai parodo tik mažas ir vidutines pajamas.



1995 m. dešimtadalio didžiausias pajamas turinčių miesto namų ūkių pajamos, skaičiuojant vienam namų ūkio nariui, sudarė 574 litus per mėnesį, iš jų vartojimui buvo skiriama 75 procentai. Turtingiausi kaimo namų ūkiai vartojimui ir žemės ūkio gamybai skirdavo 65 procentus savo pajamų (251 Lt) [4]. Akivaizdu, kad net turtingiausi biudžetų tyrime dalyvaujantys namų ūkiai taupymui palikdavo labai nedaug. Tačiau gyventojų indėlių informacija rodo, kad šalyje tam tikros gyventojų grupės sugebėjo sukaupti labai daug pinigų. Tai rodo per pastaruosius penkerius metus jau minėtas gyventojų indėlių padidėjimas 3,5 karto, užsienio valiutomis – 4,6 karto, o pajamos padidėjo 2,6 karto (žr. 5 lentelę).

1995 m. pabaigoje prasidėjus bankų sunkumams, kilo nepasitikėjimas bankais, todėl daugelis indėlininkų atsiėmė iš jų savo santaupas. Nepaisant to, pastovus gyventojų indėlių didėjimas rodo spartesnę už infliaciją pajamų didėjimą, o to visiškai neatskleidžia namų ūkių biudžetų tyrimo duomenys. Suprantama, dauguma namų ūkių negali taupyti, bet indėlių apimtys didėjimas sparčiu tempu sudaro tam tikras prielaidas vidaus investicijoms ir rodo teigiamus poslinkius ūkyje.

Kita vertus, bendrą realiųjų gyventojų pajamų didėjimą rodo gyvenamųjų namų statybos gyventojų lėšomis bei gyventojų apsirūpinimo lengvaisiais automobiliais didėjimas. Šių rodiklių augimas leidžia konstatuoti ne tik pajamų koncentracijos didėjimą, bet ir tam tikros pragyvenimo lygio kilimo tendencijos užuomazgas bei „šešėlines“ pajamas.

## 2. Gyventojų indėlių analizė makrolygiu

Pinigų stygius ekonomikoje – viena iš pagrindinių šio laikotarpio problemų, kuri ypač paaštrėjo 1995 m. Pinigų trūko praktiškai visose srityse: gamybos įmonių apyvartinėms lėšoms, investicijoms, darbo užmokesčiui, pensijoms, mokslui ir sveikatos apsaugai.

Ši pinigų trūkumą lėmė dvi priežastys. Pirma, lėšos „nutekėjo“ iš realiojo (verslo įmonių) sektoriaus į gyventojų santaupas, ir antra, vyko intensyvus pinigų srauto mobilizavimas valstybės išlaidoms padengti.

Argumentuosime pirmąją tendenciją. 1993–1995 m. gyventojų indėlių didėjimo tempas buvo gerokai spartesnis už gyventojų pajamų didėjimo tempą, ir gyventojų polinkis taupyti sparčiai didėjo: 1995 m. gyventojų indėliai, palyginti su namų ūkių pajamomis, sudarė 20,4 procento, o 1993 m. – 14 procentų (žr. 5 lentelę), tačiau 1996 m. krito iki 15,3 procento, o 1997 m. vėl pakilo iki 18,8 procento.

5 lentelė

*Bendrojo vidaus produkto, gyventojų pajamų ir gyventojų indėlių dinamika (galiojusiomis kainomis)*

	1993	1994	1995	1996	1997
1. Bendrasis vidaus produktas (BVP), mln. Lt	11 107,9	16 980,7	23 829,0	31 690,0	38 201,0
%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Namų ūkių pajamos (Y), mln. Lt	4 514,8	6 156,1	7 973,4	9 733,9	11 875,5
$\frac{Y}{BVP}$ , %	40,6	36,3	33,5	30,7	31,1
3. Gyventojų indėliai (S) komerciniuose bankuose, mln. Lt	633,8	1 507,8	1 625,2	1 491,8	2 231,1
%	100,0	237,9	256,4	235,4	352,0
4. $\frac{S}{BVP}$ , %	5,7	8,9	6,8	4,7	5,8
5. Gyventojų polinkis taupyti $\frac{S}{Y}$ , %	14,0	24,5	20,4	15,3	18,8

*Šaltiniai:* Apskaičiuota remiantis: Lietuvos statistikos metraštis. 1996, p. 203; Lietuvos bankas. Ketvirtinis biuletenis. 1997, Nr. 4, p. 41; Lietuvos statistikos metraštis. 1997, p. 555.

Čia dar reikėtų atkreipti dėmesį į tai, kad namų ūkių pajamos sudaro gana didelę BVP dalį: 1993 m. – 40,6, 1995 m. – 33,5, 1997 m. – 31,1 procento.

Taigi tenka pripažinti, kad 1995 m. pinigų pasiūlai turėjo įtakos gyventojų santaupų didėjimas (tiksliau reikėtų pasakyti – atskirų gyventojų grupių indėlių didėjimas). Tam tikra prasme santaupos didėjo atskirai, savarankiškai nuo bendrojo vidaus produkto augimo.

Pinigų kiekio atotrūkį nuo BVP rodo privačių verslo įmonių indėlių dalies mažėjimas pinigų kiekio P2 struktūroje. Tai ypač buvo ryšku 1995 m. (žr. 6 lentelę). 1993–1995 m. gyventojų indėlių dalis pinigų kiekio P2 struktūroje padidėjo net 5,2 punkto (atitinkamai nuo 23,7 iki 28,9 %), o privačių verslo įmonių indėliai sumažėjo 1,6 punkto (nuo 21,2 iki 19,6 %), pinigai apyvartoje padidėjo 4,3 punkto (nuo 29,6 iki 33,9 %).

Taigi pinigų kiekį vis labiau lėmė gyventojų santaupų didėjimas, kuris 1995 m., palyginti su 1993 m., buvo spartesnis negu BVP augimas (atitinkamai 2,6 ir 2,1 karto); gyventojų indėliai didėjo pinigų ištekliams persiskirstant iš realiojo (prekių gamybos) sektoriaus į gyventojų santaupas. To rezultatas – verslo įmonių lėšų deficitas.

Tačiau tenka pripažinti, kad pastaraisiais metais padėtis keičiasi į priešingą pusę. Privačių verslo įmonių indėliai pinigų kiekio P2 struktūroje didėja, o gyventojų indėlių dalis turi tendenciją mažėti.

6 lentelė

## Pinigų kiekio struktūra (metų pabaigoje)

	1993	1994	1995	1996	1997			
					I ketv.	II ketv.	III ketv.	IV ketv.
Pinigų kiekis P2, mln. Lt	2 673,2	4 357,2	5 618,4	5 424,1	5 554,2	6 134,5	6 763,0	7 271,8
Iš to skaičiaus:								
1. Pinigai apyvartoje	791,2	1 334,3	1 907,1	1 899,3	1 972,7	2 162,2	2 254,6	2 535,5
2. Gyventojų indėliai	633,8	1 507,8	1 625,2	1 491,8	1 681,7	1 792,2	1 968,8	2 231,1
3. Privačių verslo įmonių indėliai	567,3	992,4	1 101,1	1 661,0	1 516,8	1 704,6	2 023,0	2 466,4
4. Kiti	680,9	522,7	985,0	372,0	383,0	475,5	516,6	38,8
Pinigų kiekis P2, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1. Pinigai apyvartoje	29,6	30,6	33,9	35,0	35,5	35,2	33,3	34,9
2. Gyventojų indėliai	23,7	34,6	28,9	27,5	30,3	29,2	29,1	30,7
3. Privačių verslo įmonių indėliai	21,2	22,8	19,6	30,6	27,3	27,8	29,9	33,9
4. Kiti	25,5	12,0	17,5	6,9	6,9	7,8	7,6	0,5

Šaltinis: Lietuvos bankas. Mėnesinis biuletenis, 1998, Nr. 4, p. 27–28.

Tai ypač ryškiai patvirtina duomenys apie terminuotuosius indėlius ir indėlius užsienio valiutomis. Gyventojų terminuotieji indėliai 1995 m., t. y. bankų sunkumų metais, sudarė 75,9 procento, o privačių verslo įmonių – tik 4,5 procento visų terminuotųjų indėlių [1]. Pastaruoju metu gyventojų indėlių dalis turi tendenciją mažėti, nors sudaro pagrindinę dalį, t. y. 64,1 procento visų terminuotųjų indėlių. 1994 m. gyventojų indėliai užsienio valiutomis sudarė apie 54,6, o įmonių – tik 45,4 procento; o pastaruoju metu, kaip rodo 7 lentelės duomenys, gyventojų indėliai užsienio valiutomis vis dėlto didėja (ketvirtąjį 1997 m. ketvirtį sudarė 62,6 %), o įmonių indėliai užsienio valiutomis sudarė apie 33–34 procentus.

7 lentelė

## Terminuotųjų indėlių ir indėlių užsienio valiutomis struktūra

(procentais)

	1996				1997			
	I ketv.	II ketv.	III ketv.	IV ketv.	I ketv.	II ketv.	III ketv.	IV ketv.
<i>Terminuotieji indėliai</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1. Privačių verslo įmonių	6,4	7,3	12,2	14,9	13,7	16,2	13,9	20,7
2. Gyventojų (fizinių asmenų)	83,4	85,2	78,2	77,4	79,5	81,1	79,6	73,0
3. Nefinansinių valstybinių įmonių	3,2	2,4	4,7	2,3	3,5	0,4	3,6	3,7
4. Kiti	7,0	5,1	4,9	5,4	5,9	4,8	2,9	2,6
<i>Indėliai užsienio valiutomis</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1. Privačių verslo įmonių	34,8	32,8	34,1	33,2	33,8	34,8	35,4	33,4
2. Gyventojų (fizinių asmenų)	52,0	53,8	53,2	55,9	59,5	59,8	60,0	62,6
3. Nefinansinių valstybinių įmonių	11,4	11,8	10,7	9,1	8,4	7,1	2,9	2,4
4. Kiti	1,8	1,6	2,0	1,8	1,8	6,1	1,7	1,6

Šaltiniai: Lietuvos bankas. Ketvirtinis biuletenis, 1996, Nr. 4, p. 28; Lietuvos bankas. Ketvirtinis biuletenis, 1997, Nr. 4, p. 13.

Taigi 1995 m. susidarė neigiama tendencija: nesiplėtojant kredito santykiams, pinigai „nutekėjo“ iš ūkio apyvartos į gyventojų santaupas, dėl to padidėjo pinigų deficitas gamybos sferoje.

Antra tendencija – pinigai buvo skiriami valstybės skolai sumokėti (žr. 8 lentelę).

8 lentelė

*Valstybės skolos dalis, absorbuojanti kreditavimo išteklius*

	1994	1995	1996	1997
1. Valstybės vidaus skola (Vyriausybės vertybiniai popieriai ir kita vidaus skola), mln. Lt	649,5	1 010,4	1 595,6	2 509,6
2. Kredito ištekliai (pinigų kiekis P2 minus pinigai apyvartoje ir privalomosios atsargos), mln. Lt	2 892,0	3 263,7	3 041,6	4 575,0
3. Valstybės skolos našta, tenkanti kredito ištekliams (1:2), %	22,4	31,0	52,5	54,9

*Šaltinis:* Lietuvos bankas. Ketvirtinis biuletenis, 1997, Nr. 4, p. 50, 55.

Valstybės vidaus skola (Vyriausybės vertybiniai popieriai, gyventojų indėlių kompensavimas ir kita vidaus skola) tik per pirmąjį 1997 m. pusmetį, palyginti su 1994 m., padidėjo net 3,9 karto, o kredito ištekliai (pinigų kiekis P2 minus pinigai apyvartoje ir privalomosios atsargos) – tik 1,6 karto. Valstybės skolos našta, tenkanti kredito ištekliams, padidėjo 2,5 karto ir 1997 m. sudarė net 54,9 procento. Didžiąją dalį valstybės vidaus skolos sudaro Vyriausybės vertybiniai popieriai (1997 m. – 63%).

Didėjanti valstybės skola atitraukia bankų išteklius ir trukdo juos panaudoti gamybos tikslams, ekonomikai kredituoti ir investicijoms.

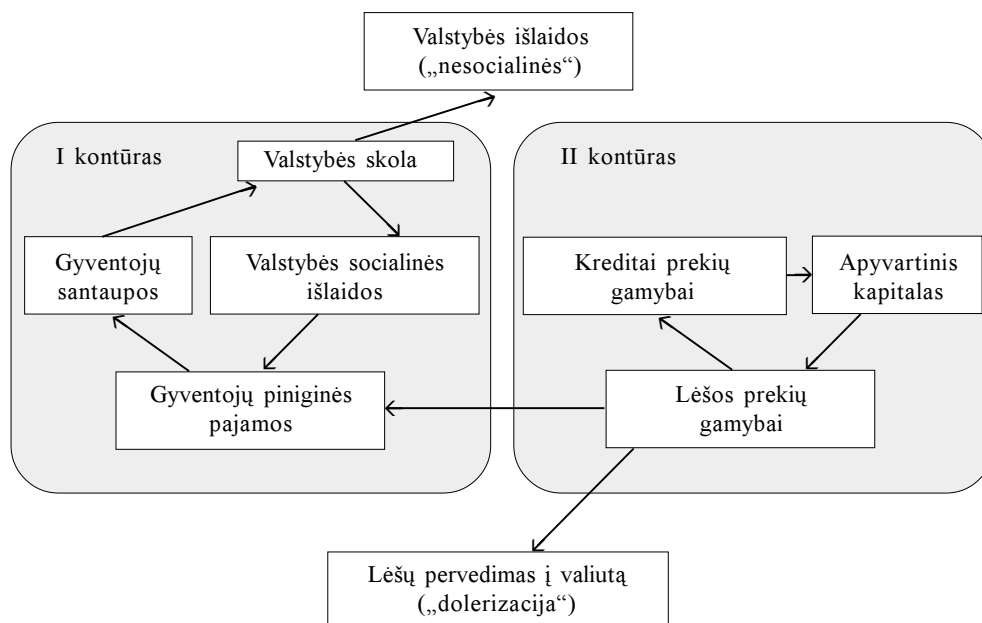
Susiklostęs valstybės skolos padengimo mechanizmas neleidžia įveikti ekonomikos nuosmukio, nes lėšos ne investuojamos, o nukreipiamos į finansinių spekuliacijų vertybiniais popieriais sektorių, duodantį daug pajamų. Kartu valstybės skolos aptarnavimas pavirto vienu iš pagrindinių valstybės išlaidų elementų, kuris, reikia ypač pabrėžti, mažai priklauso nuo mokesčių įplaukų į biudžetą. Forsuotas banko išteklių pritraukimas į vertybinių popierių rinką skatina pinigų joje perteklių. „Laisvas“ kapitalas koncentruojasi finansų sektoriuje, o tuo metu gamybos sektoriui labai trūksta pinigų. Žinoma, šias išvadas reikia priimti su išlyga, kadangi tik dalis valstybės skolos yra finansuojama iš vietos išteklių.

Taigi minėtos dvi tendencijos nulemia vieną iš pagrindinių pinigų apyvartos bruožų – jos pasiskirstymą į du uždarus kontūrus-srautus, tarp kurių intensyviai persiskirsto piniginiai ištekliai (žr. 1 pav.).

Pirmasis kontūras „gyventojų lėšos–valstybės skolos finansavimas“ apima priešpriešinius gyventojų piniginių pajamų ir santaupų formavimosi procesus ir jų mobilizavimą valstybės skolai dengti.

Didėjant socialiniam komponentui (sakykime, didėjant subsidijoms ir mažėjant investicijoms), šis kontūras tampa vis labiau uždaras. Pažymėtina, kad šis kontūras parodo pinigų apyvartos reprodukcijos sistemos funkciją: yra kompensuojamas mokesčių nesurinkimas (sumažinus realiojo sektoriaus pajamas, kurios pereina į namų ūkius), išieškant šią sumą iš namų ūkių piniginių išteklių.

1 pav. Pinigų apyvartos kontūrų sąveika



Antrasis kontūras „verslo įmonių lėšos–prekių gamybos kreditai“ apima realiojo (verslo įmonių) sektoriaus pajamų formavimą iš įmonių lėšų, kaip ekonomikos kreditavimo išteklių panaudojimą.

Savaime aišku, kad valstybės skola nėra dengiama vien tik iš gyventojų santaupų, o kreditai prekių gamybai nėra teikiami vien tik iš materialinės gamybos sukurtų finansinių lėšų. Tačiau bendra tendencija yra tokia, kad gyventojų santaupos „nuteka“ valstybės skolai finansuoti, o pagrindinis kredito lėšų formavimo šaltinis yra materialinė gamyba.

Kitaip negu verslo įmonių indėliai, gyventojų indėliai – brangūs kreditavimo išteklių, o tai trukdo juos panaudoti didelės rizikos kredito operacijoms.

Pagal šią dviejų kontūrų konstrukciją iki 1995 m. dėsniai didėjo atotrūkis tarp finansų ir kredito išteklių bei įmonių finansų apyvartos.

Darbo našumo nuosmukis ekonomikoje, taip pat ir gamybos bei vartojimo nesubalansavimas lėmė piniginių išteklių persikirstymą iš realiojo sektoriaus į namų ūkius. Be to, gyventojų santaupos „nesugrįžo“ į gamybos sferą kreditais, nes juos teikti buvo rizikinga, o palūkanos neatitiko gamybos rentabilumo.

Taigi:

- pinigų srityje susidarė brangių kredito išteklių perteklius ir tai destabilizavo pinigų rinką ir sukėlė bankų problemų;

- materialinės gamybos sferoje trūko apyvartinių lėšų, o tai neskatino prekių gamybos.

Todėl 1995 m. pabaigoje ir 1996 m. pradžioje buvo suardyta pinigų pusiausvyrą, kuri pasiekė kokybiškai naują lygį. Ekonomika pateko į „likvidumo spąstus“, o tai reiškia, kad monetarinių apribojimų metu, kai reikia palaikyti žemą infliacijos lygį, gyventojų realiųjų pajamų stabilizavimą neišvengiamai lydi prekinės gamybos likvidumo nuosmukis. Kitaip tariant, pinigų kiekio prieaugis, kuris yra adekvatus stabiliam gyventojų pajamų lygiui, jau neatitinka žemos infliacijos rėmų ir įmonių realiųjų lėšų lygmenų.

Infliacijos tempas buvo sumažintas, pirma, surinkus mokesčius ne iš juridinių asmenų – įmonių, o iš fizinių asmenų – gyventojų, antra, ne dėl pramonės produkcijos padidėjimo, o dėl Vyriausybės vertybinių popierių apyvartos padidėjimo.

Gyventojų indėliai daugiausia buvo skiriami valstybės skolai gražinti, o verslo kreditavimo ir šių indėlių ryšys nutrūko. Nors bankų kreditai verslui gerokai viršijo verslo indėlių (įmonių lėšų sąskaitose) sumą (1997 m. jie sudarė 3,2 mlrd. Lt), tačiau, remiantis Lietuvos smulkaus ir vidutinio verslo plėtros agentūros 1996–1997 m. atlikto tyrimo duomenimis, daugiau kaip 80 procentų įmonių neigiamai vertino bankų paslaugas teikiant kreditus. Pagrindinės to priežastys – bankai nenoriai teikia įmonėms mažas kreditų sumas (iki 0,5 mln. Lt), kurios aktualios mažoms ir vidutinėms įmonėms, ir ilgalaikius kreditus, kurie būtini gamybą plėtojančioms mažoms ir vidutinėms įmonėms. Dėl to tik 10 procentų įmonių naudojami banko kreditais, o 60 procentų įmonių orientuojasi į vidinius finansavimo šaltinius, t. y. savas lėšas.

Taigi visas šis mechanizmas – pinigų apyvartos skilimas į du nesiderinančius srautus – buvo viena iš svarbesnių 1995 m. pabaigos bankų problemų priežasčių.

Pažymėtina, kad probleminių bankų pavojus išlieka, kol nesubalansuota pinigų apyvarta. Gyventojų santaupų ir valstybės skolos finansavimo srautų apyvartos atskyrimą nuo visos pinigų apyvartos galima paaiškinti dar ir institucinėmis bei pinigų apyvartos reprodukcijos priežastimis.

Gyventojų santaupos faktiškai lokalizuojasi Lietuvos taupomajame banke (LTB) (jos sudaro 58% visų bankų gyventojų indėlių ir 80% visų šio banko indėlių), kuris tampa vienu iš pagrindinių valstybės kreditorių (LTB tenka daugiau kaip 50% visų bankų Vyriausybės vertybinių popierių portfelio).

Komercinių bankų, kurie yra pagrindiniai realiojo sektoriaus kreditoriai, išteklius daugiausia sudaro įmonių ir organizacijų lėšos sąskaitose (88% visų indėlių sudaro įmonių ir organizacijų lėšos sąskaitose). Taigi, mažėjant realiojo sektoriaus ištekliams, komercinių bankų kredito galimybės mažėja.

Kita finansinės apyvartos skilimo į du kontūrus priežastis – gyventojų santaupos yra palyginti brangūs ištekliai finansuoti realųjį sektorių. Pereinamojo laikotarpio ekonomikos sąlygomis vienintelis pigus arba nemokamas šaltinis, leidžiantis bankams sukaupti didelį pelną, turėtų būti įmonių einamosios sąskaitos.

Pinigų multiplikatoriaus (pinigų kiekio P2 ir pinigų atsargų P0 santykis) didėjimas yra automatiškas bankų likvidžių lėšų ir lėšų bankų sąskaitose santykio mažėjimas. Tai gali visiškai sumažinti bankų likvidumą ir sukelti pavojų bankų mokumui. Šios priežastys priverčia bankus persiorientuoti į vertybinių popierių rinką ir Vyriausybės vertybinius popierius. Lietuvos komerciniai bankai tampa pagrindiniais investuotojais į Vyriausybės vertybinius popierius, jie valdo 84 procentus visų išleistų į apyvartą Vyriausybės vertybinių popierių [2]. 1997 m. pabaigoje komercinių bankų investicijos į Vyriausybės vertybinius popierius sudarė daugiau kaip 12 procentų visų jų aktyvų.

Kita pinigų apyvartos sutrikimo priežastis – bankų kreditavimo politika susijusi su didele rizika.

Didžiausią visų paskolų dalį sudarė trumpalaikės paskolos (iki 1995 m. vidurio jos sudarė 80% visų paskolų). Nepaisant to, kad ekonominė situacija 1993–1994 m. buvo palankesnė trumpalaikiam skolinimui, 1994 m. laiku negražinta apie 20 procentų visų trumpalaikių paskolų (ilgalaikių – vos 0,19%). Kad tai buvo pakankamai rizikinga, rodo ryškus poslinkis nuo trumpalaikio skolinimo ilgalaikio skolinimo strategijos link. Tai įvyko po 1995 m. sunkumų bankų sistemoje.

## Išvados

1. Duomenys, kuriuos pateikia oficiali statistika apie gyventojų santaupas, apibūdina tik standartinį taupytojų elgesį ir vidutinio dydžio santaupas, o kiti taupytojai, turintys didžiausią kapitalą ir santaupas, nepatenka į analizės akiratį.

Tiriant santaupų formavimosi procesus, būtina nustatyti principinius santaupų struktūros pokyčius, jų koncentravimosi tendencijas.

2. Iš pasaulinės praktikos žinoma, kad santaupų formavimosi procesui būdinga kur kas didesnė diferenciacija negu pajamų pasiskirstymui. Ligi šiol nėra tiksliai nustatytas indėlių diferenciacijos laipsnis. Šio rodiklio nustatymas būtų vienas iš įdomesnių ir reikšmingesnių rezultatų, leidžiančių netiesioginiais metodais labiau priartėti prie monetarinio ekonomikos modelio padarinių, prie realaus mokesčių nesurinkimo masto įvertinimo.

3. Pinigų apyvartos sutrikimo pagrindinė priežastis – pinigų apyvartos skilimas į du palyginti autonomiškai, savarankiškai veikiančius kontūrus:

- gyventojų santaupų formavimas–valstybės skolos finansavimas;
- realiojo (verslo įmonių) sektoriaus lėšų formavimas–prekių gamintojų kreditavimas.

Šiuose susiklosčiusiuose finansų mechanizmo kontūruose gyventojų santaupos buvo skiriamos apmokėti valstybės išlaidoms – valstybės skolai, todėl gyventojų santaupos buvo atskirtos nuo gamybos sektoriaus finansinių išteklių apyvartos.

4. Vykdomos pinigų politikos rezultatas buvo tas, kad iš realiojo (įmonių) sektoriaus sąskaitų buvo „išplaunami“ pinigai, jie iš bankų sistemos „nutekėjo“ į einamąją apyvartą, lėšos buvo perskirstomos, nusėdavo į atskirų gyventojų grupių santaupas. Bankų sistemai tokie pokyčiai yra problema inspiruojantis veiksnys, nes didelių juridinių asmenų einamosios sąskaitos yra pagrindinis bankų lėšų formavimo šaltinis.

5. Piniginių išteklių persiskirstymas iš juridinių asmenų į indėlininkų asmenines sąskaitas yra:

- piniginių išteklių nutekėjimas į LTB, kuris tampa vienu iš pagrindinių valstybės kreditorių;
- bankų persiorientavimas į išteklius, kurie pagal klientų aptarnavimo sąnaudas yra gerokai brangesni už kitus;
- bankų siekimas atgauti pašlijusį indėlininkų pasitikėjimą;
- daugelio bankų ilgalaikės perspektyvos praradimas, susietas su daugelio įmonių – strateginių banko partnerių – finansinės būklės pablogėjimu.

6. Pinigų apyvartos skilimas į dvi atskiras puses nulemia tai, kad vienoje pusėje (gyventojų santaupos–valstybės skola) formuojasi lėšų perviršis, kurį nulemia dominuojančios ilgalaikės gyventojų santaupos (terminuotieji indėliai ir indėliai užsienio valiutomis) ir didelis Vyriausybės vertybinių popierių likvidumas. Tuo pačiu metu kitoje apyvartos pusėje (realiojo sektoriaus sąskaitos–kreditavimas), į kurią daugiausia įtraukti komerciniai bankai, yra išteklių trūkumas, kurį lemia trumpalaikis realiojo sektoriaus lėšų pritraukimas ir ilgalaikis šių išteklių paskirstymas (jų pagrindinę dalį sudaro kreditai įmonėms).

7. Išspręsti pinigų stygiaus įmonių sektoriuje problemą, t. y. subalansuoti pinigų paklausą ir pasiūlą, galima būtų tik sukūrus priešingos krypties pinigų srautą, einantį iš gyventojų į realųjį įmonių sektorių, gyventojų santaupas skiriant realiajam sektoriui kredituoti. Toks kredito išplėtimas, leidžiantis išsaugoti gyventojų santaupų didėjimą ir kartu padidinti realiajam sektoriui skirtus piniginius išteklius, reikštų įmonių apyvartinių lėšų didėjimą. Bankų sistemos ir realiojo sektoriaus bendradarbiavimo problema gali būti išspręsta tik kompleksškai, tuo pačiu metu derinant paskolų palūkanų normą su gamybos rentabilumo lygiu.

## Literatūra

1. Lietuvos bankas. Ketvirtinis biuletenis, 1995, Nr. 4.
2. Lietuvos bankas. Ketvirtinis biuletenis, 1997, Nr. 4.
3. Neapskaitoma ekonomika. Vilnius: Statistikos departamentas prie Lietuvos Respublikos Vyriausybės, 1997.
4. Pranešimas apie žmogaus socialinę raidą Lietuvoje 1996. Jungtinių Tautų vystymo programa, Vilnius, 1996.
5. Rakauskienė O. G. Aktyvi socialinė politika: vidurinėsios klasės formavimo problema. Filosofija. Sociologija, Vilnius, 1997, Nr. 2.

## Summary

### PROBLEM OF SAVINGS OF POPULATION: MICRO- AND MACRO-ASPECTS

#### Ona Gražina Rakauskienė

During the years of market economy functioning in Lithuania, principal changes took place in the sphere of savings of the population. Under the market conditions, there appeared new possibilities, that were not available before, for the population to increase their savings. Not only work has become the source of income, but also interest on deposits, property (the real estate, land and its assets), securities. Notwithstanding the fact that the general level of the population's savings decreased by 2–3 times during the period of market reforms and the banking problems in the end of 1995, statistical data demonstrate a clear tendency of growth in savings of the population.

Distinct changes are observed in the accumulation process of separate groups of the population, too. That part of Lithuanian inhabitants who have at their disposal huge amounts of savings at present, before the beginning of market reforms, had no savings at all. Whereas the other part of the population, and it accounted for the majority of them, which had accumulated the greatest amount of the total savings before the reforms, has lost them under the market conditions.

Thus, the process that takes place in the sphere of savings of the population bears more than a single meaning.

Therefore, it is necessary to investigate this problem, and the processes taking place on the macro- and micro-level.

In 1977, savings of the population increased by 3.5 times, if compared to those in 1993. And this, it should be noted, happened under the conditions of instability of banks. It is believed that a great part of the population deposited their savings outside the banks (or not in the banks of Lithuania) under the conditions of instability. Nevertheless, even in such a situation, the increase in savings of the population exceeds significantly the growth in the population's income that made up 2.6 times over the above mentioned period. The population's deposits in foreign currency have increased as much as 4.6 times, while those in the national currency – by 2.9 times.

The data of savings of the population provided by the official statistics characterise only a standard behaviour of accumulators of savings and only savings of an average amount, whereas other types of accumulators of savings, who own the greatest amounts of capital and savings, do not fall within the scope of analysis. The degree of differentiation among deposits has not been exactly established to date. Establishing of this index would appear to be one of the most interesting and significant results enabling to approach through



indirect methods evaluation of the real extent of non-collection of taxes. When examining the processes of formation of savings and tendencies of their concentration.

The main reason of banking problems in 1995 was the division of cash turnover into two rather autonomous outlines acting self-dependently, including:

- formation of savings of population – financing of the state debt;
- formation of monetary funds of the business (enterprise) sector – crediting manufacturers of commodities.

Within the formed outlines of finance mechanism, savings of the population were allotted to cover the state debt and thus they were disintegrated from the turnover of resources of the business (enterprise) sector.

Splitting of cash turnover into two separate parts preconditioned the fact that on the one part of turnover (savings of the population – the state debt), the excess of funds was formed, while simultaneously on the other part of the turnover (business sector's deposits – credits), the lack of funds revealed itself.

Pursuing the aim to resolve the problem of the lack of cash within the enterprise sector, i. e. to achieve balance in money demand and supply, one would succeed just by creating the reverse cash flow that streams from the population to the business (enterprise) sector with diverting savings of the population for crediting the business (enterprise) sector.

## LIETUVOS BANKO EMISINĖ POLITIKA\*

**Stasys Kuzminskas**

*Ištraukoje iš knygos pateikiamas Lietuvos banko emisinės politikos 1923–1927 m. ekonominis vertinimas, kai kuriomis išvadomis prieštaraujantis oficialiai to meto Banko pozicijai ir galintis būti įdomus žurnalo skaitytojams. Autoriaus vertinimo išėitios taškas – Lietuvos banko veiklą nušviesti „kaipo istorinio plėtojimosi produktą ir esamą dalyvį pasaulinės piniginės santvarkos sistemoj“. Vadovaujantis šia nuostata, atskleidžiamas aukso vaidmuo reguliuojant emisijos politiką, nagrinėjama restriktinės banknotų emisijos įtaka šalies ekonominiams interesams, pinigų ir kredito rinkų plėtrai, lito stabilumui ir banko politikos lankstumui. Lietuvos „piniginės santvarkos“ reformos (emisinės politikos suvaržymas ir liberalizavimas) aiškinimas grindžiamas konkrečiais ekonominiais įvykiais, pateikiami jos vertinimo psichologiniai motyvai.  
Pagrindiniai žodžiai: emisinė politika; auksas ir svetima valiuta; pinigų stoka; prekybiniai vekseliai.*

<...>Lietuvos banko emisinę politiką galima vertinti dvejopai – 1) grynai formaliai juridiniu ir 2) finansiškai ekonominiu žvilgsniu.

Formaliai juridinio vertinimo kriterijumi tampa Lietuvos banko įstatymo §12, kuris, kaip žinome, nustato banknotų apyvartos padengimo normas ir kartu reguliuoja pačią emisiją. Jame pasakyta taip:

„...Ne mažiau kaip 1/3 esamos apyvartoj banknotų sumos turi būti padengta auksu, likusioji suma – lengvai realizuojamomis vertybėmis“<...>

Pirma banknotų emisija buvo padengta auksu iki 89,2%, t. y. beveik 3 kartus daugiau, negu įstatymas reikalauja. Bet vėliau padengimo nuošimtis *grynu auksu* žymiai puola ir pamažu 1923 m. viduryj pasiekė beveik įstatymo nustatytą normą – 33,5%. Bet šita padengimo norma nesistabilizuoja. Ji pamažu puola ir toliau.

30 IX	padengimas auksu sudaro	30,6%
31 XII	“	27,3%
31 I 1924 m.	“	26,7%

<...>Tiesa: iš kitos pusės, pažvelgus į emituotų banknotų bendro padengimo normą grynu auksu *ir* svetima valiuta, tuo pačiu metu matosi aiški tendencija tai normai kilti. Kalbama tendencija niekuomet nebuvo tokia ryški, kiek tuo metu.

30 IX	padengimas grynu auksu ir svetima valiuta sudarė	100,0%
30 XII	“	104,8%
31 I 1924 m.	“	111,5%
ir taip toliau, kol padengimo norma 30 VI nepasiekia		117,8%

Tačiau ir ta aplinkybė formaliai juridiniu žvilgsniu Lietuvos banko prasilenkimo su įstatymu ir teisiškai nepagrįsto emisijos fakto nesuminkština. Įstatyme aiškiai pasakyta, kad 1/3 (33,33%) emisijos turi būti padengta auksu. Tai reiškia, kad jokia kita vertybė, nors ir prilygstanti auksui, aukso atstoti negali ir todėl 1/3 padengimo normai netinka. Svetima valiuta, arba devizos, gali būti įskaitomos tik į tą padengimo normos dalį, kuri įstatymo suformuluota žodžiais – „lengvai realizuojamomis vertybėmis“, t. y. į likusius 2/3 emisijos.

Sakyti prasilenkimai su įstatymu Lietuvos banko emisinėj praktikoje, tiesa, ne tiek žymūs, pasitaiko ir vėliau. Taip, pav., – 31 XII 1924 m. – 33,1%, 31 I 1925 m. – 32,7%<...>

Dabar dėl antros juridiskai leistinų ir įstatymo žodžiais „lengvai realizuojamomis vertybėmis“ apibūdintų vertybių rūšies emituojamiems banknotams padengti, tai Lietuvos banko emisinė praktika pradžioje ją suprato gana siaurai.

\* Spausdinama ištrauka iš knygos „Lietuvos banko emisijos politika (Europos monetarinių santykių šviesoje)“, „Dirvos“ bendrovės leidinys, Kaunas–Marijampolė, 1928 m., p. 176–191. Siekiant išlaikyti autentiškumą, kalba netaisyta, palikti tuometiniai terminai, ištaisytos pačios grubiausios korektūros klaidos.

■ Stasys Kuzminskas (g. 1901 m.) – ūkio mokslų daktaras (1942 m.), ekonomistas, visuomenininkas, mokslo veikalų ir vadovėlio autorius, Ekonominių studijų draugijos steigėjas (1930 m.), lietuvių tremtinių organizacijų Vokietijoje ir Didžiojoje Britanijoje steigėjas ir vadovas.

Iki 1924 m. imtinai Lietuvos bankas prie „lengvai realizuojamų vertybių“ priskaitė tik išimtinai svetimą valiutą ir tik nuo 1925 m. „lengvai realizuojamų vertybių“ teises pradeda įgyti irgi banke diskontuotas prekybinis vekselis ir kiti prekybiniai dokumentai bei vertybės. Pastaraisiais laikais „lengvai realizuojamos vertybės“ prekybinių dokumentų pavidalu emisijos padengimui jau pradeda figūruoti vidutiniškai iki 20% visos padengimo normos sumos. Daugiau kaip 30% beveik niekuomet nebuvo pasiekta<...>

### **Emisinė politika ekonominiu žvilgsniu**

Visai kitaip tenka vertinti Lietuvos banko emisinę politiką *ekonominiu* žvilgsniu.

Kokią turi reikšmę apyvarton emituojamų banknotų padengimo normos tautos ūkio ekonominių interesų žvilgsniu, jau ne kartą įvairiose vietose man teko savo nuomonę pareikšti. Šia proga leisiu sau šiuo klausimu duoti keletą, mano manymu, labai tiksliai padengimo normų reikšmę apibrėžiančių citatų iš knygos „Die Notendeckungsvorschriften der wichtigsten Zentralnotenbanken“ autoriaus Dr. Hans Deckert.

Jis, gvildendamas padengimo normų vertę tautos ūkio žvilgsniu, kelia tris klausimus:

1) ar *juridiškai nustatytos padengimo normos* galės sudaryti kliūtis per daug didelei banknotų emisijos ekspansijai ir apsaugoti nuo infliacijos;

2) ar gali garantuoti pakankamai didelį banknotų keitimo arba devizų fondą;

3) ar gali pagaliau būti tiek tikslūs, kad pilnai atitiktų šalies ekonominės struktūros ypatybes.

Į pirmą klausimą Dr. H. Deckert atsako šitaip:

Infliacijos svarbiausia priežastimi dažniausiai esti kreditų teikimas valdžiai jos nesubalansuojamų biudžetų deficitams išlyginti. Tokia banknotų emisija valdžios kredito reikalavimams patenkinti, kiek gyvenimas parodė, negali būti suvaržyta jokiomis juridinėmis normomis. Vienintelė šiuo atveju apsaugojanti priemonė gali būti tik *viešoji nuomonė, kuri visu griežtumu smerktų infliacijos politiką*, ir tai ji turėtų būti tokia galinga, kad valdžia drovėtųsi jai pasipriešinti.

Banknotų emisijai reguliuoti padengimo normos jokiu būdu negali būti sprendžiamosios. *Gerai* banko vadovybei bendrai jokios padengimo normos nereikalingos, *blogai* gi, kad ir geriausios padengimo normos gali šalies valiutą nustumti į pražūtį.

(Prisiminkime monetarinių santykių plėtotę Jungt. Amerikos Valst. ir Švedijos karo metu.)

Į antrą klausimą Dr. H. Deckert atsako taip:

Aukso fondas pirmoj eilėj turi valiutinės aukso atsargos reikšmę. Koks didelis turi būti aukso fondas būsimiems šalies mokėjimų balanso saldo kitimams išlyginti, gali spręsti tik banko vadovybė. Spręsti apie tai aukso padengimo normomis, kurios nustatomos ilgam neribotam laikui, yra labai netikslus metodas.

Nuostatai, nustatantieji privalomą aukso fondo minimumą, kai kurioms aplinkybėms esant, gali net tapti kenksmingi šalies valiutinių interesų žvilgsniu.

Aukštas padengimas neabejotinai padidina pasitikėjimą banku ir apyvartoj cirkuliuojančiais banknotais, bet piniginio vieneto vertei svarbus yra ne padengimas, o apyvartos banknotų kiekis.

Atsakydamas į trečią klausimą, Dr. H. Deckert, tarp kito ko, išsireiškia taip:

Beveik visose valstybėse tradiciškai įsigyvenusi, schematiškai kitur įvedama 1/3 padengimo norma negali vienodai tikti valstybėms su įvairiais papročiais ir įvairia ekonomine struktūra. Pav., šalyj, kur mokama išimtinai banknotais, 1/3 padengimo gali būti per aukštas, tuo tarpu kaip šalyj, kur įsivyravę papročiai

apsieiti be efektyvaus pinigų, ten 1/3 padengimo apyvartos banknotams gali būti per žemas.

Taigi galop tenka prieiti prie išvados, kurią aš ne kartą esu padaręs, kad banknotų emisijos tikslingumas priklauso nuo pačios banko vadovybės, nuo jos teisingo tų konkrečių šalies ekonominio gyvenimo interesų bei sąlygų pažinimo, kuriomis jai tenka dirbti. Visur ir visuomet emisijai reguliuoti galiojantis *dėsnis yra vienas – saugoti šalies valiutos patvarumą*. Kaip ir kuriais būdais bei priemonėmis tai pasiekama, lemia konkreti banko vadovybės teisinga arba klaidinga emisijos politika. Tokiu būdu emisinės politikos klausimas yra tų būdų bei priemonių, kuriomis banko vadovybė saugoja šalies valiutos pastovumą.

Lietuvos banko penkerius metus vedama emisinė politika gali būti skaidoma į du ryškiai skirtingus vienas nuo kito etapus. *Pirmas*, kuomet Lietuvos bankas, kiek galima laikydamasis juridiskai nustatytos 1/3 padengimo auksu normos, toliau emitavo tiek banknotų, kiek buvo devizų ir svetimos valiutos. *Devizos ir svetima valiuta*, praktiškai imant, buvo reguliari elementai Lietuvos banko emisijos politikoj. Tas etapas tęsėsi iki 1925 m., t. y. dvejus su puse metų. *Antras*, kuomet Lietuvos banko emisinėj politikoj pradeda veikti kitas svarbus veiksnys – diskontuoti prekybiniai dokumentai, būtent pirmiausia vekseliai. Nuo 1925 m. Lietuvos bankas pradeda emituoti banknotus atsižvelgdamas ne tik į devizų bei svetimos valiutos fondus, bet ir į *prekybinių dokumentų portfelį*. Tai labai svarbi aplinkybė. Todėl 1925 metus galima pažymėti nauja Lietuvos banko emisinės politikos kryptimi.

Analizuojant Lietuvos banko balansų duomenis, iki 1925 m. tenka susidurti su faktu, kad Lietuvos bankas savo emisinėj politikoj vadovavosi išimtinai emituojamų banknotų pilno grynu auksu ir svetima valiuta bei devizomis padengimo principu. Prisiminus tai, kas buvo kalbėta anksčiau apibūdinant metalistus, lyg atrodytų, kad Lietuvos banko vadovybė tais laikais būtų buvusi atgyvenusių ortodoksinių metalistinių pažiūrų ir banknotą būtų traktavusi kaip aukso sertifikatą. Nors pasiskaičiusiam tik atskiras kai kurias Lietuvos banko direktoriaus J. Paknio straipsnio vietas, deja, su tuo reikėtų ir sutikti. Taip, pav., sako: „...Bankas vadovaujasi priešingos teorijos, vadinamosios *currency theory*, principais, sulig kuriais banknotas yra tik aukso sertifikatas; išleisti banknotai privalo būti pilnai padengti auksu ir emisijos bankas negali būti verčiamas, nors ir padidintu diskonto matu, visą pateiktą vekselinę medžiagą diskontuoti...“ Tačiau, gerai išiskaičius į Lietuvos banko direktorių Ad. Prūsą, J. Paknio straipsnius ir į Lietuvos banko valdytojo prof. V. Jurgučio akcininkų susirinkimuose pasakytas kalbas, tenka konstatuoti, kad Lietuvos banko emisinėj politikoj Lietuvos banko vadovybė nebuvo artima metalistinėms pažiūroms, bet buvo vedina kitų motyvų – tais laikais smarkią rolę vaidino *psichologiniai* elementai. Lietuvos banko valdytojas savo kalboj, kalbėdamas dėl 1925 m. metinės apyskaitos, pabrėžia: „Tiesa, Lietuvos bankas iki šių metų laikėsi, vadovaudamasis *psichologiniais motyvais*, pilno aukso vertybėmis banknotų padengimo...“ Kokie tie psichologiniai motyvai, kuriais vadovaudamasis Lietuvos bankas vedė savo emisinę politiką, pasako mums banko direktoriai J. Paknys ir Ad. Prūsas. J. Paknys sako: „...Patirtis išmokė mūsų visuomenę skeptiškai žiūrėti į labai svyruojančios vertės didelę apyvartos pinigų sumą. Geriau mažiau turėti apyvartoj pinigų, kaip nors išteksime, kad tik negrįžtų gėdingos vokiečių markės laikai...“ Ad. Prūsas pažymi spekuliatyvias tendencijas, kurias aiškiausiai suformuluoja buv. finansų ministeris Vyt. Petrulis, minioj ir prekybos sluoksniuose. Jis sako: „Mūsų pirkliai didžioj dalyj dar organiškai nesusirišę su mūsų krašto likimu, o ypač su mūsų naujos valiutos likimu. Rusų, vokiečių valiutų žlugimas išaugino ir Lietuvoje tam tikrą spekuliantų sluoksnį, kuris paragavo didelių valiutų katastrofų saldumo ir labai norėtų daryti didelius biznius ir tada, jeigu lito kursas pradėtų svyruoti ir kristi...“

Psichologiniai elementai šalies piniginei santvarkoj neabejotinai lošia gana svarbų vaidmenį. Monetarinių santykių plėtojimosi istorijoje, pav., yra žinomi net tokie vienas kitam prieštaraujantieji faktai – vienur šalies gyventojai griežtai nusistatę prieš auksinių monetų vartojimą apyvartoj ir reikalauja banknotų (iki karo Austro-Vengrijoj); kitur gi šalies gyventojai nusistatę priešingai – reikalauja auksinių monetų ir vengia popierinių banknotų (iki karo Rusijoje. Karą paskelbus, aukso išnykimas ir popierinių rublių pasirodymas apyvartoj nulėmė visuomenės nepasitikėjimą Rusijos valstybės banku). Imant pavyzdį iš naujausių laikų monetarinės istorijos faktų, šiuo žvilgsniu gali būti pažymėtinas nors ir Liuksemburgo valiutos stabilizavimo projektas. Valstybės Taryba, svarstydamą naujos valiutos įvedimo įstatymą, nesutiko su valdžios projektuojama padengimo norma iki 33% aukso devizomis, bet manė, kad reikia ją padidinti iki 50%, nes 33% padengimo, šių dienų sąlygoms esant, kuomet pasitikėjimo momentas yra žymiai jautresnis negu prieš karą, tokiam pasitikėjimo manko išlyginti yra per maža.

Tokie ir įvairūs kiti į juos panašūs psichologiniai momentai atsiranda dėl įvairių aplinkybių – masių psichologijos, šalies kultūrinės padėties, socialinės santvarkos ir net politinės valstybės tvarkos. Pav., pastebėta, kad valstybėse su labai aprėžtomis visuomenės teisėmis bendrame valstybės valdyme aukso atsarga turi būti laikoma didesnė, nes ten pasitikėjimo momentas visuomenėje yra jautresnis ir todėl valiutos patvarumui išlaikyti reikia ją pagrįsti visuomenei aiškiai matomu vertingu objektu – aukso (pav., Rusija). Priešingai, plačiai respublikoniškose valstybėse, kur visuomenė pati plačiai dalyvauja valstybės tvarkyme ir todėl neturi pamato pati savimi nepasitikėti. Yra ir tokių pavyzdžių, kur šalies centr. emis. bankas imasi psichologinių minios elementų auklėjimo rolės jam pageidaujama kryptimi. Taip, pav., kodėl prieš karą Austro-Vengrijoj auksas vaidino menką vaidmenį psichologinei minios nuotakai, o linkęs aiškinti ypatingai tuo, kad Austro-Vengrijos centr. bankas, turėdamas aukso fondo valiutą ir vesdamas devizų politiką, pats negarbino aukso ir kitus pripratino jo negarbinti.

Lietuva prieš karą buvusi Rusijos imperijos dalis. Galimas dalykas, kad kartu ir dabartinės Lietuvos gyventojai liko ortodoksinės metalistinės dvasios pasekėjais. Bet vargu. Rusijoje sakyta dvasios nuotakai masėse ugdyti veikė absoliutinio monarchizmo santvarka, mūsų gi sąlygomis ji pasikeitė griežtai respublikoniška. Todėl šia priežastimi masių metalizmui linkusi nuotaka visai negali arba bent labai mažai tegali būti pagrįsta. Visai kas kita, jeigu apsistotume ties tuo mūsų valstybinio gyvenimo laikotarpiu, kuomet mūsų politinė egzistencija buvo dar nesutvirtėjusi ir siūbavo įvairių vėjų pučiama; kuomet Lietuva daug kam atrodė nerimtas politinės aferos kūrinys; kuomet Lietuvos ekonominis gyvenimas atrodė galimas tik kurios nors didesnės kaimyniškos valstybės prieglobstyje. Tokiai nuotakai esant, psichologiniai elementai piniginės santvarkos reformoj galėjo turėti reikšmę, *tik, manau, ne tiek didelę, kad pasitikėjimo manko išlyginti būtų reikėję būtinais siekti virš 100% emisijos padengimo aukso ir aukso vertybėmis, visiškai nepripažįstant tam tinkamu prekybinio vekselio.*

Kitos rūšies psichologiniai momentai, kurie paprastai gali suvaidinti kurį nors vaidmenį monetarinėje santvarkoj ir turėti įtaką valiutos patvarumui, manau, gali būti ir šie: vieni, kurie visiškai suardo esamą piniginę santvarką ir todėl, kokius didelius aukso rezervus bankas turėtų, vis vien kilusio aliarmo ir sumišimo numalšinti negalės – karas, revoliucijos, vidiniai karai ir t. p. Tokiais atsitikimais paprastai kyla panika, ir žmonių minios bėga prie banko kasos ir reikalauja aukso. Bankas tuomet neturi jokių priemonių reikalavimams patenkinti ir valiutos patvarumui išlaikyti. Kiti gi yra labai trumpalaikio, pereinamo pobūdžio ir dažniausiai neturintys rimto pamato. Tokiems laikiniams sumišimams numalšinti bankas privalo būti pasiruošęs; bet kiek tam reikalui emisija turi būti apsaugota aukso vertybėmis, – į tai gana nuosekliai atsako *Vygandas\**, su kurio nuomone pilnai galima sutikti.

\*Vygandas – J. Purickis, žymus žurnalistas ir visuomenės veikėjas (buv. Lietuvos atstovas Berlyne ir Užsienio reikalų ministras).

Kalbant apie psichologinių elementų vaidmenį piniginei santvarkoj bendrai, teko konstatuoti vieną nepalankios masių psichologinės nuotaikos atsiradimo galimybę – būtent, jos ugdymas su paties centr. banko pagalba. Turint omenyje Lietuvos banką, negalima praeiti nepaminėjus tokios galimybės, nes Lietuvos bankas tokiai galimybei atsirasti pats yra daug padėjęs. Emituodamas banknotus tik pilnu padengimu aukso vertybėmis, tiek to fakto vertę mokejo išreklamuoti, kad tikrai visuomenėj trumpu laiku išsidirbo nuomonė, kad piniginio vieneto vertė priklauso nuo padengimo. Spauldoje irgi dažnai tenka pasiskaityti straipsnelių ir įvairių informacinių žinių, kuriose primygtinai nurodomas aukštas emisijos padengimas aukso vertybėmis, šio fakto reikšmę tampriai siejant su lito pastovumu. Pagaliau tokiu būdu išauklėjama klaidinga visuomenės opinija, kuri pagaliau net tampa žalinga paties Lietuvos banko interesams, nes ji kenkia banko politikos *lankstumui*. Pasekmė – visuomenė pripranta per daug atidžiai lyginti centas centui banknotų ir padengimo aukso ir svetima valiuta sumas, skelbiamas dvisavaitiniuose bankų balansuose. Šia proga prisimintinas faktas, kuomet, Lietuvos bankui pradėjus leisti apyvartoti banknotus, padengtus irgi prekybiniais dokumentais, suklaidintoj visuomenės opinijoj pasireiškė nervingumas ir pasigirdo klaidingai aliarmojuojantys balsai. Taigi ateityj Lietuvos bankas turėtų reklamuotis priešinga kryptimi, t. y. ne garbindamas auksą, bet palikdamas jam tik prideramą vietą – emituojamų pinigų apyvartą reguliuoti. Kiek bankas sugebėjo savo naudai tinkamai nusistatyti, kad visuomenė identifikuoja deizas auksui, tiek pat banko interesai yra išaiškinti visuomenei aukso reikšmę piniginei santvarkoj. Pastaruoju laiku Lietuvos bankas išleido naujus banknotus (10 litų), kurie savo spalva ir piešiniais labai primena dolerius – tai yra labai tiksliai parinktas metodas banko interesais palankiai masių psichologinei nuotakai išauklėti.

Pagaliau dar vienas psichologinis elementas, kuris būtų galėjęs pagrįsti Lietuvos banko tų laikų emisinę politiką, buvo tas ekonomiškai nesveikas spekuliacijos ūpas, kuris tuomet vyravo po infliacijos. Bet su spekuliacija galima kovoti tik atitinkamai suvaržant ir racionalizuojant patį kreditavimą, bet ne emisiją. Kova su spekuliacija priklauso kreditavimo, bet ne emisijos sferai. Tokiu būdu tenka prieiti prie išvadų, kad visuomenės psichologijoj neatsirado tokių svarių elementų, kurie būtų galėję nulemti Lietuvos banko tokią emisinės politikos kryptį, kuriai būtų buvęs reikalingas *100% padengimas aukso vertybėmis, visiškai ignoruojant vekselį*, juo labiau kad tuo pat laiku Lietuvos ekonominiame gyvenime smarkiai buvo jaučiama kito, grynai ekonominio elemento didelė žala – pinigų stokos apyvartoj.

Suprantama dabar, kodėl Lietuvos banko valdytojo pavaduotojas Ad. Prūsas, irgi Vygandas ir kiti, mažai tevertindami psichologinius momentus, iškelia kitą daug svarbesnį – *ekonominį* momentą ir, juo motyvuodami, kritikuoja tų laikų Lietuvos banko emisijos politiką. Jų kritikos išeinami taškai yra grynai ekonominiai motyvai. Ad. Prūsas, kaip žinoma, formuluoja juos šitaip: „... Turint omenyje tai, kad litas jau įgavo pakankamai tvirtus pagrindus šalyj ir užkariavo sau gana pastovias pozicijas užsienyje, jau laikas ir visiškai nepavojinga būtų emituoti banknotus be pilno padengimo aukso... Lietuvos bankui reikėtų imtis priemonių esamai piniginei krizei pašalinti, nes pastaroji paralyžiuoja visą tautos ūkio prosperaciją... stabdo pramonės vystymąsi, varžo mūsų eksportą... Būtina sveikos piniginės apyvartos sąlyga Lietuvoje yra tinkamas apyvartoj cirkuliuojančių banknotų santykiavimas su tautos ūkio pareikalavimais... Banknotų emisija turi kreditavimo tikslą, paremtą trumpalaikiais prekybiniais vekseliais. Pastarieji, kaip kilę iš prekybinės apyvartos pareikalavimų ir reprezentuojantys visiškai realias vertybes, yra pakankamai patikimas padengimas emisijai...“

„Kredito stoka!“ – dažnai buvo ir dar dabar tebegirdima frazė gatvėse, susirinkimuose ir paskaitose. Bet tai mums čia maža teprivalo rūpėti. Mūsų svarstomas

klausimas yra ne Lietuvos banko kredito politika, bet jo *emisijos* politika. Čia pabrėžiu tai tyčia, nes paprastai, ar tai skaitant straipsnius, ar girdint kalbas, tenka pastebėti, kaip autoriai, negalėdami atskirti emisinės nuo kredito politikos, tas abi sąvokas sudarko ir, žinoma, prieina prie klaidingų rezultatų. Vienintelis *Vygandas* su pakankamu ryškumu supranta tą skirtumą ir moka aiškiai skirti. Jis, nebūdamas prielankus Lietuvos banko emisinei politikai, visiškai nepriešta-raudamas savo aukščiau išreikštomis mintims, straipsnio gale sako: „... Kad L. bankas veda griežtą diskonto politiką, užtat galima jam tik pritarti... Užtat niekas neturi teisės pykti ant banko už jo kietą diskonto politiką, kam iš tikro rūpi, kad litas nenudardėtų. Ir jeigu bankas sako, kad, nepaisant didelio šauksmo dėl kredito stokos, maža tėra rimtų kredito pareikalavimų, tai netikėti jam nėra pamato“. Todėl ir aš, norėdamas griežtai skirti Lietuvos banko emisinę politiką nuo kredito politikos ir apie pastarąją visiškai nekalbėti, ignoruosiu „kredito stoką“, bet užtat turėsiu omenyje apyvartos *pinigų* (banknotų) *stoką*.

Manau, daug kas šia proga man norėtų pasakyti, kad „kredito stoka“ yra tiesioginis pinigų stokos padarinys ir mūsų tuo metu buvusiomis sąlygomis netenka tuodu ekonominiame gyvenime vienodai žalingai veikiančius elementus skirti; bus daugiau pinigų, t. y. padidės emisija, sumažės kredito stoka. Kaip tik, turint omenyje tų laikų ekonominio gyvenimo sąlygas, gretinti abiejų sąlygų negalima. Kad kredito stoka tais laikais *s v e i k o s ekonominės politikos* žvilgsniu negalėjo būti identifikuojama su pinigų stoka apyvartoj, galima spręsti nors ir iš buv. finansų ministerio V. Petrulio straipsnio žodžių, kurie visiškai teisingai analizuoja tų laikų „kredito stokos“ turinį: „Visuose balsuose ir nusiskundimuose dėl kredito stokos Lietuvoje reikia atskirti aiškiai du priešingus tonus. Vienas – skausmo šauksmas, mūsų normalaus ekonominio gyvenimo, t. y. žemės ūkio, prekybos ir pramonės, kitas gi – tai šauksmas spekuliantų, kurie, naudodamiesi pirmuoju balsu, stengiasi didinti triukšmą ir vesti į pagundą tuos, nuo kurių priklauso emisijos politika. Į pirmųjų balsą reikia su visu atsidėjimu įsiklausyti, o antriesiems reikia griežtai atsakyti, kad daugiau „lavonų maisto“ jiems nebūtų tiekama“. Iš to išeina aiški išvada – kad „kredito stokos“ dydis buvo žymiai didesnis, negu sveikai ekonominio gyvenimo plėtotei jaučiama pinigų stoka. (Jeigu aš vengsiu populiariai vartojamos „kreditų stokos“ sąvokos, bet turėsiu omenyje tik pinigų stoką, tai aš išvengsiu spekuliatyvaus pareikalavimo pinigų rinkoje ir arčiau prisitarsiu prie mano temos – Lietuvos banko emisinės politikos.)

Kaip didelė buvo pinigų stoka tuomet Lietuvoje? – būtų konkretus klausimas, jeigu į jį galima būtų tiksliai atsakyti. Tuomet būtų irgi lengva atsakyti į klausimą, kiek Lietuvos banko emisija yra per maža ir kiek ją reikėtų padidinti. Pažiūrėkime – gal ir galima.

Lietuvos banko valdytojo pavaduotojas Ad. Prūsas mėgina pinigų stokos dydį nustatyti lygindamas ikikarinę pinigų apyvartą Kauno gubernijoje su dabartine (1923 m.). Prieina prie išvadų, kad iki karo vien tik Kauno gubernijoje pinigų apyvarta buvo 12 kartų didesnė. Ergo, galima būtų padaryti išvadą, kad Lietuvos banko emisiją reikėtų padidinti 12 kartų, t. y. iki 600 mil. litų. Ar emisiją padidinus iki tokios sumos, litas „nudardėtų“ ar jis pasidarytų dar pastovesnis, nesiimu spręsti, bet kad toksai pinigų stokos nustatymo metodas yra visiškai nepriimtinas – neabejoju. Kodėl? – nerandu reikalo daug aiškinti. Kiek ikikarinė Lietuva yra skirtinga nuo dabartinės, tiek ir jos ikikariniai pinigų pareikalavimai yra skirtingi nuo dabartinių. Jų identifikavimas bei gretinimas neabejotinai gali nuvesti klaidingais keliais. Konkrečios ekonominio gyvenimo sąlygos ir jo interesai laiku neatskirti tik gali būti sprendžiantieji piniginių pareikalavimų dydžiui.

Antras būdas pinigų stokai apyvartoj nustatyti (visuomenės daugiausia mėgstamas) – tai, kaip jau minėjau, remiantis esamos kredito stokos faktoriumi, t. y. vadovaujantis paklausos ir pasiūlos santykiu pinigų rinkoje. Tas būdas

paprastoms ramaus ekonominio gyvenimo plėtojimosi sąlygoms esant, visur yra vartojamas ir ne tik mokslo teorijų, bet ir įvairių šalių emisinių bankų praktikos aprobuotas. Ten, kur pinigų rinkoje veikia tik sveiki šalies ekonominiai interesai, be spekuliacijos elementų priemaišos, emisijos bankas gali drąsiai susisieti betarpiais ryšiais su kredito rinkos veikimo rezultuojančia pasiūla ar paklausa ir į jas betarpiškai reaguoti. Bet ar Lietuvos ekonominio gyvenimo sąlygos tais laikais buvo normalios? Ar pinigų rinkoj veikusieji faktoriai buvo pagrįsti tikrais šalies ekonominiais interesais? Ar Lietuvos bankas galėjo jais visiškai pasitikėti ir iš jų veikimo rezultuojančia kredito stoka vadovautis ir ją patenkinti, atitinkamai emisiją praplėsti? Į visus šituos klausimus, deja, reikia atsakyti *neigiamai*. Kokios ekonominio gyvenimo sąlygos tuomet buvo Lietuvoje, mes jau žinome. Daugiau spekuliacija, negu ekonominiai interesai vyravo Lietuvos materialioj būtybėj. Infliacijos metu įsikūrė begalės įvairių prekybos, pramonės ir kredito įstaigų, kurios, aišku, neturėjo sveikų egzistencijos pamatų ir ilgai Lietuvai buvo nereikalingos. Pastovią valiutą įvedus, atėjo nors sunkios sąlygos dirbtiniam padarui egzistuoti, tačiau jis ilgai dar nesiliovė mėgindamas išsilaikyti. Visos infliacinio sukurio minėtos įstaigos, irgi spekuliacija veikė pinigų rinkoje drauge su sveiko ekonominio padaro prekybos bei pramonės įmonėmis. Aišku dabar, kodėl paklausa pinigų rinkoje tuomet buvo tiesiog kolosali. Kreditų stokos rodiklis, nuošimtinė taksą buvo pakilę nepaprastai aukštai – iki 72%–48%–60% ir buvo laikomi normaliais. Dabar kyla klausimas – ar visas šis aliarmuojančios kreditų stokos dydis galėjo būti tikru rodikliu Lietuvos banko emisijai? Ne, anaiptol. „Banknotų leidimas – tai mobilizuoto komercinio portfelio cirkuliacija su Banko parašu, garantuojančiu komercinio portfelio *tikrumą*.“ Jeigu pastarasis būtų prikimštas spekuliatyvinio pobūdžio prekybinių dokumentų bei vekselių, būtų pripildytas patenkintų kredito prašymų įvairių infliacinės kilmės prekybos įstaigų, tai ar banknotų emitavimas nebūtų panašus į nelegalų banknotų padirbimą, o Lietuvos bankas ar netaptų baudž. kodekso baudžiamu asmeniu. Be to, buvo jaučiama didelė kreditų stoka, irgi paremta tikrais ekonominiais interesais, bet Lietuvos banko emisijai pavojinga būtų ilgamečių kreditų stoka žemės ūkio ir pramonės investicijai. Taigi aukščiau išdėstytais motyvais tenka prieiti prie išvados, kad ir „kredito stoka“ *tokia, kokia ji buvo jaučiama tuomet Lietuvoje*, negalėjo tarnauti Lietuvos banko emisinės politikos rodikliu.

Tai kas gi tuomet? Koks gi *objektyvus* mastas tais pavojingais laikais galėjo būti Lietuvos bankui vadovaujantis jo emisinėj politikoj? Emisijos bankas, kaip teko matyti, pasirinko patikimiausią – gryną auksą ir tvirtą svetimą valiutą.

Jeigu būtume tos nuomonės, kad emisinė banko politika turi tik vieną uždavinį – išsaugoti šalį cirkuliuojančio piniginių vienetų vertės patvarumą, kuris bazuojamas apyvartoj esamų pinigų reliatyvia *retenybe*, tai Lietuvos bankas savo emisinėj politikoj pasirinko labai tikrą kelią. Nekalbant jau apie gryną auksą, kuris mums pasiekiamas su dideliais sunkumais ir išlaidomis, tvirta svetima valiuta yra mums irgi palyginti reta vertybė. Todėl aišku, kad ir tik svetimos valiutos garantija emituojamas banknotas turi būti irgi retas. Bet ar jis nebuvo *per daug retas* ir dėl tos priežasties, ar paimta emisinės politikos kryptis nekludė Lietuvos bankui vykdyti dar antrą emisijos politikai ne mažiau svarbų uždavinį – *derinti emisiją su krašto ekonominiais reikalais*? Lietuvos banko direktorius J. Paknys, tarp kito ko, sako: „Tą uždavinį (suprask – savo valiutos įvedimą) išpildyti reikėjo skubiai ir sėkmingai, labai pavojingomis sąlygomis, esant sunkiai ūkio krizei ir nesuvaldomam spekuliacijai valiuta. Suprantama, kad tokiomis sąlygomis kreditiniai emisijos banko uždaviniai, kiek dar juos galėjo išskirti iš bendro uždavinių komplekso, reikėjo palikti užpakaly, užleidžiant pirmą vietą labiau pribrendusiam reikalui – išsivaduoti nuo vokiečių markės ir gauti aukštos vertės litą“. Dar aiškiau ta pačia prasme išsireiškia Lietuvos banko valdytojo pava-



duotojas Ad. Prūsas pabrėždamas, kad Lietuvos bankui, nustatant emisinės politikos kryptį, nereikėtų pamiršti ir plačių šalies ekonominių interesų, nes priešingai „paralyžiuojasi viso tautos ūkio prosperacija“. Iš čia reikalinga prieiti prie išvadų, kad Lietuvos banko emisinė politika tais laikais buvo vedama išimtinai lito vertės pastovumo sumetimais, o ekonominiai šalies interesai buvo dabojami tik kredito politikoj *restriktyvios emisijos* ribose.

Jeigu išskeltume klausimą: „kodėl?“, tai vėl tektų susidurti su tais psichologiniais momentais, apie kuriuos kartą jau kalbėjome ir kurie, kaip matėme, neturėjo pakankamo pamato. Kitas dalykas, jeigu prisimintume infliacijos laikų padarinius, kurie, kalbant buv. finansų ministerio V. Petručio žodžiais, įnešė į mūsų krašto ekonominį gyvenimą „savotišką babiloną“ ir chaosą, pasireiškusį smarkiai išsikerojusioj spekuliacijoj, dezorganizacijoj prekybinės ir gamybos rinkos ir t. p. Bet, kaip jau teko konstatuoti, Lietuvos bankas suprato smarkios kovos reikalingumą ir mokėjo surasti gana tinkamas tai kovai priemones, pasireiškusias gana stropioj kreditų restrikcijos politikoj. Ar kalbama kredito politikos kryptis visur ir visuomet buvo pakankamai griežta ir tiksli, ar Lietuvos bankas visuomet palikdavo tos kovos triumfuojantis laimėtojas – nesiimsime spręsti, nes tai ne šios knygos turinio uždavinys. Sutiksim su nuomone, ne kartą iš banko sferų girdėta, kad Lietuvos banko restriktivi kredito politika buvo sėkminga. Bet tuomet kyla *restriktyvios emisijos* politikos reikalingumo klausimas. Tiksliai vedama restriktivi kredito politika yra visuomet suderinta su tikrais krašto ekonominiais interesais. Spekuliantams ir įvairios rūšies vertelgoms Lietuvos banko durys uždarytos. Kredituojami sąžiningi pirkliai, pramonininkai, vienu žodžiu – tikrų vertybių gamintojai, kurie atsineša su savim *gerus, tikros vertės vekselius* bei kitus prekybinius dokumentus, visiškai įrodančius vertybių buvimą tautos „socialinio produkto“ komplekse. Tokios kredito politikos pasekmėj Lietuvos banko komercinis portfelis yra tiek pat gera garantija banknotų emisijai, kaip grynas auksas arba svetimos valiutos fondas. Ir kodėl Lietuvos bankas per 2 ½ metų vengė bazuoti savo emisijos politiką irgi prekybiniais dokumentais, kodėl Lietuvos bankas vedė *dvigubos restrikcijos* politiką ir kredite, ir emisijoj – klausimai palieka neišaiškinti. Maža to: per 1922, 1923 ir 1924 metus emisijos padengimas auksu ir svet. valiuta daugiau ar mažiau net *viršydavo* pačią emisiją.

Tokia Lietuvos banko restriktivi emisijos politika negalėjo būti gerai suderinta su šalies ekonominiais reikalais ir todėl, savaime aišku, turėjo prisidėti prie tais laikais tikrai buvusios kredito stokos ir aukštų nuošimčių, ką jautė ne spekuliacijos, bet sveiko padaro ekonominis elementas. Žinoma, negalima užginčyti fakto, kad svetimos valiutos fondo kitimai yra surišti su krašto ekonomika. Tiek, kiek šalies prekybos balansas sveria jos mokėjimų balanse, svetimos valiutos fondo augimas arba mažėjimas yra tampriai surištas su tautos ūkio gamybos prosperacija arba regresu. Bet visgi ir tuomet banko emisija pamatuoti išimtinai svet. valiutos fondais netinka dvejais žvilgsniais: 1) svetimos valiutos fondas rodo tik eksportuojančios gamybos kitimus, palikdamas visai nuošaliai gamybą vidaus rinkai, kuri emisijos politikai turi būti lygiai tiek pat reikšminga, kaip ir pirmoji, 2) jeigu ir imti tik eksportuojančią gamybą emisijos pamatu, tai svetimos valiutos fondo kitimai yra pasekmė jau įvykusio gamybos proceso, tuo tarpu kai bankas privalo taikyti savo emisiją ne tik jau įvykusio gamybos proceso, bet irgi dar vykstančio ir besiruošiančio vykti reikalavimams pinigų rinkoje. Geras vekselis abejais atvejais turi preferansus.

Trumpai sakant – Lietuvos bankas savo restriktivia kredito politika galimai mokėjo pritaikyti vertybių gamybą tautos ūkio reikalavimams, bet savo emisine politika nerado galimu apyvartoj cirkuliuojantį pinigų kiekį pritaikyti vertybių gamybai.

Tam, žinoma, buvo irgi svarbios kliūtys ir sunkumai – visų pirmiausia neaiškiai išsikristalizavusi spekuliacijos dezorganizuota prekyba ir pramonė.

Istorinė ir teorinė emisinės politikos apžvalgoj teko matyti, kokius kompensantus stengdavosi sau surasti ekonominis gyvenimas ten, kur emisinė politika dėl kurių nors priežasčių tapdavo nelanksti ir mažai pritaikoma ekonominio gyvenimo reikalavimams. Anglijoje, pav., platus čekių vartojimas aiškinamas labai nelanksčia banknotų emitavimo sistema. Pas mus Lietuvoje čekis irgi būtų išsiplatinęs, jeigu ne ta didelė rizika, kuri labai netikslios įstatymdavystės dėka daro čekį visai netinkamu mokėjimo instrumentu. Todėl pas mus išsiplatino kitas pagalbinis šalia banknoto mokėjimo (kredito) instrumentas – vekselis. Kiekvienas, kuriam tik piniginiai kreditai nebuvo prieinami, ieškojo kreditų vekselinių. Tokiais visų pirmiausia buvo įvairūs spekuliantai ir infliaciniais pagrindais išikūrusios prekybinės įstaigos, kurioms dėl aštrios kredito restruktūros piniginio kredito rinka buvo visai neprieinama (apie šią kategoriją nekalbėsime), bet buvo ir tokios prekybinės įstaigos, kurios gausiai vartojo vekselius todėl, kad dėl restriktyvios *emisinės* politikos siaura piniginė rinka negalėjo pakankamai patenkinti jų reikalavimus. Vekselis, kad ir negalėjo visiškai pakeisti mokėjimo pinigais, tai visgi laiko žvilgsniu mokėjimus žymiai palengvino. Kiek buvo vartojama vekselių iš viso tais laikais Lietuvoje, sunku pasakyti. Kokią didelę reikšmę jie turėjo apyvartoj bendrai, gali tik pasakyti tas, kuris tuos laikus kartu gyveno, stovėjo „vekselinio ūkio“ centre ir buvo jo „kūrėju“. Objektiviai vekselinio ūkio plėtojimosi eiga, žinoma, tik iš dalies gali nušviesti šie skaičiai, rodantys visuose bankuose diskontuotų vekselių augimą kas metai:

1923 m. sausio 1 d.	5 484,4	tūkst. litų		
gruodžio 31 d.	21 599,3	“	“	
1924 m.           “	30 253,4	“	“	
1925 m.           “	34 449,5	“	“	
1926 m.           “	37 986,8	“	“	
1927 m. birželio 30 d.	43 983,8	“	“	

Šie skaičiai mums rodo, kad vidutiniškai 30–40 mil. litų sumoj vekselių yra nuolatinėje apyvartoj, t. y. virš 60% visos banknotų emisijos. Visi jie yra bankų diskontuoti, t. y. jų rimta komercinė kilmė patikrinta ir aprobuota. Spekuliaciniai vekseliai tokiu būdu į šį skaičių, jeigu ir įeina, tai palyginamai maža suma. Kiek, be šių tikros komercinės kilmės vekselių, dar buvo apyvartoj įtartino, spekuliacinio pobūdžio, manau, geriausia gali parodyti protestuotų vekselių skaitmenys:

1924 m. –	25 745 113 lit.
1925 m. –	27 759 493 “
1926 m. –	33 185 759 “
1927 m. –	30 200 186 “

Kiek matosi, protestuotų vekselių metinė suma tiesiog kolosali. Vidutiniškai kas mėnesį protestuojama nuo 2–3 mil. naujų vekselių. Bet tokio didelio protestuotų vekselių skaičiaus rodiklis parodo ne tik nesveiko vekselinio portfelio buvimą apyvartoj, bet ne mažiau yra reikšmingas ir esamai piniginės apyvartos stokai apibūdinti. Jog Lietuvoje dar ir šiandieną nelabai retas atsitikimas (anksčiau visiškai normalus), kad rimta prekybinė įstaiga, dėl pinigų stokos negalėdama gauti nė piniginio kredito, nė pinigų, darė dideles apyvartas vekseliais su palyginamai labai minimaliais pinigų kiekiais ir, žinoma, čia reikalingas buvo labai gudrus finansinio skyriaus vedėjas, kad neprivestų vekselių prie protesto, įstaigų prie termininių mokėjimų negalavimo ir likvidacijos (bankroto).

Bet, vekselių apyvartą apskaičiuojant, paliko nuošaliai dar trečia vekselių grupė, kuri nei diskontuojama bankuose, nei protestuojama pas notarus. Šios vekselių grupės nuolatinė apyvarta sudaro, manau, *minimum* dvigubai tiek, kiek iš bendros vekselių apyvartos masės patenka diskontan. Jeigu dabar priimtume

domėn ir trečią vekselių grupę, tai bendra vekselių apyvarta sudarys iki 200% emituotų banknotų sumos, t. y. vekselių apyvarta Lietuvoje yra *minimum du kartus* didesnė už banknotų apyvartą.

Be šio apyvartos (nesakau piniginio) surogato, bent 1923, 1924 ir dar 1925 m. buvo plačiai vartojami ir kiti apyvartos piniginiai surogatai – tai būtent *svetima valiuta* – doleriai. Kiek greta lito cirkuliavo apyvartoj irgi svetimoms valiutoms, apskaičiuoti nėra objektyvių duomenų. Įvairūs ekonomistai spėja įvairiai: minimum dvigubai – maksimum penkis kartus daugiau negu litų. Priimsiu, atsargumo dėlei, minimumą. Štai ir išvada:

Šalia litų, apyvartoj cirkuliavo įvairūs surogatai, iki 400% bendros banknotų emisijos.

Šis faktas, žinoma, neparodo, kad sakytais laikais banknotų emisija turėjo būti keturis kartus didesnė. Šis faktas tik parodo, kad pinigų stoka apyvartoj buvo, ir emisinė politika buvo vedama restriktyviai. Kokia turėjo būti pinigų apyvarta tikrenybė, konkrečiai apskaičiuoti negalima, nes jos dydis priklauso nuo skaičiais neįvertinamų šalies ekonominio gyvenimo sąlygų bei reikalavimų.

Gal šiuo klausimu galima būtų kiek orientuotis imant palyginamus emisijos skaičius Latvijoje, kaip giminingoj Lietuvos ekonominei struktūrai. Atskirais metais gruodžio mėn. pabaigoj banknotų apyvartoj buvo *milijonais* litų:

	<i>Lietuvoj</i>	<i>Latvijoje*</i>
1922 m.	30	76*
1923 m.	60	134*
1924 m.	93	148*
1925 m.	82	132*
1926 m.	87	173
1927 m.	97	188

Išvadas leidžiu daryti pačiam skaitytojui. Turiu tik konstatuoti, kad Latvijoje irgi buvo jaučiama pinigų stoka apyvartoj.

Nuo 1925 m. pradžios Lietuvos bankas pradėjo naują emisinės politikos kryptį. Šalia grynų aukso ir tvirtos svetimoms valiutoms emisijai padengti pradeda būti vartojami prekybiniai vekseliai ir kiti dokumentai bei prekybinės vertybės ir būtent – iki 20% bendros padengimo masės. Lietuvos banko emisinės politikos žvilgsniu šis faktas yra labai didelės reikšmės. Tai reiškia, kad Lietuvos bankas 1925 m. atsisakė nuo pirmiau vestos restriktyvios emisinės politikos, savo naujos krypties emisinėj politikoj tampa daugiau liberalus ir, priimdamas vekselius emituojamų banknotų padengimui, daro žygius *banknotų emisiją daugiau suderinti su šalies ekonomiais interesais*.

\*Žinios „Memo-  
randum sur les  
Monnaies et les  
Banques  
Centrales“.

## Summary

### ISSUE POLICY OF THE BANK OF LITHUANIA

#### Stasys Kuzminskas

Stasys Kuzminskas (born in 1901) – economist, actively involved in public life, who received his university education and doctor's academic degree in Germany, in 1928 published a book “Issue Policy of the Bank of Lithuania (In the Light of the Development of European Monetary Relations)”. A fragment from the book published in the magazine presents economic evaluation of the issue policy of the Bank of Lithuania in 1923–1927 that contradicts the official position of the bank in that period in some of its conclusions and therefore, could be interesting to the readers of the “Monetary Studies”. Starting-point

for the evaluation made by the author is illumination of the activity of the Bank of Lithuania “as a product of historical development and a current participant in the global monetary system”. According to this concept the role of gold in the regulation of issue policy is revealed, influence of restrictive issue of banknotes on the economic interests of the state, development of the money and credit markets, stability of the Litas and flexibility of the bank policy is analysed. The explanation of the issue policy reform of the Bank of Lithuania is based upon specific economic developments, and there are presented psychological motives of its evaluation.

## KRIZĖ KRIZĖJE\*

**Nikolaj Šmeliov**

*Straipsnyje išnagrinėtos dabartinės Rusijos finansinės ir ekonominės krizės priežastys bei aptarti galimi būdai ir scenarijai šiai krizei įveikti. Autorius daro išvadą, kad krizės priežasčių pirmiausia reikia ieškoti šalies viduje, reformatorių vyriausybių klaidingoje politikoje. Tikėdamas, kad išeitis iš krizės visgi yra, autorius mato tris pasirinkimo galimybes, tris galimus krizės įveikimo scenarijus – „blogą“, „labai blogą“ ir „katastrofinį“. Kaip mažiau skausmingą išskiria ir plačiausiai aprašo vadinamąjį „blogą“ scenarijų. Sąlyginai skirdamas „labai blogą“ scenarijų į du variantus – „monetarinį“ ir „direktyvinį“, straipsnio autorius įrodinėja, kad dabartinėmis Rusijos sąlygomis netinka ir yra labai blogi abu. Nagrinėti „katastrofinio“ scenarijaus autorius nemato prasmės.*

*Pagrindiniai žodžiai: reformatorių vyriausybė; reformos klaidos; nepasitikėjimas bankais, rubliu; biudžetas; pinigų ir finansų rinkos; krizės įveikimo scenarijai.*

Šių metų ruduo, matyt, pats sunkiausias ir pats pavojingiausias laikotarpis per visus radikalių ekonominių reformų metus, kuriuos pergyvena Rusija. Griūtis, apie kurios galimybę, dar daugiau – neišvengiamumą, ir pas mus, ir užsienyje jau seniai įspėdavo daugelis, pagaliau įvyko. „Lavina“ pajudėjo iš vietos ir nuslinko žemyn, palaidodama po savimi visą šalies pinigų ir finansų sistemą. Dabar klausama, ar įmanoma sustabdyti šią „lavina“ pusiaukeleje, ar ji slinks iki galo, Rusijos ekonomiką paversdama griuvusių krūva.

Šiandien niekam neaiškios ne tik mūsų artimesnės ar tolesnės ateities perspektyvos, neaišku netgi, ką žada artimiausi rudens ir žiemos mėnesiai. Kur gi slypi šios „krizės krizėje“ priežastys, kas pastaraisiais metais buvo padaryta ne taip, ar yra išeitis iš susidariusios padėties, ar mes pasmerkti ir toliau tik stebėti, kaip griūna didžiulė šalis?

Šių įvykių diagnozė akivaizdi: tai seniai pribrendęs atpildas už tą neprotingą, dogmatinę politiką, kuri buvo atkakliai vykdoma pastaraisiais metais. Mano manymu, ši politika buvo pagrįsta tik keliomis pačiomis primityviausiomis tezėmis, paimtomis iš pradinio makroekonomikos kurso, skaitomo užsienio universitetuose. Šios tezės ir nuostatos labai nutolę arba net ir visiškai neturi sąryšio su realiu gyvenimu, ypač su tokios specifinės šalies, kokia yra Rusija, gyvenimu. Ne veltui netgi amerikietis profesorius Dž. Saks (tapęs, ko gero, vienu iš blaiviausiai mąstančių užsienio patarėjų) vienoje tarptautinėje konferencijoje pagaliau buvo priverstas pripažinti: „Mes paguldėme lignonį ant operacinio stalo, atvėrėme jam krūtinės ląstą... Tačiau pasirodė, kad jo kita anatomija“.

### Dabartinės krizės priežastys

Įsitikinęs, kad dabartinių mūsų bėdų priežastys glūdi ne ekonomikoje. Jas pirmiausia nulėmė mūsų politinio ir verslo „elito“ moralė, psichologija, bendras požiūris į gyvenimą. O paprasčiau žiūrint į problemą – neįvertinimas arba, tiksliau, visiškai atviras, ciniškas nepaisymas tokio reikšmingo ekonominio gyvenimo veiksnio, kaip žmonių pasitikėjimas, „žmonių iš gatvės“ pasitikėjimas savo valstybe, savo vyriausybe, gyvenimu apskritai. Galų gale viskas – bendras ekonominis klimatas šalyje, reformų sėkmė arba, atvirkščiai, atidėjimas, pinigų ir finansų sistemos patvarumas, biudžetas ir mokesčių įplaukos, gamyba, investicinis procesas, socialinis stabilumas ir kita, – priklauso nuo to, ar žmogus pasitiki susidariusiomis gyvenimo sąlygomis, ar gyvena nuolatinėje baimėje, kasdien laukdamas kokio nors naujo valdžios smūgio, ar tai būtų jo santaupų konfiskavimas, staigus

\*Versta iš žurnalo „Voprosy ekonomiki“, 1998, Nr. 10.

jo darbo užmokesčio mažėjimas ar apskritai nemokėjimas, eilinis nekompensojamos infliacijos šuolis, įprastų socialinių gėrybių atėmimas ir daugelis kitų, už ką, pagal mūsų tradiciją, valdžia ne tik niekada neatsiprašo, bet ir nemano, kad reikia suprantamai paaiškinti žmonėms, kas gi iš tikrųjų įvyko. Ši mintis – tai ne atradimas, ji labai, labai banali, bet ką gi daryti, jei joje visa esmė to, kas faktiškai atvedė šią dieną prie katastrofos slenksčio?

Viskas prasidėjo nuo niekuo nepateisinamo ir visiškai nebūtinio santaupų konfiskavimo 1992 m., pakirtusio gyventojų ir įmonių pasitikėjimą kartą ir visiems laikams tik ką atsiradusia Rusijos valstybe ir reformatorių vyriausybe. Žinoma, visi atsimena „pinigų griūtį“, 1991 m. pabaigoje visiškai sugriovusią Rusijos vartotojų rinką. Bet argi „perteklinių“ pinigų konfiskavimas be jokių paaiškinimų ir pateisinimų tuomet buvo vienintelis problemos sprendimo būdas? Galima buvo „užšaldyti“ šias santaupas keleriems metams (atitinkamai indeksuojant ir suteikiant valstybės garantijas, kad vėliau jos bus išmokėtos); savanoriškai ir prievarta didelę jų dalį paversti ilgalaikiais valstybės vertybiniais popieriais, kasmet mokant didesnes ar mažesnes palūkanas; dalį lėšų skirti valstybinei nuosavybei privatizuoti; įvykdyti ir kokią nors kitą į ateitį orientuotą kombinaciją. Bet jokiū būdu negalima buvo leisti, kad įvyktų toks „šokas“, kuris akimirksniu daugumą Rusijos gyventojų, buvusių reformų šalininkų pavertė priešininkais, o tai labai aiškiai parodė 1993 m. ir 1995 m. parlamento rinkimai.

Bet to pasirodė per mažą. Visi tolesni reformatorių vyriausybės veiksmai tik gilino prarają tarp naujosios valdžios ir liaudies. Rusijoje labai greitai pradėjo atsirasti didžiulių turtų, bet visi jie buvo kuriami tokiais būdais, kurie „žmogaus iš gatvės“ požiūriu neturėjo jokio moralinio pateisinimo. Rusijos žmonių įsitikinimą, kad atėjo kriminalinės valstybės era ir šia valstybe visiškai negalima tikėti, dar labiau sustiprino šie reiškiniai:

- „čekinė afera“ ir privatizavimo metu faktiškai veltui „saviems“ – nomenklaturai ir atskiriems, sėkmę patyrusiems išsišokėliams – išdalyta didžiulė valstybės nuosavybė;

- „eksporto kvotų“ režimas, leidęs mūsų „greitalobiams“, pasinaudojant didžiuliu skirtumu tarp vidaus ir pasaulio kainų, akimirksniu tapti doleriniais milijonieriais, pagrindinę savo „grobio“ dalį palikti užsienyje;

- muitinės nuolaidos įvairioms „veteranų“, „sporto“ ir cerkvės organizacijoms, ypač spiritui, tabakui, daugeliui maisto prekių, automobiliams;

- didžiulių ir praktiškai neapmokamų biudžeto pinigų „prasukimas“ per įgaliojotus bankus, vėliau papildytas trumpalaikių valstybės vertybinių popierių pardavimu jiems, mokant pasaulyje nematytas palūkanas;

- pats juodžiausias ir nebaudžiamas kriminalas, pasireiškęs tokiu pavidalu, kaip finansinės „piramidės“, pagrindinė spirito gamyba ir kontrabanda, karinio turto grobimas ir pardavinėjimas, korupcija, reketas, prekyba narkotikais ir kita.

Kartu, nepaisant visų teorinių pagrindų ir praktinių sąlygų, buvo atliekama pernelyg didelio pinigų kiekio sumažinimo bei dirbtinio pinigų „bado“ sudarymo politika, atėmusi iš daugumos įmonių galimybę turėti lėšų ne tik investicijoms, bet net ir kasdieniam pragyvenimui. Tai faktas, kurio nuginčyti šiandien negali niekas. Kiekvienoje sveikoje ekonomikoje pinigų kiekis apyvartoje dabar sudaro maždaug 70–100 procentų BVP, o Rusijoje – tik 12–15 procentų. Todėl, 1991 m. apsukę visą ratą, mes iš tikrųjų grįžome į mums iš ankstesnių laikų tokią įprastą neaprūpintą pinigais, natūralios ekonomikos būklę: šiandien tik maždaug 30 procentų ekonomikos apyvartos vyksta naudojant pinigus, o 70 procentų – tai natūriniai mainai ir įvairaus pavidalo pinigų pakaitalai.

Dėl to susidaro įvairiausios nemokos: biudžetas ištisais metais nemoka įmonėms už įvykdytus valstybinius užsakymus, neišmokamos pensijos, atlyginimai biudžeto sferos darbuotojams. Įmonės nemoka mokesčių biudžetui, viena kitai,

bankams, savo darbuotojams, nedaro atskaitymų į pensijų ir kitus fondus ir pan. Susidarė „užburtas ratas“, jo kaltininkas – pirmiausia biudžetas, kadangi, kaip žinoma, rublis, laiku neišmokėtas iš valstybės išdo, visoje ekonominių santykių grandinėje sukuria iki 6 ir daugiau rublių nemokų.

Valstybės nesugebėjimas mokėti pagal savo įsipareigojimus visame pasaulyje vertinamas arba kaip bankrotas, arba kaip nusikaltimas, o mūsų šalyje – tai tik „antiinfliacinė politika“. Ir stebina ne tai, kad mūsų šalyje pasipiktinusių žmonių minios dabar reguliariai blokuoja geležinkelio magistrales, o tai, kad šie reiškiniai vyksta daugiau ar mažiau nesmurtinėmis formomis. Susidariusi situacija tik pakerta gyventojų pasitikėjimo rinka ir rinkos santykiais likučius, nors nei rinka, nei rinkos reformos čia niekuo dėtos, tai nulėmė tik tų, kurie ėmėsi įgyvendinti reformas, psichologija, protiniai sugebėjimai ir profesionalumo lygis.

Bet ir to maža. Mūsų vyriausybė ir centrinis bankas, vykdydami uolią „antiinfliacinę“ veiklą vietoj reguliuojamos emisijos, tarp kitko, visiškai teisėtos ir praktikuojamos biudžeto deficito padengimo ribotu (bet būtent ribotu) mastu, o tai daroma visame civilizuotame pasaulyje, nusprendė panaudoti finansinės „piramidės“ principą, užtikrindami fantastinį lygį pelno už išleistus įvairių rūšių trumpalaikius valstybės vertybinius popierius centriniam bankui, Taupomajam bankui ir kitiems šios spekuliacinės rinkos dalyviams – nuo 50 procentų kartais net iki 200 ir daugiau metinių procentų. Todėl visi laisvi pinigai iš realios ekonomikos plūstelėjo į valstybės vertybinių popierių rinką, nes kas gi tokiomis sąlygomis dirbs už normalų 5–10 procentų metų pelną.

Nepamirštamasis Mavrodi, „Čara“, „Chopry“ ir kiti sukčiai, pasinaudodami panašia afera, išsilaikė maždaug dvejus metus, bet ne daugiau, o mūsų vyriausybė – beveik ketverius metus, bet jų laukė ir negalėjo nelaukti (dėl to taip pat įspėjo daugelis) tas pats finalas – žlugimas, anksčiau išleistų valstybės vertybinių popierių apmokėjimo nutraukimas ir visiškas, dabar jau visiems akivaizdus tokio pinigų mobilizavimo į biudžetą būdo beprasmiškumas. Beje, kodėl šį metodą pavadino „antiinfliaciniu“? Jo negalima vadinti netgi paslėpta, prislopinta infliacija, nes dėl masiško valstybės vertybinių popierių leidimo reali pinigų kaina atvirai ir staiga pakilo vos ne virš debesų. O griežtai kalbant, koks skirtumas kieno kainos padidėjo – degtukų, muilo ar bankų paskolų?

Kartu labai greitai išryškėjo ir reformatorių vyriausybės trumparegiškos, primityvios fiskalinės mokesčių politikos nepagrįstumas. Ji ne tik padėjo sugriauti didelę Rusijos realios ekonomikos dalį, bet ir išstūmė daugiau kaip 40 procentų ekonomikos į šešėlinę, visiškai mokesčių nemokančią sferą. Galbūt mūsų mokesčių rinkėjai savo padažnėjusiomis „raitininkų gvardijos“ atakomis ir iškratys kokius nors likučius iš keleto užsižiojususių rinkos prekiautojų arba sulauks bent dalinės sėkmės išspausdami kokių nors papildomų lėšų iš mūsų „gamtos monopolijų“. Bet sugražinti pasitraukusių į „šešėlį“, esant dabartiniam mokesčių lygiui ir jų surinkimo technikai, be abejo, niekada nesugebės.

Tuo tarpu daugelis tradicinių Rusijos valstybės pajamų, pavyzdžiui, alkoholio akcizas, jau keleri metai visiškai arba iš dalies atiduotos pogrindiniams spirito gamintojams ir kontrabandininkams. Dar neseniai šis akcizas garantavo 20–25 procentus šalies biudžeto pajamų, dabar – vargu ar jis didesnis kaip 2 procentai. Įvairiais vertinimais, iki pusės spirito apyvartos Rusijos rinkoje šiandien neapmokestinama jokiais mokesčiais. O koks gi šiandien biudžeto deficitas? Jis sudaro beveik 30 procentų biudžeto išlaidų ir 50 procentų jo pajamų. Jeigu pasisektų spirito gamybą ir didmeninę prekybą gražinti valstybės žinion, vien tik ši priemonė iš esmės gali pakeisti dramatišką biudžeto deficito padėtį. Bet, matyt, mūsų valdžiai buvo lengviau įsteigti mokesčių policiją, nei padaryti tai, ką daug negudraudami mokėjo daryti mūsų protėviai.

Toliau. Mūsų reformatorių psichologijai labai būdinga ir ta jokiais protingais argumentais nepaaiškinama panika, kuri pasireiškė vertinant individualių banko

klientų investicines galimybes. Ir šalies pinigų bei finansų valdžia, ir jų kontroliuojamas Taupomasis bankas, o ir daugelis mūsų komercinių bankų per visus šiuos metus ne tik reikiamai nesistengė pritraukti į organizuotą bankų sistemą piliečių asmeninių santaupų, bet dažnai elgėsi priešingai: verta prisiminti, pavyzdžiui, tas faktiškai neigiamas palūkanas, kurias ilgą laiką palaikė Taupomasis bankas. Tuo tarpu visame civilizuoame pasaulyje pagrindinis investuotojas – tai ne Rokfeleris (ir, verta pridurti, ne mūsų „turtuoliai“), o ta senutė, kuri nutarė patikėti savo santaupas „karstui“.

Rusija šia prasme unikali šalis: šalies gyventojų kišenėse ir po čiužiniais, įvairiais vertinimais, laikoma 40–60 milijardų dolerių, o į valiutinius indėlius organizuotoje bankų sistemoje yra įdėta tik 2–3 mlrd. dolerių. Žinoma, tam tikra šių, nesančių bankų apyvartoje pinigų dalis (maždaug ketvirtadalis) dalyvauja mainuose, tačiau likusi jų dalis guli nejudinama. To priežastis viena: visiškas, absoliutus žmonių nepasitikėjimas valstybe ir bankais, nors kai kurie bankai pastaraisiais metais už privačius indėlius mokėjo labai aukštas palūkanas. Kaip parodė neseni įvykiai, šis nepasitikėjimas visiškai pasiteisino: kas nelaikė pinigų bankuose, laimėjo, o kas laikė, pralaimėjo.

Sprendžiant iš dar taip neseniai buvusių oficialių asmenų (iš dalies A. Livšico) pasisakymų, vyriausybė, matyt, manė, kad tuščiai laikomos santaupos – tai antraeilis dalykas, kurio laikinai galima ir nepaisyti. Visa tai tuomet, kai šiandien vien tik gyventojų santaupų doleriais suma beveik lygi visai tai nelemtai valstybės vertybinių popierių „piramidei“, įskaitant ir tai, ką yra nupirkę nerezidentai. Žinoma, norint susigrąžinti žmonių pasitikėjimą, mobilizuoti (bet jokių būdu ne atimti) šiuos pinigus, buvo būtinas didžiulis politinis, teisinis, ekonominis ir propagandinis darbas, reikėjo naujų įstatymų apie bankų garantijas ir dar daug, daug kitko. Bet visiškai išbraukti šią tokio masto problemą iš valstybės ir vyriausybės prioritetų sąrašo? Ne, visgi tai visiškai nesuprantama.

Yra ir dar viena didžiulė, tragiška šios rūšies problema – tebesitęsiantis krašto kapitalo bėgimas iš šalies. Įvairiais vertinimais, dešimtąjį dešimtmetį iš Rusijos išvežta 300–400 mlrd. dolerių, tai daugiau kaip 1,5–2 kartus viršija mūsų skolas užsieniui, o, įskaitant daugelį iki šiol mums nesugrąžintų užsienio skolų, – 3 kartus. Šiandien ne pasaulis finansuoja mūsų šalį, o nusilpusi, gilioje krizėje esanti Rusija toliau finansuoja pasaulį. Kas gi kaltas dėl tokio chroniško ekonomikos kraujo nuleidimo – ilga kalba, bet visgi ne JAV, ne Vokietija ir netgi ne Dž. Sorošas. Kalti mes patys, pirmiausia kalta reformatorių vyriausybė, nesugebėjusi (o galbūt ir nenorėjusi) pastatyti reikiamų užkardų tokiam kapitalo dingimui tiek nelegaliais, tiek oficialiais kanalais.

Dar viena sunki strateginė pastarųjų metų klaida – tai dolerio įleidimas į šalį, ir nuo pat pradžių nustatytas nerealus, nepateisinamai aukštas rublio kursas, palyginti su doleriu. Žinoma, kiekvienai ekonomikai (ypač pereinamojo laikotarpio) reikia kokio nors pastovaus „inkaro“. Bet vietoj to, kad šiam tikslui būtumą panaudoję savąją trečiojo dešimtmečio patirtį (tarp kitko, sėkmingai Den Siaopino pakartotą Kinijoje) ir būtume išleidę paralelią, stabilią ir visiškai konvertuojamą, tvirto kurso nacionalinę valiutą – „červončą“, mes „šiam vaidmeniui pakvietėme“ svetimą, niekaip mūsų nekontroliuojamą valiutą, ir taip dolerį pavertėme tikroju Rusijos ekonomikos šeiminku. Kartu nustatėme ambicingą, iš lubų paimtą, stipriai sumažintą jo kursą, kuriam palaikyti centrinis bankas per pastaruosius metus išleido keletą dešimčių milijardų dolerių, kartu, paprastai tariant, paleisdamas juos vėjais.

Dar daugiau, tie mums taip reikalingi ištekliai iš tikrųjų buvo išleisti tam, kad būtų apsunkintas Rusijos prekių eksportas (ypač labiau apdorotų prekių eksportas) ir kartu būtų palaikyti mūsų užsienio konkurentai bei produkcijos importuotojai, taip buvo sukurtos naujos darbo vietos užsienyje, o ne Rusijoje.



Tuo pat metu Kinija, Indija ir daugelis kitų šalių, šiandien masiškai besiveržiančių į pasaulio rinkas, jau daug metų specialiai laiko savo nacionalinės valiutos kursą 4–5 kartus mažesnę už jos tikrąją perkamąją galią, kad taip padėtų savo eksportuotojams. Todėl mūsų sukaupti užsienio valiutos ištekliai dabar sudaro apie 12 mlrd. dolerių, o Kinijoje (net be Honkongo) – apie 200 mlrd. dolerių. Nepaisant dirbtinai padidinto rublio kurso, centrinis bankas netgi mėgino nustatyti tvirtą valiutos koridorių iki 2001 m. Kyla klausimas: kodėl?

Taigi susikūrė aukščiausiu laipsniu išsigimusi svarbiausių Rusijos finansinių srautų organizavimo sistema. Viena vertus, visi įprasti valstybės pajamų (biudžeto) sudarymo šaltiniai (tiesioginiai ir netiesioginiai mokesčiai, įprastos emisijos pajamos, muitinės rinkliavos, gyventojų santaupos rubliais ir valiuta, įplaukos už valstybės nuosavybės pardavimą realiomis, o ne švaistūniškomis kainomis, galimos įplaukos iš žemės pardavimo, pajamos iš valstybės paskolų ir daugelis kitų) buvo visiškai arba iš dalies paralyžiuoti. Svarbiausi šalies pinigai pateko į užsienį. Kita vertus – tiesioginės privačios užsienio investicijos į šalį tekėjo tik „siauru upeliu“. Betgi valstybės biudžetas visais reformų metais buvo ramstomas dviem visiškai nepatikimais ramsčiais, vis dėlto leidusiais kažkaip finansuoti jo deficitą: tai valstybės vertybinių popierių „piramidė“, apimanti ir valiutinę jos dalį (daugiau kaip trečdalį), ir tiesioginė kai kurių mūsų užsienio partnerių ir tarptautinių finansų organizacijų parama.

Neginčytina, kad visų pastarųjų mėnesių liūdnuosiuose įvykiuose buvo ir atitinkamas nesėkmės elementas: pirma, bendras besivystančių finansų rinkų nestabilumas, sukėlęs didžiulę užsienio investuotojų (taip pat ir išsigijusių mūsų valstybės vertybinių popierių) paniką, ir, antra, staigus pasaulinių naftos kainų nuosmukis, iškart maždaug 10–15 procentų sumažinęs Rusijos pajamas iš eksporto. Vis dėlto aiškinti dabartinę varganą padėtį tik, taip sakant, įprastu seno narkomano, staiga netekusio įprastinės adatos, t. y. reguliarių finansinių įplaukų iš išorės, „lūžiu“ būtų nepateisinamas suprastinimas. Ne dėl išorės, o būtent dėl vidinių mūsų aplinkybių taip daugiau tęstis negalėjo. Rusijos finansų „pastatas“ turėjo griūti, ir jis griuvo pirmiausia dėl savo „pagrindinių konstrukcijų“ negyvybingumo. Išorės veiksniai tik pagreitino šią griūtį.

Rusijos valdžios toleruotą gyventojų pasitikėjimo, vietos ir užsienio investuotojų pasitikėjimo nepaisymą ypač ryškiai rodo pirmųjų Rusijos oficialių asmenų 1998 m. rugpjūčio 17 d. sprendimai ir vėlesni pareiškimai (ir veiksmai). Ar reikėjo tai daryti, ar reikėjo staiga nutraukti visas išmokas išsigijusiems valstybės vertybinių popierių? Įsitikinęs, nereikėjo. Tai pirmaeilė santykių tarp Finansų ministerijos, viena vertus, ir centrinio bei taupomojo bankų, kaip didžiausių valstybės vertybinių popierių savininkų, kita vertus, problema. Jie galėjo tarpusavyje susitarti dėl savų šių vertybinių popierių portfelių restruktūrizavimo, pratęsimo arba „užšaldymo“, o ne taip negailestingai suversti viską komerciniams bankams, kažkada dėl neatsargumo (kvailumo ar godumo) patikėjusiems Rusijos valstybe. Ar reikėjo taip be ceremonijų, nelaukta, be reikiamų konsultacijų skelbti trijų mėnesių moratoriumą išmokoms užsienio partneriams? Įsitikinęs, nereikėjo. Kiek dabar turės praeiti laiko, kad tarptautinėse finansų rinkose vėl pradėtų nors kiek pasitikėti Rusija? O pinigų pasaulyje į valias, ir iki šio sprendimo mums skolino visiškai priimtinomis sąlygomis, ir mūsų obligacijas pirko užsienyje. Pagaliau, nejaugi nebuvo galima civilizuotai susitarti su mūsų partneriais dėl mokėjimų atidėjimo, juo labiau kad kas kas, o jie jokiais būdais nei anksčiau, nei šiandien nesuinteresuoti mūsų bankrotu.

O visi tie centrinio banko sprendimai, tie mūsų senojo-naujojo premjero pareiškimai? Atlyginimų, pensijų ir gyventojų rublinių indėlių indeksavimas atsižvelgiant į numatomą staigų kainų padidėjimą? Nebus indeksuojama. O palūkanos už indėlius? Nemokėsime. O valiutinių indėlių gražinimo garantijos? Prašau,

perveskite juos į Taupomąją banką ir būkite malonūs galėdami juos atsiimti po lapkričio 15 d. rubliais, santykiu, gerai jeigu 20 kapeikų už rublį, o tai ir dar mažesniu. Gyventojai tarsi ir atleido Rusijos valstybei už 1992 m. konfiskaciją, o šiuos pastaruosius naujos visuotinės konfiskacijos (ir dar, kaip sakoma, lygioje vietoje) bandymus vargu ar jie kada nors pamirš. Taip pat dabar tenka ilgiems metams palaidoti ir tokias viltis, kaip, tarkim, „įtraukti“ gyventojų valiutines santaupas į organizuotą ekonomikos apyvartą ir kartu išplėsti bei sustiprinti šalies bankų sistemą. Ir visa tai, tarp kitko, dėl kelių dešimčių, blogiausiu atveju, – šimtų milijonų dolerių, kuriuos reikėjo surasti, kad, kilus panikai, komerciniai bankai jokia būdu nenutrauktų gyventojų indėlių išmokų.

Įdomu žinoti: dėl ko gi mūsų reformatorius šiandien vadina „monetaristais“? Tikriausiai, monetarizmo tėvas M. Frydmenas kiekvieną kartą griežia dantimis, kai girdi apie savo tariamus šalininkus Rusijoje. Paversti didžiulę šalį įvairiausių nemokų karalija, sugražinti ją į natūralių mainų „akmens amžių“, sunaikinti visus normalios pinigų apyvartos pagrindus, panaikinti bet kokią gyventojų pasitikėjimą nacionaline valiuta, bankų sistema, pinigų ir finansų valdžia ir po viso šito dar vadintis „monetaristais“, t. y., kalbant rusiškai, „piniginiais“? Vis dėlto tai skamba keistai.

Ramina tai, kad ne mes pirmi ir tikriausiai ne paskutiniai pasaulyje atsidūrę tokioje beviltiškoje padėtyje. Žinoma, galima įrodinėti (ir netgi įrodyti), kad ateityje mes negalime tikėtis nieko, išskyrus kažko panašaus į naują 1917 m. įvykių pakartojimą. Visgi pusiau bankrotas – dar ne bankrotas. Žlugimas, visiškas paralyžius, visų vidaus ir užsienio mokėjimų nutraukimas, nulemiantis nenusakomus politinius, socialinius ir ekonominius padarinius, suprantama, galimi, bet tik tuomet, jei mes, kaip šalis, kaip visuomenė, kaip tauta, visiškai prarasime visus savisaugos instinktus. Bet išeitis visgi yra, aš įsitikinęs, yra. Suprantama, kad ji negali būti neskausminga, kad ji pareikalaus sutelkti visas šalies dvasines ir materialines jėgas, pareikalaus bent minimalios nacionalinės vienybės, nacionalinės sampratos ir santarvės. Bet išeitis visgi yra.

Matyt, dabar maža vilties iš bet kur sulaukti „gero“ scenarijaus nors jau artimiausiems keliems mėnesiams, o, tikėtina, kad net ir pusantriems dvejiems metams. Stebuklų pasaulyje nebūna, ir šiandien nėra recepto, kaip greitai atgavinti mūsų pinigų ir finansų sistemą bei visą mūsų ekonomiką. Manau, kad šalis turi tik tris pasirinkimo galimybes, tris galimus scenarijus: „blogą“, „labai blogą“ ir „katastrofinį“.

**„Blogas“ scenarijus.** Kiekviena šalis, patekusi į panašią padėtį, turi nedaug šaltinių atstatyti biudžeto, pinigų ir finansų rinkos bei apskritai ekonomikos pusiausvyrą. Visi šie šaltiniai žinomi, ir visi didesniu ar mažesniu mastu privalo būti šiandien panaudoti.

*Pirmas šaltinis* – valstybės biudžeto pajamų didinimas ir jo išlaidų mažinimas. Daugelis priemonių, kurias savo „antikrizinėje“ programoje pasiūlė š. m. rugpjūčio 23 d. atstatydinta vyriausybė, buvo geros, ir šią programą jos svarbiausius punktus, ypač mokesčių srityje, būtina vykdyti. Tačiau per kelis artimiausius mėnesius, žinoma, vargu ar galima tikėtis sulaukti esminių poslinkių. Kartu mes turime didžiulių galimybių gerokai padidinti biudžeto pajamas:

- mažinti apmokestinimo lygį ir tuo remiantis – staigiai išplėsti apmokestinimo bazę, stengiantis vėl sugražinti į mokesčių sistemą didelę išėjusios „šešelin“ ekonomikos dalį;

- nustatyti valstybės monopoliją spirito gamybai ir didmeninei prekybai;

- padidinti muitinės rinkliavas, akcizus ir rentos mokesčius;

- toliau privatizuoti valstybės turtą, tačiau ne vagišių, o daugiau ar mažiau realiomis kainomis;

- pardavinėti žemę ir kt.

Tačiau, svarbiausia, centrine mokesčių politikos grandimi šiandien turėtų tapti skubus biudžeto išsiskolinimų pramonei už atliktus valstybinius užsakymus gražinimas: žinoma, kad 1 rublis, išmokėtas pagal valstybės išipareigojimus, dabar duoda išdui mažiausiai 2 rublius biudžeto įplaukų, sumokėtų mokesčių pavidalu.

Atkūrus valstybės monopoliją spirito gamybai ir didmeninei prekybai, be abejo, prireiks galingo administracinio spaudimo, siekiant nugalėti neišvengiamą legalių ir pogrindinių šios produkcijos gamintojų bei kontrabandininkų pasipriešinimą. Bet iš esmės vien šio šaltinio pakaktų panaikinti dabartinį biudžeto deficitą.

Trumpalaikėje perspektyvoje vargu ar galima tikėtis didesnių rezultatų ir iš mėginimų gerokai sumažinti biudžeto išlaidas. Nors kai kurie užsienio patarėjai ir ragina mažinti, tačiau beveik nėra ką mažinti. Ką gi mažinti? Atsisakyti remti sveikatos apsaugą, švietimą, mokslą, armiją, šiaurines teritorijas? Kiekvienas, dar galutinai nepraradęs realumo jausmo, supranta, kad tai būtų šalies žlugimas. „Paleisti“ dabar būtų reformą arba, tarkim, išlaisvinti įmones nuo visos socialinės sferos? Idealiu požiūriu tikriausiai būtų gerai. Bet mėginti tai padaryti šiandien, kai socialinė įtampa šalyje tuoj tuoj pasieks lemtingą ribą, nerealu, ir, man atrodo, siekiant nepiktinti žmonių, laikas nutraukti visas kalbas šia tema nors keletą artimiausių metų.

*Antras šaltinis* – vidaus ir užsienio paskolos. Čia irgi mūsų galimybės ribotos, nors jų visgi turime. Dabar, priverstinai pakeitus trumpalaikius valstybės išipareigojimus ilgalaikiais, valstybės vertybinių popierių „piramidės“, kaip svarbiausio biudžeto deficito finansavimo šaltinio, idėja, matyt, artimiausiais metais netinka (ji paprasčiausiai tapo biudžetui visiškai neveiksminga). O ilgalaikes, 10–20 metų valstybės paskolas, be to, mokant už jas kuklias palūkanas, reikia mokytis išplatinti: prireiks, be abejo, metų, kad rinka vėl patikėtų Rusijos valstybės vertybinių popierių patikimumu.

Kartu vykdoma aktyvi politinė ir diplomatinė veikla, matyt, gali galų gale įtikinti mūsų užsienio (ir valstybinius, ir privačius) kreditorius atidėti Rusijai 1998–1999 m. tenkančius mokėjimus, t. y. pratęsti karščiausias ir degančias mūsų skolas. Nereikėtų atmesti ir naujos (tikėtina, jau tikrai paskutinės) galimybės gauti apie 10–15 mlrd. dolerių naują užsienio paskolą, nes niekas iš mūsų užsienio partnerių nėra suinteresuotas visišku Rusijos, šalies, turinčios tokį didžiulį atominį potencialą, ekonominiu, o kartu ir politiniu žlugimu. Bet vilčių, kad vėl atsinaujins masinių portfelinų, o galbūt ir tiesioginių privačių investicijų srautas, artimiausiais metais, matyt, nėra.

Galbūt tai išeis ir į gerą. Tai privers bet kurią mūsų vyriausybę ateityje remtis pirmiausia savomis pajamomis ir savo santaupomis, o ne visus savo planus ir veiksmus, kaip buvo iki šių sukrėtimų, grįsti tuo, kad visas biudžeto „skyles“ galima užkamšyti, ištiesus ranką naujai išmaldai iš užsienio gauti. Manau, kad ir politiniu požiūriu tai pagaliau naujajai Rusijai išeis tik į naudą.

Beje, matyt, vis dėlto yra kai kurių galimybių sumažinti dabartinę mūsų ir užsienio kreditorių santykių įtampą. Pirmiausia turiu omenyje galimus susitarimus dėl nerezidentų turimų trumpalaikių Rusijos valstybės vertybinių popierių pakeitimo į ilgalaikius. Be abejo, verti dėmesio pasiūlymai pakeisti pasibaigusio termino išipareigojimus galimybe užsienio kreditoriams dalyvauti faktiškai bankrutuojančių Rusijos bankų ir įmonių kapitale bei leisti užsienio bankams plėsti veiklą Rusijos rinkose. Tokių pasiūlymų yra savi rimti plusai, bet yra ir akivaizdūs minusai.

*Trečias šaltinis* – gyventojų santaupos ir Rusijos kapitalai, išvežti į užsienį. Čia irgi realios galimybės šiandien minimalios. Maždaug 20 mlrd. rublių santaupos, kurias turėjo gyventojai, negali būti laikomos rimtu šaltiniu; jau prasidėjęs greito jų „tuštinimo“ procesas dėl devalvacijos ir numatomo infliacijos augimo

(jei, žinoma, valstybė šių santaupų neindeksuos) greičiausiai taps dar vienu politinio ir socialinio nestabilumo veiksmu, o ne valstybės rezervu. Šalies gyventojai šiandien savo rankose turimus 40–60 mlrd. dolerių tvirta valiuta po faktinio visos Rusijos bankų sistemos žlugimo bent jau artimiausiais metais jokiū būdu nepatikės nei valstybei, nei bankams. Ir jokios administracinės priemonės čia nepadės.

Bet, jei vyriausybė sugebės susilaikyti nuo primityviausios, tradicinės pagundos „užšaldyti“ visus gyventojų rublinius ir valiutinius indėlius arba paprasčiausiai neindeksuos jų atitinkamai kainų prieaugiui; jeigu ji ir toliau neuždraus laisvai keisti rublius į dolerius ir dolerius į rublius; jeigu ji nesustos prieš faktišką nacionalizavimą arba nors pusiau nacionalizavimą problemiškesnių bankų, kad bet kuriomis aplinkybėmis garantuotų jų mokėjimus ir gyventojų indėlių saugumą; jeigu ji palaikys pakankamai protingas paskolų ir indėlių palūkanas; jeigu ji pradės leisti valiutines obligacijas už patrauklias ir garantuotas palūkanas ir sugebės įtikinti jų patikimumu smulkius bei stambius investuotojus; bei jeigu laikysis daugelio kitų „jeigu“, visgi išlieka realių galimybių pagaliau paskatinti žmones kada nors „ištraukti iš po čiužinių“ savo valiutines santaupas ir padėti į artimiausią banką. Bet būtent kada nors, o ne dabar.

Manau, kad nereikėtų turėti jokių iliuzijų dėl „pabėgusių“ į užsienį pinigų. Būtų gerai jau artimoje perspektyvoje nors užtvirti jų „bėgimo“ kanalus. Galimas jų grįžimas, jei jis apskritai įmanomas, tai, matyt, ne artimiausiais metais ir netgi ne pirmąjį XXI a. dešimtmetį.

*Ketvirtas šaltinis*, leisiantis atstatyti pusiausvyrą pinigų ir finansų sistemoje, prievarta nuvertinti valstybės vidaus skolos įsiskolinimus ir sumažinti mokėjimų balanso deficitą, – rublio devalvacija. Šis šaltinis jau panaudotas, faktiškai devalvacija atlikta, valstybės skola š. m. rugsėjo mėn. pabaigoje nuvertėjo maždaug 3 kartus. Jei mūsų pinigų ir finansų valdžios dar turi kokį nors saiką, manau, to pakanka, ir dabar svarbiausia neleisti įvykti tolesnei rublio kurso, palyginti su doleriu, griūčiai. Įsitikinęs, kad mėginimai nuvertinti valstybės įsiskolinimus paspartinus devalvaciją, atsižvelgiant į šiandien esančią įtemptą ekonominę ir socialinę padėtį, nieko gero neduos.

Prognozės – tai, žinoma, rizikingas ir nedėkingas dalykas. Bet, manau, jei vyriausybė ir centrinis bankas visgi sugebės sustabdyti dabartinę paniką, rublio kursas sustos kažkur ties riba, kuri atitiktų jo perkamąją galią, palyginti su kitomis pasaulio valiutomis. Jei infliacija bus saikinga, tai, visiškai tikėtina, kad pirmojoje kitų metų pusėje šis kursas bus maždaug 20 rublių už 1 dolerį. Žinoma, jis gali būti ir didesnis, jei vyriausybė ir centrinis bankas galų gale nesugebės toliau kontroliuoti neišvengiamos šiomis sąlygomis infliacijos tempo.

Infliacija šalyje artimiausiais metais neišvengiama, svarbiausia tik – kokio masto ji bus. Šiandien visos kalbos apie norą ir galimybes Rusijos ekonomikoje turėti „nulinę infliaciją“ – tai tuščia ir žalinga, žmones klaidinanti demagogija. Visos valstybės turi teisėtą galimybę (žinoma, ribotą) gauti nemokamų emisinių pajamų. Ir ne Rusijos valstybei, turinčiai tokį biudžeto deficitą ir praktiškai nustojusiai mokėti pagal savo išpareigojimus, šiandien atsisakyti tokių pajamų. Pamėginome pakeisti geras senąsias spausdinimo stakles į valstybės vertybinių popierių „mavrodiškąją piramidę“, ir kas iš to išėjo?

F. Ruzveltas 1934 m., panaudodamas griežtai dozuotą ir kontroliuojamą pinigų emisiją, atgaivino Amerikos ekonomiką ir ištempė šalį iš krizės. Verta pažymėti, kad jam neteko spręsti tokių papildomų problemų, kaip masinės valstybės nemokos pramonei už seniai atliktus užsakymus, daugelį mėnesių vėluojančios pensijos ir atlyginimai biudžeto sferai ir tokio masto valstybės biudžeto deficitas, kad jo padengti jokiais „natūraliais“ būdais, o dabar tai tapo visiškai akivaizdu, neįmanoma.

*Penktas šaltinis* – emisija. Priverstinis šaltinis, dar daugiau, konkrečiomis mūsų sąlygomis, iš esmės galima sakyti, priešrevoliucinis šaltinis. Ne veltui sakoma, kad „emisija – tai pilietinio karo alternatyva“. Deja, šiandien kiti šaltiniai arba nepakankami, arba jau išnaudoti.

Neišvengiama emisija turi būti, tačiau, pirma, labai ribota, neleidžianti įsibėgėti infliacijai nuo nesenų 10 procentų iki ne didesnės kaip 25–30 procentų per metus, antra, griežtai tikslinė, „taškinė“, skirta pirmiausia jau seniai atliktoms valstybiniam užsakymams apmokėti ir artimiausiais mėnesiais likviduoti pensijų ir darbo užmokesčio išsiskolinimus, trečia, tai turi būti ne tiek grynųjų pinigų, kiek kreditinių pinigų emisija. Kai kurie ekspertai sutaria, kad artimiausiu metu galima 50–60 mlrd. rublių emisija. Tai leistų „susiūti“ iki 20–30 procentų visų šalyje susikaupusių nemokų, turint omenyje 6 rublius, kuriuos sukuria kiekvienas iš biudžeto išmokėtas rublis, vėlesnių mokėjimų visoje ekonominių santykių grandinėje.

Tokio masto emisiją Rusijos ekonomika gali įsisavinti netgi be didesnių padarinių kainų lygiui (verta priminti, kad ši ekonomika 1996 m. vasarą jau prarijo tuos 11–12 trilijonų rublių, kurie buvo išleisti prezidento rinkiminei programai paremti). Labai jau didelis dirbtinai sukurtas pinigų „badas“ šalyje ir, realiai ekonomikai siekiant išjudinti gamybą, tiesiog būtina atnaujinti mokėjimus iš biudžeto pagal jo išsipareigojimus, t. y., kad įmonės pagaliau gautų „gyvų“ pinigų. O ar vėliau mes nusiršim į hiperinfliaciją (50 procentų ir didesnę metinį kainų didėjimą), tai pirmiausia priklausys nuo mūsų vykdomosios bei įstatymus leidžiančiosios vadžių kompetentingumo, nuo realybės pojūčio ir visų mūsų „oligarchų“ ir panašių į juos savisaugos. Jie, be abejo, gali, jei valstybė ir toliau jiems nuolaidžiaus, akimirksniu išvogti bet kokią emisiją – ir saikingą, ir nesaikingą.

*Šeštas šaltinis* – vadinamosios techninės lėšos. Likusios nemokos gali būti gana greitai likviduotos tokiomis techninėmis priemonėmis, kaip masinės tarpusavio užskaitos (įvairiais vertinimais, beveik pusė nemokų, kadangi dauguma ekonominių subjektų šiandien yra ir skolinioji, ir skolininkai); susikaupusių delspinigių ir baudų už laiku negražintas skolas nurašymas; atrankinis skolų pratęsimas atskiriems didžiausiems biudžeto skolininkams; skolų pardavimo atvirojoje rinkoje praktikos plėtojimas; beviltiškų skolininkų bankrotas.

Nereikėtų visiškai atsisakyti ir galimos paprasčiausios sėkmės, kuri, kaip žinoma, dažnai pasitaiko gyvenime, kaip ir nesėkmė. Pirmiausia čia turimi galvoje jau priimti OPEK šalių kolektyviniai veiksmai, kurie gali duoti rezultatų šių metų pabaigoje arba kitų metų pradžioje, bet, žinoma, rezultatų gali ir nebūti, pasaulinėms naftos kainoms atstatyti. Vis dėlto, jeigu rezultatai bus, mums tai iš tikrųjų reikštų kur kas daugiau, nei tos viltys, kurias dar daugelis Rusijos politinio ir verslo „elito“ iki šiol sieja su TVF, Pasaulio banko ir mūsų draugų iš „didžiosios septyniukės“ pozicija.

Pateiktas „blogas“ (ir, kaip man atrodo, realiausias) scenarijus, neatsiejamas susijęs su dideliais tiek gyventojų, tiek ir kitų vidaus bei išorės investuotojų nuostoliais: kainų kilimu, staigiu realaus darbo užmokesčio ir pensijų sumažėjimu, asmeninių rublinių ir valiutinių indėlių nuvertėjimu, greitu valstybės skolos įmonėms bei išsiskolinto darbo užmokesčio ir socialinių išmokų „išgaravimu“, visų valstybės trumpalaikių išsipareigojimų nuvertėjimu (tikėtina, mažiausiai 70–80 procentų). Kyla tik vienas klausimas, koks tokio visuotinio nuvertėjimo mastas: matyt, būtų gerai, jei, panaudojus įvairius indeksavimo ir kompensavimo būdus, pavyktų jį apriboti iki 50–70 procentų vertės, buvusios 1998 m. rugpjūčio mėn. Sprendžiant iš pirmųjų žingsnių, naujoji vyriausybė ir Rusijos centrinis bankas, atrodo, linkę laikytis būtent šio nuostolių mažinimo kurso.

Žinoma, vadinant dalykus savais vardais, būtina pripažinti, kad bet kuriuo, netgi sėkmės atveju tai bus dar vienas didžiulis valstybinis plėšikavimas, panašus į buvusį 1992 m. Bet, jei visgi šalis ir šį kartą sugebės išvengti socialinio sprogo, mes galų gale pajėgsime artimiausiu laiku vėl turėti daugiau ar mažiau veikiančią pinigų ir finansų sistemą, galėsime aprūpinti ekonomiką pinigais, išsaugoti nuo griūties bankų sistemą ir galutinai nesugadinti santykių su mūsų užsienio kreditoriais. Jei politinės sąlygos leis, reikėtų jau 1999 m. parengti realią rinkos reformų strategiją, apimant tolesnę struktūrinę politiką, ir pradėti pagaliau atgaivinti gamybą.

**„Labai blogas“ scenarijus.** Manau, kad galimi du šio scenarijaus variantai: sąlyginai tariant, „monetarinis“ ir „direktyvinis“.

„Monetarinis“ (kurį spauda jau pavadino Černomyrdino-Fiodorovo-Cavallo planu), iš esmės grindžiamas dviejų ėjimų kombinacija: pirma visu greičiu įsukti spausdinimo mašiną, nuvertinti rublį dešimtimis, o dar geriau – šimtais kartų, iki 1999 m. sausio 1 d. su visais šalyje visiškai atsiskaityti nuvertėjusiais rubliais, o vėliau stipriai susieti šį nuvertėjusį (galbūt vėl denominuotą) rublį su doleriu, griežtai ribojant rublių kiekį apyvartoje turimais šalies aukso ir užsienio valiutos ištekliais. Tačiau galima iš anksto pasakyti, kad konkrečiomis mūsų sąlygomis šis planas pasmerktas greitai ir, tikėtina, dar trenksmingiau žlugti, nei dabar žlugo valstybės vertybinių popierių „piramidė“. Pirma, valstybė kitais metais neturės jokių realių galimybių visiškai panaikinti biudžeto deficito, vadinasi, pinigų kiekis neišvengiamai didės sparčiau nei aukso ir užsienio valiutos atsargos, taigi ilgam nepavyks išlaikyti fiksuoto rublio kurso. Antra, kas šiandien mūsų šalyje patikės rubliu? Ir gyventojai, ir investuotojai tuoj pat puls keisti rublius (nors ir „grynojo aukso“) į dolerius. Įdomu, ar ilgai išdės galėtų atlaikyti tokį spaudimą? Teks vėl taip pat staigiai devaluoti rublį, ir vėl prasidės ta pati pasaka „apie baltą jautuką“.

Galbūt „grynojo aukso rublio“ planas dar ir turėtų kokių nors sėkmės galimybių, jei mes (kaip daugelis siūlė dar prieš keletą metų) būtume pakartoję savąją nepo patirtį, t. y. būtume rėmęsi ne mums dabar siūloma dviejų narių formule „rublis–doleris“, o trinare: „blogas“, silpstantis rublis–geras „grynojo aukso“ rublis (turintis griežtai fiksuotą kursą)–doleris arba „valiutų krepšelis“. Tuomet valstybė galėtų kurį laiką atsiskaityti už savo įsipareigojimus „blogu“ rubliu, o naujas „grynojo aukso“ piniginis vienetas būtų išleidžiamas į apyvartą tik atsižvelgiant į turimą konkurencinių prekių bei aukso ir užsienio valiutos išteklių kiekį. Taigi galėtume kalbėti apie paralelią dviejų nacionalinių valiutų apyvartą (kas, tarp kitko, buvo Kinijoje devintąjį dešimtmetį), kuriai esant tvirtoji valiuta greitai išstumtų nuvertėjančią, o tarp jų laikinai nusistovėtų rinkos kursas. Bet dabartinėmis mūsų sąlygomis bijau, ir tokia išeitis jau negalima be to, kad (kaip buvo trečiąjį dešimtmetį) šie „blogi rubliai“ prieš jų išnykimą nepavirstų beverčiais popierėliais.

„Direktyvinis“ scenarijus iki smulkiausių detalių mums taip pat žinomas iš ankstesnių laikų: administracine tvarka fiksuotos kainos; totalinis visko ir visur deficitas, eilės, „kortelės“; prislėgta infliacija; visiškai nuvertėjusios santaupos; „juodoji“ prekių ir valiutos rinkos; staigus importo mažėjimas; administracinė valiutos kontrolė net iki mėginimų vienaip ar kitaip konfiskuoti turimą valiutą; uždarytos sienos ir kita. Šiandien toks scenarijus galų gale nulems visuotinę suirutę, piliečių riaušes, visišką ekonomikos griūtį, nuosavybės perdalijimą ir šalies išskaidymą į atskiras kunigaikštystes. Tačiau, manau, kad pasukti Rusijos ekonomiką atgal 180 laipsnių dabar jau neįmanoma. Tam prireiktų naujo J. Stalino, OGPU-NKVD, GULAGo, visuotinės baimės paralyžiuotų gyventojų, šalies militarizavimo, nesantaikos su visu likusiu pasauliu. Tam, įsitikinęs, Rusija jau neturi jėgų, kad ir kas ją kviestų arba verstų.

„**Katastrofinio**“ scenarijaus nagrinėti tikriausiai nėra jokios prasmės. Galima pasakyti tik vieną: mes jį taip pat jau praėjome. Ir per tūkstantmetę Rusijos istoriją – ne kartą.

Taigi šalyje susidariusi įtempta padėtis neleidžia daugiau taikyti lauztuvo metodų. Pirmiausiu vyriausybės ir centrinio banko politiniu ir socialiniu prioritetu artimiausioje ateityje turi tapti kuo didesnio gyventojų pasitikėjimo Rusijos valstybe, rubliu, pakirsto atliekant pastarųjų metų reformas, atgavimas. Būtų idealu, jei pagrindinėmis to priemonėmis galėtų tapti darbo užmokesčio, pensijų ir rublinių taupomųjų indėlių indeksavimas, visiškai arba iš dalies atitinkantis infliacijos tempą, taip pat realios, bet ne tariamos valstybės garantijos dėl valiutinių indėlių išsaugojimo. Taip pat svarbią reikšmę turi ir ekonominių subjektų nuostolių mažinimas pagal visus valstybės skolinius įsipareigojimus – pagal skolas už jau įvykdytus valstybinius užsakymus, sulaikytą darbo užmokestį ir pensijas, valstybės vertybinius popierius.

Visi tolesni atviri ar paslėpti mėginimai atimti gyventojų pajamas, santaupas ir investicijas į valstybės trumpalaikius vertybinius popierius praktiškai jau nieko neduos, tačiau gali nulemti absoliučiai nenusakomus politinius ir socialinius padarinius.

*Vertė Bronius Povilaitis*

## Summary

### CRISIS INSIDE CRISIS

#### Nikolay Shmelev

A recent economic and financial crisis in Russia is the punishment imminent long ago for an imprudent, dogmatic policy that has been persistently lead within recent years. The reasons of this phenomenon lie not in the country's economy, but in an entire disregard by political and economic authorities of such a significant economic factor as the public trust in the state, government and life, in general.

An erroneous policy of the reformers government caused the paralysis or the state approaching it of commonly accepted resources to accumulate the state budget income. Within the entire period of reforms the state budget has been supported by two unreliable props – the government securities “pyramid” and a direct support from foreign partners and international financial organisations. It is these moribund “main constructions” of the budgetary structure that influenced the collapse of this edifice, and it did fall. Thus, the Russian crisis emerged due to internal, rather than external reasons. External factors just accelerated this downfall.

The current situation faces a very faint hope in the short run in finding out “favourable” corrective measures. Still hoping for same way out, I see three options, three possible scenarios – “bad”, “very bad” and a “catastrophic” one.

The “bad” scenario is less painful and more realistic. According to it the budget income should be increased and expenses reduced, possible issue of internal and external loans, limited and inevitable money emission treated as “the civil war alternative”. It should be noted that even in the case of succes these measures will contribute to the losses of Russia's inhabitants and foreign investors. If the country succeeds in escaping from the social collapse, in

protecting the banking system from the fall and in not spoiling at the utmost the relations with foreign creditors, a more realistic strategy for further reforms may be worked out next year.

“A very bad” scenario implies two options – “monetary” and “directive based”. They both do not suit the present condition in Russia, and cannot be used. There is no sense to analyse a “catastrophic” scenario, as the very notion of “catastrophic” implies a gloomy future.

Thus, the restoration of the public confidence in the Russia state and its rouble is to become the key priority of its government and the central bank in the short run.



## PIRMOJO 1998 m. PUSMEČIO BALTIJOS VALSTYBIŲ MOKĖJIMŲ BALANSŲ PALYGINAMOJI ANALIZĖ

*Mokėjimų balansas apibūdina šalies užsienio ekonominių ryšių subalansuotumo lygį. Einamojoje sąskaitoje parodytos prekių ir paslaugų importo bei eksporto apimtys bei kapitalo pajamos. Kapitalo ir finansinėje sąskaitoje rodomos operacijos, susijusios su užsienio finansiniais aktyvais ir išipareigojimais bei investiciniai procesai. Svarbiausia mokėjimų balanso dalimi laikomos šalies oficialiosios tarptautinės atsargos.*

### 1. Lietuvos, Latvijos ir Estijos pirmojo 1998 m. pusmečio mokėjimų balansų apžvalga

Baltijos valstybių ekonomikos augimas 1997 m. ir 1998 m. toliau skatino ūkio subjektų tarptautinių ekonominių santykių plėtrą. Pagrindinės mokėjimų balansų tendencijos, susiklosčiusios 1997 m., išliko ir pirmąjį šių metų pusmetį. Toliau didėjo užsienio prekybos apyvarta, paslaugų eksportas, tiesioginės užsienio investicijos ir oficialiosios tarptautinės atsargos.

1 lentelė

Baltijos valstybių mokėjimų balansai pirmąjį 1998 m. pusmetį

(mln. JAV dolerių)

	Lietuva	Latvija	Estija
<b>Einamoji sąskaita</b>	-675,8	-216,9	-213,9
% BVP	-13,4	-7,1	-8,6
<i>Prekybos balansas</i>	-707,5	-458,7	-520,2
% BVP	-14,0	-15,0	-20,9
Prekių eksportas	2 107,8	1 059,8	1 252,7
Prekių importas	-2 815,3	-1 518,5	-1 772,9
<i>Paslaugos</i>	49,4	184,7	302,7
% BVP	1,0	6,0	12,2
Kreditas	496,1	504,0	684,0
Debetas	-446,7	-319,3	-381,3
<i>Pajamos</i>	-132,8	22,8	-56,2
% BVP	-2,6	0,7	-2,3
Kreditas	47,2	112,9	58,7
Debetas	-179,9	-90,1	-114,9
<i>Einamieji pervedimai</i>	115,1	34,3	59,9
% BVP	2,3	1,1	2,4
Kreditas	118,0	42,2	70,8
Debetas	-2,9	-7,9	-11,0
<b>Kapitalo ir finansinė sąskaita</b>	510,3	245,6	290,3
% BVP	10,1	8,0	11,7
<i>Kapitalo sąskaita (grynoji)</i>	0,1	5,9	1,0
<i>Finansinė sąskaita (grynoji)</i>	510,2	239,8	289,4
Tiesioginės investicijos (grynosios)	217,7	131,3	131,3
Investicijų portfelis (grynasis)	11,0	-35,6	145,9
Kitos investicijos (grynosios)	281,6	144,2	12,2
Oficialiosios tarptautinės atsargos			
(„-“ padidėjimas)	-99,9	-139,2	-62,2
% BVP	-2,0	-4,5	-2,5
<b>Klaidos ir praleidimai</b>	265,3	110,4	-14,2

Šaltiniai: [1, 2, 3].

Analizuojant Lietuvos, Latvijos ir Estijos mokėjimų balansus, pastebimos panašios užsienio ekonominių ryšių raidos tendencijos, nors skirtumų taip pat netrūksta (žr. 1 lentelę). Visose trijose Baltijos valstybėse einamosios sąskaitos balansas pirmąjį 1998 m. pusmetį buvo neigiamas: Lietuvoje sudarė -675,8 mln. JAV dolerių, Latvijoje - -216,9 mln. JAV dolerių, Estijoje - -213,9 mln. JAV dolerių [1, 2, 3]. Tačiau, palyginti su pirmuoju 1997 m. pusmečiu, einamosios sąskaitos deficitai padidėjo: Lietuvoje - 55,4 procento, Latvijoje - 45,4, o Estijoje sumažėjo 4,2 procento. Einamosios sąskaitos deficito ir BVP santykiai Latvijoje ir Estijoje buvo gerokai mažesni negu Lietuvoje (žr. 1 pav.).

Vienas iš svarbesnių rodiklių, parodančių einamosios sąskaitos deficito finansavimo tiesioginėmis užsienio investicijomis lygį, yra einamosios sąskaitos deficito, apskaičiuoto be tiesioginių užsienio investicijų, ir BVP santykis. Šis rodiklis Lietuvoje padidėjo nuo 6,5 procento (1997 m.) iki 9,3 procento (pirmąjį 1998 m. pusmetį), o Latvijoje - nuo 0,4 iki 1,7 procento. Tuo tarpu Estijoje šis santykis sumažėjo iki 2,8 procento (1997 m. buvo 7,4%).

Bendras užsienio prekybos balansas pirmąjį 1998 m. pusmetį visose trijose Baltijos valstybėse buvo neigiamas, t. y. prekių importas buvo didesnis už jų eksportą. Šis rodiklis pirmąjį 1998 m. pusmetį Lietuvoje sudarė – 14,0, Latvijoje – 15,0 ir Estijoje – 20,9 procento BVP.

Lietuvoje prekių eksportas pirmąjį 1998 m. pusmetį, palyginti su tuo pačiu praėjusių metų laikotarpiu, padidėjo 7,2 procento. Jo prieaugį daugiausia lėmė transporto priemonių (29,0% bendrojo eksporto prieaugio), energetikos produktų (26,5%) bei tekstilės ir jos gaminių (21,4%) eksporto padidėjimas [3]. Latvijos prekių eksportas nagrinėjamu laikotarpiu padidėjo 22,9, o Estijos – 19,6 procento. Šių šalių eksporto augimą lėmė mašinų ir įrengimų, transporto priemonių, drabužių ir maisto produktų eksporto padidėjimas.

Pirmąjį 1998 m. pusmetį Lietuvos prekių importas sudarė 55,9 procento BVP ir, palyginti su pirmuoju 1997 m. pusmečiu, padidėjo 12,8 procento. Sparčiausiai didėjo transporto priemonių (48,7%), medienos ir medienos gaminių (27,9%), tekstilės ir jos gaminių (21,6%) bei žemės ūkio ir maisto produktų (17,9%) importas [3]. Investicinių prekių importo padidėjimas 16,5 procento [3] rodo, kad toliau vyksta Lietuvos pramonės restruktūrizavimas, dėl to didėja šiuolaikinių įrengimų ir technologijų poreikis. Prekių importas didėjo ir kitose Baltijos valstybėse: Latvijoje padidėjo 24,2, Estijoje – 15,2 procento. Šių šalių importo augimą daugiausia lėmė mašinų ir įrengimų, transporto priemonių, chemijos bei maisto produktų importo padidėjimas.

Prekių eksporto ir importo rodiklių analizė leidžia padaryti išvadą, kad vienintelė Latvija pasiekė tam tikrą prekių apyvartos subalansuotumą. Tuo tarpu Lietuvos produkcija būtų mažiausiai konkurencinga.

Bendrieji Lietuvos, Latvijos ir Estijos paslaugų balansai buvo teigiami, nors savo apimtimi ir labai skirtingi. Grynosios paslaugos Lietuvoje sudarė 1 procentą BVP, Latvijoje – 6 procentus, o Estijoje – 12,2 procento BVP. Estija ir toliau pirmauja pagal užsieniečiams suteiktų paslaugų apimtį – 684 mln. JAV dolerių (27,5% BVP). Visose šalyse nerezidentams paslaugų buvo suteikta daugiau, negu iš jų gauta, o didžiausią paslaugų eksporto ir importo dalį sudarė transporto bei kelionių paslaugos.

Išmokos nerezidentams Lietuvoje ir Estijoje buvo didesnės už gautas iš jų pajamas, todėl bendrieji pajamų balansai buvo neigiami ir atitinkamai sudarė –2,6 ir –2,3 procento BVP. Vienintelėje Latvijoje pajamų balansas buvo teigiamas (0,7% BVP).

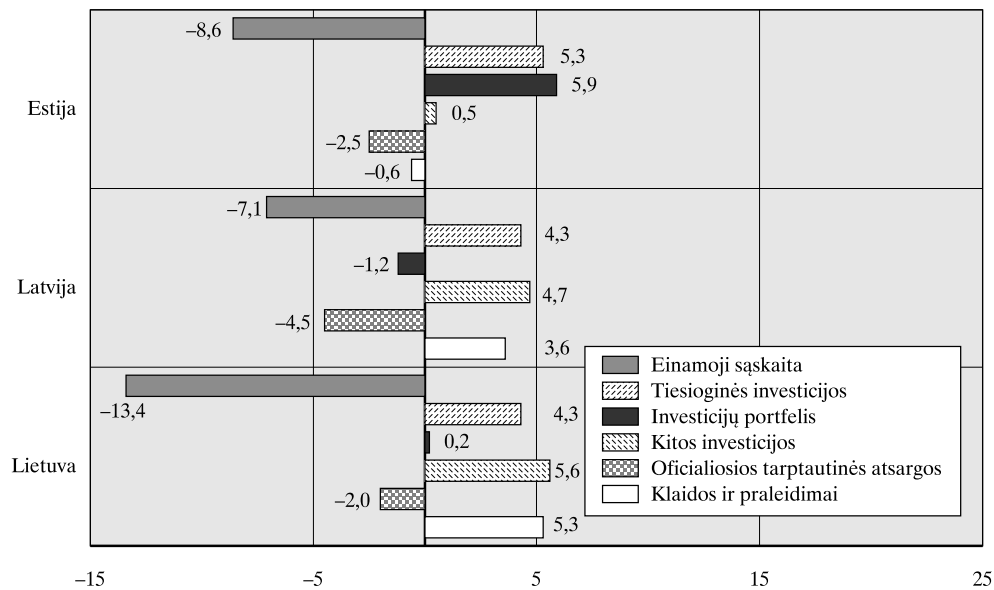
Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje einamųjų pervedimų balansai buvo teigiami. Daugiausia gautų pervedimų sudarė įvairūs techninės pagalbos projektai ir labdara.

Nagrinėdami kapitalo ir finansinės sąskaitos straipsnius\*, pastebejome įdomius investicijų struktūros pokyčius visose Baltijos valstybėse pirmąjį 1998 m. pusmetį. Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje kapitalo ir finansinės sąskaitos balansai buvo teigiami ir atitinkamai sudarė 10,1, 8,0 ir 11,7 procento BVP. Taigi nerezidentų investicijos šiose valstybėse buvo gerokai didesnės nei pastarųjų ūkio subjektų užsienio investicijų portfeliai. Lietuvoje ir Latvijoje didžiausią dalį BVP sudarė tiesioginės bei kitos investicijos (Lietuvoje – 9,9%, Latvijoje – 9,0%), o Estijoje – tiesioginės investicijos bei investicijų portfelis (11,2%) (žr. 1 pav.). Vadinasi, Estijos mokėjimų balanso einamosios sąskaitos deficitas buvo finansuojamas daugiausia užsienio investicijomis, o nerezidentai aktyviai investavo į Estijos vertybinius popierius [2]. Latvijos ir Lietuvos einamosios sąskaitos deficitui finansuoti buvo naudojamos užsienio paskolos. Neigiamas Latvijos investicijų portfelis rodo, kad šalies rezidentai investavo į užsienio vertybinius popierius daugiau negu nerezidentai į Latvijos vertybinius popierius [1]. Lietuvos ir Latvijos investicijų struktūroje didžiausią dalį sudarė kitos investicijos (atitinkamai 5,6 ir 4,7% BVP), kuriose dominavo paskolos iš užsienio.

Tiesioginės užsienio investicijos pirmąjį 1998 m. pusmetį sparčiausiai didėjo Lietuvoje. Palyginti su tuo pačiu praėjusių metų laikotarpiu, šios investicijos į mūsų šalies ūkį padidėjo beveik 50 procentų, o į Estijos ūkį – tik 9,4 procento (žr. 2 lentelę). Tiesioginės užsienio investicijos į Latvijos ekonomiką sumažėjo 12,7 procento. Tai rodo, kad užsienio investuotojai gerai vertina Lietuvos ekonomikos laimėjimus, stabilią tiek politinę, tiek ir ekonominę situaciją.

\*Analizuojant kapitalo ir finansinę sąskaitą, naudojami grynieji rodikliai, kurie apskaičiuojami kaip nerezidentų investicijų šalyje ir rezidentų investicijų užsienyje skirtumas.

1 pav. Pagrindiniai mokėjimų balanso straipsniai Baltijos valstybėse pirmąjį 1998 m. pusmetį (% BVP)



Baltijos valstybių mokėjimų balansų apžvalga parodė, kad pirmąjį 1998 m. pusmetį toliau didėjo bendra užsienio prekybos apyvarta, teigiamas išliko ir paslaugų balansas. Pažymėtina, kad Lietuvos ir Latvijos investicijų struktūroje didžiausią dalį (% BVP) sudarė užsienio paskolos. Lietuvos ūkis paskolų iš užsienio gavo daugiau negu tiesioginių užsienio investicijų. Einamosios sąskaitos deficitas visose Baltijos valstybėse buvo finansuojamas iš kapitalo ir finansinės sąskaitos (investicijomis), o ne oficialiosiomis tarptautinėmis atsargomis, kurios ženkliai padidėjo (žr. 2 lentelę).

## 2. Lietuvos, Latvijos ir Estijos einamųjų sąskaitų deficitų priimtimumo įvertinimas

Kaip jau minėta, pirmąjį 1998 m. pusmetį Lietuvos, Latvijos ir Estijos mokėjimų balansų einamosios sąskaitos buvo deficitinės. Toliau, remiantis 2 lentelėje pateiktais išvestiniais duomenimis, analizuojamas šių deficitų priimtimumas.

2 lentelė

Rodikliai, atspindintys einamosios sąskaitos deficito priimtimumą

Rodikliai	Lietuva		Latvija	Estija
	1997 m.	pirmasis 1998 m. pusmetis	pirmasis 1998 m. pusmetis	pirmasis 1998 m. pusmetis
Einamosios sąskaitos deficitas minus Tiesioginės užsienio investicijos/BVP (%)	-6,5	-9,3	-1,7	-2,8
BVP augimas/Einamosios sąskaitos deficitas, apskaičiuotas % BVP	0,59	0,55	0,92	0,86
Tiesioginių užsienio investicijų didėjimas* (%)	132,6	49,8	-12,7	9,4
Užsienio investicijų portfelio didėjimas* (%)	101,6	-84,8	n/d	3,8
Tiesioginės užsienio investicijos/Portfelinės užsienio investicijos	1,96	10,62	7,69	1,19
Grynųjų užsienio paskolų didėjimas (valst.)* (%)	-58,6	-3,7	n/d	n/d
Grynųjų užsienio paskolų didėjimas (privat.)* (%)	190,3	94,4	n/d	n/d
Grynosios užsienio paskolos (valst.)/Grynosios užsienio paskolos (privat.)	0,62	0,48	n/d	n/d
Paslaugų balanso kitimas* (%)	11,3	-9,2	8,1	4,8
Prekių ir paslaugų eksporto didėjimas* (%)	24,1	7,9	15,6	18,0
Prekių ir paslaugų importo didėjimas* (%)	25,1	13,0	19,1	16,8
Eksportas (prekių ir paslaugų)/BVP* (%)	54,5	51,7	51,1	77,7
Oficialiųjų tarptautinių atsargų didėjimas* (%)	27,4	23,7	17,9	24,2
Oficialiosios tarptautinės atsargos/Importas (mėn.)	2,3	2,1	2,9	2,5

\*Palyginti su pirmuoju 1997 m. pusmečiu.

Vienareikšmiai nustatyti einamosios sąskaitos priimtumą yra gana sudėtinga, kadangi tai lemia daugelis veiksnių, kurių vieni gali rodyti, kad deficitas yra priimtinas, o kiti – kad nepriimtinas. Atsižvelgiant į tai, savo tyrimus padalijome į dvi dalis. **Lietuvos, Latvijos ir Estijos einamųjų sąskaitų deficitų priimtumą apibūdina šie veiksniai\*:**

1. Pirmąjį 1998 m. pusmetį Latvijos ir Estijos einamosios sąskaitos deficitų, atėmus tiesiogines užsienio investicijas, ir BVP santykiai buvo mažesni nei Lietuvoje. Nors Latvijoje kitos investicijos sudaro nemažą dalį BVP, o tiesioginės užsienio investicijos pirmąjį šių metų pusmetį net sumažėjo, tačiau minėtas santykis buvo geriausias iš trijų Baltijos valstybių. Taigi šiose valstybėse vis didesnė deficitų dalis finansuojama tiesioginėmis užsienio investicijomis ir mažesnę reikšmę čia turi kitos investicijos, iš jų ir skolinimasis iš užsienio.

2. Pirmąjį 1998 m. pusmetį Latvijoje ir Estijoje santykiniai dydžiai tarp BVP augimo ir einamosios sąskaitos deficito (išreikšto % BVP) buvo gerokai didesni nei Lietuvoje. Vadinasi, atotrūkis tarp BVP augimo ir išpareigojimų užsieniui tose šalyse yra mažesnis negu Lietuvoje, ir tai yra gera prielaida jų deficitui stabilizuotis. Šis santykis laikomas optimaliu, jeigu nėra mažesnis už 1.

3. Latvijos ir Estijos mokėjimų balansuose pirmąjį 1998 m. pusmetį prekių ir paslaugų eksporto ir BVP santykiai sudarė 51,1 ir 77,7 procento. Didesnis prekių ir paslaugų eksporto prieaugis Latvijoje ir Estijoje (atitinkamai 15,6% ir 18%) rodo pakankamai stabilų jų ūkių tarptautinį konkurencingumą. Vienintelėje Estijoje prekių ir paslaugų eksporto didėjimas (18%) buvo didesnis už importo didėjimą (16,8%). Nors Lietuvoje prekių ir paslaugų eksporto dalis BVP (51,7%) buvo šiek tiek didesnė nei Latvijoje, tačiau ji sumažėjo palyginti su ankstesniųjų metų duomenimis (pirmąjį 1997 m. pusmetį sudarė 56,5%, 1997 m. – 54,5%). Taip atsitiko todėl, kad nominalusis BVP pirmąjį šių metų pusmetį didėjo sparčiau negu prekių ir paslaugų eksportas.

4. Oficialiųjų tarptautinių atsargų padidėjimas Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje pirmąjį 1998 m. pusmetį, palyginti su tuo pačiu praėjusių metų laikotarpiu, leidžia teigti, kad einamosios sąskaitos deficitai nebuvo iš jų finansuojamas.

5. Pirmąjį 1998 m. pusmetį, palyginti su pirmuoju 1997 m. pusmečiu, tiesioginės užsienio investicijos padidėjo Lietuvoje ir Estijoje, o Latvijoje – sumažėjo. Šiame pirmą kartą per pastaruosius 5 metus užsienio investicijų portfelis sumažėjo Lietuvoje, todėl tiesioginių užsienio investicijų bei jų portfelio santykis šoktelėjo iki 10,62 (1997 m. buvo 1,92). Taigi sumažėjusį Lietuvos patrauklumą spekuliaciniam kapitalui kompensavo tiesioginių užsienio investicijų prieaugis, dėl to pagerėjo užsienio investicijų struktūra. Latvijoje tiesioginės užsienio investicijos sumažėjo, tačiau jų ir investicijų portfelio santykis (7,69) rodo visiškai neblogą šalies investicinę būklę.

6. Nors Latvijoje prekių ir paslaugų importo padengimas oficialiosiomis tarptautinėmis atsargomis (mėnesiais) sumažėjo (1997 m. sudarė 3,12 mėn., o pirmąjį šių metų pusmetį – 2,87 mėn.), tačiau jis ir toliau išliko didžiausias tarp trijų Baltijos valstybių. Tai rodo, kad Latvija galėtų ilgiau nei kitos dvi valstybės dengti importą oficialiosiomis tarptautinėmis atsargomis.

**Veiksniai, kurie rodo, kad Lietuvos, Latvijos ir Estijos mokėjimų balansų einamųjų sąskaitų deficitai negali būti vienareikšmiai laikomi priimtinais:**

1. Lietuvoje einamosios sąskaitos deficitai padidėjo nuo 10,2 procento BVP (1997 m.) iki 13,4 procento BVP (pirmąjį 1998 m. pusmetį). Tai nulėmė didėjantis užsienio prekybos deficitas (74,3% viso einamosios sąskaitos deficito prieaugio) ir neigiamas pajamų balansas (-21,2%) [3]. Latvijoje einamosios sąskaitos deficitai sumažėjo nuo 8,0 procento BVP (1997 m.) iki 7,1 procento BVP (pirmąjį 1998 m. pusmetį), o Estijoje – nuo 12,9 iki 8,6 procento. Deficito sumažėjimą šiose šalyse lėmė geresni užsienio prekybos balansai.

2. Lietuvoje einamosios sąskaitos deficitai, atėmus tiesiogines užsienio investicijas, vis dar išlieka didelis (pirmąjį 1998 m. pusmetį sudarė -9,3% BVP). Be to, jis finansuojamas kitomis investicijomis, t. y. daugiausia užsienio paskolomis. Tai ne pats veiksmingiausias deficito finansavimo šaltinis, kadangi gautos valstybės vardu ar Vyriausybės garantuotos paskolos dažnai yra naudojamos ne gamybai ir eksportui skatinti (įsigyti šiuolaikinius įrengimus ir technologijas), o „pravalgomos“. Todėl didėja ir einamosios sąskaitos deficitai, ir Lietuvos užsienio skola. Vienintelė paguoda ta, kad daugiau kaip 90 procentų užsienio skolos sudaro ilgalaikės paskolos, kurių grąžinimas atidėtas vėlesniam laikotarpiui. Latvijoje ir Estijoje šie rodikliai buvo gerokai mažesni – 1,7 ir 2,8 procento BVP. Iš čia matyti, kad Latvija ir Estija labiau orientuojasi į tiesioginių užsienio investicijų pritraukimą nei į paskolų iš užsienio gavimą.

3. Pernelyg mažas ir dar sumažėjęs pirmąjį 1998 m. pusmetį Lietuvos BVP augimo ir einamosios sąskaitos deficito santykis leidžia teigti, kad Lietuvos išpareigojimai užsieniui didėjo sparčiau negu BVP, o tai nėra gera sąlyga deficitui stabilizuoti.

4. Prekių ir paslaugų eksporto augimo tempai Lietuvoje sulėtėjo: pirmąjį 1997 m. pusmetį sudarė 25,5 procento (1997 m. – 24,1%), o pirmąjį šių metų pusmetį – tik 7,9 procento. Nepaisant to, kad importo augimo tempas taip pat sulėtėjo, šito neužteko einamosios sąskaitos deficitui pagerinti – jis tik dar labiau padidėjo. Be to, einamosios sąskaitos deficitui neigiamą įtaką darė ir nepakankama Lietuvos paslaugų, teikiamų kitoms šalims, apimtis: teigiamas paslaugų balansas sumažėjo 9,2 procento.

\*Latvijos ir Estijos mokėjimų balansai yra ne tokie detalūs kaip Lietuvos, todėl kai kurių rodiklių negalėjome apskaičiuoti ir palyginti.

5. Per paskutiniuosius dvejus su puse metų Lietuvoje išryškėjo šios tendencijos: didėjo tiesioginės užsienio investicijos (1996 m. – 110,1%, 1997 m. – 132,6%, pirmąjį 1998 m. pusmetį – 49,8%), sumažėjo investicijų portfelio įplaukos (1997 m. – 15,9%, pirmąjį 1998 m. pusmetį – 84,8%), mažėjo valstybės grynosios užsienio paskolos (1997 m. – 40,7%, pirmąjį 1998 m. pusmetį – 3,7%) ir didėjo privataus sektoriaus skolinimasis užsienyje (1996 m. – 60,4%, 1997 m. – 190,3%, pirmąjį 1998 m. pusmetį – 94,4%). Nors gaunamų iš užsienio paskolų struktūra nuolat gerėja (1997 m. ilgalaikės paskolos sudarė 86,5%, o pirmąjį 1998 m. pusmetį – 92,4%), tačiau jų augimas buvo spartesnis nei tiesioginių investicijų: pirmąjį šių metų pusmetį, palyginti su tuo pačiu praėjusiųjų metų laikotarpiu, užsienio paskolos padidėjo 65,0 procento, o tiesioginės užsienio investicijos – 49,8 procento. Tai buvo viena iš pagrindinių einamosios sąskaitos deficito pablogėjimo priežasčių.

6. Lietuvos ir Latvijos mokėjimų balanse pirmąjį 1998 m. pusmetį didelę dalį sudarė klaidos ir praleidimai. Tai reiškia, kad į statistinę apskaitą nepateko dalis eksporto ir galbūt kapitalo įplaukų.

### Išvados

1. Baltijos valstybių einamųjų sąskaitų deficitų priimtumo analizė parodė, kad pirmąjį 1998 m. pusmetį Latvijos ir Estijos einamųjų sąskaitų deficitai buvo labiau priimtini negu Lietuvos, nes yra pagrįsti didesniu skaičiumi teigiamų veiksmų. Lietuvos einamosios sąskaitos deficito pablogėjimą nulėmė didėjantis užsienio prekybos deficitas ir neigiamas pajamų balansas.

2. Baltijos valstybės einamųjų sąskaitų deficitus finansavo investicijomis (kapitalo ir finansine sąskaita), o ne oficialiosiomis tarptautinėmis atsargomis. Lietuva ir Latvija savo deficitus finansavo kitomis investicijomis, iš jų – užsienio paskolomis ir tiesioginėmis investicijomis, o Estija didelę jo dalį dengė tiesioginėmis investicijomis ir investicijų portfeliumi.

3. Lietuvoje BVP augimo ir einamosios sąskaitos deficito santykis buvo mažiausias iš visų Baltijos valstybių. Vadinasi, Lietuvos įsipareigojimai užsieniui vis dar yra per dideli, palyginti su BVP augimu, o tai pablogina sąlygas deficitui stabilizuoti.

4. Lietuvoje pirmąjį 1998 m. pusmetį importo padengimas oficialiosiomis tarptautinėmis atsargomis (mėnesiais) buvo mažiausias iš visų trijų Baltijos valstybių, nes dar nebuvo įskaitytos už AB „Lietuvos telekomas“ privatizavimą gautos lėšos. Prireikus, Lietuva importą dengti šiomis atsargomis galėtų tik šiek tiek ilgiau kaip du mėnesius ir tai savo ruožtu pakenktų lito kurso stabilumui.

5. Lietuvoje iš Baltijos valstybių labiausiai padidėjo tiesioginės užsienio investicijos. Tai leidžia su tam tikru optimizmu vertinti einamosios sąskaitos deficito subalansavimo galimybes ateityje, kadangi šios investicijos turėtų daryti tiesioginę įtaką gamybos augimui, skatinti eksportą bei didinti Lietuvos konkurencingumą tarptautinėje rinkoje.

### Literatūra

1. *Balance of Payments by Quarter, 1997–1998. Central Statistical Bureau of Latvia, 1998.*
2. *Comments on the Estonian Preliminary Balance of Payments for the Second Quarter of 1998. Newsletters No 10 (193), Bank of Estonia, September 1998.*
3. *Lietuvos Respublikos mokėjimų balansas 1998/2. Lietuvos bankas, 1998.*

Ž. Kalinauskas