

„...spekuliacinės atakos yra pakankamai racionalus ir suprantamas [rinkos dalyvių] atsakymas į šalies [makroekonominius] disbalansus ir [fiksuito kurso] neatitinkančią vyriausybės politiką“

Peter Garber

SPEKULIACINĖS ATAKOS PRIEŠ VALIUTŲ VALDYBOS MODELIOUS. 1997–1998 m. ESTIJOS PATIRTIS

Julijus Grigaliūnas

Stokholmo aukštoji ekonomikos mokykla Rygoje
Strelnieku iela 4a, Rīga LV-1010, Latvija
El. paštas: Julijus@sseriga.edu.lv

Adomas Navickas

Stokholmo aukštoji ekonomikos mokykla Rygoje
Strelnieku iela 4a, Rīga LV-1010, Latvija
El. paštas: Adomas@sseriga.edu.lv

Straipsnyje trumpai supažindinama su teoriniais valiutų krizės modelių vertinimais, apibūdintas spekuliacinės atakos mechanizmas. Vadovaujantis šiais teoriniais apibendrinimais, išnagrinėtos dvi spekuliacinės atakos prieš Estijos kroną, nurodyti veiksniai, ribojantys spekuliacinių atakų sėkmę. Pagrindiniai žodžiai: Estija; valiutų valdybos modelis; centrinio banko atsargos; spekuliacinės atakos.

Įvadas

Pastaruoju metu valiutų krizės tapo viena iš dažniausiai diskutuojamų temų, o ekonomistai baigia sutarti, kad centriniai bankai nesugeba išlaikyti fiksuotų valiutos kursų. Europos (1992–1993 m.), Lotynų Amerikos (1994–1995 m.), Azijos (1997 m.), Rusijos (1998 m.) ir Brazilijos (1999 m.) valiutų krizės parodė, kad ekonomikos teorija kol kas nesugeba nuodugnai paaiškinti jų kilimo priežasčių, o juo labiau duoti aiškių patarimų, kaip apsisaugoti nuo neigiamų staigaus kapitalo pasitraukimo ir priverstinio valiutos devalvavimo padarinių. Kai kurie autoriai teigia, kad spekuliacinės atakos priežastys glūdi pačiame centrinio banko mechanizme ir kad vienintelis būdas užkirsti kelią tokioms atakoms yra įvesti valiutų valdybos modelį arba įtvirtinti dolerį (ar kitą patikimą valiutą) šalies ekonomikoje.

Spekuliacinės atakos neįmanomos esant klasikiniam valiutų valdybos modeliui. Valiuta atakuojama tik tuomet, kai spekuliantai mano, kad jie sugebės priversti centrinį banką pakeisti valiutos kursą [13]. Veikiant klasikiniam valiutų valdybos modeliui, spekuliantai negali priversti centrinį banką devalvuoti (arba revalvuoti) valiutą, nes jo išipareigojimai nacionaline valiuta yra visiškai padengti bazinės valiutos atsargomis*. O išlaikyti fiksuotą valiutos kursą yra vienintelis šalies pinigų politikos uždavinys.

Estija 1992 m., o Lietuva 1994 m., vykdydamos ekonomikos stabilizavimo programas, įvedė valiutų valdybos modelius. Tačiau apie galimą valiutos devalvavimą kalbama nuo pat valiutų valdybos modelių įgyvendinimo, o Estijos

*Toliau tekste – centrinio banko atsargos. Taikant klasikinių valiutų valdybos modelį, centrinio banko atsargos gali būti tik bazinės valiutos atsargos. Patartina centriniam bankui 105–110 procentų padengti pinigų bazę. Taip jis apsisaugo nuo galimo bazinės valiutos atsargų (skolos vertybinių popierių pavidalu) nuvertėjimo.

- Julijus Grigaliūnas – Stokholmo aukštosios ekonomikos mokyklos Rygoje studentas. Veiklos sritys: įmonių finansai, išvestinės finansinės priemonės, investicijų portfelio struktūros teorija.
- Adomas Navickas – Stokholmo aukštosios ekonomikos mokyklos Rygoje studentas. Veiklos sritys: rizikos valdymas, pinigų politika, makroekonominė analizė.

krona visiškai neseniai patyrė net du stiprius spekuliantų spaudimus. Spekuliacinės atakos, be abejo, kelia pavojų šalies valiutai ir ekonomikai dėl pakilusių palūkanų normų ir neaiškumo (*uncertainty*) įtakos realiam ir finansų sektoriams. Spekuliacinės atakos, esant silpnam bankų sektoriui ir „ligotai“ ekonomikai, gali priversti devaluoti nacionalinę valiutą valiutų valdybos sąlygomis nepaisant pakankamų centrinio banko atsargų.

Straipsnyje glaustai apžvelgti valiutų krizės modeliai, spekuliacinės atakos mechanizmas ir dvi spekuliacinės atakos prieš Estijos kroną. Straipsnio pabaigoje pateiktos išvados dėl valiutų kurso neliečiamumo šalyse, įgyvendinančiose valiutų valdybos modelį. Spekuliacinių atakų prieš Estijos kroną aprašymas pagrįstas detaliais pokalbiais su visais trimis atakų grandinės dalyviais (plačiau apie tai žr. 3 skirsnyje). Pateikiamas detalus (kiek leidžia konfidencialumas) spekuliacinių atakų vaizdas turėtų būti įdomus skaitytojams, nes atskleidžia atakų grandinės dalyvių atsakomuosius veiksmus. Straipsnyje pateiktos Estijos (iš dalies ir Lietuvos) stabilaus valiutos kurso išlikimo perspektyvos.

1. Valiutų krizės modeliai

Norint suprasti, ar tam tikrą valiutą gali ištikti spekuliacinis spaudimas, reikia išsiaiškinti, kas lemia investuotojų pasitikėjimą šalies vykdoma valiutos kurso politika, kuri, kaip rodo valiutų krizės modeliai, yra glaudžiai susijusi su šalies vykdoma pinigų ir biudžeto politika.

Įdomu pažymėti tai, kad valiutų krizę aprašantieji modeliai yra palyginti „jauni“, o pati tyrimo sritis – dar tik pradedama plėtoti. Pirmasis matematinis valiutų krizės modelis, sukurtas P. Krugman 1979 m. [11], buvo išplėstas R. Flood ir P. Garber 1984 m. [7]. Šie modeliai labai tiko aiškinant Meksikos (1973–1982 m.) ir Argentinos (1978–1981 m.) valiutų krizes, todėl buvo manoma, kad tyrimų sritis yra tobula. Tačiau jie netiko Europos (1992–1993 m.) valiutų krizei aiškinti. Pirmuosius modelių trūkumus išsprendė M. Obstfeldt 1994 m. [16], kai ekonomistai šiek tiek pakeitė supratimą apie fiksuotus valiutos kursus. Nevienodai traktuojant valiutų krizės priežastis, šie modeliai buvo suskirstyti į pirmosios ir antrosios kartos modelius. Nelaukta Azijos valiutų krizė (1997 m.) priminė ekonomistams, kad ne visos valiutų krizės priežastys dar atskleistos. Dabar kuriami trečiosios kartos valiutų krizės modeliai. Toliau trumpai apžvelgsime pagrindines pirmosios, antrosios ir trečiosios kartos valiutų krizės modelių metodologines idėjas.

1.1. Pirmosios kartos modeliai

Kaip jau minėta, valiutų krizės modelių pradininkas yra P. Krugman. Jo modelio idėja – šalis fiksuoja savo valiutą kitos valiutos (bazinės) atžvilgiu ir išlaiko šį fiksuotą kursą keisdama turimas bazinės valiutos atsargas. Manoma, kad pagrindinis centrinio banko tikslas yra monetizuoti* biudžeto deficitą, o ne išlaikyti fiksuotą valiutos kursą. Modelyje taip pat išlaikyta palūkanų normų pariteto sąlyga.

Žinoma, kad pinigų bazės didėjimas (dėl biudžeto deficito monetizavimo) sukelia infliaciją, valiutos nuvertėjimo lūkesčius, skatina kapitalo pasitraukimą iš šalies. Dėl šios priežasties centrinio banko atsargos mažėja. Kadangi centriniam bankui neužteks atsargų savo išpareigojimams padengti, spekuliantai tam tikru momentu pradės masišką ataką prieš valiutą ketindami pasiimti likusias centrinio banko atsargas. Spekuliacinė ataka prasidės gerokai anksčiau, negu susiklostys kritinis momentas. Ji prasidės tuomet, kai centrinis bankas jau neįstengs valiutos išlaikyti ir, spekuliantų manymu, jie sugebės pakeisti valiutos kursą**.

*Finansuoti (arba dengti) biudžeto deficitą tiesioginėmis centrinio banko paskolomis.

**Spekuliacinės atakos momentu gali atrodyti, kad centrinio banko atsargos valiutos kursui išlaikyti yra pakankamos bent dar kelis mėnesius. Konkurencinė spekuliantų kova dėl riboto jų kiekio prasidės būtent tuo momentu, kai sėkmė yra garantuota.

Valiutų valdybos modeliui pradinis P. Krugman matematinis valiutų krizės modelio variantas netinka, nes centrinis bankas neturi teisės teikti paskolų vyriausybei, o pinigų bazė bet kuriuo metu negali viršyti centrinio banko atsargų. Tačiau pirmosios kartos modeliai šiandien yra siejami ne vien su biudžeto deficito monetizavimu, bet ir su bendros šalies politikos (pinigų, biudžeto, kainų ir kt.) neatitikimu fiksuoto valiutos kurso režimui. Spekuliantų dėmesys yra sutelktas ties tokiais šalies rodikliais (*fundamentals*), kaip einamosios sąskaitos deficitas, realusis valiutos kursas, darbo užmokestis. Taigi pirmosios kartos modeliai numato, kad spekuliantai atakuos valiutą, jeigu šalies ekonominiai rodikliai bus nesuderinami su fiksuoto valiutos kurso režimu. Ataka įvyks tada, kai centrinio banko atsargos pasieks tam tikrą kritinį lygį.

1.2. Antrosios kartos modeliai

Antrosios kartos valiutų krizės modelių idėja yra šiek tiek kitokia. Čia centrinis bankas turi keletą tikslų: išlaikyti fiksuotą valiutos kursą ir, pavyzdžiui, skatinti ekonomikos plėtrą arba užtikrinti finansų sektoriaus stabilumą. Išlaikyti fiksuotą valiutos kursą yra šalutinis tikslas palyginti su kitais tikslais. Taigi spekuliantai žino, kad centrinis bankas valiutą devalvuos, jeigu aukštos palūkanų normos darys neigiamą įtaką finansų sistemos stabilumui arba nedarbas šalyje bus pasiekęs „labai aukštą“ lygį.

Pagrindinis skirtumas tarp pirmosios ir antrosios kartos modelių yra tas, kad pastarieji numato ne vienintelę pusiausvyrą (*multiple equilibrium*) – centrinis bankas galėtų išlaikyti fiksuotą valiutos kursą, jeigu nebūtų spekuliacinės atakos, bet jeigu ataka įvyktų, kurso išlaikymo kaina būtų per didelė ir nenaudinga šaliai, todėl centrinis bankas devalvuotų valiutą.

Kaip rašo M. Obstfeldt, egzistuoja tam tikra pilkoji zona tarp dviejų pusiausvyrų, kurioje gali įvykti spekuliacinė ataka. Taigi viskas priklauso ne tiek nuo šalies ekonominių rodiklių, o nuo spekuliantų lūkesčių. Jeigu spekuliantai mano, kad vyriausybei tapo sunkiau išlaikyti fiksuotą valiutos kursą (pavyzdžiui, dėl neigiamo pasiūlos šoko), jie pradės ataką, ir centrinis bankas privalės devalvuoti valiutą. Tokios atakos vadinamos savaime išsipildančiomis (*self-fulfilling*). Spekuliantai mano, kad fiksuoto valiutos kurso išlaikymo kaina padidėja ir surengia ataką, centrinis bankas valiutą devalvuoja, taip patvirtindamas, kad kurso išlaikymo kaina tikrai padidėjo.

Taigi antrosios kartos modeliai atskleidžia įdomų faktą – net jeigu šalis atrodo fundamentaliai sugebanti išlaikyti fiksuotą valiutos kursą, spekuliantų lūkesčių pasikeitimas gali dramatiškai keisti situaciją. Spekuliantų lūkesčių pasikeitimui įtakos turi daugelis dalykų, todėl galima daryti išvadą, kad spekuliacinės atakos ir valiutų krizės negalima numatyti matematiniais modeliais [17]. Veiksnius, darančius įtaką spekuliantų lūkesčiams, aprašė T. Komulainen [10].

1.3. Trečiosios kartos modeliai

P. Krugman mano, kad M. Obstfeldt modelis yra pranašesnis už jo pradinį modelį, tačiau ir jis nesugeba paaiškinti Azijos valiutų krizės priežasčių. Taikant naujausius modelius, užfiksuota, kad valiutų krizės priežastys – silpna bankų sistema. Tačiau P. Krugman mano, kad vien stipri bankų sistema negali išspręsti visų valiutos krizės problemų, nes dalį jų lemia ūkio sektorius. P. Krugman modelis tik pradėtas kurti [12]. Visgi, jo nuomone, per didelis įmonių išsiskolinimas užsienio valiuta gali būti problemiškas. Nuvertėjus realiajam valiutos kursui, siekiant pakeisti einamosios sąskaitos poziciją, kai šalis netenka užsienio kapitalo įplaukų, įmonės ištiktu

nepavydėtina finansinė būklė. Tokia padėtis turėtų ilgalaikę neigiamą įtaką šalies ekonomikos plėtrai dėl sumažėjusio investuotojų turto ir prarastų galimybių pasiskolinti lėšų bei jas investuoti. Autoriaus nuomone, šiuo atveju profilaktinė ir prieškrizinė priemonė būtų sulaukyti įmonės nuo skolinimosi užsienio valiuta, nes tai gali turėti neigiamų padarinių visam realiajam sektoriui. Taigi P. Krugman siūlo nepamiršti, kad kapitalo srautai, lemiantys spartesnę ekonomikos plėtrą, gali turėti ir skaudžių padarinių, kai kapitalas pasitraukia iš šalies.

Apžvelgę teorinius valiutų krizės modelių vertinimus, toliau aptarsime spekuliacinės atakos mechanizmą, dalyvius ir jų naudojamas priemones.

2. Spekuliacinės atakos mechanizmas

Spekuliacinės atakos mechanizmas yra gana paprastas. Toks skambus pavadinimas slepia paprasčiausią spaudimą fiksuotam valiutos kursui. Spekulianto tikslas – sukaupus „pakankamą“ trumpą poziciją* vietos valiuta, priversti centrinį banką ją devaluoti. Spekulianto sėkmė priklauso ir nuo jo išmonės.

Reikėtų prisiminti, kad spekulantai yra visi agentai, kuriantys trumpas pozicijas vietos valiuta. Tai gali būti ir įmonės, valdančios valiutos kurso pasikeitimo riziką, ir arbitražininkai, suradę pelningas operacijas pinigų rinkoje, ir „tikrieji“ spekulantai, kurie kuria trumpas pozicijas siekdami pasipelnėti iš pasikeitusio valiutos kurso.

2.1. Atakos dalyviai ir priemonės

Spekuliacinės atakos dalyviai yra šie: spekulantai, vietos bankų sistema ir centrinis bankas. Spekuliacinė ataka vykdoma spekulantui susikūrus trumpą poziciją vietos valiuta. Tam naudojamos balansinės ir nebalansinės priemonės. Balansinės priemonės – tai: 1) tiesioginis skolinimasis vietos valiuta pinigų rinkoje ir 2) skolos vertybinių popierių išleidimas. Iš nebalansinių priemonių būtų galima išskirti: 1) išankstinius sandorius, 2) pasirenkamuosius sandorius ir 3) apsisiekitimo sandorius. Visos šios priemonės yra trumpalaikės, o jų veikimo terminas – 3–6 mėnesiai. Be abejo, trumpa pozicija sukuriama ne vien tik šiomis išvardytomis priemonėmis. Pavyzdžiui, nors vietos valiuta dažniausiai yra skolinamasi pinigų rinkoje, bet gali būti skolinamasi ir vertybinių popierių rinkoje. Antai spekuliacinių atakų prieš Honkongo dolerį (HD) organizatoriai naudojami Honkongo akcijų rinkos likvidumu, kurdami trumpas pozicijas HD. Jie pardavinėjo (kartais irgi trumpai, t. y. skolindamiesi akcijas) finansinių institucijų ir importuojančių įmonių akcijas (devaluacija neigiamai veikia šias įmones) ir organizavo atpirkimo sandorius eksportuojančių įmonių akcijomis. Tarp nebalansinių priemonių gali pasitaikyti ir egzotiškesnių variantų, tačiau visų jų sudarymo mechanizmas pagrįstas išankstinių ir pasirenkamųjų sandorių veikimo principu.

Spekuliacinėms atakoms dažniausiai naudojamos nebalansinės priemonės, nes bankams jos yra pigesnės negu, pavyzdžiui, tiesioginis skolinimas (dėl kapitalo pakankamumo skaičiavimo taisyklių), todėl spekuliantas, turėdamas tam tikrą likvidų kapitalą (*margin*), gali jį padidinti beveik dešimteriopai [9].

2.2. Ataką ribojantys veiksniai

Spekuliacinės atakos stabdžiai yra šie:

Pirmas stabdys – bankų sistemos likvidumas. Jeigu sistema yra nelikvidi, spekuliantas negalės greitai sukurti didelių trumpų pozicijų už „prieinamą“ kainą dėl galimo staigaus palūkanų normų kilimo. Tai svarbu naudojant balansines ir nebalansines priemones.

*Trumpa pozicija sukurama tuomet, kai agento įsipareigojimams nacionaline valiuta didesni už jo turtą ta pačia valiuta.

Antras stabdys – bankų sistemos raida. Esant nepakankamai išplėtotai bankų sistemai, spekuliantas turi ribotą pasirinkimą, kokias priemones jis galės panaudoti kurdamas trumpas pozicijas (tai ypač pasakytina apie išankstinius ir pasirenkamuosius sandorius).

Trečias stabdys – administracinio ir institucinio pobūdžio veiksniai. Administracinis pobūdis – tai centrinio banko nustatyti bankų veiklos rizikos ribojimo reikalavimai ir bankų veiksmų stebėjimas. Institucinis pobūdis – tai spekuliantų ir bankų galimybės vykdyti tiesioginius sandorius su centriniu banku*.

Ketvirtas stabdys – atakos dalyvio vidinės rizikos valdymas. Šis klausimas yra glaudžiai susijęs su trečiu stabdžiu ir bus nagrinėjamas kartu.

2.3. Hipotetinės atakos pavyzdys**

Tarkime, tarptautinis bankas (spekuliantas) arbitražo fondo pavedimu pradeda ataką prieš „silpną“ valiutą, parduodamas ją kitam bankui išankstiniais sandoriais. Kadangi tarptautiniai bankai retai prisiima valiutos riziką, o uždriba iš sandorių komisinių, galutinis išankstinio sandorio agentas bus „silpnos“ valiutos šalies bankas (bankų sistema). Nusipirkęs „silpną“ valiutą pagal išankstinį sandorį, šis bankas turi atvirą poziciją bazine valiuta, kurią vidinės rizikos valdymo sumetimais reikia padengti. Kadangi vietos valiuta yra centrinio banko išipareigojimas valiutos laikytojui, bankui lengviausia būtų šią poziciją padengti vykdant operacijas su centriniu banku. Tačiau po Tailando krizės (centrinis bankas, gindamas valiutos kursą, sudarinėjo ypač daug išankstinių sandorių***) išgaliojo taisyklė, kad centriniai bankai, taikantys fiksuotą valiutos kursą, neturėtų naudoti išankstinių sandorių, todėl bankas gali neturėti galimybės pasirašyti šių sandorių su centriniu banku [14]. Gali būti taip, kad ir šalies bankai nepasitiki vietos valiuta, todėl padengti atvirosios pozicijos bankui nepasiseks.

Tarkime, bankas gali parduoti vietos valiutą (*spot*) centriniam bankui ir sudaryti apsikeitimo sandorį, kad eliminuotų termino riziką. Kadangi išankstinis sandoris vyksta be fizinio valiutų apsikeitimo, bankas neturi vietos valiutos, kurią jis nori parduoti centriniam bankui. Tačiau centrinis bankas šią problemą gali išspręsti su lombardo paskolos pagalba. Tai yra vadinamasis pražūtingas (*self-destructive*) centrinio banko mechanizmas. Centrinis bankas iš esmės finansuoja spekuliacinę ataką prieš patį save. Šis spekuliacinės atakos finansavimo mechanizmas galimas todėl, kad centrinis bankas, taikantis fiksuotą valiutos kursą, turi dvigubus tikslus – išlaikyti fiksuotą valiutos kursą ir užtikrinti finansų sistemos stabilumą vykdant paskutinio skolintojo funkciją. Kadangi antrasis tikslas yra svarbesnis už pirmąjį, centrinio banko nustatytas fiksuotas valiutos kursas pasmerktas žlugti****.

Todėl egzistuoja esminis skirtumas tarp centrinio banko fiksuoto valiutos kurso režimo ir klasikinio valiutų valdybos modelio. Pastarajam numatytas vienintelis tikslas – išlaikyti fiksuotą valiutos kursą, bet nenumatyta atsakomybė už finansų sistemos stabilumą, todėl centrinio banko pražūtingas mechanizmas yra eliminuotas. Taigi bankų galimybės padengti atvirąsias pozicijas vykdant operacijas su centriniu banku išnyksta, ir tai yra trečias spekuliacinių atakų stabdys, aprašytas anksčiau.

Ketvirto stabdžio poveikis (ypač aktualus klasikiniam valiutų valdybos modeliui) išnagrinėtas hipotetinės atakos pavyzdyje. Jeigu bankai neturi galimybės sudaryti išankstinių sandorių su centriniu banku ir pastarasis neteikia lombardo paskolų, jie savo riziką turi valdyti bankų sistemos viduje. Kaip pamatysime vėliau, esant racionaliai bankų sistemai*****, spekuliacinės atakos vykdymo galimybės yra apibrėžtos vidinės bankų rizikos valdymo sistemos reikalavimais. Vadinasi, bankai sudarys tik tiek išankstinių ir tiesioginių sandorių su spekuliantais, kiek galės jų

*Apie tai bus kalbama vėliau. Instituciniai veiksniai parodo esminį skirtumą tarp spekuliacijos prieš centrinį banką, taikant fiksuotą valiutos kursą ir klasikinio tipo valiutų valdybos modelius.

**Šis pavyzdys pagrįstas R. Flood diskusija [9].

***Kadangi, sudarydamas išankstinį sandorį, centrinis bankas pažada tam tikrą atsargų dalį, o informacija apie šias banko operacijas praktiškai yra neprieinama, vietos valiutos laikytojai, neturėdami žinių apie centrinio banko „laisvas“ atsargas savo išipareigojimams padengti, toliau parduoda vietos valiutą.

****M. Obstfeldt yra vienas iš žinomiausių fiksuoto valiutos kurso režimų kritikų.

*****Racionali bankų sistema yra ta, kai bankai siekia sumažinti savo operacijų riziką, o ne dirbti atvirosiomis pozicijomis. Kaip rodo patirtis, bankai siekiantys „apgauti“ rinką (bankai, dirbantys atvirosiomis pozicijomis), dažniausiai pralaimi dėl rinkų veiksmingumo (egzistuoja tik trumpalaikiai laimėjimai).

padengti bankų sistemos viduje, neviršydami nustatytą rizikos valdymo reikalavimų*.

Dar vienas spekuliacines atakas ribojantis veiksnys yra valiutos devalvavimo poveikis bankų sistemai. Jeigu spekuliantai mano, kad šis poveikis bankų sistemai gali būti kritinis, jie nepasitikės išankstiniais sandoriais, sudarytais su vietos bankais**, ir pradėta ataka nebus veiksminga. Kitas veiksnys – valiutos devalvavimo padarinių poveikio bankų išlikimui įvertinimas. Jeigu bankai mano, kad devalvavimas gali turėti ypač neigiamų padarinių, jų suteikiamų spekuliacinių paskolų ir pasirašytų išankstinių sandorių suma visada bus mažesnė už kritinį lygį, reikalingą priversti centrinę banką devaluoti valiutą***. Tai yra vadinamasis rizikos gražinimo argumentas. Bankai solidžiai uždirba iš spekuliantų veiksmų, tačiau jie gerai žino devalvavimo padarinių poveikį savo turto ir išsipareigojimų struktūrai.

Taigi, nors spekuliacinės atakos mechanizmas yra gana paprastas, jos sėkmingą įgyvendinimą, veikiant valiutų valdybos modeliui, stabdo nemažai veiksnių. Toliau apžvelgsime dvi spekuliacines atakas prieš Estijos kroną.

3. Spekuliacinės atakos prieš Estijos kroną

Spekuliacinės atakos prieš Estijos kroną buvo įvykdytos 1997 m. spalį ir 1998 m. vasarą ir rudenį.

3.1. Pirmoji ataka (1997 m. spalį)

Iki 1997 m. Estijoje vyko staigi pinigų ekspansija, priskirtina užsienio kapitalo įplaukoms [3, 4, 5]. 1997 m. Estijos bankai buvo neišsenkantys skolintojai, taip sukurdami turto kainų „burbulus“ ir skatindami vartojimo bumą. Siūlydami atpirkimo sandorius, bankai skatino operacijas akcijų biržoje, kuri iki rugsėjo mėn. pasiekė rekordinį lygį (žr. 1 pav.). Estijos akcijų rinkos indeksas TALSE spalio 23 d. patyrė didžiausią vienos dienos nuopuolį (–15%), kai „sprogo“ akcijų kainų „burbulas“ dėl devalvacijos pavojaus ir bankų likvidumo problemų. Spekulantams susidarė išpūdis, kad, įvykus akcijų rinkos korekcijai, bankai liks su blogų paskolų portfeliu ir pablogins savo mokumo galimybes.

Iš visų makroekonominių rodiklių spekuliantus labiausiai domino beveik 11 procentų einamosios sąskaitos deficitas, kuris net besivystančioms šalims, turint galvoje istorinę mokėjimų balanso krizių patirtį, atrodė nepakeliamas (*unsustainable*). Todėl spekuliantai prognozavo Estijos nemokumą užsienio išsipareigojimų atžvilgiu****. Kitas nerimą keliantis veiksnys buvo realusis efektyvus valiutos kursas, kuris nuo 1992 m. pradžios iki spekuliacinės atakos pradžios pakilo daugiau nei tris kartus [5]. Toks ženklus valiutos pabrangimas spekuliantams reiškė blogėjantį Estijos gamintojų konkurencingumą ir dėl to mažėjančias galimybes subalansuoti einamąją sąskaitą.

Nors ir egzistavo šios problemos, sprendžiant pagal pirmosios kartos spekuliacinių atakų modelius, rimtų priežasčių atakai tuo metu nebuvo. Vienas iš svarbiausių rodiklių – centrinio banko atsargos – nemažėjo, nacionalinis biudžetas buvo subalansuotas, blogų paskolų kiekis bankų paskolų portfeliuose prieš ataką nekėlė grėsmės, o BVP didėjo rekordiniu greičiu ir rodė vis gerėjančią Estijos ekonomikos būklę (bet taip pat kėlė rūpestį dėl galimo ekonomikos „perkaitimo“).

Svarbiausia spekuliacinės atakos priežastis buvo „The Economist“ žurnale pasirodęs straipsnis [6], kuriame Estijos ekonomika buvo įvertinta kaip didelės valiutos krizės rizikos ekonomika pirmiausia dėl didėjančio einamosios sąskaitos deficito ir pinigų kiekio. Žurnalas prognozavo Estijai Tailando tipo valiutos krizę.

*Estijos bankų (Foreksbank, Eesti Investeerimispank ir kt.) problemos dar kartą patvirtina šį pastebėjimą.

**Galima prisiminti Rusijos atvejį, kai bankai nevykdė savo išankstinių sandorių išsipareigojimų.

***Šis argumentas tinka tik koncentruotam bankų sektoriui, kur bankų koordinavimo išlaidos mažesnės (yra lengva nuspėti konkurento veiksmus). Be to, šis argumentas tinka tik tuomet, kai bankai tiki, kad egzistuoja tam tikra pilkoji zona. Jeigu bankai mano, kad valiuta bus devaluota, jie patys pasiūstengs sumažinti galimą devalvacijos nuostolį, kurdami trumpas pozicijas vietos valiuta.

****Yra manoma, kad tokie pesimistiniai investuotojų vertinimai neturėjo pagrindo [1].

1 pav. Estijos akcijų rinkos indeksas TALSE



Ši ataka paaiškinama antrosios kartos valiutų krizės modeliais. Egzistuojant informacijos rinkimo išlaidoms, investuotojai mėgina išvengti šių išlaidų plačiau diversifikuodami veiklą panašiose rinkose. Tuomet investuotojai priima vienodus sprendimus visoms rinkoms pagal konkrečias rinkų grupes. Prieš prasidedant spekuliacinei atakai prieš Estijos kroną, nukentėjo daugelis valiutų Pietryčių Azijoje; Honkongo valiutų valdybos modelis taip pat patyrė spekuliantų spaudimą. Spekuliantų dėmesį pritraukė Estijos ekonomikos rodikliai, panašūs į prastus Pietryčių Azijos šalių rodiklius (einamosios sąskaitos deficitas, turto kainų „burbulai“, didėjantis pinigų kiekis), „The Economist“ straipsnis ir keleto investicinių bankų komentarai, siūlantys Estijai atsisakyti valiutų valdybos modelio.

3.1.1. Atakos dalyviai ir įvykių raida

Žinomi šios atakos dalyviai buvo Londono ir Skandinavijos šalių investiciniai ir komerciniai bankai. 1998 m. spalio pabaigoje (spalio 22 d. nurodoma kaip atakos pradžia) Londono investiciniai bankai pradėjo dideliais kiekiais pardavinėti Estijos kronas, sudarydami išankstinius sandorius su Skandinavijos bankais. Šie savo ruožtu dengė atvirąsias pozicijas Estijos bankuose ir dar prisiėmė papildomas trumpas atvirąsias pozicijas Estijos kronos atžvilgiu savo sąskaita. Per keletą dienų, kaip matyti iš grynosios atvirosios pozicijos Vokietijos markės atžvilgiu (žr. 2 pav.), Estijos bankuose susiformavo didelė atiroji trumpa pozicija Vokietijos markės atžvilgiu.

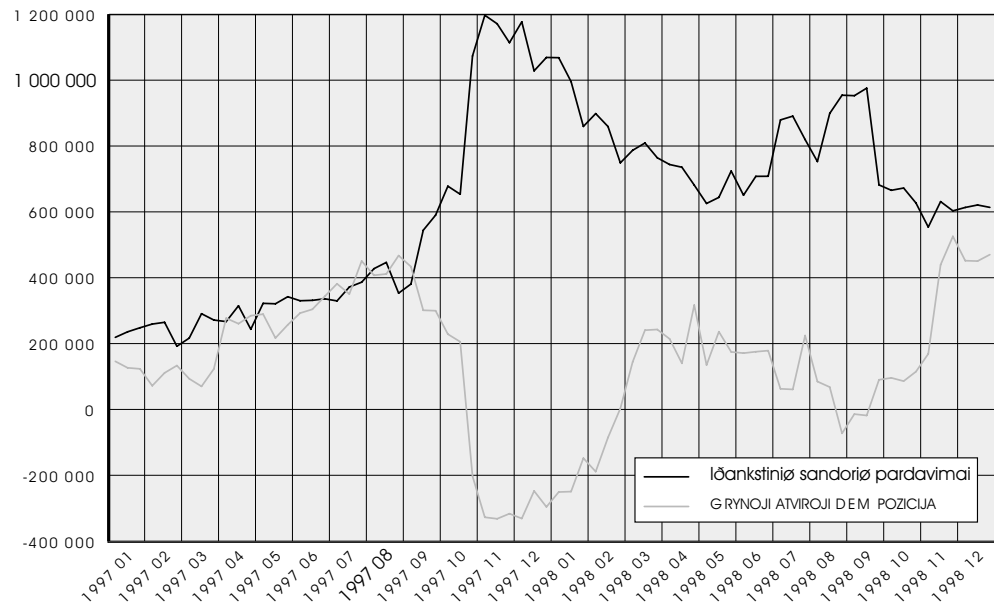
Spekuliantai daugiausia naudojo 3 ir 6 mėnesių trukmės išankstinius sandorius ir mišrius išankstinius sandorius (apsikeitimo sandorių ir tiesioginių pardavimų derinys). Skolinimasis nebuvo populiarus dėl spartaus atakos organizavimo. Tačiau Estijos bankai greitai praplėtė valiutos pirkimo ir pardavimo išankstinais sandoriais skirtumą (*spread*), o tai padidino spekuliacijos kainą.

Tikslios spekuliacijos kainos apskaičiuoti naudojant centrinio banko teikiamus duomenis negalima, nes pinigų rinka tiesiog apmirė, ir tarpbankinių paskolų palūkanų normos nerodė realios situacijos*. Estijos pinigų rinkoje priimta, kad pagal

*Likvidumo problemos Estijos komerciniuose bankuose vyravo visą spalio mėnesį.

kotiruojamas palūkanų normas bankai skolina iki vieno milijono Estijos kronų. Taigi didžioji dauguma spekuliantų išvestines priemones turėjo pirkti jų kainą apskaičiuodami ne pagal viešai kotiruojamas palūkanų normas. Dėl šios priežasties TALIBOR nerodė realios situacijos pinigų rinkoje. Tik bankams išsprendus savo likvidumo problemas bei įsitikinus kitų bankų mokumu, šios palūkanų normos 1998 m. lapkričio pradžioje pakilo iki 15–16 procentų, o spalio viduryje jos sudarė 6–7 procentus.

2 pav. Estijos kronų pardavimas išankstiniais sandoriais ir šalies bankų sektoriaus grynoji atviroji pozicija Vokietijos markėmis



Suvaržytas valiutų valdybos modelio Estijos centrinis bankas nesiuė pasinaudoti išankstinių sandorių galimybe, todėl bankai savo atvirąsias pozicijas turėjo dengti vidaus bankų sistemoje. Rinkos dalyviai nurodo, kad kai kurie bankai dengė savo pozicijas bent jau iš dalies, tuo tarpu kiti prisiėmė vis didesnes atvirąsias pozicijas tikėdamiesi didelių pelnų. Pagal valiutų valdybos modelį Estijos centrinis bankas negali atlikti paskutinio skolintojo funkcijos ir tai privertė visą spekuliacinę riziką perkelti į šalies bankų sistemą.

3.1.2. Atakos pabaiga

Estijos centrinio banko politika nesuteikti jokio papildomo likvidumo šalies bankams ir privertusi juos pačius valdyti savo riziką buvo pagrindinė spekuliacinės atakos laimingos pabaigos priežastis*. Estijos krona nebuvo devaluota, nes sudarytų išankstinių sandorių kiekis labai sumažėjo jau ketvirtą atakos dieną. Užsienio spekuliantai (daugiausia Skandinavijos šalių bankai, kurie dengė atvirąsias pozicijas, sudarytas su Londono bankais) susirūpino, kad jeigu valiuta bus devaluota dėl spekuliacinio spaudimo, tai daugelis Estijos bankų nesugebės įvykdyti savo įsipareigojimų. Ši rizika, o ir didėjančios spekuliacijos išlaidos bei Azijos krizės padariniai (bet koks spekuliacinis kapitalas tapo brangesnis) privertė spekuliantus atsisakyti atakos.

*Komeriniai bankai pasiekė vidinius kreditavimo limitus, o kai kurie rinkos dalyviai teigė, kad patys spekuliantai pasiekė savo vidinius rizikos ribojimo limitus.

3.2. Antroji ataka (1998 m. vasara–ruduo)

Šį kartą spekuliantai naudojo labiau koordinuotą strategiją, negu atakuodami pirmą kartą ir turėjo naujų motyvų spekuliuoti.

Ataka vyko Rusijos krizės metu. Spekuliantai manė, kad užsitęsusi Rusijos krizė pridarys daug žalos Estijos ekonomikai. Estija dar vis nebuvo susidorojusi su senomis problemomis. Einamosios sąskaitos deficitas ir toliau kėlė nerimą, bet biudžeto politika jau rodė vyriausybės supratimą, kad reikia taupyti, jeigu privatus sektorius netaupo. Be to, 1998 m. vasara buvo sunkus laikotarpis daugeliui Estijos bankų. Bankrutavo Estijos Maapank, išaiškėjo ir Hoiupank-Daiwa afera, dėl kurios gyventojai pradėjo atsiiminėti indėlius iš šio banko. Mažėjantis Estijos gyventojų pasitikėjimas bankų sistema buvo papildomas signalas valiutų spekuliantams.

3.2.1. Atakos dalyviai ir įvykių raida

Galima teigti, kad šios atakos metu naudotos priemonės buvo sudėtingesnės ir labiau nukreiptos prieš Estijos valiutų valdybos modelį. Kadangi pirmoji ataka atskleidė Estijos kronų rinkos pažeidžiamumą ir likvidumo problemas, antrą kartą atakuodami spekuliantai mėgino sukurti trumpą atvirąją poziciją per ilgesnį laiko tarpą (šešis mėnesius), suteikdami laiko vietos bankams sukurti daugiau likvidumo. Spekuliantai skolinosi Estijos kronas ir keitė jas į užsienio valiutas taip, kad trapi šalies finansų sistema nepatirtų netikėto likvidumo trūkumo ir galėtų bendradarbiauti su spekuliantais.

Naudotos priemonės rodė, kad buvo siekta sutrikdyti šalies bankų sistemą prieš pat Naujuosius metus. Iki šio laiko visa spekuliacinė pozicija turėjo būti suformuota. Būtent tuo metu baigėsi apsikeitimo ir išankstinių sandorių galiojimo terminai*.

Antroji spekuliacinė ataka prieš Estijos kroną taip pat priskirtina antrosios kartos valiutų krizės modeliui. Svarbių priežasčių šiai atakai vykdyti buvo dar mažiau negu pirmosios atakos atveju. Vyriausybės biudžetas buvo perteklinis, bankų paskolos privačiam sektoriui sumažėjo, sumažėjo ir einamosios sąskaitos deficitas, nors vis dar išliko gana grėsmingo lygio. Svarbiausia atakos priežastis buvo bankų nestabilumas.

Vykstant Rusijos krizei 1998 m. rugpjūtį, spekuliantai jautė būdingus valiutų krizėms persiliejinimo (*spill-over*) ir viruso (*contagion*) efektus, kurie ir paskatino tęsti spekuliacinę ataką, pradėtą 1998 m. birželio pradžioje. Šios priežastys priskirtinos antrosios kartos spekuliacinių atakų modeliams, nes šalies ekonominiai rodikliai dar nebuvo pablogėję. Ataka sustiprėjo rugsėjo mėn., kai Skandinavijos investiciniai ir komerciniai bankai nutraukė kredito linijas Baltijos šalių bankams ir ėmė vykdyti aktyvią propagandą, kad būtina devaluoti valiutą**.

3.2.2. Atakos pabaiga

Ironiška, bet spekuliacinė ataka pasibaigė net rimtai neprasidėjusi, o jos pabaiga iš dalies yra sietina ir su jos iniciatoriais. Swedbank nupirkus 59 procentus Hansapank, o Skandinaviska Enskilda Banken – 32 procentus Eesti Uhispank akcijų, neliko pagrindinių spekuliacinės atakos priežasčių, t. y. silpno bankų sektoriaus. Švedijos bankų atėjimas į Estijos rinką parodė pasitikėjimą šios šalies bankų sistema ir ekonomikos plėtros perspektyvomis, kartu praktiškai užkirto kelią būsimoms spekuliacinėms atakoms.

*Rinkos dalyvių pateikta informacija.

**Buvo minėta, kad spekuliantų išmonė yra vienas iš svarbesnių spekuliacinės atakos veiksnių. Ji ypač ryški Estijos valiutų valdybos modelio atveju.

3.3. Dviejų atakų pamokos

Pirmoji spekuliacinė ataka buvo *ad hoc* tipo ir blogai spekuliantų koordinuota. Kaip minėta, agresyvia, bet visgi trapią ir chaotišką spekuliacinę jėgą sustabdė staiga padidėjusios spekuliacijos išlaidos. Išaiškėjo ir tai, kad Estijos kronų rinkos likvidumas nėra tvirtas. Dar viena pamoka – atakos agresyvumas suteikė spekuliantams daugiau pasitikėjimo: per tris atakos dienas sudarant išankstinius sandorius buvo parduota apie 3,2 mlrd. Estijos kronų.

Kadangi Estijos centrinis bankas veikia valiutų valdybos modelio sąlygomis, jis negali atlikti paskutinio skolintojo funkcijos ir stumia spekuliantus į tokią padėtį, kai nėra lengva tiesiogiai spekuliuoti prieš centrinį banką. Centrinis bankas iš turimų atsargų dengia savo įsipareigojimus nacionaline valiuta ir nenaudoja papildomų atsargų likvidumui rinkoje palaikyti. Tai suteikia pasitikėjimo valiutų valdybos modeliu, o spekuliantams lieka tik viltis, kad jų spekuliacinę jėgą parems šalies ūkio subjektai, atsiimdami iš bankų savo indėlius ir konvertuodami juos į užsienio valiutą. Taigi pinigų pasiūlos ir centrinio banko atsargų santykis tampa labai svarbiu veiksmu valiutos rizikai apibrėžti. Šis veiksnys rodo potencialios spekuliacinės jėgos egzistavimą šalyje. Ji pradėtų veikti, jeigu būtų prarastas pasitikėjimas fiksuotu valiutos kursu ir bankų sistema. Antroji ataka taip pat parodė, kad spekuliacinė ataka negali pasisekti, jeigu nutrūksta spekuliacinės atakos dalyvių bendradarbiavimas.

Išvados

Apžvelgėme valiutų krizės modelius, spekuliacinės atakos mechanizmą ir valiutų valdybos modelio veikimą mažoje atviroje ekonomikoje, kur koncentruotas bankų sektorius. Aprašytos dvi 1997–1998 m. spekuliacinės atakos prieš Estijos kroną. Dabar apibrėšime straipsnio tikslą.

Kaip rodo valiutų valdybos modelio taikymo patirtis, nėra atveju, kad šį modelį taikanti šalis būtų priversta devaluoti savo valiutą. Tai lemia ir specifinis valiutų valdybos modelio mechanizmas, ir mažai paplitęs jo taikymas. Vyriausybės, žinodamos šią valiutų valdybos modelio veikimo specifiką, gali visiškai nekreipti dėmesio į tai, kad centrinis bankas neturi teisės finansuoti biudžeto deficito ir stengtis finansuoti jį pinigų ir kapitalo rinkose. Ši problema ypač aktuali toms šalims, kur vyriausybė turi kontrolinius bankų akcijų paketus ir gali daryti įtaką jų kasdienėms operacijoms. Normaliomis sąlygomis rinka greitai padidintų vyriausybės skolinimosi kainą (vyriausybės vertybiniai popieriai nėra apsaugoti nuo valiutų kurso pasikeitimo rizikos veikiant valiutų valdybos modeliui) ir taip ribotų jos skolinimąsi. Palūkanų reguliavimo režimo atveju toks skolinimosi ribojimo mechanizmas neveikia. Kita vertus, jeigu šalies pinigų ir kapitalo rinkos nėra pakankamai išplėtos, vyriausybės vertybiniai popieriai yra vos ne vienintelė draudimo įmonių arba pensijų fondų investicijų priemonė. Tokiu atveju valiutų valdybos modelis neatliks savo pagrindinio tikslo – nebus „tramdomoji liemenė“ vyriausybės biudžeto politikoje.

Valiutų valdybos modeliui praradus skolinimosi „tramdomo“ elementą, vyriausybės, orientuodamosi į trumpą laiko horizontą (*short-sightedness*), vykdytų ekspansinę biudžeto politiką. Turint galvoje, kad realus sektorius į ateities lūkesčių pasikeitimą reaguoja lėčiau negu finansų sektorius, spekuliacinės atakos tampa ta jėga, kuri neleidžia vyriausybėms vykdyti per daug laisvos biudžeto politikos ir apskritai ekonominės politikos, neatitinkančios fiksuoto valiutos kurso režimo reikalavimų.

Spekuliacinių atakų problematikos tyrinėjimas ir Estijos patirties šioje srityje apžvalga leido mums padaryti tokią išvadą – valiutų valdybos modelis saugo centrinę

banką nuo spekuliacinių atakų tik esant pasitikėjimui šalies bankų sektoriumi, o bankai turi pasitikėti centrinio banko ir vyriausybės vykdoma politika. Jeigu šalies bankų sektorius ir gyventojai nepasitiki vyriausybės vykdoma ekonomine politika, valiutų valdybos modelis spekuliacinės atakos metu neišgelbės fiksuoto valiutos kurso, nes išlaikyti fiksuotą valiutos kursą nėra pagrindinis šalies pinigų politikos tikslas.

Literatūra

1. Antonovs P., Hendre M., Grigaliūnas J., Navickas A. *An Independent Assessment of the Current Account Deficit Sustainability in Estonia, Course Paper, Stockholm School of Economics in Riga, June 1999.*
2. Baltrušaitis D., Hendre M., Grigaliūnas J., Navickas A. *A Blueprint for a Speculative Attack on EEK (Methodology for a Macro Hedge Fund), Course Paper, Stockholm School of Economics in Riga, March 1999.*
3. *Eesti Pank, Monetary Developments & Policy Survey, Tallinn, 1998.*
4. *Eesti Pank, Monetary Developments & Policy Survey, First Half of 1998, Tallinn, 1998.*
5. *Eesti Pank, Monetary Developments & Policy Survey, Second Half of 1998, Tallinn, 1999.*
6. *The Economist, Something Horrible Out There, October 18, 1997.*
7. Flood R., Garber P. *Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples//Journal of International Economics, 1984, Vol. 17.*
8. Flood R., Marion N. *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature, Working Paper 6380, National Bureau of Economic Research, January 1998.*
9. Garber P., Mondino G., Zarazaga C. *Speculative Attacks in Exchange Rates, Capital Flows, and Monetary Policy in a Changing World Economy, Kluwer Academic Publishers, 1997.*
10. Komulainen T. *Currency Crises Theories-Some Explanations for the Russian Case. BOFIT Discussion Papers, No 1, 1999.*
11. Krugman P. *A Model of Balance-of-Payments Crises//Journal of Money, Credit and Banking 11, 3, August 1979.*
12. Krugman P. *Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises, January 1999.*
13. Krugman P. *Currency Crises, October 1997.*
14. Lall S. *Speculative Attacks, Forward Market Intervention and the Classic Bear Squeeze, WP/97/164, International Monetary Fund, December 1997.*
15. Merrill Lynch. *Currency Crises in Emerging Markets, July 1998.*
16. Obstfeldt M. *Models of Currency Crises with Self-fulfilling features, Working Paper 5285, National Bureau of Economic Research, October 1995.*
17. Wyplosz Ch. *Speculative Attacks and Capital Mobility, June 1998.*

Straipsnis gautas 1999 m. balandžio mėn.

Priimtas spaudai 1999 m. birželio mėn.

Summary

SPECULATIVE ATTACKS AGAINST CURRENCY BOARD REGIMES. ESTONIAN EXPERIENCE OF 1997–1998

Julijus Grigaliūnas, Adomas Navickas

No currency board has as of yet collapsed. None of the present ones claim to be on the way. It is impossible to force devaluation in a classical currency board because the exchange rate is its only goal. The recent currency board-like arrangements that have among other countries been introduced in Estonia and Lithuania as well are subject to speculative attacks.

We briefly present currency crises theories and the mechanism of a speculative attack and then analyse two speculative attacks that have occurred against the kroon in October 1997 and Summer-Autumn 1998 in the light of the theory developed. We find significant factors limiting the success of a speculative attack in a currency board

system with a concentrated banking system. Furthermore, we hypothesise that it is impossible to force devaluation in a currency board arrangement with a concentrated banking sector if a currency is in the so called grey zone due to the fact that the amount of speculative pressure allowed by commercial banks is endogenised within the risk management limits of individual banks. The banks are faced with high returns that they earn from speculators and high losses if currency collapses. Therefore, the self-fulfilling attacks should not succeed in such a system. Speculative attacks based solely on unsustainable fundamentals, should nevertheless be successful if speculators are able to shake the confidence in the banking sector since a particular exchange rate can never be the final goal of monetary policy. Remembering this, the possibility of speculative attacks should still serve as a straitjacket that prevents government from overspending and managing the economy. This is the *ex ante* virtue of speculative attacks that is usually forgotten.

NACIONALINĖS VALIUTOS ATSISAKYMAS: PRIVALUMAI IR TRŪKUMAI

Gitanas Nausėda

Lietuvos bankas, Vilniaus universitetas
Gedimino pr. 6, Lt-2001 Vilnius
El. paštas: gnauseda@mail.lbank.lt

Straipsnio tikslas yra išnagrinėti kai kurių politikų ir ekspertų pasiūlymus nestabilioms kylančių rinkų valstybėms atsisakyti nacionalinės valiutos ir pakeisti ją euru arba doleriu. Ši iniciatyva įgavo naują užmojų gilėjant Europos Sąjungos valiutinės integracijos procesui ir jam plintant į Vidurio ir Rytų Europą. Straipsnyje siekiama atskleisti ne tik šio žingsnio privalumus, bet ir trūkumus. Nagrinėjami kai kurie specifiniai Lietuvos bruožai įsivaizduojamo euru arba dolerių įvedimo atveju. Pagrindiniai žodžiai: nacionalinės valiutos atsisakymas; euras; doleris; euro, dolerio įvedimas; centrinis bankas; Vidurio ir Rytų Europos valstybės.

Įvadas

Pastaruoju metu finansų teorijoje ir praktikoje labai aktualus tapo klausimas dėl savos valiutos atsisakymo bei jos pakeitimo pripažinta tarptautine valiuta, pirmiausia – JAV doleriu. Šią iniciatyvą iškėlė Argentinos prezidentas C. Menem, matydamas, kad šalies pinigų sistema ilgą laiką nesugeba sumažinti palūkanų normų, žlugdančių ekonomikos kilimo perspektyvas. Buvo rekomenduota ir kitoms Lotynų Amerikos šalims eiti tuo pačiu keliu [4, p. 17].

Kaip žinoma, Argentinos centrinis bankas veikia pagal vadinamąją valiutų valdybos modelį, kuris automatiškai suderina pinigų pasiūlą ir paklausą, leisdamas palūkanų normoms kilti arba kristi tiek, kiek lemia rinkos situacija. Kai padėtis finansų sektoriuje normali, palūkanų normos vietine valiuta artėja prie palūkanų normų bazine valiuta – JAV doleriais ir, atvirkščiai, susikomplicavus aplinkybėms ir prasidėjus „bėgimui“ nuo nacionalinės valiutos, palūkanų normos gali pakilti iki lygio, parodančio padidėjusią šalies riziką. Jeigu toks pakilimas yra trumpalaikis, galima jį traktuoti kaip naudingą savaiminio reguliavimosi mechanizmą, tačiau jeigu jis tampa chronišku reiškiniu, realiam sektoriui tampa sudėtinga prisitaikyti prie sunkėjančių monetarinių sąlygų, o tai savo ruožtu stabdo kreditavimo procesą ir skatina dolerio paplitimą ūkyje. Vis daugiau finansinių aktyvų ir įsipareigojimų paverčiama doleriais ar kita valiuta siekiant pasinaudoti pigesniais kredito ištekliais. Kadangi užsienio valiutos pasiūla ekonomiškai ir politiškai nestabilioms šalims yra ribota, kyla ir doleriais išreikštų paskolų palūkanos. Tokio proceso logiška išdava – ilgalaikis ekonomikos nuosmukis.

Šioje situacijoje Argentinos pasiūlymą reikėtų vertinti kaip mėginimą įtvirtinti jau tolokai pažengusį dolerio įsigalėjimą ūkyje, savotiškai „amputuojant“ Argentinos pesą, kaip valiutą, nekeliančią pakankamo pasitikėjimo tiek šalyje, tiek ir užsienyje.

JAV reakcija į argentinietišką idėją buvo gana šalta. Oficialūs pareigūnai pareiškė, jog JAV laikysis griežtos politikos dėl valstybių, kurios planuoja atsisakyti nacionalinių valiutų ir įsivesti JAV dolerį [5, p. 12]. Pasak jų, neverta puoselėti iliuzijų, kad JAV kiekvienai valstybei suteiks galimybę vienašališkai pasinaudoti narystės Federalinėje rezervų sistemoje teikiamomis privilegijomis, t. y. dolerį nacionaline valiuta ketinanti pasirinkti šalis turi būti visiškai pasirengusi laisvių

■ Gitanas Nausėda – socialinių mokslų daktaras, Lietuvos banko Pinigų politikos departamento direktorius, Lietuvos banko valdybos narys.

Veiklos sritys: pinigų politika, infliacijos teorija, tarptautinių ekonominių ryšių ir mokėjimų balanso problemos.

finansų politikoje suvaržymams, įskaitant palūkanų normų ir valiutų rinkos reguliavimą.

1. Nacionalinės valiutos atsisakymo idėjos atgarsiai Europoje

Nacionalinės valiutos atsisakymo iniciatyva įgavo naują užmojį dėl Europos Sąjungos integracijos proceso ir jo išplitimo į Vidurio ir Rytų Europos šalis. Jos šalininkai teigia, kad tai leistų iš karto įgyvendinti du tikslus: pirma, be ilgo pereinamojo laikotarpio įdiegti eurą ir tapti tariamais (o vėliau – ir tikrais) Europos ekonominės ir pinigų sąjungos (EPS) nariais, antra, kartu su Europos centrinio banko „produktu“ – euru „importuoti“ ir pasitikėjimą monetarine valdžia. Ypač primygtinai šis planas siūlomas toms Vidurio ir Rytų Europos valstybėms, kuriose normalaus centrinio banko ir tvirtos nacionalinės valiutos kūrimas yra susijęs su didžiuliais sunkumais (pavyzdžiui, Rusija, Ukraina, Albanija ir pan.). Beje, buvęs Lietuvos finansų ministras A. Šemeta paskubėjo pareikšti, jog mūsų šaliai galėtų būti naudinga litą pakeisti euru dar iki įstojimo į Europos ekonominę ir pinigų sąjungą [3, p. 12].

1.1. Menami ir tikri euro įvedimo privalumai

Euro įvedimo šalininkų nuomone, krizių kamuojamos Vidurio ir Rytų Europos valstybės turi tris alternatyvas – centrinį banką, valiutų valdybos modelį ir nacionalinės valiutos pakeitimą euru. Įsivaizduojamus šių sprendimų kaštus ir rezultatus rodo 1 lentelė.

1 lentelė

Alternatyvos krizės apimtai šaliai – kaštų ir naudos santykis

	Centrinis bankas	Valiutų valdybos modelis	Nacionalinės valiutos pakeitimas euru arba doleriu
Monetarinio stabilizavimo galimybės	Menkos	Neblogos	Geros
Palūkanų normos	Labai didelės	Labai didelės	Mažos
Pinigų politikos nepriklausomybė	Yra	Nėra	Nėra
Senjoražas (pelnas iš pinigų emisijos)	Yra	Nedidelis	Nėra
Skolos tvarkymo galimybės	Nepakankamos	Ribotos	Atkurtos
Gyvenimo lygis (realus valiutos kursas)	Žemas	Aukštesnis	Gerokai aukštesnis
Priėjimas prie užsienio kapitalo rinkų	Nėra	Tam tikras	Yra
Sąlygos veiksmingam išteklių paskirstymui	Menkos	Geresnės	Geros

Šaltinis: [1, p. 35].

Dolerio arba euro įtvirtinimo šalininkai grindžia savo argumentus prielaida, kad krizės ištiktoje arba pokrizinėje valstybėje labai sudėtinga tradiciniais centrinio banko metodais užtikrinti pinigų stabilumą, kadangi gyventojų ir investuotojų nepasitikėjimas nacionaline valiuta yra visuotinis [1, p. 30]. Šiek tiek daugiau pasitikėjimo vietiniais pinigais galėtų suteikti valiutų valdybos modelis, tačiau šis pasitikėjimas „nuperkamas“ gana brangiai – itin aukštomis palūkanų normomis. Atsisakius nacionalinės valiutos ir įvedus dolerį (eurą), į konkrečią šalį iš karto perkeliama doleriui (eurui) būdingos palūkanos, o šalies monetarinė valdžia netenka jokių galimybių emituoti pinigų biudžeto reikmėms finansuoti. To taip pat negali užtikrinti valiutų valdybos modelis, kadangi jo „žaidimo“ taisyklės prireikus galima pakeisti.

Be to, šalyse su valiutų valdyba ar jos modifikacijomis rezervinių pinigų kiekis dažnai yra padengtas net daugiau kaip 100 procentų, siekiant įgyti didesnę pasitikėjimą visuomenėje (Argentinoje šis rodiklis didesnis kaip 200%, Lietuvoje – 140%, o Honkonge – net 500%). Tuo tarpu rezerviniams pinigams padengti naudojant dolerius ar eurus reikėtų tik 100 procentų. Kita oficialiųjų atsargų dalis gali būti panaudota valstybės skoloms gražinti.

Pinigų politikos nepriklausomybę ir senjoražą tektų paaukoti tiek valiutų valdybos modelio (iš dalies), tiek ir dolerio arba euro įvedimo atveju. Paprastai rinkos ekonomikoje, pasižyminčioje maža infliacija, senjoražo pajamos sudaro maždaug 0,2–0,3 procento BVP, kraštutiniais atvejais – iki 0,5 procento BVP [1, p. 36].

Vienašališkas euro įvedimas Vidurio ir Rytų Europos valstybėse yra susijęs su mokėjimų sistemos pertvarkymo problemomis. Šalys, įdiegusios eurą, bet netapusios EPS narėmis ir neįdiegusios jos minimalių standartų, negalėtų dalyvauti TARGET sistemoje, kuri yra taikoma euro zonoje, vykdant didelių apimčių mokėjimus. Šiuo metu bankams reikėtų naudotis privačiomis mokėjimų sistemomis, kurios yra suderinamos su TARGET. Tiesa, tai yra grynųjų, o ne bendrųjų mokėjimų sistemos, kurių dalyviams keliami tam tikri kokybės reikalavimai. Siekimas patenkinti šiuos reikalavimus skatintų atverti vietines bankų rinkas konkurencijai.

Dolerio arba euro paplitimo šalininkai išvelgia jų naudą ir valstybės skolos tvarkymo srityje [1, p. 36]. Žinoma, sukaupta valstybės skola dėl šio sprendimo įgyvendinimo nesumažėja, tačiau darosi lengviau ją tvarkyti. Labai išsiskolinusioje šalyje, pavyzdžiui, Rusijoje, euro įvedimas eliminuotų prarają tarp vidaus ir užsienio skolos. Privačioms bendrovėms nereikėtų daugiau mokėti šalies valiutos rizikos premijos. Joms reikėtų mokėti tik premiją, susijusią su jų pačių veiklos rizika.

Gerokai sunkiau būtų tokių šalių vyriausybėms, turinčioms didžiulį sukaupą išsiskolinimą vidaus ir užsienio kreditorių atžvilgiu. Nepaisant euro įvedimo, joms ir toliau reikėtų mokėti santykinai aukštas palūkanas arba net gali būti problemiška gauti naujų paskolų. Tačiau apskritai sąlygos prieiti prie tarptautinės kapitalo rinkos turėtų pagerėti jau vien dėl tos priežasties, kad realiosios valstybės pajamos iš mokesčių (jos yra pagrindinis skolų gražinimo garantas) nemažėtų krintant nacionalinės valiutos kursui. Pavyzdžiui, Rusijos finansų krizės metu rublis atpigo dolerio atžvilgiu trigubai, o tai reiškė, kad pajamos iš mokesčių sumažėjo iki 1/3 ikikrizinio lygio. Akivaizdu, kad neįmanoma atsverti tokių nuostolių papildomomis infliacinėmis pajamomis. Šis faktas savo ruožtu verčia kreditorius dar konservatyviau skolinti tokiai vyriausybei, o dėl to susidaro „užburtas ratas“, nulemiantis šalies nemokumą.

Kaip papildomas argumentas dolerio arba euro įvedimo naudai pateikiamas gyventojų suinteresuotumas panaudoti didžiules grynosios užsienio valiutos sumas, kurios iki tol buvo paslėptos „po pagalve“. Šios atsargos taptų teisėta vidaus atsiskaitymų priemone ir galėtų greičiau patekti į ūkio apyvartą, papildydamos bankų ir kitų finansų institucijų išteklius, žinoma, tik tuo atveju, jeigu pavyktų užtikrinti veiksmingą bankų priežiūrą.

Euro įvedimo Vidurio ir Rytų Europos valstybėse šalininkai yra įsitikinę, kad tai galima padaryti vienašališkai [1, p. 37]. Tiesa, jie mano, kad būtų naudinga sudaryti Europos pinigų asociacijos susitarimą, kuris apibrėžtų Europos Sąjungos paramos šalims, keičiančioms nacionalines valiutas į eurą, sąlygas. Kitas svarbus susitarimo elementas – bankų priežiūros konsolidavimas naujojoje euro zonoje.

Eurų įdiegimas tranzitinėse Vidurio ir Rytų Europos valstybėse įmanomas tik tada, kai euro banknotai ir monetos bus išleisti į apyvartą, t. y. anksčiausiai 2002 m. Iki tol valstybės, atsisakančios nacionalinių pinigų, galėtų pasirinkti sau priimtinausius EPS šalių banknotus. Šis sprendimas yra reikšmingas ne tiek ekonomiškai, kiek psichologiškai – atsižvelgiant į didelį Vokietijos markės paplitimą

Vidurio ir Rytų Europos valstybėse, tokia valiuta galėtų tapti būtent ji. Tai būtų ypač patogu tokioms šalims kaip Estija ir Bulgarija, kadangi jos iki 1999 m. taikė „kietą“ nacionalinių valiutų susiejimą su marke. Plačiai vartojančioms dolerį šalims (pvz., Rusijai) būtų sudėtingiau per trumpą laiką pakeisti ūkio subjektų ir gyventojų preferencijas.

1.2. Euro įtvirtinimo problemos

Reikia sutikti, kad, ištikus krizei arba susidarius artimai krizei situacijai, dolerių arba eurų įvedimas turi tam tikrų privalumų. Kita vertus, egzistuoja kita tokio sprendimo padarinių pusė, kurios analizei kol kas skiriama mažiau dėmesio.

Kelia abejonių, ar Europos Sąjunga vienareikšmiškai palaikys šią idėją. Viena vertus, euro išplitimas regione į Rytus nuo Europos Sąjungos padidintų jo poreikį ir pakeltų jo kursą palyginti su JAV doleriu. Be to, padidėtų Europos centrinio banko pajamos, kadangi šalys, įsivedančios eurą, atiduotų savo dabartinės senjoražo pajamas eurą emituojančiam bankui.

Kita vertus, sėkmingas euro funkcionavimas tranzitinių šalių ekonomikoje, esant liberaliam prekių ir kapitalo judėjimo režimui, įmanomas tik tada, kai fiskalinė ir pajamų politika maksimaliai suderinta su EPS standartais, kuriuos atspindi Maastrichto sutartyje užfiksuoti finansinės konvergencijos kriterijai. Jeigu tranzitinė valstybė vykdys ekspansinę fiskalinę politiką, jos tarptautinis konkurencingumas sumažės, o įmonės susidurs su mokumo problemomis, kurias tektų spręsti stabdant gamybą ir atleidžiant darbuotojus. Mažėjantis eksportas lems pinigų „badą“ ir didėjančių įmonių tarpusavio išskolinimą. Tokiomis sąlygomis gali atsirasti mėginimų kurti deficitinės valiutos – euro pakaitalus, siekiant apsaugoti nuo tarpusavio atsiskaitymų krizės (gali būti prisiminta net nacionalinė valiuta, kurios prieš tai buvo atsisakyta). Deja, toks scenarijus yra visiškai tikroviškas Vidurio ir Rytų Europos valstybėse, ypač ištiktose krizės.

Periodiškai kylančios abejonės ar diskusijos dėl konkrečios šalies sugebėjimo ilgalaikėje perspektyvoje išlaikyti eurą, kaip nacionalinę valiutą, be masyvios išorinės finansinės pagalbos, skatintų palūkanų normų pakilimą virš euro valiutai būdingo lygio. Šiuo atveju aukštesnės palūkanų normos rodytų ne valiutos kurso kitimo riziką, o šalies mokumo riziką, kuri dėl euro įvedimo ne tik nesumažėtų, bet gali netgi padidėti. Kartu tampa kvestionuotinas euro įvedimo šalininkų argumentas, kad privačioms bendrovėms nereikėtų mokėti šalies valiutos rizikos premijos – juk minėtomis sąlygomis ji tik pakeistų savo formą.

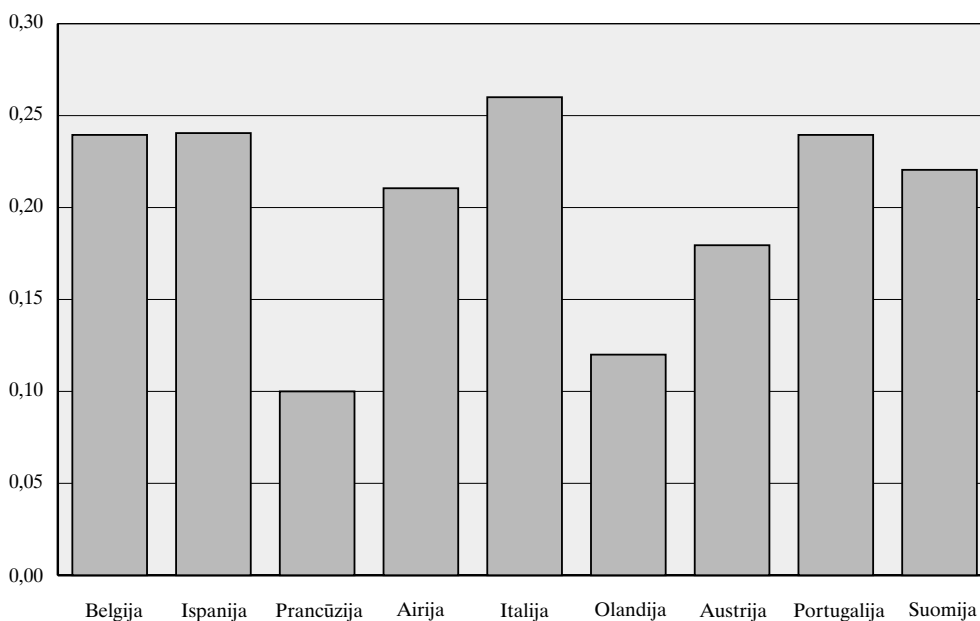
Antai EPS priklausančiose valstybėse, turinčiose bendrą valiutą – eurą, ilgalaikių palūkanų normų skirtumai yra pastebimi. Iliustracijai pateikiame kai kurių valstybių palūkanų normų rizikos premijas palyginti su Vokietijos palūkanų normų lygiu (žr. 1 pav.). Beje, įvairių EPS regionų ekonomikos ir finansų sistemos išsivystymo lygis yra kur kas panašesnis negu tranzitinių Vidurio ir Rytų Europos šalių bei stabiliausių Vakarų Europos šalių.

Nacionalinės valiutos keitimo į eurą momentu negrįžtamai užfiksuojamas jų tarpusavio santykis, kuris gali būti realiai nepakankamai įvertintas arba pervertintas. Pirmuoju atveju šalyje susiklosčiusios nominaliosios kainos ir atlyginimai prisitaikytų prie naujų monetarinių sąlygų ne taip skausmingai, kadangi liktų jų santykinio didinimo galimybė. Antruoju atveju šalies konkurencingumas būtų pažeistas iš pat pradžių, o jį pakoreguoti būtų galima tik nominaliai mažinant kainas ir atlyginimus. Tai sukeltų defliacijos ir stagnacijos reiškinius, kraštutinėmis aplinkybėmis peraugančius į socialinius neramumus. Konkurencija, patiriama iš užsienio šalių pusės, sustiprėtų nepriklausomai nuo realaus valiutos kurso lygio, kadangi, pakeitus nacionalinę valiutą euru, kainos konkrečioje šalyje būtų tiesiogiai

palyginamos su EPS šalių kainomis, o tai daugeliu atveju padidintų spaudimą jas sumažinti (būtų orientuojamasi į „pigiausių“ EPS valstybių analogiškus produktus ir paslaugas).

1 pav. Ilgalaikių palūkanų normų skirtumai palyginti su Vokietija (1999 m. sausio mėn. pabaiga)

Procentiniai punktai
virš Vokietijos palūkanų lygio



Šaltinis: [7, p. 5].

Apskritai, siekiant nustatyti „teisingą“ valiutų santykį prieš strateginį žingsnį – jų substituciją, tikslinga baigiamajame etape leisti, kad valiutos kursas tiksliau parodytų rinkos sąlygas, t. y. nustatyti laisvesnį valiutos kurso režimą. Atvirkščiai, fiksuoto valiutos kurso režimas didina tikimybę, kad administraciškai nustatytas valiutų santykis yra realiai pervertintas ir nekonkurencingas ilgalaikėje perspektyvoje.

Anksčiau pateiktų problemų atsiradimo tikimybė tranzitinėse valstybėse yra gana tikėtina, todėl Europos Sąjunga, būdama suinteresuota kaimyninių valstybių pinigų sistemų stabilumu, greičiausiai sieks, kad euro įvedimas Vidurio ir Rytų Europos šalyse būtų ne ekonominio ir socialinio jų suartėjimo su Europos Sąjunga įžanga, o padarinys. Europos centrinio banko valdybos pirmininkas W. Duisenberg jau paragino būsimas Europos Sąjungos nares neskubėti atsisakyti nacionalinių valiutų, perspėdamas, kad bet koks skubotas sprendimas dėl euro įvedimo gali pakenkti jų konkurencingumui ir turėti skaudžių padarinių ekonomikai [2, p. 13]. Panašios nuomonės mūsų šalyje laikosi Lietuvos bankas, kurio Pinigų politikos programoje 1997–1999 m. užfiksuota, jog Lietuvos strateginis siekis – tapti Europos Sąjungos, o **vėliau** (pabraukta autoriaus – G. N.) – ir Europos ekonominės ir pinigų sąjungos nare [6, p. 2].

Egzistuoja dar viena aplinkybė, kuri išskiria Lietuvą iš Vidurio ir Rytų Europos. Lietuva regione yra vienintelė valstybė, kuri nacionalinę valiutą susiejo tik su JAV doleriu, atsiskaitymus su užsieniu daugiausia vykdo doleriais, valstybės ir ūkio subjektų skolos užsieniui populiariausia valiuta taip pat yra doleris. Jeigu būtų kalbama apie lito pakeitimą doleriu, šį faktą būtų galima vertinti kaip nuoseklų žingsnį galutinai įtvirtinant dolerį šalies ūkyje (kita vertus, nacionalinės pinigų

sistemos perėjimas prie dolerio ilgam sustabdytą integraciją į Europos valiutinę erdvę), tuo tarpu, įvedus eurą, daugeliui ūkio subjektų ir valstybei tektų valiutos kurso rizika, su kuria jie anksčiau nesusidūrė arba susidūrė tik ribotai. Kadangi atsiskaitymų su užsieniu valiutos pakeitimas yra inertiškas procesas, o ūkio subjektų gebėjimas valdyti valiutos kurso riziką vis dar yra nepakankamas, gali susidaryti didelių nuostolių realiame ir net finansų sektoriuje.

Kitas euro įvedimo Vidurio ir Rytų Europos valstybių ūkyje aspektas yra susijęs su jų centrinių bankų padėtimi po šio žingsnio. Vienašališkai įvedusių eurą šalių centriniai bankai atsidurtų už Europos centrinių bankų sistemos ribų, todėl jiems nebūtų suteiktos euro emisijos teisės. Atitinkamai jie negalėtų taikyti pinigų politikos priemonių, atlikti paskutinio likvidumo šaltinio vaidmens. Tokią situaciją galima palyginti su „grynosios“ valiutų valdybos modelio įdiegimo padariniais. Atsižvelgiant į tai, jog tranzitinių šalių bankų sistema yra labiau pažeidžiama išorės ir vidaus veiksnių, šių funkcijų praradimas keltų pavojų bankų stabilumui. Būtų sustabdytas ir pinigų politikos priemonių harmonizavimo su Europos centrinio banko priemonėmis procesas, kuris yra būtina natūralios integracijos į EPS prielaida.

Be to, įvedanti eurą ir netampanti EPS nare šalis negalėtų daryti įtakos Europos centrinio banko sprendimams, neturėtų teisės deleguoti savo atstovų į jo valdymo organus. Nors artimiausiu metu nė viena Vidurio ir Rytų Europos valstybė ir taip nepretenduoja tapti EPS nare, poreikis dalyvauti valdant Europos centrinį banką padidėja pradėjus vartoti jo emituojamus pinigus, todėl šios teisės neturėjimas vertintinas neigiamai.

Apibendrinant galima teigti, kad, vienašališkai įvedus eurą, centrinio banko funkcijos susiaurėtų iki minimumo, kai kuriais bruožais jis taptų panašus į komercinį banką (prarastų pinigų emisijos teises). Vargu ar tai būtų visiškai pateisinama atsižvelgiant į centrinio banko vaidmenį reformas vykdančių šalių ekonomikoje.

Taigi nuodugnesnė analizė rodo, jog vienašališkas eurų įvedimas yra nevienareikšmė alternatyva Vidurio ir Rytų Europos valstybėms. Dar daugiau – Lietuvos sąlygomis šis sprendimas turėtų daugiau trūkumų negu privalumų. Reikia įvertinti ir tai, kad dabartinė pinigų sistemos raida užtikrina išorinį ir vidinį lito stabilumą, o pagrindiniai šalies ekonominiai ir finansiniai rodikliai tampa vis panašesni į Maastrichto sutartyje nustatytus konvergencijos kriterijus.

Išvados

Pastaruoju metu finansų literatūroje ir įvairiose konferencijose gana intensyviai diskutuojama dėl nacionalinės valiutos pakeitimo visuotinai pripažintomis ir stabiliomis užsienio valiutomis tose šalyse, kurioms nepavyksta sukurti reikiamo pasitikėjimo nacionaline pinigų sistema. Šios idėjos genėzė užfiksuota Lotynų Amerikoje, nors netrukus ji tapo aktuali Vidurio ir Rytų Europos šalims, kurios integruojasi į Europos Sąjungos ekonominę erdvę ir eurą traktuoja kaip būsimą bendrą valiutą ne tik Vakarų, bet ir Rytų regione.

Euro šalininkai mano, kad nacionalinių valiutų pakeitimas euru kai kuriose itin nestabiliose Vidurio ir Rytų Europos valstybėse (Rusijoje, Ukrainoje ir kt.) leistų „importuoti“ pasitikėjimą monetarine valdžia ir padėtų išvengti skausmingo nacionalinių valiutų stabilizavimo proceso, kurio sėkmė nėra garantuota. Šis sprendimas duotų impulsą mažinti palūkanų normas vidaus finansų rinkoje ir kartu palengvintų valstybės ir privačių subjektų skolos tvarkymą. Taip pat manoma, kad gyventojai drąsiau naudotų sukauptas grynosios užsienio valiutos atsargas, sudarydami prielaidas joms grįžti į ūkio apyvartą.

Kaip teigia šios idėjos populiarintojai, eurą įvesti Vidurio ir Rytų Europoje galima ir vienašališkai, tačiau naudingiau būtų sudaryti Europos pinigų asociacijos

susitarimą, kuris apibrėžtų Europos Sąjungos paramos šalims, keičiančioms nacionalines valiutas į eurą, sąlygas.

Be abejonės, teoriškai nagrinėjant, euro įvedimas nestabiliuose Vidurio ir Rytų Europos valstybėse turi tam tikrų privalumų, tačiau jų nereikėtų pervertinti ir absoliutinti.

Ypač nerimą kelia, kad, nesukūrus institucinių prielaidų griežtai fiskalinei ir pajamų politikai, maksimaliai orientuotai į atitinkamus reikalavimus EPS narėms, gali būti pažeistas Vidurio ir Rytų Europos šalių tarptautinis konkurencingumas. Jis sukeltų pajamų, gaunamų iš eksporto, ir atitinkamai pinigų kiekio mažėjimą, kuris gali paskatinti euro pakaitalų kūrimą ar net nacionalinės valiutos sugražinimą.

Tarptautinio konkurencingumo problemą gali paaštrinti ta aplinkybė, kad nacionalinės valiutos keitimo į eurą momentu negrįžtamai užfiksuojamas jų keitimo kursas, kuris gali būti realiai pervertintas. Tokiu atveju šalies konkurencingumas būtų pažeistas iš pat pradžių, o jį pakoreguoti būtų galima tik nominaliai mažinant kainas ir atlyginimus.

Lietuvoje euro įtvirtinimo perspektyvas temdo dar ir ta aplinkybė, kad mūsų šalis yra regione vienintelė valstybė, kuri susiejo savo valiutą tik su JAV doleriu, todėl atsiskaitymai su užsieniu daugiausia vykdomi doleriais ir skola užsieniui išreiškiama taip pat doleriais. Euro įvedimas iš karto užkrautų daugeliui ūkio subjektų ir valstybei valiutos kurso riziką, su kuria jie anksčiau nesusidūrė arba susidūrė tik ribotai.

Nerimą kelia ir nepalanki kylančių rinkų šalių centrinių bankų padėtis vienašališkai įvedus eurą. Jie nepatektų į Europos centrinių bankų sistemą, taigi jiems nebūtų suteiktos ir euro emisijos teisės bei paskutinio likvidumo šaltinio funkcija. Atsižvelgiant į tranzitinių šalių bankų sistemos jautrumą išorės ir vidaus šokams, šios funkcijos praradimas keltų pavojų bankų stabilumui.

Įvedanti eurą ir netampanti EPS nare šalis negalėtų daryti įtakos Europos centrinio banko sprendimams, neturėtų teisės deleguoti savo atstovų į jo valdymo organus. Nors artimiausioje perspektyvoje nė viena Vidurio ir Rytų Europos valstybė ir taip nepretenduoja tapti EPS nare, poreikis dalyvauti valdant ECB padidėja pradėjus vartoti jo emituojamus pinigus, todėl šios teisės neturėjimą reikėtų vertinti neigiamai.

Nors dolerių ar eurų įvedimo alternatyva turi tam tikrų teigiamų bruožų, jos taikymas tokioje šalyje kaip Lietuva yra problemiškas dėl daugelio priežasčių. Minėtų šio sprendimo privalumų ir trūkumų bendras įvertinimas byloja ne jo įgyvendinimo naudai.

Literatūra

1. Emerson M., Gros D. and Ludlow P. *Coming to Terms with EMU and Enlargement*. Centre for European Policy Studies, Brussels, February 1999.
2. *Europa siūlo Lenkijai neskubėti įvesti eurą*//Lietuvos rytas, 1999 05 07.
3. *Finansų ministras sukėlė naują audrą*//Lietuvos rytas, 1999 04 21.
4. *Global Finance: Time for redesign?*//The Economist, 30 January 1999.
5. *JAV neketina lengvai perleisti savo dolerio*//Lietuvos rytas, 1999 03 17.
6. *Lietuvos banko pinigų politikos programa 1997–1999 m., V.*, 1997.
7. *Monetary Review. 1 st Quarter 1999*. Danmarks Nationalbank, Copenhagen 1999.

Straipsnis gautas 1999 m. gegužės mėn.

Priimtas spaudai 1999 m. birželio mėn.

O CMTQGMQP QO K K "UX[TCXIO 'GMQP QO GVT K KU'O QF GNKXKO CU"

Tlo cpvcu'Twf | nku'

Nlgwxqu'dcpneu"
I gf lo kpq'r t08.'NV/4223'Xkpkwu"
Gf0r c-xcu-t'wf | nkuB o cktf0dcpn0v"
"

I lgf t kwu'Xkwku'

Nlgwxqu'dcpneu"
I gf lo kpq'r t08.'NV/4223'Xkpkwu"
Gf0r c-xcu-t' xkwkuB o cktf0dcpn0v"
"

Utckrup{lg"pci tlp lco cu"vtcfkek-nek'vtkco "o cntqgnupqo kpk "tqf kmk "o"i co {dqu"pgfctdq"ctdc"vflko wo q."
nekp ." cvf i loko " k" r loki " nkgnkq" o" dgpf t cu" gni gufu0' Vctrwucxkq" t{-ck' crtc- qo k' utwv tlpkw' xgmqt kp u"
cwaqt gi t gukqu"o qf grkw"XCT-0V{tko wk'rcpcvf qk'ngvxt k "f wqo gp{u'pwq"3; ; 6"o 0F n'vkv "gnupqo kpk "glw k "
vwo rwo q. "rcvgnkco kt g/vncvck{tc'pgvknun u'k'vtcmwvlpk'nekr"qtkgpvcelpkck0'
Rei tlpf lpkck' flqf flck<" o cntqgnupqo kpkck' tqf kmkck " nqt grckelp " cpcrkj ." xgmqt kp " cwaqt gi t gukdc." tgcneklqu" "
ko r wuuw'hwpnckqu0'
"

xcf cu'

Tko g'fctdg."ugncpv'Q0L0Drepej ctf "j3_ "pqt v"e-k-vk'nikm' dlp "t{-"vctr"dgpf tqdq'xkf cwu"
r tqf wmq"DXR+."pgfctdq."xctvqlko q'r tgnk "k'r curcwi "nekp "lpf gnuq"XMK: r loki "nkgnkq"R3"
k"xkf wlpkq" fctdq"vflko qngv kq"ngvxt k "tqf kmk "Nlgwxqlg0'Ve kcw."cvkfxgri kcpv" "Nlgwxqu"
ur gekhm."vgnq"r cftct{v'nekm'vntk "r engkko 0'Tkvq"o gw'dgxgmi'pgngnk"cdglqpk "vgki kp{u."nef "
qhkekn u" fctdq" dkt flqu" f wqo gp{u" pgrctqf q" tgcrcwu" pgfctdq0'Vqf n' -lco g" fctdg" pgfctdcu"
o qf gr{lg"r engkvcu"vflko wo q"tqf kmkw0'Dg"vq." r tgrko lpcrk'DXR"ngvxt k "f wqo gp "cpcrkj "
uwn n "cdglqpk "f nll "cr unek kxko q'cf gmxewo q0I crko c"vq'r tlgfcku'i en v "d v'ck'nef'nef"
mvtk "DXR"nqo r qpgp k "i cwpcv k'r cncpneo ck'vknun u'vni'o gv "f wqo gp{u"r x| 0'flgo u" nku+."
x rkw."lcku" tgo kcpku." xgtvpcv k' ngvxt k 0'Tku" xgtvpcv cu." o cv{v." p te" vknurw0' Ugnkcpv"
pcwf qk'nwq"r cvknko gupkwu" f wqo gpku."-lco g'fctdg'xkqvq"DXR"fcwi kcw" {tc"pci tlp v"lq"ngrk "
nqo r qpgp k "uwo c."d vgpv"r tco qp u."ucv{dqu"kt"r tgnf dqu0'Tkvq"uwo qu"ucpv{ nkpku" f {f ku" {tc"
cr kg'65'r tqegpck'DXR00 kp v "nqo r qpgp k "uwo "vqrcw'xcf kpuko g'f crkpw'DXR0'

Vtkcpv'o kp wu'tqf kmkwu'XCT"o gvqf cku. l "tckf c'lpvgr tgwqlco c'nekr "vco "vntc'tgcneklc" "
xcklkwu"r cmc wqu."r cuk nqu"ct "nkqnkwu"-qmwu"*r wukewux {tqu"v knf flkw+."mvtlg"gnupqo gvtkp lg"
cpcrkj lg" rcknqo k' cvkkmkpkcku" k" pgr tkmcwqo cku0' XCT" o qf grku" crtc-q" pg" vni' vtkco "
gnupqo kpk " tqf kmk " vctr wucxkq" r tkmcwqo {d ." dg' k" ngk flc" cr unek kwqk' l " pwo cvqo "
tgcnekl " "j kr qvkvkpw"o kp wu"-qmwu0' Vck'r ctqf q"o qf grkq"tgcneklqu" "ko r wuuw'hwpnckqu0'
figo kwr cvkmiiko g'hqto crk vqv "vcknf v "o qf grk "crtc-{o 0'
"

Tlo cpvcu' Twf | nku' / " j cdkrkwqcu" o cvgo cvknqu" o qmn " f cmctcu." r tqhguqt kwu." Nlgwxqu" O C" pct {u/gmur gtcu."
O cvgo cvknqu" k "lphqto cvknqu" k'pukswaq"Vcknqo qukqu"ucvknknqu"unf tkewu'xcf qxcu."Nlgwxqu'dcpnq'Rlplki "r qrkknqu"
f grctvco gpvq'O qf grkxko q'umf tkewu'xcf qxcu0'
Xgknqu'utk{u<0 cvgo cvkp "ucvknknv."gnupqo gvtkne0'

I lgf tkwu'Xkwku'/"Nlgwxqu'dcpnq'Rlplki "r qrkknqu" f grctvco gpvq"O qf grkxko q'umf tkewu'x {tgup{uku"gnupqo kvcu."
Xkpkcwu'I gf lo kpq'vgej plnqu'wpxgtukgqv'f qmqtcpvcu0'
Xgknqu'utk{u<0gnupqo gvtkne."ucvknknqu'vcknf o ck0'
"

30' Ut wmv tlpckXCT'o qf grck'

30" O qf grkq'hqto wrcxko cu"

Xgmqt kp u"cwagt gi t gukqu"o qf grck'r ne kck'vknqo k'gnupqo gvtkpko u'v' tko co u0'lg"untk'v"
crtc-{v' vkuq " r tkmcwqo {d " vctr " tqf kmk ." mvtk " f kpcv knv" {tc" ucckqpcrk0' Vgi w'
Z *v+ = (Z3 *v+.... Zf *v+)^v " fl{o k' vtkco " gpf qi gplpk " tqf kmk " xgmqt k ." "
v *v+ = (v3 *v+.... v_s *v+)^v " {tc"nkpvcv 1 "xgmqt kwu."r ctqf cpvku" xcktk "gi | qi gplpk "tqf kmk ."

Rcfl{o nko g" W^V *_{v+} = (Z^V *_{v-3+} Z^V *_{v-r+} \ V *_{v+}) Olgk'o cvtlequ" W · W^V "tgm-o k " xkf wtnkq" tpepi cu" {tc" o emiko cnwu" *f gygto kpepveu" pgn(i wu" 2+" vck' tgf wmwqve" hqto c" {tc" kf gpvkhkmwqlco cO'Vlgukqi ckl'lk'cr te-q'vkn'Z'r tkmevuo {d "pwq\ "k"pwq'r tckgkkuO' xckk "-qm " ε_k *_{v+}" vcnqu"nqo r ppgpv o u" Z_l *_{v+}"wq'r c kw'rcnkq'vtr kw'v'-k'o qf grkq" hqto c" pgr ctqf q. "pqtu" k" f cnku" vck' r gtvgknc" kpxckel "xgmqtkewu" ξ *_{v+}" nqxctckep "o cvtlec" T = eqx *ξ *_{v+}. ξ *_{v+}." nef cpi k"

$$C^{-3} EXE^V C^{V-3} = T. "mw" X? f kci 0' " " " " " " " *7+$$

Qr gtcvqtku" Φ *N+. "o cvtlequ" S. "T" k" ugnε \ *+" xkcpctgkm-o k-nck'pwucnq" Z *+" r tqeguq" tgm-o k "r cukuntuv(o O'Vwq'vtr w'cnkxck f w'nef "gi | kuwqlc"dg"i cmq'f cwi "utwnv tlp u'hqto qu" r ctco gt "tgm-o k ." vgnkpep k " *6+" k " *7+" n(i vku. "v(O' wtkp kcu" v "r c k " tgf wmwqv " hqto O' Ugnkpev" utwnv tlp u" hqto qu" kf gpvkhkmwqlco wo q. " cr tkqtck-nck' pwucvqo k' xck u" o qf grkq" cr tkdqllko ck' Rcr teucck' pwtqf qo c. " mwtlg" dgpftqu" o qf grkq" utwnv tlp u" hqto qu" nqghkelpvck' rcknqo k' n(i ckl' 20' Lgk' vnkq" vkr q" cr tkdqllko ck' hqto wmwqlco k' vkn' o cvtle " C" k " E" grgo gpvo u. " kf gpvkhkmwqlco wo q" d vpc" u n(i c" {tc" v. " nef " -k " o cvtle " xgt vpc" " nqghkelpv " unck kw" u" pgxk -{v " u_{o,cz} = f *f -3+14 O' Lgk' o qf grkq" kf gpvkhkmwqlco cu" k" u > u_{o,cz} ". " wtko g" xcf kpc" 1 " r gtfk gpvkhkmwqlco wo O'Vck'uxctdw'flpqq' r cuk' gpnepv' nqpm' gv 'pgflpqqo " r ctco gt " ucvkukpklq" xgt vpklo q" o gvqf O' "

305" Tgmwtu{xkpk "XCT" o qf grk "vckn' o cu"

Rqr wrctkwukcu" cr tkqtck " cr tkdqllko " vkr cu" {tc" r tkgnkfc. " nef " C" {tc" cr cvkp " vkn'o r " o cvtlec. " q" E" o' xkpgvkv " o cvtlec O'Vcf c' k- *4+ i cwpc" g' tgmwtu{xkpk "XCT" o qf gn <

$$Z_k *_{v+} = \sum_{3 \leq l < k} c_{kl} Z_l *_{v+} + \sum_{l,m} c_{kl} *_{m+} Z_l *_{v-} - m + \sum_l d_{kl} \setminus_l *_{v+} + \epsilon_k *_{v+} \quad k=3, \dots, f \quad 0'$$

Tkwq" cvxglw" ε_k *_{v+}" pgnqtgrkvwcu" uw' k' quku" n(i vku" f g-kp u" r wu u" nkpvo ckukcu. " vqf n' ghgm{xkwu" r ctco gt " xgt kw" i cwpc" g" r teucvkv' o cflkwuk " nxcf tev " o gvqf w" *O MO +." pci tlp fco k' ngnkpep " n(i v" cvnkck O' Lgk' nqghkelpvco u" c_{kl} " k" d_{kl} " hqto wmwqlco k' r tkqtck' cr tkdqllko ck' *r x| O' fcrku" l " r tkn' i kpc" c" 2+" i crko c" vckn' v' k' putwo gpvkv " nkpvo 1 " o gvqf O' Tkwq" cvxglw" r kto quku" n(i vku" r ctco gtck' xgt vpc" k' O MO. " q ε₃ *_{v+}. . . . ε_{k-3} *_{v+}" r cpcw qlco k' nek' k' putwo gpvkvck' nkpvo kglk' c' c' k' h' i kcl' O'

Vc kw' QLO' Drcpej ctf " J3_ " i cpc" o qv' xwq' vck' n' k' kmwqlc" vck' r' cr rkwu " tgmwtu{xkpk " o qf grk " vckn' o " gnppqo g' tkn' lg. " pwtqf {fco cu. " nef " vco " p " tc" ck-nwu" gnppqo k' p' r ci tkp' lo q O' K' vntq. " nef cpi k' o entqgnppqo k' pck' t' qf k' nck' f' c' f' pck' t' gr t' gl' gpwqlc" i cpc" ki " rcknq' vtr " *ngvktv " ct " pgv' o gwu+. " vck' c' vuk' n' k' pku. " vcnko g. " r cuk' nqu- qn' eu' ur " lc" l' cw' wq' r c kw' rcknq' vtr kw' r cxgk' n' k' r cm' cwuqu" t' qf k' n' kwu" k' " cvk' m- kcl' O' Vqf " n' QLO' Drcpej ctf " J3_ " cr tkqtck-nck' pwucvq" nek' mwtk " o cvtlequ" E" nqghkelpv " p' gpwkv' p' gu" t' gkm-o gu' O' Vlguc. " vck' x " n' cmwcnkpc" xkcpvkw' o q" r tqdrgo . " mwtku' u' cxq' utck' up {lg} J3_ lku' pgnqo gpwqlc O' Rcp' ci tlp nko g' r' cr t' cu' kwuk " cvxgl <

$$Z_3 *_{v+} = e_{34} \epsilon_4 *_{v+} + \epsilon_3 *_{v+}.$$

$$Z_4 *_{v+} = c_{34} Z_3 *_{v+} + \epsilon_4 *_{v+} 0'$$

Cr tkqtck-nck' h' km' cwu" e₃₄ " tgm-o . " nqghkelpv " c₃₄ " i crko c" ucvkuk-nck' kf gpvkhkmwqlc O' Vc kw' r cuvgd ulo g. " nef " l' gk' e₃₄ ≠ 2. " vck' v " r c k " xgmqtkewu" (Z₃. Z₄) " nqxctckep " o cvtle " cvkkmv " f xk' un' k' vpi qu" c₃₄ " tgm-o u' O' P guv' nck' n' q' putv' qlco k' r' cx { | f flck " nek' cdk' o k' p' vqu" t' gkm-o u" dwu" uw' xkcpqf w' flgpmm' O' Xcf k' p' cuk " p' q' t' p' v' xkcpctgkm-o k-nck' kf gpvkhkmwqlc c₃₄ " r' ci' cn' uvgd lko " f wqo g' pku. " t' gk' n' k' pi qu' r' cr k' f' qo qu' u' n(i qu' O' "

306" Tgcnekqu" "lo r wawu' h' p' nek' qu"

Rtemkp o u" k-xcfqo u" hqto wmwqk' rcdck' r cvqi k' XCT" o qf grk " ej ctemgtkukne" {tc" xcf kpcq quku" tgenekqu" " ko r wuwu" hwpnekqu' XCT" o qf grku" {tc" vkgukpu" cvfxkri kw' vgn' cwkukmkpk " vknf flk " ϵ^{*v+} utwv tlp lg" hqto qlg" *3+" vgn' kpxckel " xgmqtkcwu" ξ^{*v+} tgf wmwqqlg" hqto qlg" *5+0' Vcki k' xgmqtkpkq" r tqeguq " Z" tgm-o gu" cvgkvlg" i crko c " k-tgkm-k' nek " f xklgl " nqo r qpgp k 'uwo <

$$Z^{*v+\tau+} = \sum_{\tau=0}^{\infty} \epsilon^{*v+\tau} \Psi^{*\tau+} \epsilon^{*v+}$$

ctdc"

$$Z^{*v+\tau+} = \sum_{\tau=0}^{\infty} \epsilon^{*v+\tau} J^{*\tau+} \xi^{*v+}."$$

nwt < $\sum_{\tau=0}^{\infty} \epsilon^{*v+\tau}$ " pgr tkmcwuc" pwq" ϵ^{*v+} " k" r ctqf q. " nqmu" d v " $Z^{*v+\tau+}$ f { f ku " lgl' rcknq" o qo gpw'v'pg x { mv " lqnk " cwkukmkpk " r wukcwux { tqu" vknf flk ="

$$\Psi^{*\tau+} k " J^{*\tau+} o' c vtequ. " f " n'o qf grkq' ucekpctwo q' pgr tkmcwucp kqu' pwq' \text{0Dg' vq.} "$$

$$\Psi^{*\tau+} = J^{*\tau+} C^{-3} E " " " " " " " " " *8+$$

Rcfl{ o nko g" $\Psi_H^{*\tau+} k " J_H^{*\tau+}$ " cwkukpkno " o c vte " $\Psi^{*\tau+} k " J^{*\tau+}$ " grgo gpwu' Hwpnekqu" $\Psi_H^{*+} k " J_H^{*+}$ " {tc" xcf kpcq qu" tgenekqu" " ko r wuwu" hwpnekqo ku. " nef cpi k' lqu" r ctqf q. " cwkukpkno ck' xlgpgvklq" f { f flkq " -qnq" ϵ_l^{*v+} ctdc" kpxckelqu" ξ_l^{*v+} kpf n " " tqf knkq" Z_k " r qm{ ku' cvgkvlg' Nkgtcv tqlg" - lqu' hwpnekqu" r cr teucck' cr kdt flko qu' nek " k-xgukp u<

$$\Psi_H^{*\tau+} = \frac{\partial Z_k^{*v+\tau+}}{\partial \epsilon_l^{*v+}} \cdot J_H^{*\tau+} = \frac{\partial Z_k^{*v+\tau+}}{\partial \xi_l^{*v+}} O " " " " " " " " *9+$$

[r c " uxctdk" {tc" ej ctemgtkukne" $\Psi^{*\tau+} O$ Cr vtuko " Ψ " k " J " cr unek kcxko q' d f wu. " nek' XCT" o qf grkq' r ctco gvcck' hqto qug' *3+ k' *4+ {tc" pwucv' \text{0Rcfl{ o lko co u' uw cr teukp' v' gi wri' } = 2 O Vcf c" tgf wmwq" XCT" hqto c" cwkukn " mruknp " xgmqtkp u" cwqtgi tguklqu" cr kdt flko . " pcwf qlco " rcknq' gkx k " vgtklqlg. "

$$Z^{*v+} = \sum_{m=3}^r \Phi_m Z^{*v-m+} \xi^{*v+} O'$$

Z^{*v+} i crko c " wflc- { v' nek " dgi cnk " ungpncpv " kpxckel " xkf wtm"

$$Z^{*v+} = \sum_{\tau=2}^{\infty} J^{*\tau+} \xi^{*v-\tau+} O " " " " " " " " * : +$$

O c vtequ" $J^{*\tau+}$ " cr kdt flko ck' *9+ " k " * : " n' i v' ug" {tc" gmxkxcrgpv u' f kpcpv' o c vtecu" Φ_m " o c vtekp " hwpnek" $J^{*\tau+}$ " pwucvqo c. " uwx' i kpcpv' nqghlekpwu" r tlg" xlgpqf " r quv o kq" qr gtcvqtckwu' N' nek upk " hqto crklg' n' i { d lg"

$$(K - \Phi_3 N - \dots - \Phi_r N) \cdot \sum_{\tau=2}^{\infty} J^{*\tau+N} = K."$$

nwt " K6 " xlgpgvklp " o c vtecu'

K " lqu' n' i { d u' ugne' tgmwtgpvklp " $J^{*\tau+}$ " cr unek kcxko q' cni qtko cu<

$$J^{*2+} = K " J^{*\tau+} = \Phi_3 J^{*\tau-3+} + \dots + \Phi_r J^{*\tau-r+} " \tau = 3, 4, \dots " "$$

nwt " J^{*m+} " rcknqo c' n' i kw' 2. " lgl' n' > 20

Rtluko kp " *6+ " k " *8+ " n' i ku. " cpcrqi k- nek' k- " utwv tlp u' hqto qu" *3+ " r ctco gv " i cwpcu g" Ψ^{*+} <

$$\Psi^{*2+} = C^{-3} E \Psi^{* \tau +} = C^{-3} C_3 \Psi^{* \tau} - 3 + \dots + C^{-3} C_r \Psi^{* \tau} - r +. \tau = 3.4 \dots 0'' \quad *, +$$

Vwt fco k' $\Psi^{* \tau +}$ "k" -qm " $\varepsilon^{* \nu +}$ " nqxctkckep " o cvtke " $X = fki * X_3 \dots X_f +.$ " o gu' i ciko g" hqto wwxqk' -ku' r temkneo u'uxctdkcu' k-xcf cu'

l'' "quku' n' i vgu' -qnu' $\varepsilon_l^{* \nu +}$ " ucpf ctv' kpu' p' wqnt { r ku' } { tc " $\sqrt{X_l}$ " k " $\varepsilon_l^{* \nu +}$ " kpf rick' " tqf kmkq" Z_k " r qm' k w' fcdct' k' c' v' gk' { lg' } { tc " $\Psi_k^{* \tau +}$ " $\varepsilon_l^{* \nu +}$ " $\tau = 2.3 \dots$ "

40' Pci tlp vktwvkwplckf wqo gp{ u'

P cwf quko g' r cfl' o lko wu' r tko wu' gnupqo kp lg' r kgtcv tq' lg' cpi n " n' edc < " [" o' r tkmcwqo ck' p' wq' " n' upv' gnu' v' " DXR' " h' cmk' p' o ku' n' ek' p' qo ku' ctde' f' c' r' k' p' " DXR' " r' t' eo' q' p' " - " r tgn' d' c' - " u' cv' d' c' = "

G' o' w' fl' o wo cu' =

R' o' x' ct' v' l' ko q' r' t' g' nk' " k' r' cur' wi' " n' ek' p' " k' p' f' g' nu' cu' =

Y' o' x' k' f' w' k' p' u' o' p' g' u' k' " d' t' w' q' f' c' t' d' q' w' f' lo' q' n' g' u' k' u' " N' l' g' w' x' q' u' " n' l' g' =

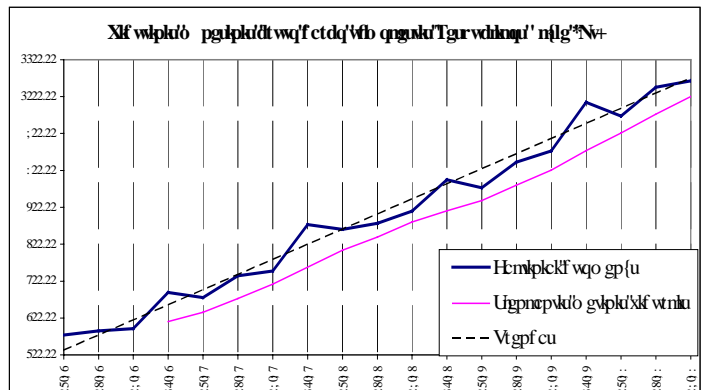
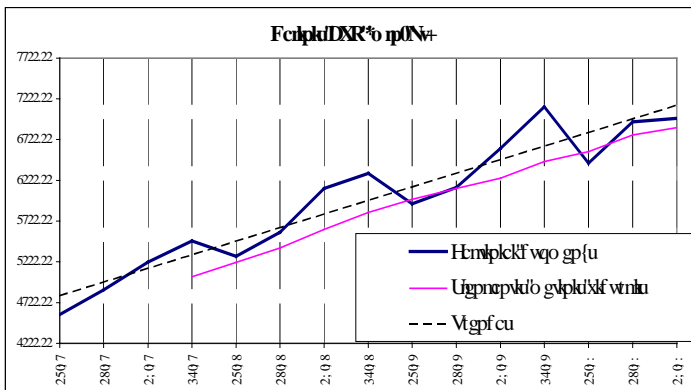
O' o' r' k' p' k' i' " n' l' g' n' k' u' " R30'

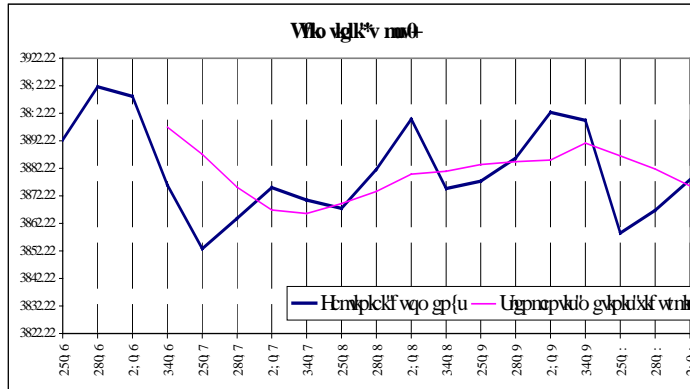
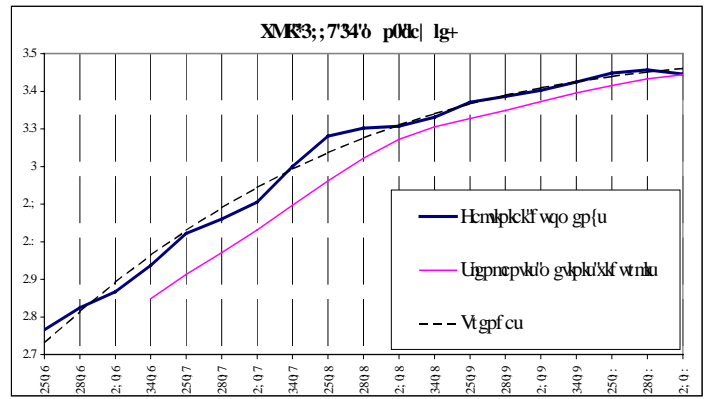
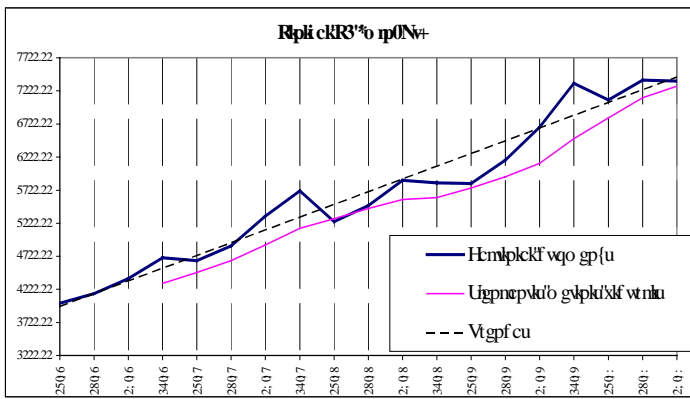
X' k' u' " u' c' v' k' w' p' l' c' k' " t' q' f' k' m' k' c' " o' q' f' g' r' k' v' q' u' g' " r' c' v' g' n' k' o' k' " k' p' f' g' m' u' " r' c' x' k' f' c' m' w' " o' p' g' u' k' p' k' " t' q' f' k' m' k' " d' c' l' k' p' k' u' " r' e' k' n' u' v' e' t' r' k' u' " o' " 3 ; ; 7 " o' 0' i' t' w' q' f' l' k' q' " o' p' 0' " n' g' w' k' t' v' k' " / " n' g' w' k' t' v' c' u' k' u' " 3 ; ; 7 " o' 0' n' g' w' k' t' v' k' u' " v' l' 0' d' c' l' k' p' k' u' " r' e' k' n' u' v' e' t' r' k' w' t' q' f' k' m' k' " t' g' k' n' o' " u' n' i' k' u' " 30F' k' u' r' q' p' w' q' w' " l' " k' " G' t' q' f' k' m' k' " n' g' w' k' t' k' . " q' " R' " Y' " k' " O' " o' " o' " p' g' u' k' " f' w' q' o' g' p' k' o' k' u' " O' q' f' g' r' k' v' q' u' g' " n' g' w' k' t' k' " f' w' q' o' g' p' " v' e' t' r' w' u' c' x' k' q' " t' { - k' c' k' o' " R' " Y' " k' " O' " n' g' w' k' t' k' " f' w' q' o' g' p' k' o' k' u' " d' w' x' q' " l' o' c' o' k' " n' g' w' k' t' k' q' " r' c' u' m' w' k' p' l' q' " o' p' g' u' k' q' " t' q' f' k' m' k' c' k' o' M' c' f' c' p' i' k' X' C' T' " o' g' w' q' f' q' m' i' k' l' c' " r' c' i' t' u' c' " u' c' e' k' a' p' e' t' w' o' q' " r' t' l' g' m' k' f' c' . " - k' o' g' " f' c' t' d' g' " v' g' u' k' p' o' k' u' n' i' k' u' " v' k' o' k' u' " r' t' e' - q' o' k' t' { - k' c' k' v' e' t' r' " o' k' p' v' " t' q' f' k' m' k' " n' g' w' k' t' v' k' p' k' " r' t' l' g' c' v' i' k' . " m' w' t' k' w' u' " f' l' { o' u' l' o' g' " c' v' k' l' o' n' e' o' c' k' " o' c' f' l' q' u' k' o' k' u' " t' c' k' " o' k' u' " V' e' k' r' " / " * \nu + " f' l' { o' k' l' " k' p' f' g' m' u' " t' g' k' n' o' k' " n' g' w' k' t' v' " v' k' " n' g' w' k' t' v' " v' 3 " u' n' i' k' u' w' o' " 0Dg' " v' q' " t' q' f' k' m' k' w' k' " R' " g' r' i' k' o' k' p' w' q' u' " v' t' g' p' f' c' u' " $\mu_R^{* \nu +}$ " * l' u' " n' i' k' c' k' " p' g' i' w' " n' k' v' " p' c' i' t' l' p' v' " t' q' f' k' m' k' . " { t' c' " p' g' v' g' u' k' p' k' u' . " v' l' 0' r' * \nu + = R^{* \nu +} - \mu_R^{* \nu +} - [R^{* \nu} - 3 + - \mu_R^{* \nu} - 3 +] 0'

O' q' f' g' r' k' v' r' e' t' c' o' g' v' t' e' o' u' " x' g' t' v' k' p' k' f' c' v' i' k' e' w' u' k' " d' w' x' q' " p' c' w' f' q' l' e' o' q' u' " t' q' f' k' m' k' " t' g' k' n' o' " u' " p' w' q' " 3 ; ; 6 " o' 0' r' t' e' f' f' l' k' u' " * DXR' " o' " p' w' q' " 3 ; ; 7 " o' 0' " k' n' k' " v' g' k' q' l' q' " 3 ; ; : " o' 0' n' g' w' k' t' k' q' . " n' e' f' c' p' i' k' u' g' p' u' k' " u' c' v' k' w' p' l' c' k' " f' w' q' o' g' p' { u' " d' g' x' g' n' i' p' g' r' c' t' q' f' q' " f' c' d' e' t' v' p' u' " u' k' w' c' e' k' l' u' . " q' " u' n' e' k' c' x' k' o' " o' g' w' " n' g' w' k' t' v' l' q' " - k' " o' g' v' " n' g' w' k' t' k' q' " f' w' q' o' g' p' " f' c' t' " p' g' d' w' x' q' 0'

Q' O' L' O' D' r' e' p' e' j' c' t' f' " J3_ " k' " f' c' w' i' g' n' l' g' " n' i' k' " f' c' t' d' . " u' n' i' k' v' " o' e' n' t' q' n' u' p' p' o' k' p' k' " t' { - k' " o' c' v' g' o' c' v' k' p' k' o' " o' q' f' g' r' i' c' x' k' o' w' k' " X' C' T' " o' q' f' g' r' i' k' u' " v' c' k' n' u' " v' t' k' e' o' " t' q' f' k' m' k' " m' i' c' t' k' o' " r' q' m' l' " l' e' o' u' . " p' g' u' " g' u' c' p' v' u' c' d' k' r' k' c' k' " g' n' u' p' p' o' k' n' e' k' " d' " v' g' p' v' " r' c' i' t' l' p' f' k' p' k' " o' e' n' t' q' n' u' p' p' o' k' p' k' " t' q' f' k' m' k' " m' i' c' t' k' o' c' k' " w' t' k' " v' g' u' k' p' " v' t' g' p' f' " O' " V' e' " k' e' w' " N' l' g' w' x' q' l' g' " r' c' u' v' e' t' c' u' k' u' " o' g' v' c' k' u' " DXR' " r' k' p' k' i' " n' l' g' n' k' u' " k' " x' k' f' w' k' p' u' " o' g' v' k' p' u' " c' v' n' i' i' k' o' k' u' " c' u' " * q' " p' g' " - k' " t' q' f' k' m' k' " m' i' c' t' k' o' c' k' " f' k' f' l' q' " v' g' u' k' - n' e' k' o' " V' e' k' " o' c' v' k' " k' - " v' q' n' e' w' " r' c' v' g' k' n' v' " i' t' e' h' k' m' . " m' w' t' " t' q' f' k' m' k' " f' w' q' o' g' p' { u' " c' v' e' k' f' w' v' k' " n' e' t' w' " u' w' " v' t' g' p' f' q' " h' y' p' n' e' k' l' q' o' k' u' " T' l' g' " i' t' e' h' k' n' e' k' " t' q' f' q' " k' " t' { - m' " x' l' u' " v' k' t' v' " t' q' f' k' m' k' " u' g' l' q' p' k' - n' w' o' " 0' " V' q' f' " n' " r' e' r' k' f' q' o' c' k' i' t' e' h' k' - n' e' k' " r' c' v' g' k' n' o' k' " u' n' g' p' n' e' p' v' { u' " o' g' v' " x' k' f' w' t' n' i' c' k' " e' r' k' d' t' f' l' c' o' k' " v' q' n' i' c' " h' q' t' o' w' g' < " $\bar{Z}^{* \nu +} = (Z^{* \nu +} + \dots + Z^{* \nu} - 5 +) 16 0'$ " V' q' n' i' c' " v' e' p' u' h' q' t' o' c' e' k' c' " g' r' i' k' o' k' p' w' q' l' e' " u' g' l' q' p' k' - n' w' o' " 0' T' l' g' " i' t' e' h' k' n' e' k' " k' t' { - n' l' p' c' " l' " Y' . " O' " t' q' f' k' m' k' " v' t' g' p' f' " v' g' u' k' - n' w' o' " 0O' c' v' q' o' g' . " n' e' f' " x' c' t' v' l' k' o' q' " n' e' k' p' " k' p' f' g' m' u' " R' " v' t' g' p' f' c' u' " p' g' v' g' u' k' p' k' u' . " q' " w' f' l' o' w' o' c' u' " G' " c' w' i' c' p' k' q' " v' t' g' p' f' q' " p' g' w' t' k' o' "

3' f' c' x' 0' u' c' v' k' w' p' l' c' k' " f' w' q' o' g' p' " i' t' e' h' k' n' e' k' "





Pci tkp lcpvDXR"t"fcnkq"DXR"r qnf k "f wqo gpku."rcugdko g."nef"3; ; 763; ; 9"o 0"0{0' vtglw"o gwu"k"gnk u"/"tgkmo "tg k l "ngxktv"dwxq"fkf gup "pgk'cpt 1."q"vtg k l "-k "o gv "ngxktv"o"i gtqnek"o cflgup 0'0 cvf v."ck"mk u"Twkqqlg"r cf ctkp{u'Vc kcw"mtgpvc" "cnku"kt" r cf kf 1 u"/"tgkmo k "s-qmkp lko cuo"-cku"o gvku0'Mcf cpi k'DXR"ngxkt k "f wqo gp{u" d pc"vknkpcok'uwuw exwu" xku "o gv "tglnwcuw."-k "o gv "f wqo gp{u" vco "vntc" r tco g" {tc" r tgrko kpcet u0I crko c'vknvku."nef"r q'r cvknkpkok q'vtg kqlq"-k "o gv "ngxkt kq'tgkmo "-lgnlvgnf" r cf kf u0'

Rkpi "mgnkq" tqf kmkq"R3"i tchng"kuuknk"3; ; 8"o 0'i twqf flkq"o pgukq'tgkmo ."mwtk' uwcr cvkpcok"uw"ngxktvqlq"ngxkt kq"tgkmo g0'Xu"pwnt{r ko cu"i crd v'ukgvkpcu"uw"x{mwkcku" tkpnko cku"Ngwxqu'T gur wdiknu"Ugko 0'

50' Cvunk 'fi k 'nqtgrkckep '6'tgi tguip 'tperk' "

Vtkco kgo u'o cntqgnupqo kpkco u'tqf kmkco u'o qf grkvwk'r cpcwf qvqu"rdck'two r qu"DXR" vkn17"uygd lko +f wqo gp "gknw u0Dg"q."nekr"o kp vc."lqo u'd f kpi cu't{-mwu'ugl qpk-mwo cu."q" vck'xgt kc" vcvmk" XCT"o qf grkvw"nekr" f gyto kpwqv "xgmqt k "\"ngwtku'ugl qpkpkwu'hkmv'xkwu" nkpvcok wqukwu" f wo o {"xctkdrgu+"k" f kf kpc" xgtvpcok "o qf grkq" r ctco gt "unck k 0'Vqnkqlg" ukwckqlg'cvkgnepvXCT"o qf grkq"ur gekhneckl ."o cvf v'd vpc"cr uktdqktgmwuf xlpkw'vcxglwkt" r crkmk'pgfcwi "o cvtke " C"kt" Cm"ucvknk-nek'xgtvpcok "grgo gpv ."r tkg-kpi w'cvxglw."r ctco gt " xgt kck'dwu"rdck'pgvknun u"kt"pgucdkn u0'Cr tkqtk-nek'cr ukur t uk"mwtkwqu"dgpf tq"o qf grkq" r ctco gtwu"rcknf'k'nf i kku"2"p tc"ngpi xc."vqf n'vknkpi c"e"r tcf flk "r cpci tkp vknmgnkcp "nf i v" cvunkck"xlcp "k"tqf kmk "ckd u" $U \Leftarrow \{f.g.y.r.o\}$ "nkpvcok 1 "rcknepv'tgi tguipw"q"nkwo"o" r qvpekckcku"tgi tguqtcku."k"cr flxgni k'nqtgrkckekcu"vctr "ckd u"U'nkpvcok 1 "uw" xcktkcku"rci cku0' Cr vtuko g" r cfl{o lko wu0' Vgi wri "z \in U" {tc" xlcpku" k"o qf grkvwlco " tqf kmk 0' Fct{uko g" r tgrkckl ." nef" unglf kp{lg" $z^{*v+} = u_z^{*v+} + \eta_z^{*v+}$." mwt" $u_z^{*v+} = u_z^{*v+} + 6$ " o" ugl qpk-mwo q" kpf gmucv'cvkknkpk 'hnmwckl "nqo r qpgpv " η_z^{*v+} "{tc"ucekqpcok0'

Vgi w'w'fl{o k'v "r cv"ct"nk"ckd u"U'tqf km0Go r klp "nqtgrkckekqu"nqghkcpv "vctr " η_z^{*v+} "k" $\eta_w^{*v-} - \tau$ "fl{o uko g" ρ_{zw}^{*v+} " $\tau + 0$ "Hnmwckl " η_z "k" η_w "ugnqu"i cwpco qu" xgtvpcpv'ugl qpk-mwo q" kpf gmwu"u_z "k"u_w"O MO"d f w0Kpqtwqlcpv'cnkcklf "z"kt"wp'gucckqpcetwo "f nqgl qpk-mwo q." dwxq'unck kwqlco cu"kt"go r ktkpku"nqtgrkckekqu"nqghkcpvcu"vctr "z^{*v+}k" w^{*v-} - \tau + ugd lko ."mwt "

$$f^{*v+} = \sum_{k=3}^6 u_{fk} S_k^{*v++} + c_{fl}^{*3+} f^{*v-3++} + c_{fo}^{*6+0} v^{*v-6++} + \epsilon_f^{*v+0} \quad \text{*****33+}$$

xgtvlp "nqghlekgpwu" u_{fk} "i cwpcog.ncf" u_{f3} "k" u_{f4} "{tc"pgtglm-o kpi k*tglm-o kpi wo q"nfi cck' 2.; : "k"2.77+0Vqf nfi cnwlpck"

$$f^{*v+} = u_{f5} S_5^{*v++} + u_{f6} S_6^{*v++} + c_{fl}^{*3+} f^{*v-3++} + c_{fo}^{*6+0} v^{*v-6++} + \epsilon_f^{*v+} \quad \text{*****34+}$$

Xkuk'nqghlekgpvck'tglm-o kpi k" c_{fl}^{*3+} "k" c_{fo}^{*6+} "tglm-o kpi wo q"nfi cck'i cwck'2.23" k"2.24." rkgncp "go r ktlpk "f kur gtukl "ucpv{nku" $\lambda_f = 2.58$ "dgr curwlpkq"uygd lko q"i cwc"cvkknco ck' 2.23" k" 2.22." $\lambda_f = 2.2$; +0' Fkf gn " vtg kqlq" 3;; : " o O' ngwkt kq" f wqo gp " vcm" o qf grkq" nqghlekgpv " xgt kco u'tqf q."ncf "f nT wklqu'ntk u"-ku'uygd lko cu"{tc"kuunklcpvku0Mctw'vcK' f ct'netv 'xgt k'r cdt flk'ncf "f nif wqo gp "uyqnu'o qf grkcxko q'tgl wncvck'{tc'pgkmm uO "

504" Wflko wo cu"*G'nfi vku"

Tglm-o kpi c" wflko wo q" ngwkt k " r qmf k " nqtgrkcklc" pwucv'c" vkn' uw' f crkpkq" DXR" r qmf ccku" dg" rci q." vkn' gnto kpcw' ugl qpk-mwo q" ghgnv ." vkn'l "ki pqtwqlcpv0' Cvkknco k' go r ktlpkck'nqtgrkcklc' nqghlekgpvck'pwtqf {vk'cpmu kcw0Tgi tgukqu'nfi vku'd v "nfi k"

$$g^{*v+} = \sum_{k=3}^6 u_{gk} S_k^{*v++} + c_{gl}^{*2+} f^{*v++} + \epsilon_g^{*v+0}$$

Ucvkvpku" nqghlekgpv " xgtvlpko cu" rctqf ." ncf " nqghlekgpvck" u_{g3} " u_{g4} " k" u_{g5} " {tc" pgtglm-o kpi k*tglm-o kpi wo q"nfi cck'2.96."2.94" k"2.; : +0Vqf nfi cnwlpck"

$$g^{*v+} = u_{g6} S_6^{*v++} + c_{gl}^{*2+} f^{*v++} + \epsilon_g^{*v+0} \quad \text{*****35+}$$

Cdkgi "nqghlekgpv " u_{g6} "k" c_{gl}^{*2+} "tglm-o kpi wo q"nfi cck'i cwck'2.22."q" rkgncp "f kur gtukl " ucpv{nku" $\lambda_g = 2.8$ O' "

505" Cvnfi kpkoc k"*Y "nfi vku"

Mckr "lcw'dwq"o kp vc"cr tc-cpv'["nfi v."vnfi kpkoc "ngwktvlpck'r qmf cck'nqtgrkqlc"uw' f crkpkq"DXR"r qmf ccku."vkn' gnto kpcw' ugl qpk-mwo ." vkn'l "ki pqtwqlcpv0' Rcuvtwqlw'cvxglw' wflkmwqvc" k" t{-nk' nqtgrkcklc" uw' r kpi " nknkq" r qmf ccku" dg" rci q0' Go r ktlpkck' nqtgrkcklc' nqghlekgpvck' {tc<

$$\rho_{yf}^{*2+} = 2.76 = \rho_{yf}^{*2+} = 2.89 = \rho_{yo}^{*2+} = 2.970$$

Mqghlekgpvq" ρ_{yo}^{*2+} "tglm-o "xgkncw'tqf q"cvnfi kpkoc "o qo gpvkp " vcm "r kpi co u'R3."q"pg" cwckm- kcl0Vqf nltgi tgukqu'nfi vku'd v <

$$y^{*v+} = \sum_{k=3}^6 u_{yk} S_k^{*v++} + c_{yl}^{*2+} f^{*v++} + \epsilon_y^{*v+0}$$

Mqghlekgpvck' u_{y3} "k" u_{y5} "i cwck' pgtglm-o kpi k*tglm-o kpi wo q"nfi cck'2.; 9" k"2.97+."vqf nfi cnwlpck"

$$y^{*v+} = u_{y4} S_4^{*v++} + u_{y6} S_6^{*v++} + c_{yl}^{*2+} f^{*v++} + \epsilon_y^{*v+0} \quad \text{*****36+}$$

3' hgpvgn "

Mgvxt k "tqf kmk "kpf gmu "dc| "ó3; ;7"o O'i twqf ku"o qf grkp u"tgcneklqu" "xkpgvq" f {f flkq" f crkpkq" DXR" k' r l pki "R3" kpf gmu "qmwuO"

Mgvxt vlu'	τ?2"	τ?3"	τ?4"	τ?5"	τ?6"
F crkpkq" DXR" tgcneklc""	3"	2.643"	2.978"	2.784"	3.249"
	2"	2"	2"	2"	2.766"
Rl pki "R3" tgcneklc""	2.86: "	2.495"	2.6; 2"	2.587"	2.887"
	3"	2"	2"	2"	2.574"
Xkf wlpkq' o pgu kpkq" cuf i kpo q' tgcneklc"	2.523"	2.349"	2.44: "	2.392"	2.52; "
	2"	2"	2"	2"	2.386"
Wlko wo q' tgcneklc""	2.294"	2.252"	2.276"	2.262"	2.296"
	2"	2"	2"	2"	2.25; "
XMKl tgcneklc""	2.276"	/2.343"	/2.242"	/2.29: "	2.247"
	2"	2"	2"	2"	2.24; "

Rcuvedc<"Xk gukvug" rpi grkvug" t cvgkmqu" tgcneklqu" "f crkpkq" DXR"-qmwu. "q" vco ugupkvug" o' tgcneklqu" "r l pki "R3"-qmwuO

F n' f wqo gp "uqnu. "tqf kmk "tgcneklqu" "nkwu"-qmwu" pgpwucv\ vquO' Vlguc." "cuf i kpo q" kpf gmuq" xkpgvq" f {f flkq"-qm. "o qf grku" tqf q" XMKl kpf gmuq" 2.3: "f {f flkq" tgcneklc "v" r cv" ngvkt vO' Rcfll{ o vpc. "nef. "vcknf f co k' o qf grkvk" *39+ tgcneklc "hwpnekl "Ψ_h *τ+" cr unek kcxlo q" hqto wgu" *; +: "o gu" i cwpcog" pg" kpf gmu. "q" l "r qnf k "tgcneklcu. "mwtku" f ct" tgnkic" uwwow vqkO' Lgk' r cfl{ o ulog" f crkpkq" DXR" kpf gmuq" ngvkt vpk "r qnf k "tgcneklqu" "r l pki "-qmwu" hwpnekl "Ψ_{lo} *τ+. "vck" 3" rpvgn lg" r cvgnico c" f crkpkq" DXR" kpf gmuq" tgcneklc" "r l pki "kpf gmuq" xkpgvq" f {f flkq"-qm" r tc l wu" τ "ngvkt k. "d wu<

$$\Psi_{lo} *2++ \dots + \Psi_{lo} *τ+0$$

4" rpvgn lg" dgk' 4" k" 5" r cxgknuvug" r cvgnico qu" tqf kmk "tgcneklqu. "i cwqu" r gt l wu" pwq" kpf gmu "r tkghcmkpk "tgnko k O"

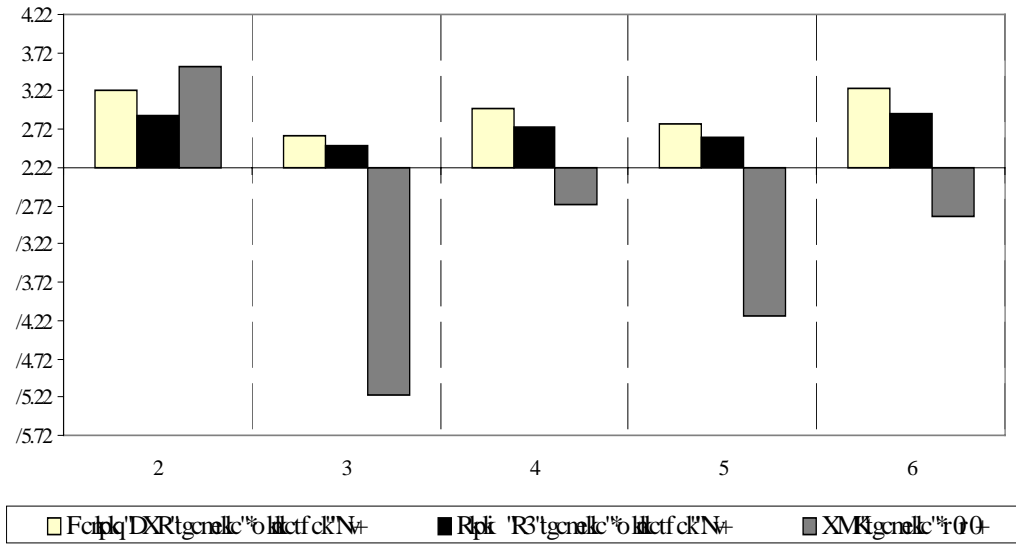
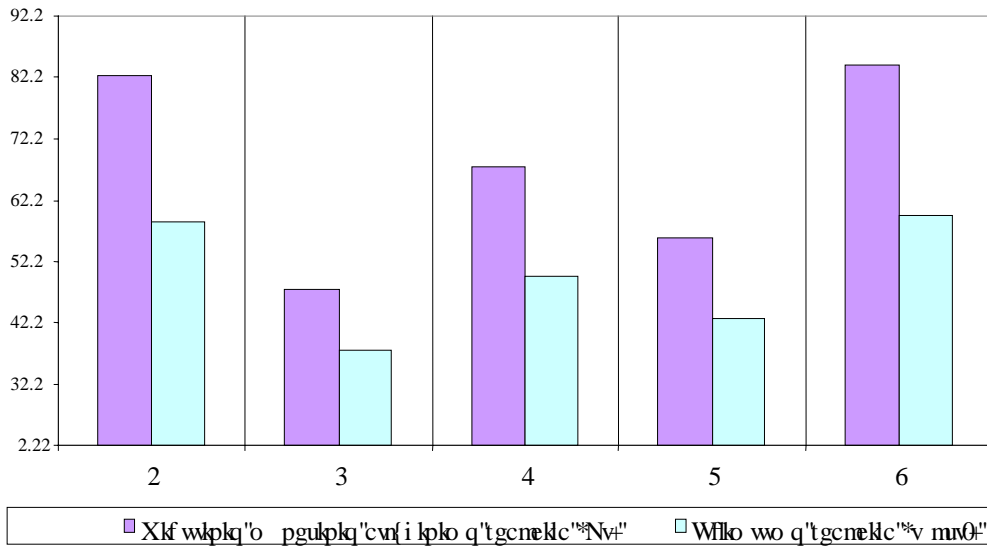
4' hgpvgn "

Mgvxt k "tqf kmk "tgcneklqu" "3" o rtf ONv' f {f flkq" f crkpkq" DXR" k' r l pki "R3"-qmwu"

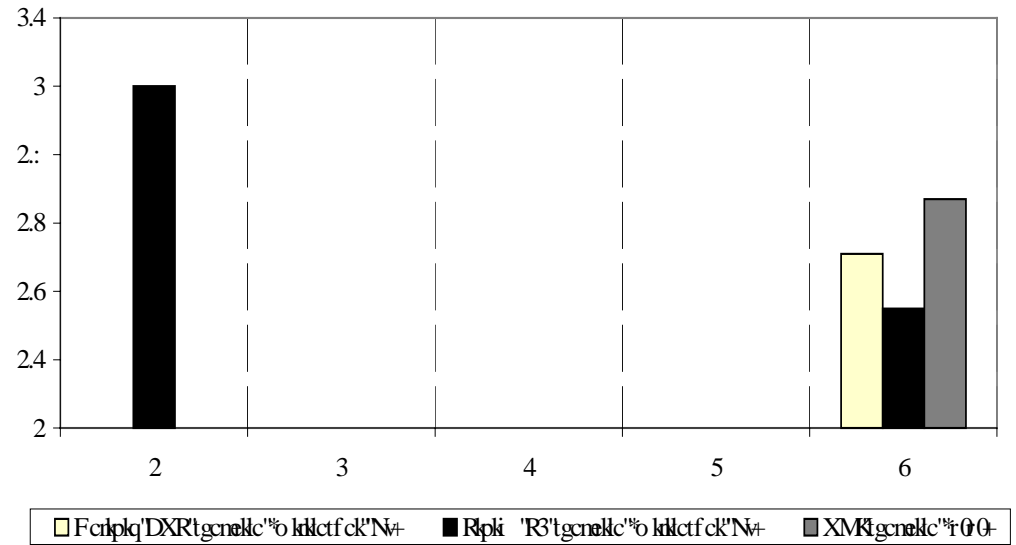
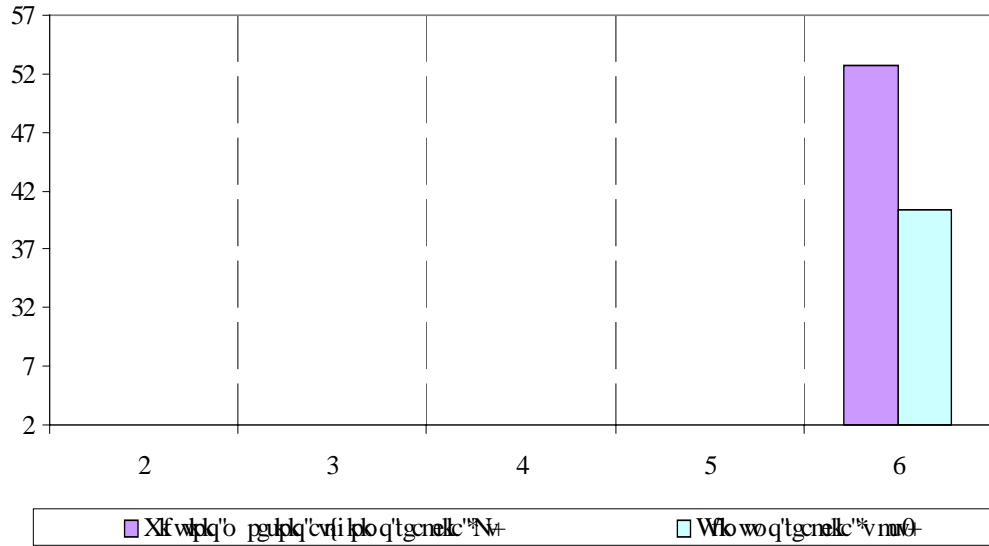
Mgvxt vlu'	τ?2"	τ?3"	τ?4"	τ?5"	τ?6"
F crkpkq" DXR" tgcneklc. "o r pO' Nv"	3.22"	2.64"	2.98"	2.78"	3.25"
	/"	/"	/"	/"	2.73"
Rl pki "R3" tgcneklc. "o r pONv"	2.8; "	2.4; "	2.74"	2.5; "	2.93"
	3"	/"	/"	/"	2.57"
Xkf wlpkq' o pgu kpkq" cuf i kpo q' tgcneklc. "Nv"	82.6"	47.6"	67.8"	55.; "	84.2"
	/"	/"	/"	/"	52.9"
Wlko wo q' tgcneklc. "v m vO'	58.6"	37.6"	49.8"	42.8"	59.7"
	/"	/"	/"	/"	3: .6"
XMKl tgcneklc. "t O' O'	3.54"	/4.; 9"	/2.6; "	/3.; 5"	/2.85"
	/"	/"	/"	/"	2.89"

Rcuvedc<"Xk gukvug" rpi grkvug" t cvgkmqu" r qnf k "tgcneklqu" "f crkpkq" DXR"-qmwu. "q" vco ugupkvug" o' tgcneklqu" "r l pki "R3"-qmwuO

4'cx0Mgxxk k 'tqfknk 'tgcneklqu" '3'o ntf0Nv'f{f'flq'f'crlpkq'DXR"-qmwu"



5'cx0Mgxxk k 'tqfknk 'tgcneklqu" '3'o ntf0Nv'f{f'flq'r'lpki 'R3"-qmwu"



XMKtgcneklc "cvn{i kpk q'r cf kf lko "322"NV'f {f flkw' {tc"4.3; ' . "mck" τ = 2 "dc| "ó"3; ; : "

o 0i twqf ku0'
Rtlo kpkuko g."nef "pci tkp wcu'f crikpu"DXR"uwf ctq"cr kg"65' "xkuq"DXR."vqf n'3"o rtf 0'NV'
f crikpu"DXR"-qm "r tqr qtelpi ck'cvkknv "o cff cwi "4.; "o rtf 0'NV'f {f flkq"DXR"-qmcu0'

"
"

NK/GTCV TC"

"

30'QLO'Dmpej ctf ."C" Vtcf kkpccn' kpvtr tgvvqap" qh' O cntqgnppqo le" Hwewcvkqpu" Il' Vj g" Co gtkecp" Geqqo le"
Tgxky .F gego dgt"3; ; : 0'

40'QLO'Dmpej ctf ."F 0'S wej ." Vj g" F { pco le" Ghevu" qh' Ci i tgi cvg" F go cpf " cpf " Uwr r n' " F kwtdcpegu" Il' Vj g"
Co gtkecp" Geqqo le" Tgxky . "Ugr vgo dgt"3; ; : 0'

50'QLO'Dmpej ctf ."O 0Y cwpp." Ctg" Dwukpguu" E { ergu" Cmi" Cnkng" A" Il' Vj g" Co gtkecp" Dwukpguu" E { erg<Egppkpwk' "cpf "
Ej cpi g. "T0I qtf qp. "gf 0PDGT" cpf " Wpkxgtuk' " qh' Ej keci q" Rt guu. "3; : 80'

60'LF 0J co kapp. "Vko g" Ugtkgu" Cpcn' uku. "Rt kpegvq' Wpkxgtuk' " Rt guu. "3; : 60'

"

Ut ckr upku' i cwcu'3; ; ; 'o 0mxxq' o p0'

Rt kko wu'ur cwv' ck'3; ; ; 'o 0dkt flgrkq' o p0'

"

"

Uwo o ct{ "

"

GEQP QO GVT KE 'O QF GNNR I 'QH' O CET QGEQP QO KE 'HNWE VWC VKQP U'

"

Tko cpwu' Twf | nku' I kgf tksu' Xlwku'

Vj g" ctvlerg" f gcu" y kj " vj g" i gpgtcn' dgj cxkqwt" qh' vtcf kkpccm' " cpcn' ugf " o cetqgeppqo le"
kpf kecvtu" ó' r tqf wvqap" *f FR+ " go r nq { o gpv' eqpuwo gt' r tlegu" *ERK: " o qpg { " uwr r n' " *O 3+ " cpf "
cxgtci g" y ci gu' Nkj wpcleu' s wctvgt { " f cwc" qh' vj g" r gtlqf " 3; ; 763; ; : " y gtg" wugf " hqt" vj g"
kpxguvki cvkqp' O wwcni' tgrvqpu" ctg" f guetkdgf " d { " c" utwewtcn' xgevq" cwqgtgi tguukqp" o qf grn'
*XCT+0' Vj ku' o qf grn' y cu' cr r rkgf " vj g" kpf gz " ej cpi gu' qh' vj g" cdqyg" kpf kecvtu' 0' Vj g" o qf grn' pi "
vqni' ceewp' qh' vj g" ugcupcirk' " qh' vj g" cpcn' ugf " kpf kecvtu' d { " kvqf wvqpi " f wo o { " xctkcdrgu'
Htqo " vj g" o gyj qf lecn' uvcpr r qkpv. " vj g" ctvlerg" ku' emug" vj g" y qt nu" qh' Dmpej ctf "]365_ " vj g"
tguwuu" qh' y j lej . " cpf " c" r tgrko kpcn' { " eqttgrvqap" cpcn' uku' ugtxgf " cu' c" dcuku" hqt " ugrgevkpi " vj g"
XCT" o qf grn' guvko cvgf " *ppp/ gtq+ " eqghlekpva' Vj g" dwkn' geqqo gvtke" o qf grn' y kj " vj g"
eqghlekpva' uki pkkecpeg" ngxgn' ku' f guetkdgf " d { " c" rpgct " gs wcvqpu" u { uvgu " *39+ " y j gtg" S k'
f gpqvgu' vj g" kpf kecvt " hwpevkp" qh' vj g" k' s wctvgt 0' Rtcevlecn' eqpenwukqpu" qh' vj g" o qf grn' ctg"
r tguvpgf " wvqpi " vj g" vgo u' qh' hwpevkpcn' t gur qpugu' vj g" ko r wngu' 0' K' u' j qwf " dg' pqvgf " vj cv. " f wg" vj g"
vj g" u' j qt vpguu" qh' vj g" vko g/ ugtkgu. " vj g" r tguvpgf " tguwuu" ctg" kpccewvcg" cpf " u' j qwf " dg" v' tgcvgf " cu"
vpcvkg" qpgu' O qtgqxt. " dgecwug" qh' vj ku' xgt { " tgcup. " qpn' " vj g" tgecvkqpu" qh' vj g" cpcn' ugf "
kpf kecvtu' vj g" I FR' cpf " o qpg { " uwr r n' " u' j qemu' y gtg" gxcnvcvgf 0'

LIETUVOS DIDŽIOSIOS KUNIGAİKŠTYSTĖS MONETŲ LEGENDŲ STUDIJA

Stanislovas Sajauskas

Nacionalinis M. K. Čiurlionio dailės muziejus
V. Putvinskio g. 55, LT-3000 Kaunas

Straipsnyje nagrinėjami Lietuvos Didžiosios Kunigaikštystės XVI–XVIII a. pr. monetų įrašai – legendos, kaip informacijos šaltinis, jų vartoseną, prasmę. Aptariami charakteringieji atvejai, kai monetos naudojamos politiniams siekiams, propagandai.

Pagrindiniai žodžiai: numizmatika; LDK monetos.

Įvadas

Numizmatikos, kaip pinigų istorijos mokslo, tyrimo objektas plačiąja prasme yra pinigai, siaurąja – monetos. Ji tiria monetų gamybos metrologiją, technologiją, emisijų apimtį, išvaizdą, ekonomines, istorines, politines jų gamybos prielaidas ir kt. Dar Senovės Graikijoje, o ypač Romoje, buvo sukurti pagrindiniai monetų dizaino principai: jose buvo vaizduojami valstybės ir valdovų simboliai (Atėnė, Pelėda, kvadriga, nuo Romos imperatoriaus Julijaus Cezario laikų – realistiniai valdovų portretai) bei įrašas, vadinamas, legenda. Joje įvardijama monetą emitavusi valstybė arba miestas (– Atėnai, KPH – Kreta, – Sirakūzai, HERACL – Heraklėja, ROMA) [1], valdovo vardas, titulai, kalyklos (miesto), spaudo raižytojų ženklai (initialai). Aleksandro Makedoniečio epochos tetradrachmose pradėtas vaizduoti valdovo atvaizdas (sudievinatas), nurodoma kaldinimo data (era, valdymo metai). Monetų vertė (nominalas) pradėta žymėti Romos monetose ir siekia IV a. pr. Kr., tačiau galutinai įsitvirtino Bizantijos epochos monetose. Galima tvirtinti, kad dar Antikos laikais sukurtas monetos tipas (žr. 1 pav.), kurio pagrindiniai dizaino principai išliko iki šių laikų.

Monetos legenda – tai informatyviausias jos elementas: ją skaitant galima sužinoti monetą nukaldinusią valstybę, valdovą, jo titulą, kurie dėl jų ilgumo ir monetos mažo dydžio paprastai būna sutrumpinti. Legendų studijos gali suteikti labai daug žinių apie monetos kaldinimo aplinkybes, valstybės ekonominę ir finansinę situaciją, atskleisti valdovo politinę orientaciją ir ketinimus.

LDK monetų legendų ypatybės

Beveik visų Lietuvos Didžiosios Kunigaikštystės (toliau – LDK) monetų (išskyrus kai kurias ankstyviausias monetas) legendos iškaltos lotyniškos. Beje, ankstyviausiose XIV a. pabaigos LDK monetose dažnai vaizduojami tik heraldiniai simboliai, kai kuriose – valdovo monograma [3]. Seniausios LDK monetos, kurių legendoje iškaltas valdovo titulas, – tai Aleksandro Jogailaičio (1492–1506 m.) pusgrašiai (žr. 2 pav.). Jų averse – lotyniška legenda MON(eta) ALEXANDRI (Aleksandro moneta), reverse nurodomas valdovo titulas MAGNI DVC(is) LITVANIE (didžiojo Lietuvos kunigaikščio) [4,



1 pav. Romos imperatoriaus Klaudijaus Cezario (54–68 m.) sestercijus.
M. 1:1



2 pav. Aleksandro (1492–1506 m.) pusgrašis.
M. 1:1

■ Stanislovas Sajauskas – profesorius, Nacionalinio M. K. Čiurlionio dailės muziejaus numizmatas, Vlodo Jurgučio premijos laureatas (1998 m.).
Veiklos sritys: LDK numizmatika, valstybinė heraldika.

p. 150]. Tai minimali, bet pakankama informacija monetai identifikuoti. Paprastai ta monetos pusė, kurioje atvaizduotas valdovas, iškaltas jo vardas ar monograma, yra pagrindinė – aversas. Taigi Aleksandro Jogailaičio pusgrašių averse yra valstybės herbas – Vytis.

Panašių legendos kompoziciją 1508–1529 m. lietuviškuose pusgrašiuose vartojo ir Žygimantas Senasis (1506–1544 m.). Beje, 1508 m. pusgrašis – tai pirmoji datuota moneta. 1528–1529 m. pusgrašių averse raide V pažymėta kalyklos vieta – Vilnius.

Įdomu tai, kad 1535–1536 m. grašiuose Žygimantas Senasis savo vardą ir titulus SIGISMVNDVS P(rimus) REX PO(loniae) M(agnus) D(ux) LITVANIE (Žygimantas Pirmasis, Lenkijos karalius, didysis Lietuvos kunigaikštis) (žr. 3 pav.) iškalė Lenkijos herbo – Erelio pusėje, tuo akcentuodamas jo glaudžius ryšius su Lenkija. Tačiau reverse prie LDK herbo Vyčio aiškiai nurodoma MONETA MAGNI DVCATVS LITVAN(iae) (Lietuvos Didžiosios Kunigaikštystės moneta). Įdomu ir tai, kad apačioje ant skydelio (arba be jo) atvaizduotas Gediminaičių dinastijos herbas (ženklas) – Gediminaičių stulpai.

Valdingajai Lenkijos karalienei Bonai siekiant užtikrinti mažamečiam karalaičiui Žygimantui Augustui Lenkijos ir Lietuvos sostus, jos inspiruotas Lietuvos Seimas 1529 m. paskelbė Žygimantą Augustą didžiuoju Lietuvos kunigaikščiu [5]. Tai buvo netgi įforminta tam tikru ritualu – Vilniaus katedroje aštuonmečiui karalaičiui buvo uždėta ant galvos karūna [5, p. 209–211]. Lenkija, norėdama išlaikyti personalinę valdovo sąjungą, kaip trokštamos tikrosios unijos regimybę, 1530 m. išsirinko Žygimantą Augustą ir Lenkijos karaliumi. Žinoma, tai pagal Lenkijos ponų ir Žygimanto Senojo planus turėjo įsiteisinti tik po jo mirties, t. y. garantuoti, kad Žygimantas Augustas užims abudu sostus savaime, be papildomų rinkimų. Tačiau Lietuvos didikams skundžiantis, kad didysis Lietuvos kunigaikštis per mažai būnas Lietuvoje, kilo mintis Lietuvą Žygimantui Augustui pavesti nedelsiant. Su tuo sutiko ir Žygimantas Senasis.

Taip 1544 m. Žygimantas Augustas atvyko į Vilnių valdyti Lietuvą Žygimanto Senojo vietininko teisėmis. Čia jis Vokiečių gatvėje nupirko namą ir įruošė jame modernią monetų kalyklą, kurioje dirbo 33 žmonės. Jau 1545 m. kalykla pradėjo kaldinti Žygimanto Augusto lietuviškus pusgrašius. Monetas (žr. 4 pav. a ir b) buvo panašios į jo tėvo anksčiau kaldintus pusgrašius, o tai atrodytų kaip savaime suprantamas dalykas. Tačiau stebina legenda. Štai averse iškaltas įrašas (žr. 4 pav. a) SIGIS(mundus) AVG(ustus) REX POL(oniae) M(agnus) D(ux) L(ituaniae) (Žygimantas Augustas, Lenkijos karalius, didysis Lietuvos kunigaikštis) (paryškinta – *aut.*). Žinant, kad Lenkijos soste Krokuvoje tuo metu sėdėjo jo tėvas Žygimantas Senasis (mirė 1548 m.) ir susipažinus su 1545–1548 m. Žygimanto Augusto lietuviškomis monetomis, galima pamanyti, kad Lenkijoje buvo dvi valdystės. Ir nors tai nebūtų retas reiškinys viduramžių istorijoje, tačiau šįkart vargu ar tai galima vadinti dvi valdystėmis. Šitai negalėtų įvykti vien dėl karalienės Bonos įtakos savo vyrui ir sūnui. Kadangi Žygimantas Senasis nuo 1544 m. Lenkijos monetose nesititulavo didžiuoju Lietuvos kunigaikščiu, Žygimanto Augusto monetų legenda su Lenkijos karaliaus titulu, dar gyvam esant tikrajam valdovui, vertintini veikiau kaip jaunatviškas akibrokštas, paakintas dėl LDK nepriklausomybės susirūpinusių Lietuvos didikų.

Pirmųjų Žygimanto Augusto 1545 m. pusgrašių averse greta jo vardo atvaizduotas LDK herbas – Vytis. Įdomu tai, kad, kaip teisingai pažymėta [6], dar tais pačiais metais „klaida“ buvo ištaisyta ir averse tapo Lenkijos herbo –



3 pav. Žygimanto Senojo (1506–1544 m.) lietuviškas 1535 m. grašis. M. 1:1



a



b



c



d

Erelio pusė (žr. 4 pav. b). Neabejotina, kad tai politinis sprendimas, nes tuo (ikiunijiniu) laikotarpiu Lietuvos Didžiojoje Kunigaikštystėje Lenkija (Karūna) tiek įstatymiškai, tiek realiai nedominavo. Situacija kitokia nagrinėjant kitas to paties laikotarpio Žygimanto Augusto lietuviškas monetas – grašius (žr. 4 pav. c), dvigrašius, trigrašius, keturgrašius ar šeštokus, kurių averse šalia valdovo vardo ir titulų atvaizduotas jo portretas arba jį atstojanti monograma.

Šia prasme nestandartinė moneta yra 1556–1566 m. emituotas satyrinis trigrašius (žr. 4 pav. d), nukaltas Vilniaus kalykloje. Tai akivaizdus politinis protestas prieš Žygimantą Augustą, tuo metu jau apsisprendusį dėl politinės LDK sąjungos (unijos) su Lenkija. Satyrinės monetos averse po 20 metų vėl atsirado Vytis. Tuo tarpu reverse šalia valdovo monogramos iškalti antrosios Dovydo psalmės žodžiai QVI HABITAT IN COELIS IRRI DEBIT EOS (Danguje esantis juokiasi iš jų) skamba kaip politinė kritika visų (pirmiausia – valdovo), kurie sumanė jungtis su Lenkija. Įdomu tai, kad ši kritika buvo suprasta, nes jau antraisiais monetos kalimo metais jos emisija skubos tvarka buvo nutraukta pagaminus vos vieną 1566 m. monetos spaudą [3, p. 153].

Steponas Batoras (1576–1586 m.) lietuviškuose šilinguose [3, p. 184–187] tituluojamas tik Lenkijos karaliumi – STEPHAN(us) REX POL(oniae) (Steponas, Lenkijos karalius). Tačiau, sprendžiant pagal tai, kad stambesnėse monetose – grašiuose, trigrašiuose, šeštokuose ir auksiniuose dukatuose iškalti abudu jo titulai STEPHAN(us) D(ei) G(ratia) REX PO(loniae) M(agnus) D(ux) L(ithuaniae) (Steponas, Dievo malone, Lenkijos karalius, didysis Lietuvos kunigaikštis) [3, p. 188–216], galima spėti, kad legendos sutrumpinimą nulėmė tik per mažas šilingų skersmuo.

Panašiai, matyt, pagal tradiciją kaldintos legendos ir Zigmanto Vazos (1588–1632 m.) smulkiuose lietuviškuose šilinguose [3, p. 233–235] bei stambesnėse monetose – grašiuose, trigrašiuose, dukatuose [3, p. 269–334]. Tačiau nuo 1614 m. ir šilinguose nurodomi abudu Zigmanto Vazos titulai [3, p. 236–267].

Nepaprastai įdomios legendos iškaltos Zigmanto Vazos stambiose 5-ių, 10-ies dukatų vertės auksinėse lietuviškose monetose, kaldintose 1616–1618 m., o ypač po 1621 m. Jos rodo Zigmanto Vazos užsienio politiką, įtraukusią LDK ir Lenkiją į karą su Švedija dėl pastarosios sosto. Po Zigmanto tėvo, Švedijos karaliaus Jono, mirties 1593 m. Zigmantas Vaza buvo karūnuotas jos karaliumi, tačiau, vos tik sugrįžęs į Krokuvą, jis buvo nušalintas nuo Švedijos karalystės sosto jo dėdės Karolio, 1604 m. riksdago paskelbto Karoliu IX. Neatsižvelgdamas į Seimo nepritarimą karui su Švedija, Zigmantas Vaza 1600 m. visgi pradėjo dinastinį karą su Švedija, įėjusį į istoriją Livonijos karo pavadinimu ir užtrukusį net 60 m. [5, p. 305]. Karas nesisekė, negelbėjo nei karo vadu paskirto lauko etmono Jono Karolio Chodkevičiaus talentas ir pergalės. Po Karolio IX mirties toliau buvo kariuojama su jo įpėdiniu Gustavu Adolfu (1611–1626 m.). Nepadedant Lenkijai, tuo metu kariavusiai su Rusija ir Turkija [7, p. 23], LDK viena nepajėgė priešintis Švedijos kariuomenei Livonijoje.

Pažvelkime į šio laikotarpio LDK dukatus. Štai 1616–1618 m. 10 dukatų monetų (portugalų) [3, p. 340–343] reverse vaizduojamas heraldinis skydas. Jame šalia Lenkijos herbo (Erelio) ir LDK herbo (Vyčio) yra Švedijos herbas (Trys karūnos), Gotlando herbas (Liūtas), parodantys Zigmanto Vazos pretenzijas į Švedijos sostą. Ypač ryškiai Zigmanto Vazos monetų propagandį pobūdį rodo 1621–1622 m. portugalai [3, p. 344–349]. Jų averse ir reverse iškaldinta legenda SIG(ismundus) III D(ei) G(ratia) REX POLO(niae) MA(gnus) D(ux) LITV(aniae) RVS(siae) PRVS(siae) SAM(ogitiaie)

4 pav. Žygimanto Augusto (1544–1572 m.) lietuviškos monetas:
a, b – pirmieji 1545 m. pusgrašiai;
c – 1546 m. grašius;
d – 1566 m. satyrinis trigrašius.
M. 1:1

MA(soviae) LI(voniae) EC NEC NO(n) **SVE(ciae) GO(thorum) V(andalorum) HE(reditarius) REX** (žr. 5 pav.) (Zigmantas III, Dievo malone, Lenkijos karalius, didysis Lietuvos kunigaikštis, Rusijos, Prūsijos, Žemaitijos, Mozūrijos, Livonijos, taip pat Švedijos, gotų, vandalų karalius) (paryškinta – *aut.*). Portugalų propagandinį pobūdį galima paaiškinti dar ir tuo, kad šios auksinės monetos buvo skirtos ne valstybės vidaus pinigų apyvartai, bet užsieniui.

Valdovo politinės orientacijos kitimą vaizdžiai rodo Jono Kazimiero monetos. Ankstyvosiose 1652 m. laidos monetose (šilingai, grašiai, pusantrakai, trigrašiai, šeštakai) jis tituluojasi IOA(nnes) CAS(imirus) D(ei) G(ratia) REX POL(oniae) M(agnus) D(ux) L(itvaniae) (žr. 6 pav.) (Jonas Kazimieras, Dievo malone, Lenkijos karalius, didysis Lietuvos kunigaikštis), o vėlyvosiose 1664–1666 m. monetose (trigrašiuose, šeštokuose, ortuose, pusdukačiuose, dukatuose) iškalta legenda IOAN(nes) CASIMI(rus) D(ei) G(ratia) REX POLO(niae) & **S(veciae)** (žr. 7 pav. a) (Jonas Kazimieras, Dievo malone, Lenkijos ir Švedijos karalius) (paryškinta – *aut.*). Tai keistas politinis „užmaršumas“, ignoruojant faktą, kad Jonas Kazimieras valdė federacinę Lietuvos ir Lenkijos valstybę, taigi buvo didysis Lietuvos kunigaikštis, vietoj to iškeliant dinastines pretenzijas į Švedijos sostą. Betgi dar 1660 m. pasirašius Olyvos taikos sutartį, Jonas Kazimieras buvo priverstas atsisakyti pretenzijų į Švedijos karaliaus sostą [7, p. 89]. Todėl sunku paaiškinti vėlyvųjų Jono Kazimiero lietuviškų monetų legendų logiką. Gal šitaip norėta pademonstruoti tai, kad Jonas Kazimieras Olyvos taikos metu atsisakė pretenzijų į Švediją tik kaip Lenkijos karalius, bet ne kaip didysis Lietuvos kunigaikštis, nes LDK, sudarant Olyvos taiką, nedalyvavo.

Pažymėsime, kad Vazų dinastijos atstovų Lietuvos ir Lenkijos sostuose pastangos susigrąžinti Švedijos sostą privedė valstybę prie ekonominės, finansinės, socialinės, kultūrinės ir politinės krizės [8, p. 80], turėjusios fatalinių padarinių valstybei. Prarasta didelė dalis Livonijos, kraštas nualintas ekonomiškai, apiplėštas Švedijos ir Rusijos kariuomenių. Valstybė pirmą kartą priversta kaldinti infliacinius varinius pinigus (šilingus).

Finansinę krizę Lietuvos ir Lenkijos valstybėje rodo 1666 m. sukurtas lietuviškas auksinas (30 grašių=1/3 talerio) (žr. 7 pav. b). Tai itin žemos sidabro prabos (apie 500) vos 6,72 g moneta, analogiška Lenkijoje Lvovo ir Bidgoščio kalyklose 1663–1666 m. kaldintiems lenkiškiems zlotams, pagal jas suprojektavusio Andriaus Tympfo vardą paniekinamai vadintiems „tympfais“. Zlotai emituoti priverstinai paauskintu kursu, beje, neslepiamu jos averso lotyniškoje legendoje DAT PRETIUM SERVATA SALVS POTIOR Q(am) METALLO EST (Tėvynės išgelbėjimas vertinamas aukščiau už metalą). Šis šūkis, turėjęs kelti patriotinius jausmus visiems, ėmusiems auksiną vietoj 30 grašių, kartu išduoda šios monetos, kaip negražinamo kredito ženklą, paskirtį: tikroji auksino vertė nebuvo didesnė kaip 12 grašių [9]. Lietuviškas auksinas nuo lenkiško zloto skyrėsi tik reversu – vietoj jungtinio heraldinio skydo buvo atvaizduotas LDK herbas – Vytis ir legenda MONET(a) NOV(a) ARG(entea) LITVANIA(e) (Nauja sidabrinė Lietuvos moneta). Beje, auksinas taip ir nepateko į rinką, nes, 1666 m. Jonui Kazimierui uždarius Vilniaus kalyklą, lietuviškų monetų emisija nutrūko. Žinomas vienintelis šios bandomosios monetos pavyzdys [3, p. 408, 411], saugomas Sankt Peterburge, Ermitaže.

Panašus likimas ištiko ir Jono Sobieskio (1674–1696 m.) vienintelę lietuvišką bandomąją monetą – 1679 m. šeštoką, pagamintą Krokuvos kalykloje. Averso legendoje iškalti Jono Sobieskio titulai IOAN III D(ei) G(ratia) REX POL(oniae) M(agnus) D(ux) L(ithuaniae) R(ussiae) **P(russiae)**



5 pav. Zigmanto Vazos (1588–1632 m.) 1622 m. lietuviškas portugalas. M. 1:1



6 pav. Jono Kazimiero (1648–1668 m.) 1652 m. trigrašis. M. 1:1

(Jonas III, Dievo malone, Lenkijos karalius, didysis kunigaikštis Lietuvos, Rusijos, Prūsijos) (paryškinta – *aut.*) akivaizdžiai rodo buvus teritorinių pretenzijų Prūsijai [5, p. 363].

Monetų legendos atspindėjo besikeičiančias valdančiąsias dinastijas, Lietuvos ir Lenkijos valdovu išrinkus Saksonijos kurfiurstą Frydrichą Augustą I, Lenkijoje besititulavusį Augustu II (1697–1706 m., 1709–1733 m.), jo lietuviškos monetos buvo kaldinamos 1706–1707 m., valstybei itin sunkiu laikotarpiu, kai valdovas buvo priverstas palikti Lenkiją, užleisdamas sostus Švedijos statytinui Stanislovui Leščinskiui (1706–1709 m.). Augusto II lietuviškuose šeštokuose (žr. 8 pav.) iškalta legenda AUGUST(us) II D(ei) G(ratia) REX POL(oniae) M(agnus) D(ux) LIT(uaniae) & EL(e)C(tor) SAX(oniae) (Augustas II, Dievo malone, Lenkijos karalius, didysis Lietuvos kunigaikštis ir Saksonijos elektorius). Šių žemiausios realios vertės šeštokų kaldinimo prasmė buvo ne tiek finansinė ir ekonominė, kiek politinė. Suprantama, kad švedų statytinis Stanislovas Leščinskis uždraudė juos vartoti. Tačiau sugrįžęs į valdžią, Augustas II juos vėl įteisino, nustatydamas aukštą kursą variniais šilingais – net 12 grašių ir 2 šilingus už vieną šeštoką [9].



a



b

7 pav. Jono Kazimiero (1648–1668 m.) lietuviškos monetos:
a – 1664 m. ortas;
b – 1666 m. auksinas (bandomasis).
M. 1:1



8 pav. Augusto II (1697–1706 m., 1709–1733 m.) lietuviškas 1706 m. šeštokas.
M. 1:1,5

Išvados

Jau XV a. pabaigoje LDK kaldino monetas, kurių pagrindiniai elementai atitiko dar senovės Romos laikais susiformavusį klasikinį monetos dizainą. Monetoje buvo legenda, kurioje buvo nurodomi valdovo titulai, taigi įvardijama valstybė, valdovo herbas – Vytis, vaizduojantis raitą karį. Nuo 1508 m. LDK monetose nurodomi kaldinimo metai, nuo 1535 m. – nominalas.

Pradedant Žygimanto Augusto (1545–1572 m.) valdymu, LDK monetų legendos naudojamos ne tik būtiniausiai informacijai apie monetą, ją nukaldinusių valstybę ir jos valdovą suteikti, bet taip pat ir propagandiniams tikslais. Pagrindinis propagandos tikslas, plačiai praktikuotas viduramžių Europoje – išreikšti teritorines arba dinastines pretenzijas.

Propagandinio pobūdžio legendos daugiausiai buvo iškalamos aukštesnių nominalų, ypač auksinėse monetose, skirtose išvežti į užsienį. Plačiausiai propagandai monetas naudojo Vazų dinastijos valdovai – Zigmantas Vaza (1588–1632 m.) ir Jonas Kazimieras (1648–1668 m.), įtraukę Lietuvą į pragaištingą karą su Švedija dėl jos sosto, nualinusį valstybę ekonomiškai, finansiškai, sukėlusį politinę ir socialinę krizę. LDK monetos ir jų legendos vaizdžiai parodo šiuos reiškinius.

Nuo Lietuvos ir Lenkijos sostų nušalintam Augustui II aktualu buvo nukalti monetas – 1706–1707 m. lietuviškus šeštokus. Jais jis aiškiai deklaravo tebesą teisėtą valdovą.

Autorius dėkoja Nacionaliniam M. K. Čiurlionio dailės muziejui, Krokuvos nacionaliniam muziejui ir Domininkui Kaubriui, maloniai leidusiems autoriui nufotografuoti jų žinioje esančias monetas, taip pat Vytautui Aleksiejūnui, pateikusiam Jono Kazimiero lietuviško auksino iliustraciją.

Literatūra

1. Marco J. Münnzeichen aus aller Welt. Praha, 1982.
2. Kankelfitz B. R. Römische Münzen, Augsburg, 1991.
3. Sajauskas S., Kaubrys D. Lietuvos Didžiosios Kunigaikštystės numizmatika. V., 1993.
4. Michelbertas M. Knygos „S. Sajauskas, D. Kaubrys. Lietuvos Didžiosios Kunigaikštystės numizmatika“ recenzija//Lietuvos istorijos metraštis. 1993 metai. V., 1994.
5. Lietuvos istorija/Red. A. Šapoka. V.: Mokslas, 1990.

6. Aleksiejūnas V. Lietuvos Didžiosios Kunigaikštystės monetų kaldinimo raida iki Liublino unijos (1569 m.)//Pinigų studijos, 1997, Nr. 2.
7. Dundulis B. Švedų feodalų įsiveržimai į Lietuvą XVII–XVIII a., V., 1977.
8. Wandycz P. S. Laisvės kaina. V.: Baltos lankos, 1997.
9. Gumowski M. Mennica Wileńska w XVI i XVII wieku, Warszawa, 1921.

*Straipsnis gautas 1999 m. balandžio mėn.
Priimtas spaudai 1999 m. birželio mėn.*

Summary

STUDY OF LEGENDS ON THE COINS OF THE GRAND DUCHY OF LITHUANIA

Stanislovas Sajauskas

The present article analyses the legends inscribed on the coins of the Grand Duchy of Lithuania (GDL). The oldest Lithuanian coins with the inscription of the titles of the ruler, including the name of the state, are the half-groat coins of Alexander Jagellonus (1492–1506). The first Lithuanian coin with the inscription of the date of issue is the 1508 half-groat coin of Sigismundus I. For the first time the denominations were inscribed on the 1535 groat coins of Sigismundus I.

The article proves that a legend is the most informative element of a coin. Studying the legend one can determine not only the country where the coin was minted, but also its ruler, and even his political views. In the titles one can also find personal ambitions of the rulers, for example, in Lithuanian coins of 1545–1548 Sigismundus Augustus is called the King of Poland, while in reality Sigismundus I (1506–1548) was ruling the country. The only satirical coin – a three-groat coin minted by Sigismundus Augustus in 1565–1566, mocking the idea of Lithuania's union with Poland – is described.

Legends of informative character were most often struck on the coins of higher denominations, especially gold ones, for export to foreign countries. The coins for propagandistic purposes were most widely used by the rulers of Lithuania and Poland from the Vasas family – Sigismundus III Vasa (1588–1632) and Ioannes Casimirus (1648–1668), who were responsible for involving Lithuania in the war for the Swedish crown which exhausted the state economically, financially and caused a political and social crisis. These events are well reflected on the coins of the GDL and their legends.

EURAS IR NAUJOS PERSPEKTYVOS

Jens Thomsen, Karsten Biloft, Jesper Ulriksen Thuesen

Skaitytojams pateikiame ištrauką iš Danijos nacionalinio banko specialistų straipsnio apie bendros valiutos – euro – įvedimo padarinius tarptautinei pinigų sistemai. Autoriai ne tik atskleidžia šio įvykio reikšmę euro zonos šalių kapitalo rinkų ir finansų institucijų plėtrai, bet ir nurodo kliūtis, kurias būtina įveikti siekiant, kad euras ilgainiui taptų prilygstančia doleriui tarptautine valiuta. Pagrindinę straipsnio mintį apie naujas euro perspektyvas autoriai labai glaustai nusako šiais žodžiais: „Euro įvedimas artimiausiu metu turės įtakos finansų institucijų ir rinkų raidai pasauliniu, Europos ir konkrečių šalių mastu. Dėl suintensyvėjusios konkurencijos didesni subjektai tikriausiai pasiūlys platesnį finansinių produktų asortimentą mažesnėmis kainomis“.

Pagrindiniai žodžiai: euras; euro zona; tarptautinė pinigų sistema; finansų rinka.

Įvadas

Bendros valiutos – euro – įvedimas nuo 1999 m. sausio 1 d. vienuolikoje Europos šalių yra istorinis įvykis ir daugeliu atžvilgių unikalus žingsnis įgyvendinant vieną iš didžiausių pokario meto vizijų. Pakako politinės valios įveikti daugybę kliūčių siekiant šio tikslo.

Tai istorinis įvykis vertinant jį siauresniu ekonominiu aspektu. Žinoma, tai ypač taikytina euro šalims. Tačiau ir kitos Europos sąjungos (ES) šalys visais atžvilgiais susiduria su nauja situacija. Straipsnyje nagrinėjami kai kurie svarbiausi monetariniai ir finansiniai šio įvykio padariniai. Euro įvedimas atliks svarbų vaidmenį *pasaulio, Europos ir konkrečių šalių* mastu.

Pasaulinė perspektyva

Euro įvedimas iš esmės keičia tarptautinę pinigų sistemą, kurioje didžiąją šio šimtmečio dalį dominavo JAV doleris. Euras turi potencialių galimybių tapti tarptautine valiuta, tokia kaip doleris. Euro ir jo „pažadintos“ tarptautinės pinigų sistemos pasaulinį vaidmenį nulems keli veiksniai. Svarbiausi iš jų nagrinėjami toliau.

Euras – tarptautinė valiuta

Tai, kad euro zona yra antra pagal dydį valiutos zona pasaulyje, garantuos eurui dominuojančią pasaulinę padėtį. Faktiškai euro zonai nedaug trūksta, kad ji taptų svarbiausia pasaulyje valiutos zona produkcijos apimties atžvilgiu. 1997 m. JAV daliai teko 20 procentų pasaulinės produkcijos apimties, o vienuolikai euro šalių – 16 procentų. Palyginimui galima pridurti, kad Japonijos produkcijos apimtis sudarė tik pusę euro zonos šalių produkcijos apimties.

- Jens Thomsen – ekonomikos mokslų daktaras, Kopenhagos universiteto ir Kopenhagos verslo mokyklos docentas, Danijos nacionalinio banko valdytojas, Europos Sąjungos Ekonomikos ir finansų komiteto, Europos centrinio banko Tarptautinių santykių komiteto, Danijos ekonomikos tarybos narys.
Veiklos sritys: ekonomika, finansų rinkos, tarptautiniai ryšiai, rinkos operacijos.
- Karsten Biloft – ekonomikos mokslų daktaras, Danijos nacionalinio banko Finansų rinkų departamento direktoriaus pavaduotojas.
Veiklos sritys: finansų rinkos ir įstaigos.
- Jesper Ulriksen Thuesen – ekonomikos mokslų daktaras, Europos Bendrijos ekonomikos magistras, Danijos nacionalinio banko specialusis patarėjas (nuo 1999 m. rugsėjo 1 d. – finansų patarėjas Danijos nuolatinėje atstovybėje prie ES).
Veiklos sritys: finansų rinkos ir įstaigos, Europos pinigų sistema ir ES ekonomika.

Euras bus svarbi sandorių valiuta tarptautinėje prekyboje, pirmiausia ir daugiausia dėl to, kad euro zonos šalių bendroji prekybos apimtis labai didelė, ir dar dėl to, kad pirkėjai ir tiekėjai šalyse, prekiaujančiose su euro šalimis, naudos eurą grynai komerciniais sumetimais.

Be to, galima tikėtis, kad euras bus svarbi valiuta ir grynai finansiniams sandoriams vykdyti. Rinkos mastas padės pritraukti tiek investuotojų, tiek ir paskolų gavėjų dėmesį, ir ilgainiui jie sukurs gal net didesnę kapitalo rinką (žr. skyrių apie Europos perspektyvas). Euro rinkos kūrimas jau paskatino sutelkti pastangas daugybei nacionalinių rinkų skirtingų rinkos taisyklių bei susitarimų suderinti. Tai – kuponų dažnumo nustatymas, palūkanų normų skaičiavimo metodai, banko darbo dienų apskaičiavimas.

Tačiau, norint, kad euras taptų dominuojančia pasauline valiuta, būtina užtikrinti jo stabilumą. Tai reiškia, kad infliacija euro zonoje turi likti maža. Šiuo atžvilgiu labai svarbu, kad svarbiausi Europos centrinio banko (ECB) tikslai – išlaikyti kainų stabilumą ir ECB nepriklausomybę – būtų privalomi pagal Sutartį. Jokia kita valiutos zona neturi tokių griežtų oficialių įsipareigojimų kovoti su infliacija. Tačiau akivaizdu ir tai, kad ECB gali patekti į labai sunkią padėtį siekdamas šio tikslo, jei kita ekonominė politika nebus orientuota į tą patį tikslą. Už tai atsakingos euro šalių nacionalinės vyriausybės. Stabilumo ir augimo pakto tikslas yra garantuoti, kad konkrečios šalys, viena vertus, turėtų manevro galimybę vykdydamos fiskalinę politiką, o antra vertus, vykdytų ekonominę politiką, kuri neleistų atsirasti per dideliame vyriausybės biudžeto deficitui.

Naujoji tarptautinė pinigų sistema

Paskutinis didelis pasikeitimas tarptautinėje pinigų sistemoje įvyko aštuntojo dešimtmečio pradžioje, kai žlugo visuotinė Breton Vudo fiksuotų, tačiau reguliuojamų valiutų kursų sistema. Euro įvedimas galbūt bus dar reikšmingesnis įvykis. Po Breton Vudo sistemos žlugimo buvo įvestas naujas, veikiau lanksčių nei santykinai fiksuotų valiutų kursų režimas. Nepaisant to, doleris išlaikė savo, kaip absoliučiai dominuojančios tarptautinės valiutos, pozicijas. Dabar padėtis kitokia. Kaip jau minėjome, euras turi potencialių galimybių ilgainiui tapti prilygstančia doleriui tarptautine valiuta. Taip atsirastų dviejų polių sistema su japonų jena kaip „jaunesniąja“ valiuta, kuri tikriausiai pirmiausia išlaikys savo, kaip tarptautinės valiutos, pozicijas Azijos regione.

Štai tokia fone neseniai įvyko nemažai diskusijų dėl dolerio ir euro kurso sistemos. Pagrindinė jų mintis – grįžti prie pasaulinio valiutų kursų stabilumo, kuris buvo galiojant Breton Vudo sistemai, tik dabar esant kitokio tipo sistemai. Pastarąją sudaro dvi dominuojančios valiutos ir daugybė mažesnių valiutų, daugiau ar mažiau oficialiai susietų su viena iš šių dviejų. Per pastaruosius 25 metus ne kartą atsinaujindavo diskusijos tiek tarptautiniu mastu, tiek ES apie naująją pasaulinę valiutų kurso sistemą. Tačiau faktiškai niekada taip ir nepavyko susitarti, ar tokia sistema yra pageidautina arba įmanoma. Visada pagrindinės šalys dėl įvairių priežasčių neremdavo naujosios pasaulinės sistemos.

Teisę įtraukti eurą į kokią nors oficialią valiutų kurso sistemą turi ne ECB, o euro šalių vyriausybės*. Nepaisant naujojo valiutų kurso mechanizmo (VKM 2) nuostatų, Sutartyje neakcentuojamas euro kurso stabilumas kitų valiutų atžvilgiu. Ši problema paminėta tik viename iš daugelio Ekonominės ir pinigų sąjungos (EPS) Sutarties straipsnių. Tam yra kelios priežastys.

Viena priežastis – euro šalims bus ne taip svarbu išlaikyti stabilius valiutų kursus užsienio prekybai palengvinti. Įvedus eurą, daugelis ekonomikų (kiekviena iš jų savaip yra palyginti maža ir atvira) tampa sudedamąja dalimi didelės valiutų zonos,

*Europos Bendrijos steigimo sutarties 109 straipsnyje yra tokia sąlyga: „Nukrypdoma nuo 228 straipsnio, Taryba gali, veikdama vienbalsiai pagal ECB ar Komisijos rekomendaciją ir pasitarusi su ECB, siekiant visuotinio sutarimo kainų stabilumo klausimu, pasikonsultavusi su Europos Parlamentu ir pagal 3 paragrafe aprašytą procedūrą, kaip apibrėžti susitarimus, sudaryti oficialius susitarimus dėl eurių valiutos kurso sistemos ne Bendrijos valiutų atžvilgiu“.

kurioje valiutos sąlygos reikš daug mažiau, pavyzdžiui, ekonominės plėtros ir užimtumo raidai. Tačiau padidėja vidinių ekonomikos sąlygų svarba.

Kita priežastis – abejotina, ar apskritai realu įgyvendinti oficialių valiutų kurso mechanizmą tarp dominuojančių tarptautinių valiutų, turint galvoje nūdienos didelį ir nepaprastai mobilų kapitalo judėjimą. Kaip tik šioje zonoje rinkos sąlygos nepaprastai smarkiai pasikeitė palyginti su sąlygomis, vyravusiomis daugelį Breton Vudo sistemos sėkmingo veikimo metų.

Suprantama, sunku įvertinti, ar dabar, kai euras tapo realybe, susidarys nauja situacija su visiškai naujomis perspektyvomis pasaulinei valiutų kurso sistemai. Nors kai kurios šalys ir peržiūrėjo savo pozicijas, tačiau, atrodo, kad šiuo metu JAV nesuinteresuota siekti glaudesnio bendradarbiavimo dolerio ir euro kurso srityje. Gal būtų sunku ir tikriausiai netikslinga nustatyti oficialų euro kurso dolerio atžvilgiu mechanizmą, tačiau gali prireikti koordinuotų priemonių ilgalaikio fundamentalaus JAV ir euro zonos prekybos disbalanso atveju. Dolerio kurso svyravimas devintąjį dešimtmetį yra akivaizdus pavyzdys, kaip toks disbalansas gali atsirasti pasaulinėje lanksčių valiutų kursų sistemoje. Tačiau tokios priemonės turėtų būti įgyvendinamos tik tam tikrais atvejais, pritaikant jas konkrečiai situacijai. Todėl svarbu turėti tarptautinį forumą, kur JAV ir euro šalys galėtų kartu stebėti ir aptarti valiutų kursų raidą.

Europos perspektyva

Euras svarbus ne tik Europos finansų rinkoms. Jį taip pat reikia laikyti proceso, kurio galutinis tikslas – sukurti tikrai suvienytą prekių ir paslaugų rinką, pagrindiniu elementu. Tačiau šioje straipsnio dalyje nagrinėjama tik euro reikšmė Europos būsimai finansų rinkos struktūrai.

Kartu su kitais svarbiais veiksniais euras padės sukurti didelę ir likvidžią kapitalo rinką, o daugelis žinomų Europos kapitalo rinkų struktūrų bus pergrupuotos. Taip pat pažymėtina, kad judėjimo labiau integruotos rinkos link tempas keisis. Kai kuriuose regionuose dėl įvairių kliūčių kurį laiką turės išlikti segmentuotos rinkos. O apskritai reikia tikėtis, kad didmeninės rinkos integruosis greičiau už mažmenines rinkas. Tokia raida meta iššūkį tiek finansų sektoriui, kuriam teks susidurti su iš esmės kitokia konkurencijos aplinka, tiek valdžios organams, kuriems reikės prisitaikyti prie naujojo režimo.

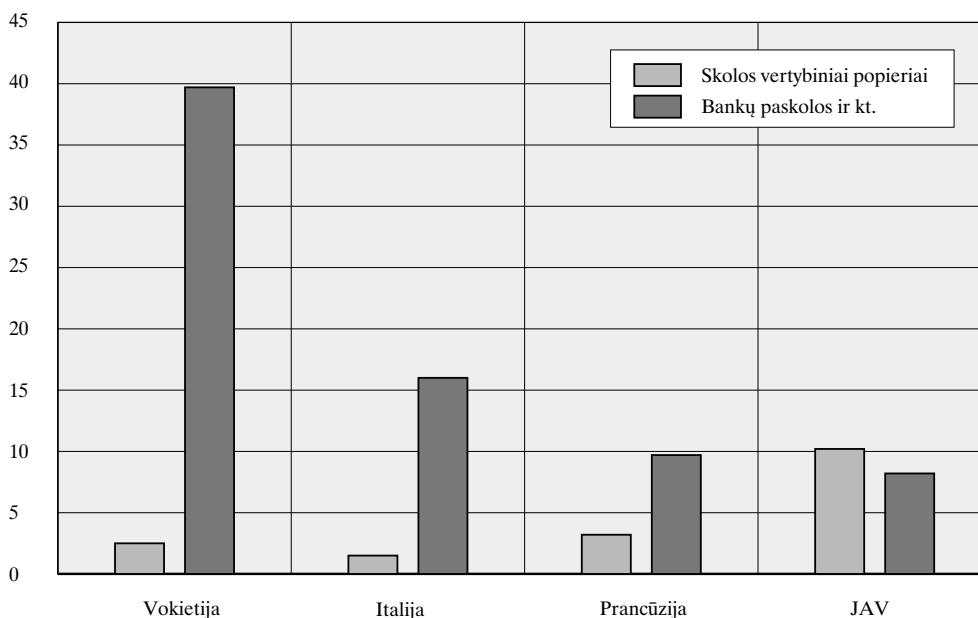
Euro reikšmė kapitalo rinkoms

Laikotarpiu iki euro įvedimo vyko plati ir gyva diskusija apie bendros valiutos padarinius kapitalo rinkoms.

Euras labai paveiks investuotojų nuomonę vertinant įvairių Europos šalių vyriausybės ir kitų paskolų gavėjų išleistus vertybinius popierius. Euro įvedimas panaikino valiutų kurso riziką, pavyzdžiui, tarp verslo įmonių akcijų, išleistų, sakysime, Vokietijoje ir Prancūzijoje. Dėl to Europos vertybiniai popieriai kuo toliau, tuo labiau bus laikomi specifinių nacionalinių bruožų neturinčiais vertybiniais popieriais.

*1 pav. Nefinansinių įmonių kapitalo struktūra
(1997 m. pabaiga)*

Procentai, palyginti su visais įsipareigojimais



Šaltinis: EBPO (Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija) finansinės ataskaitos.

Aiškus euro rinkos dydis, susitarimų harmonizavimas ir kt. padarys rinką labiau likvidžią, pritrauks tiek investuotojus, tiek ir paskolų gavėjus. Tad euro rinka bus didesnė už visas ankstesnes nacionalines rinkas kartu paėmus. Be to, per šiek tiek ilgesnį laiką tokio dydžio ir tipo rinka galėtų sudaryti bazę sparčiau kurti alternatyvias finansines priemones ir jų produktus. Kai kuriems rinkos dalyviams gerai veikiančių finansinių produktų platus asortimentas jau pats savaime bus dingstis skolintis iš euro kapitalo rinkos ir (ar) investuoti į ją.

Valiutų kurso rizikos pašalinimas reiškia, kad investuotojų sprendimams dėl lėšų investavimo vis didesnę reikšmę turės kai kurios kitos rizikos, pavyzdžiui, kredito, likvidumo ir teisinė rizika. Tai gali labai teigiamai paveikti kapitalo rinką.

Rinka, kurioje investuotojams labiau rūpės kredito rizika negu valiutų kurso rizika, padrąsins didesnę paskolų gavėjų grupę išleisti vertybinius popierius. Tokiu būdu euras skatins pagrindinius paskolų gavėjus, t. y. daugiausia dideles verslo įmones vis labiau tiesiogiai kreiptis į kreditorius, išleidžiant obligacijas*.

Šia prasme gali būti naudinga atsižvelgti į JAV patirtį. Obligacijų rinkos ir bankų vaidmuo, finansuojant verslo įmones, Europoje ir JAV smarkiai skiriasi. Verslo įmonės Europoje pirmenybę teikia bankų paskoloms, o ne finansavimui per obligacijų rinką, o JAV yra atvirkščiai** (žr. 1 pav.).

Ginčas, kuo tai galima paaiškinti, – palyginti menkai išplėta kapitalo rinka Europoje ar palyginti neveiksmingai veikiančiais bankais JAV, yra iš esmės ideologinis. Europoje kapitalo rinkų reikšmė vis didės, tačiau dėl to Europos bankai nebūtinai turės tapti panašūs į savo konkurentus JAV. Tarp kitko, nereikia laukti, kad nustos egzistavęs europinis bankų modelis – bankai, siūlantys platų finansinių produktų ir paslaugų asortimentą (universalus banko modelis). Priešingai – kai kurie ženklai rodo, jog universalus banko modelis išitvirtina ir JAV.

*Ši tendencija vadinama „tarpininkų išeliminavimu“, nes taip išeliminuojami bankai kaip kredito tarpininkai.

**Tai galima interpretuoti kaip ženklą, jog bankai, ypač JAV, netenka savo egzistavimo pagrindo. Tačiau taip nėra. Faktiškai tyrimai rodo, kad daugelį metų bankams tenka palyginti stabilus kredito tarpininkų vaidmuo. Bankai prisitaikę sustiprindami kitas savo funkcijas, įskaitant konsultavimą vertybinių popierių emisijos klausimais. Be to, bankai ir toliau teikia įvairių formų garantijas verslo įmonėms. Kartu gana didelę dalį vertybinių popierių, kuriais prekiaujama rinkoje, sudaro paskolos, kurios neparodomos bankų balansuose.

Euro reikšmė finansų institucijoms

Visi sutinka, kad euro įvedimas prisidės prie konkurencijos didėjimo Europos finansų sektoriuje ir prie rinkos spartesnės integracijos.

Dėl sumažėjusio Europos valiutų skaičiaus bankai neteks pajamų iš prekybos užsienio valiutomis; taip pat bus nemažai ir kitų padarinių.

Pirma, bankai neteks savo šalies rinkos pranašumų dėl savo nacionalinės valiutos. Apskritai nacionaliniai bankai pranašesni už kitus užsienio rinkų dalyvius tuo, kad jie geriau pažįsta savo šalių rinkas.

Antra, euras padidins finansinių produktų rinkų skaidrumą, klientams bus lengviau palyginti kainas už šalies ribų. Kartu su naujais paskirstymo kanalais, atsirandančiais dėl technologinės pažangos, labai padidės finansinių produktų tiekėjų konkurencija.

Trečia, kaip jau minėta anksčiau, investuotojai vis labiau pagal vieną pagrindą vertins akcijas ir kitus su jomis susijusius vertybinius popierius visoje euro zonoje. Kaip ir kitos verslo įmonės, bankai pastebės, kad investuotojai vertina jų darbo rezultatus juos lygindami plačiu visos Europos mastu, o ne su konkurentų šalies viduje finansiniais rezultatais. Dėl to kai kuriose šalyse labai sugriežtės reikalavimai finansiniams rezultatams ir finansinių ataskaitų skaidrumui.

Pagaliau ECB didmeninė mokėjimų sistema TARGET bus svarbi rinkos integravimo varomoji jėga. TARGET sudarys galimybę visiems ES valstybių bankams atlikti mokėjimus realiu laiku nepaisant nacionalinių sienų. Ši kapitalo rinka bus labai glausta, leis greitai ir veiksmingai sureguliuoti likvidumą. Taigi mokėjimų infrastruktūra Europos mastu bus panaši į dabar esančias nacionalines struktūras.

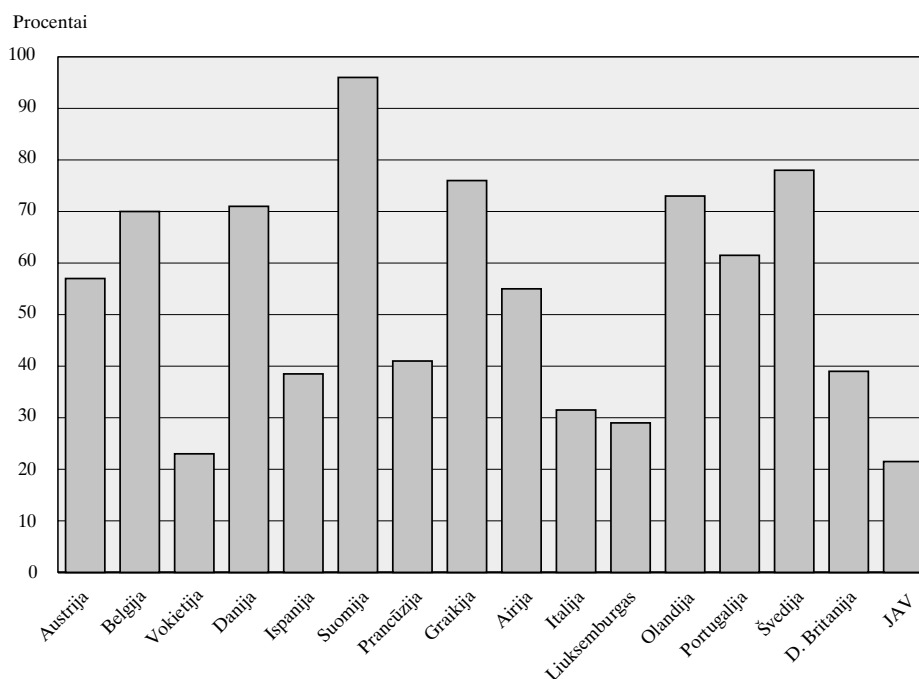
Apskritai suintensyvėjusi konkurencija ir didėjanti rinkos integracija tikriausiai paspartins prasidedantį Europos bankų sektoriaus restruktūrizavimą. Kol kas jie konsolidavosi tik šalių viduje. Tačiau reikia tikėtis, kad jie vis labiau konsoliduosis ir už šalies ribų. Tokių pavyzdžių jau yra.

Be to, dar reikia nemažai nuveikti, kol bankų struktūra suvienodės visoje Europoje. Ryškus požymis – labai įvairus bankų koncentracijos laipsnis Europos šalyse. Bendra tendencija – koncentracija mažose šalyse gerokai didesnė negu didelėse šalyse (žr. 2 pav.).

Gali būti iliustratyvus bankų koncentracijos palyginimas Europoje ir JAV. Pastaraisiais metais JAV bankų sektoriuje buvo daug išigijimų ir susijungimų, paskatinusių koncentraciją. Nepaisant tokios raidos, koncentracijos laipsnis JAV vis dar smarkiai atsilieka nuo Europos šalių lygio (žr. 2 pav.). Mažesnę bankų koncentracijos laipsnį JAV nulemia iš dalies jų veiklą reguliuojantys apribojimai. Todėl šį palyginimą reikia vertinti šiek tiek kritiškai, turint galvoje nevienodą bankų reguliavimo sistemą Europoje ir JAV.

Pažvelgus į euro zoną kaip į visumą, vaizdas visiškai kitoks. Penki didžiausi bankai euro zonoje turi truputį daugiau kaip 10 procentų viso bankų sektoriaus turto (žr. 3 pav.). Palyginimui galima priminti, kad penki didžiausi JAV bankai turi truputį daugiau kaip 20 procentų viso bankų sektoriaus turto. Kitaip sakant, kad euro rinka pasiektų tokį patį koncentracijos laipsnį kaip JAV, kiekvieno iš penkių didžiausių euro zonos bankų turtas turi išaugti daugiau kaip 80 procentų.

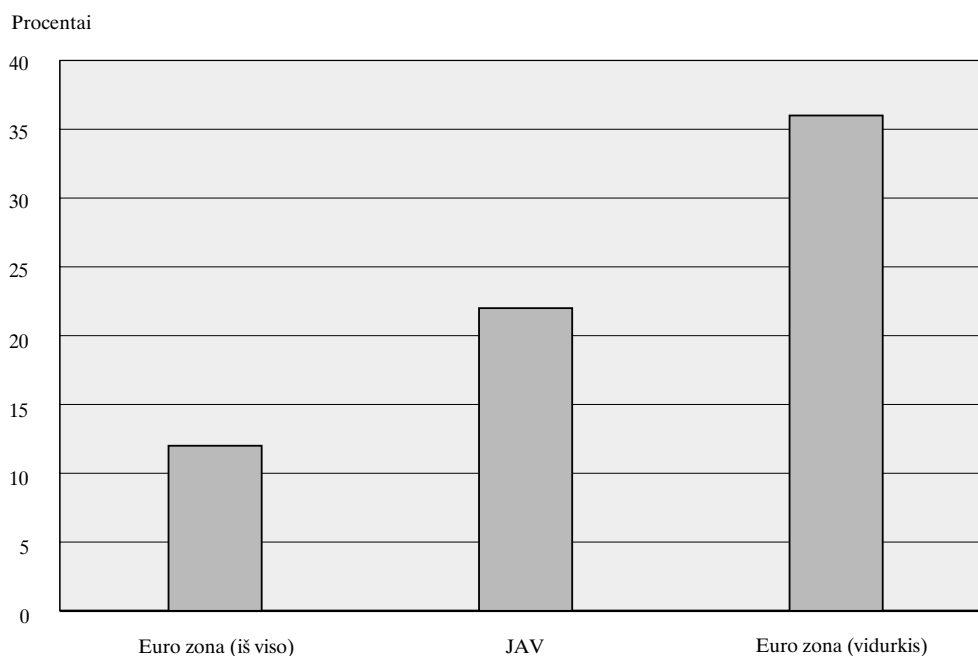
2 pav. Kredito įstaigų koncentracija ES šalyse ir JAV



Pastaba: koncentracija apskaičiuota įvertinant, kokią bendro turto dalį sudarė 5 didžiausių kredito įstaigų turtas 1997 m. gruodžio 31 d.

Šaltinis: BankScope.

3 pav. Kredito įstaigų koncentracija euro zonoje ir JAV



Pastaba: koncentracija JAV ir euro zonoje (iš viso) apskaičiuota įvertinant, kokią kredito įstaigų bendro turto dalį sudarė 5 didžiausių kredito įstaigų turtas. Euro zona (vidurkis) yra svertinis vidurkis 5 didžiausių kredito įstaigų turto kiekvienoje šalyje, įvertinant atitinkamos šalies dydį visos euro zonos atžvilgiu. Visi duomenys paimti iš 1997 m. ataskaitų.

Šaltinis: BankScope.

Vienuolikos nacionalinių rinkų euro zonoje vidutinę koncentraciją taip pat rodo 3 pav. Aiškiai matyti, kad reikėtų labai didelės bankų sektoriaus konsolidacijos, siekiant koncentracijos laipsnį euro zonoje priartinti prie lygio, tapataus tipiškam nacionaliniam lygiui šiuo metu.

Taip pat reikia pažymėti, kad ši konsolidacija apims visą finansų sektorių, o ne vien bankus. Tipiškas pavyzdys yra gerai matoma konsolidacija vertybinių popierių biržos srityje.

Ir čia gali praversti palyginimas su JAV. Šios šalies rinkoje dominuoja nedidelė saujelė labai didelių vertybinių popierių biržų. Jos visos susijungusios į vadinamąją „nacionalinės rinkos sistemą“. Šios sistemos dėka, pavyzdžiui, biržos keičiasi prekybine informacija, o vienos biržos nariams leidžiama prekiauti su kitos biržos nariais. JAV taip pat yra daugybė alternatyvių prekybos sistemų*.

JAV patirtis kartu su akivaizdžia masto ekonomija vertybinių popierių biržos srityje rodo, jog Europos raida bus orientuota į nedaug, bet didelių vertybinių popierių biržų steigimą. Tos biržos bus susijusios su daugeliu mažesnių nacionalinių vertybinių popierių biržų, be to, atsiras daugybė smulkių, į esamas nišas orientuotų alternatyvių prekybos sistemų.

Kitų veiksmų reikšmė

Visi sutaria, kad euro įvedimas yra vienas iš kelių veiksmų, kurie artimiausiais metais nulems finansų rinkų esminę restruktūrizaciją. Iš kitų veiksmų reikia ypač išskirti technologijos tobulinimą, kuriam, be abejo, teks lemiamas vaidmuo kuriant, teikiant ir platinant finansines paslaugas ir produktus. Kitas permainas kuriantis veiksnys yra platus liberalizavimas, įsitvirtinęs kapitalo rinkose.

Taip pat pabrėžiama, kad euro reikšmė, kuriant permainas, galbūt paaiškinama bendros valiutos kataliziniu poveikiu.

Praktikoje struktūriniai poslinkiai dažnai būna šuoliškos raidos rezultatas. Jų prielaida yra ta, kad pasikeitimų potencialas susikaupia ankstesniuoju laikotarpiu. Šis potencialas paprastai būna kelių veiksmų sąveikos rezultatas ir dažniausiai įvyksta, kai išsiskiria koks nors vienas papildomas veiksnys. Tokį katalizatoriaus vaidmenį kaip tik ir gali atlikti euras.

Rinkos integracijos vangumo likučių pavyzdžiai

Nepaisant sparčios kapitalo rinkų plėtros, kartu su sustiprėjusia konkurencija ir padidėjusia konsolidacija kai kuriose srityse išlieka nacionaliniai skirtumai. Tie skirtumai ir toliau didesniu ar mažesniu mastu lėtins rinkos integraciją.

Būsto statybos ir kredito rinka yra viena iš sričių, kur euro katalizinio efekto tikriausiai nepakaks išties suvienyti rinkai sukurti.

Būsto statybos ir kredito rinkos santykinė reikšmė įvairiose euro šalyse nevienoda. Vokietijoje ir Nyderlanduose šios suteiktos paskolos sudaro atitinkamai 48 ir 54 procentus BVP, o tuo tarpu Pietų šalyse, pavyzdžiui, Italijoje ir Graikijoje – atitinkamai tik 7 ir 5 procentus. Įvertinimo principų, apmokestinimo sistemų ir nekilnojamojo turto įstatymų (pavyzdžiui, teisės į turtą registracijos taisyklės ir kt.) nacionaliniai skirtumai rodo, kad paskolų būsto statybai reikšmė artimiausioje ateityje nesumažės. Įvertinimo atžvilgiu vyrauja įvairūs principai. Tačiau neturėtų būti labai sunku juos suderinti. Didesnius sunkumus teks įveikti apmokestinimo srityje. Pavyzdžiui, neįmanoma visose šalyse išskaityti palūkanas už nekilnojamojo turto mokėjimus iš pajamų mokesčio, jei paskola būstui statyti suteikta įstaigos, esančios ne tos valstybės teritorijoje.

*Tos sistemos, kurios pirmiausia buvo naujoms prekiauti nuosavu turtu, dažnai vadinamos „privatėmis prekybos sistemomis“. Paprastai tai yra elektroninės prekybos sistemos, nepriklausančios ir nevaldomos reguliuojamų vertybinių popierių biržų.

Be to, kai kurios problemos, susijusios su nepakankamu mokesčių sistemos suderinimu, daro įtaką praktiškai visiems Europos ekonomikos aspektams. Kadangi ES įstatymų leidyba pagrįsta direktyvomis, kurios paprastai nustato minimalias taisykles, tai konkrečių šalių valdžios organai dar turės galimybių įgyvendinti savas nacionalines taisykles. Todėl ateityje sunku tikėtis visiško mokesčių sistemos suderinimo visose Europos šalyse. Ir toliau išliks kai kurių kliūčių, trukdančių plėtoti veiklą už šalių sienų.

Valdžios organų samprotavimai

Bankų sektoriaus raida konkurencijos ir konsolidavimo didėjimo link valdžios organams kelia mažų mažiausiai du klausimus. Pirmasis iš jų – kaip užtikrinti finansinį stabilumą sektoriaus prisitaikymo prie naujų sąlygų laikotarpiu. Faktiškai niekas neturėtų trukdyti sklandžios proceso eigos. Tačiau gerai žinoma, jog dažnai būna didelis spaudimas gelbėti į pavojingą padėtį patekusius bankus. Todėl valdžios organai turėtų ypač pasirūpinti, kad nesusidarytų tokia padėtis, kai kredito įstaigos tyčia pasinaudoja tokia aplinkybe ir per ilgai stengiasi išlaikyti savo dalį rinkoje ir savo nepriklausomybę.

Antrasis klausimas – tai bankų, esančių už konkrečių šalių sienų, konsolidacijos priežiūros padariniai. Bankų veiklos plėtra ne tik komplikuos priežiūros organų darbą, bet daugiau dėmesio reikės skirti ir jų priežiūrai organizuoti visos Europos mastu.

Priežiūra sudėtingės, nes vis plačiau bankai veiks už šalies, prižiūrinčios atitinkamą kredito įstaigą, ribų. Praktiškai nesunku įsivaizduoti tokią padėtį, kai daugiausia veiklos bus atliekama už šalies ribų. Priežiūros organų darbas dar labiau pasunkės, jei bankas turi teisę veikti ne vienoje šalyje (pavyzdžiui, dėl susiliejinimo). Taigi tokia raida iškels daug svarstytinų problemų. Pirma, priežiūros organams bus sunku susidaryti pakankamą vaizdą apie atitinkamą kredito įstaigą. Antra, priežiūros išlaidas nebūtinai turės dengti šalys, kuriose kredito įstaigos veikla yra pagrindinė. Trečia, krizės atveju bus neaišku, kas labiausiai suinteresuotas kredito įstaigą nuo pavojaus išgelbėti.

Pradėjus spartėti konkrečių šalių bankų konsolidacijai, daugiau dėmesio reikėtų skirti Europos priežiūros organų klausimui. Krizės atveju dažnai nepaprastai svarbus yra greitas ir lankstus pinigų politikos ir priežiūros organų bendradarbiavimas. Juo labiau kad dabar pinigų politika yra centralizuota ir perduota ECB kompetencijai, o finansų sektoriaus priežiūra – decentralizuota ir yra atitinkamų nacionalinių organų atsakomybė.

Baigiamosios pastabos

Euras turi galimybę tapti pasauline valiuta, tokia kaip doleris. Kartu su kitais veiksniais artimiausiais metais euras iš pagrindų pakeis finansų rinkas ir institucijas euro zonoje. Tų permainų tempas priklausys nuo konkretaus rinkos segmento. Tačiau apskritai nėra abejonių, kad rinkos integracija spartės, o konkurencija smarkiai padidės. Pirmiausia iš to turės naudos vartotojai, investuotojai ir paskolų gavėjai, nes sumažės finansinių produktų kainos ir išsiplės jų asortimentas.

Iš Danijos nacionalinio banko žurnalo „Monetary Review, 1st Quarter“ (1999) vertė L. Tamošiūnas

PINIGAI, VALIUTA IR NOTŲ BANKAS*

Argentarius (Alfred Lansburgh)

1931 m. Vytauto Didžiojo universiteto Teisų fakulteto Ekonomikos skyriaus diplomantas K. Lišauskas išvertė užsienyje populiarią A. Lansburgh knygą „Apie pinigus“ („Vom Gelde“, Berlin, 1921), išleistą Argentariuso slapyvardžiu kaip banko direktoriaus laiškas rašyti savo sūnui. Šią knygą versti skatino prof. V. Jurgutis, padėjęs sudaryti ir tikslinti bankinę terminiją. Knygoje pavydėtinai gyvai ir vaizdžiai nagrinėjami sudėtingi ir subtilūs mainų, pinigų teorijos klausimai, apibūdinama centrinio banko (notų banko) pinigų politika, banko tikslai ir funkcijos. A. Lansburgh knyga neprarado aktualumo ir šiandien, ji padeda suvokti pinigų teorijos istorinius aspektus ir gali paskatinti šių dienų mokslininkus imtis nelengvo mokslo populiarinimo darbo.

Pagrindiniai žodžiai: pinigai; piniginiai ženklai; pinigų apyvarta; gėrybės.

Penktas laiškas

„Pinigai“ ir „piniginiai ženklai“
Pinigų cirkuliacija
Nemirtingieji pinigai

Berlynas, 1921 m. sausio mėn. 10 d.

Dabar, mielas Jonai, susidomėsim klausimu, kaip a t s i r a n d a pinigai. Įsidėmėk tikrus, gerus pinigus, o ne tariamuosius, kuriuos šiandien valstybės didžioje įmonėse gamina. Kaip atsiranda tariamieji pinigai, yra visiškai neįdomu. Jiems atsirasti reikalinga tik plati sąžinė ir notų spaustuvė. Bet kaip aš Tau jau ankstyvesniam laiške rašiau, tikrieji pinigai tokiu būdu užgimti niekuomet negali. Popierinis raštelis dar netampa pinigų, kai valstybė jį tokiu pažymiu ir verčia gyventojus jį pinigų laikyti. Tikrieji pinigai atsiranda visiškai nustatytų ūkiškų įvykių dėka ir visuomet yra pagrįsti p a t i e k a l u. Tai nėra koks nors valstybės teisinės tvarkos ar jos savivalės, bet ūkio santykių padaras. Kiek nesvarbu žinoti, ką galvoja margus rašteliu spausdindama vyriausybė, tiek įdomu sekti, kaip atsiranda tikrieji pinigai.

Tu ir aš, kiekvienas atskiras kultūringas žmogus kasdien stebi, kaip gimsta pinigai. Nežiūrint to, retas iš mūsų mato juos daiktiškai atsirandančius. Tai atrodo paslaptinga, bet iš tikrųjų yra visiškai natūralu. Reikia tik prisiminti dalyko eigą.

Kiekvienas duoną parduodąs kepėjas, kiekvienas darbą atliekąs amatininkas kartu pasigamina teisę reikalauti gėrybių. Jei jie šią teisę reikalauti gėrybių tuojau pareiškia, jei kepėjas už savo duoną pareikalauja tūtą cukraus, amatininkas už savo darbą porą cigarų, tai šitas įvykis pasilieka be jokių tolimesnių vaisių. Tada mes kalbame apie m a i n u s. Bet jei šiedu savo teisės reikalauti gėrybių nepareiškia, tada jos palieka jų dispozicijoje ir jas jie gali panaudoti bet kuriuo laiku ir bet kuriuo būdu ir tada mes jau kalbame apie p i n i g ū a p y v a r t ą, nes tos teisės gėrybėms gauti yra ne kas kita, kaip pinigai. Nežiūrint to, mes nematom, kad šiame atsitikime a t s i r a s t ū daiktiniai pinigai. Priešingai, mes matom, kad pinigai, kuriuos kepėjas ir amatininkas gauna ir kuriuose yra įsikūnijusi teisė

*Spausdinama ištrauka iš Argentariuso knygos „Pinigai, valiuta ir notų bankas“ (K., 1931) pirmosios dalies. Siekiant išlaikyti autentiškumą, kalba netaisyta, palikti tuometiniai terminai, ištaisytos pačios grubiausios korektūros klaidos.

- Alfred Lansburgh – žymus XX a. pradžios Vokietijos ekonomistas, bankininkas, daugelio knygų ir straipsnių autorius pinigų politikos, atsiskaitymų ir statistikos klausimais. Jo knygos „Depositen und Spargelder“ (1910), „Die Politik der Reichsbank und die Reichsschatzanweisungen nach dem Kriege“ (1924, antrasis leidimas – 1993), Argentariuso slapyvardžiu išleistos populiarios knygos – „Vom Gelde“ (1921, antrasis leidimas – 1982), „Das Wesen des Geldes“ (1923) susilaukė plataus ne tik to meto, bet ir šių dienų mokslininkų, pinigų teorijos ir bankų specialistų dėmesio. Daug straipsnių skelbta 1909–1914 m. žurnale „Die Bank“.

gėrybėms gauti, jau e g z i s t u o j a, ir tik jų savininkai keičiasi. Kaip tat atsitinka? Nejaugi pagaliau galėtų būti neteisinga tvirtinti, kad greta kiekvieno patiekalo, už kurį tučtuojau neatsilyginama, atsiranda pinigai? Jei tat yra neteisinga, tai kada gi iš tikrųjų atsiranda pinigai? Aišku, kiekvienas apyvartos piniginis ženklas turėjo kada nors atsirasti.

Jei mes teisingai kalbėsime ir sąvokas „pinigai“ ir „piniginiai ženklai“ vieną nuo antros skirsime, tai šitas dalykas, mielas Jonai, visiškai paprastu būdu paaiškės. Juk žmonės dažniausiai klysta ir nesupranta dėl to, kad jie tam tikru žodžiu jungia įvairias sąvokas ir taip, į v a i r i o m i s kalbomis k a l b è d a m i, vienas su kitu nesusišneka. Supraskime teisingai: žmogaus turima teisė reikalauti gėrybių, jos reiškiamą perkamoji galia yra „pinigai“. Juk aš gana dažnai esu Tau kartojęs, kad pinigai nėra kažkas materialu, bet tartum idealu, būtent teisė. Aišku, kad šita teisė būtų respektuojama, ji turi būti kaip nors išviršiniai pastebima. Ji gali būti, pav., į viešąją knygą įrašyta ir tvarkoma nurašant iš vieno teisę turinčio sąskaitos – kitam. Šiame atsitikime idealūs pinigai negauna daiktinio pavidalo, bet tik abstrakčią įrašomąją formą. Tuomet kalbama apie „žiralpinigus“. Bet dažniausiai yra taip, kad šiai teisei paruošiami dokumentai ir įteikiami teisėtiems priėmėjams. Tuomet šie dokumentai yra „piniginiai ženklai“ arba „mokėjimo priemonės“. Deja, žmonių kalba įprato šiuos dokumentus vadinti lygiai taip, kaip yra vadinama juose paliudyta teisė, būtent „pinigais“. Iš čia kyla besitęsianti sąvokų konfūzija ir Tu, mano sūnau, pats turbūt esi kaip tik tokios konfūzijos auka. Jei Tu iš tikrųjų stebėtumeis tu, kad dar niekuomet nesi matęs pinigų atsirandant, nors ir kiekvieną valandą Tavo aplinkumoj tūkstančiai teisių gėrybėms gauti gimsta, tai Tu paprastai tik „pinigų“ ir „piniginių ženklų“ sąvokas vieną su antra sumaišytum. Kai tik Tu teisingai išsireiški, tariamas prieštaravimas pranyksta. Kad naujos, p i n i g a i s vadinamos teisės gėrybėms gauti kasdien daugely atsitikimų atsiranda, tai iš to dar neišeina, kad ir kiekvienai šių teisių turi būti paruoštas naujas, piniginiu ženklu vadinamas dokumentas. Anaipol tai būtų net labai keista, jei taip atsitiktų.

Kodėl? Dabar, mano mielas, truputį pagalvok. Tu tik atmerk akis ir stebėk kasdieninį gyvenimą. Kas atsitinka kiekvieną kartą perkant ir parduodant? Kai kepėjas parduoda darbininkui duoną, tai kepėjui iš šio patiekalo gimsta teisinis reikalavimas į atlyginimą. Bet tai dar ne viskas. Su šiuo įvykiu paraleliai eina antras. Duoną parduodančiam kepėjui vis dėlto kontrahentas yra ją perkąs darbininkas, ar ne tiesa? Taip pat ir pastarajam šis aktas turi ūkiškos reikšmės. Ir būtent pirkdamas jis gauna jam priklausantį atlyginimą, kurį jis išmokėta jam paskutine darbo alga yra įgijęs. Kai darbdavys už tuomet atliktą darbininko darbą jam 200 markių sumokėjo, tai reiškė, kad darbininkas įgijo tam tikrą teisinį atlyginimo reikalavimą, kuris turi vertę tol, kol šio atlyginimo darbininkas negauna pavidalu batų, maisto ir t. t. Tuo momentu, kai darbininkas perka porą batų, buvęs atitinkamas reikalavimas nyksta. Taigi iš kepėjo duoną pirkti reiškia ne tik tai, kad kepėjui atsiranda nauja teisė reikalauti gėrybių, bet ir tai, kad lygiai didelės teisės reikalauti gėrybių nustoja perkąs ją darbininkas. Kaip šiame atsitikime, taip yra ir visuose kituose prekybinių santykių aktuose. Toks įvykis, kuris vienai pusei reiškia p a r d u o t i ir naują gėrybių reikalavimą į g y t i, antrai pusei reiškia p i r k t i ir reikalavimo n u s t o t i. Tai yra, mielas Jonai, priežastis tam, kad Tu dar niekuomet nesi matęs, kaip atsiranda pinigai; atsirasti ir išnykti, gimti ir mirti atsistoja čia vienas antram priešpriešiais ir tarpusavy naikinasi. Nėra reikalo vienai pusei naują teisę reikalauti gėrybių paliudyti, naują piniginių ženklą gaminti, taip pat antrai pusei esančią gėrybėms gauti teisę anuliuoti ir piniginių ženklą naikinti, nes tikslas vieno teisę reikalauti gėrybių apsaugoti ir antro panaikinti pasiekiamas daug paprastesniu būdu ir būtent perkėjas perduoda pardavėjui ligi šiol turimą ir tik perkant nykstantį reikalavimo dokumentą, tai yra įteikia jam atitinkamą piniginių ženklų skaičių.

Taigi daugelis žmonių niekuomet nemato, kada mokėjimui priemonės atsisakoma, bet visuomet tik tada, kai jau jos keliauja, cirkuliuoja. Čia yra reikalas su techniškai apyvartos padedamąja priemone, kuri gyventojų teisėms reikalauti gėrybių yra įvesta kaip tam tikros rūšies „Clearing“. Daug paprasčiau ir patogiau teisėms pasikeisti, užuot su tam tikrais formalumais paliudijus arba panašiai anuliavus.

Tokiu būdu piniguose įkūnyta teisė reikalauti gėrybių visuomet pereidinėja nuo vieno asmens kitam. Darbdavys ją atiduoda darbininkui, pastarasis – kepėjui, kepėjas įteikia miltus parduodančiam malūnininkui, malūnininkas – ūkininkams kaipo ekvivalentą už jų grūdus, ir taip teisė reikalauti gėrybių cirkuliuoja per ištisą apyvartą grandinę. Teisė reikalauti gėrybių gaunamas, kuris yra ką nors patiekęs ir įgijęs teisę gėrybėms gauti, o jos nustoja, kuris yra patiekalą priėmęs ir tuo būdu teisę gėrybėms gauti sunaudojęs. Teisė reikalauti gėrybių niekuomet nenyksta, tik jos savininkas keičiasi.

Šita teisė į gėrybes egzistencija ir šita amžinoji kelionė piniginių ženklų, kuriuose teisė į gėrybes įsikūnija, gali būti labai greitai netinkamai suprasta. Dėl to saugokis, mano sūnau, piniginių ženklų cirkuliacijoje ką nors kita išžiūrėti negu apyvartos techniškai pagalbinę priemonę, kuri, norėdama dalyką palengvinti, naudoja vieną ir tą patį dokumentą, užuot nuolatos naujus dokumentus gaminusi ir juos vėl anuliavusi. Niekad nepamiršk tikrosios įvykio prasmės. Visad, kai piniginis ženklas keičia savininką, viena teisė, teisė gėrybėms gauti nyksta, o antra gimsta. Valstybėje, kuri nežino tų „apyvartoj esančių piniginių ženklų“, bet tik „knygų pinigų“, kur kiekvienas pilietis monetos ir popieriuko vietoje turi valstybės knygoje sąskaitą, tai būtų aiškiau matoma negu pas mus. Ten į duoną parduodančio kepėjo sąskaitą atitinkama teisė gėrybėms gauti būtų naujai įrašyta, o iš sąskaitos pirkusio darbininko – priešingai, anksčiau įrašytoji tokia pat teisė būtų nurašyta. Tvirtinama, kad senovėje iš tiesų būta valstybių (pav., Egiptas), kur šioji pinigų sistema yra viešpatavusi. Aišku, aš pats tikiu, kad tat didelėse apyvartose įmanoma; vidutinės ir smulkiosios apyvartos niekad negali apsieiti neišreikšdamos pinigų daiktiniais piniginiiais ženklais.

Ligšioliniuose bandymuose mes visuomet susidurdavom tik su tokiais piniginiiais ženklais, kurie keliauja iš rankų į rankas, o ne su tokiais, kurie pirmą kartą apyvartoj pasirodo. Todėl mes dar vis nežinom, kaip iš tiesų daiktiniai pinigai atsiranda. Lygiai gerai mums sekasi su abstrakčiais pinigais, su idealiu teisiniu atlyginimo reikalavimu. Apie šį teisinį reikalavimą mes tiek nežinom, kad jis, taip sakant, sudaro antrą visų perkamųjų aktų dalį ir provizorišką visų patiekalų atlyginimą; taip kad mes ligi šiol žinom tik – k a s, bet ne – k a i p.

O vis dėlto mes esam šį tą ir labai svarbaus išmokę. Atsiradusi teisė reikalauti gėrybių yra toks padarinys, kuris normaliu būdu nenyksta, bet visuomet tik keliauja, kuris vis naujai tarp patiekalo ir atlyginimo įsibrauna ir yra tarsi, n e m i r t i n g a s. Tačiau turbūt Tau niekad neteks išvysti tos valandos, kai pinigai gimsta arba miršta. Dabar, sakysim, vienas Tavo linksmi nusiteikusių draugų panaudoja vieną piniginių raštelį kaipo fidibusą ir tuo dūmais paverčia vieną teisę reikalauti gėrybių.

Net ir tuomet piniguose reiškiamą teisę gėrybėms gauti išnyks ne visumai, bet atskiram savininkui. O gal Tu manai, kad pasaulyje kuri nors gėrybė dėlto neranda pirkėjo ir nyksta, kad Tavo draugas į šią ar kurią kitą gėrybę yra savo reikalavimo teisę sudeginęs? Ne, sudegintam piniginiam ženkle įkūnytoji teisė iš tikrųjų yra nemirtinga. Jei jos teisėtas savininkas ją sunaudoti atsisako, ji automatiškai pereina likusiems savininkams, turintiems teisės gėrybes gauti, nes kiekviena šių teisių apima ne tvirtai nustatytą kiekį, bet tik tiek ir tiek dalių visų teisių gėrybėms gauti, taigi

reiškia tiek didesnę teisę reikalauti gėrybių, kiek mažėja egzistuojančių teisių gėrybėms gauti skaičius.

Visa tai leidžia mums konstatuoti, kad valstybė j o k i ū p i n i g ū n e g a l i p a n a i k i n t i, nors ji to ir norėtų. Žinoma, ji gali apyvartos piniginių ženklų skaičių sumažinti, būtent surinkti porą milijonų banknotų ir juos panaikinti. Bet šiuo valstybė padarys tik tą pat, ką ir Tavo draugas su savo fidibusu. Ji atima iš atskirų asmenų jų piniginiuose rašteliuose įkūnytas teises gėrybėms gauti, bet šios teisės nenyksta, o priauga likusiųjų piniginių raštelių savininkams. Kiekvienam tokiam piniginiam rašteliiui tenka dabar jau didesnė gėrybių visumos dalis. Tada paprastai visai teisingai sakoma: „pinigai pabrango“. Teisė reikalauti gėrybių, perkamoji galia, kuri pinigais laiduojama, proporcingai, sumažėjus piniginiams rašteliams, iš tiesų padidėja.

Jei aš ankstyvesniam laiške esu Tau įrodęs, kad valstybė laisvu noru jokių pinigų, t. y. jokių teisių gėrybėms gauti, negali s u k u r t i, bet gali tik seniai esamas teises kitiems asmenims perkelti, t. y. eksproprijuoti, tai čia Tu matai kaip tik kontrastą: valstybė gali egzistuojančius pinigus, apyvartoj esančias teises gėrybėms gauti n e p a n a i k i n t i, bet priešingai – kitiems asmenims perkelti, būtent nuosavybės teises p e r d ė l i o t i. Skirtumas yra tik toks, kad pirmame atsitikime gėrybių visuma pasidalija didesniai ir antrame atsitikime – mažesniai dokumentų skaičiui, kas kiekvienam pinigų savininkui pirmame atsitikime reiškia nuostolį, o antrame – pelną. Ir čia pagaliau Tu dar kartą aiškiai suprasi, kad pinigų „vertė“ niekad nėra absoliuti, bet visad yra artimiausiam santykiyje su pinigų kiekiu ir drauge su juo svyruoja.

Dabar, kai Tu pamatei, mielas Jonai, kad pinigai ūkyje prilįgsta neramiam Agasferui, kuris negimsta ir nemiršta, bet amžinai keliauja, Tu greičiausiai esi smalsumo kankinamas sužinoti, kaip iš tikrųjų pinigai atsiranda ir nyksta. Aišku, kad ir Agasferas kada nors turėjo gimti ir mirti. Taigi aš turiu tikėtis, kad Tu mano kito laiško, kuris jau rytoj pasirodys, nekantraudamas lauksi.

Tave mylįs

Tavo senas Tėvas

1998 m. BALTIJOS VALSTYBIŲ MOKĖJIMŲ BALANSŲ PALYGINAMOJI ANALIZĖ

Mokėjimų balansas – tai statistinė ataskaita, kurioje apskaitytos visos išorės operacijos, kurias vykde šalis atitinkamu ataskaitiniu laikotarpiu. Mokėjimų balansą sudaro dvi sąskaitos: einamoji bei kapitalo ir finansinė. Einamojoje sąskaitoje parodytos visos operacijos, susijusios su prekių ir paslaugų judėjimu iš šalies į užsienį ir iš užsienio į šalį (eksportu ir importu), kapitalo pajamomis. 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 1998 m. mokėjimų balansų apžvalga

Nors Baltijos valstybių ekonomikos 1998 m. augo, o tai toliau skatino ūkio subjektų tarptautinių ekonominių santykių plėtrą, tačiau 1998 m. rugpjūčio mėn. įvykusi Rusijos krizė vienaip ar kitaip paveikė Lietuvos, Latvijos ir Estijos ekonominius rodiklius, pakeitė susiklosčiusias raidos tendencijas.

Baltijos valstybių mokėjimų balansų apžvalgą pradėkime nuo einamosios sąskaitos rodiklių analizės (žr. 1 lentelę). Taigi 1998 m. visose trijose valstybėse einamosios sąskaitos balansas buvo neigiamas: Lietuvoje sudarė –1 298,1, Latvijoje buvo –712,7, Estijoje siekė –449,9 mln. JAV dolerių [1, 2, 3]. Palyginti su 1997 m., einamosios sąskaitos deficitai padidėjo: Lietuvoje – 32,3, Latvijoje – 106,5, o Estijoje sumažėjo 20,2 procento. Einamosios sąskaitos deficito ir BVP santykiai Latvijoje ir Estijoje buvo mažesni negu Lietuvoje (žr. 1 pav.).

1 lentelė

Baltijos valstybių mokėjimų balansai 1998 m.

(mln. JAV dolerių)

	Lietuva	Latvija	Estija
Einamoji sąskaita	-1 298,1	-712,7	-449,9
% BVP	-12,1	-11,1	-8,6
Prekybos balansas	-1 518,4	-1 130,4	-1 117,2
% BVP	-14,2	-17,7	-21,5
Prekių eksportas	3 961,6	2 011,0	2 684,2
Prekių importas	-5 480,0	-3 141,5	-3 801,4
Paslaugos	240,7	279,8	614,9
% BVP	2,3	4,4	11,8
Kreditas	1 109,1	1 040,3	1 464,7
Debetas	-868,4	-760,4	-849,9
Pajamos	-255,4	53,7	-95,4
% BVP	-2,4	0,8	-1,8
Kreditas	124,6	207,6	129,3
Debetas	-380,0	-153,9	-224,7
Einamieji pervedimai	235,0	84,3	147,8
% BVP	2,2	1,3	2,8
Kreditas	240,4	97,2	n/d
Debetas	-5,4	-12,9	n/d
Kapitalo ir finansinė sąskaita	1 412,2	551,5	481,6
% BVP	13,2	8,6	9,3
Kapitalo sąskaita (grynoji)	-1,7	10,4	1,8
Finansinė sąskaita (grynoji)	1 413,9	541,1	479,8
Tiesioginės investicijos (grynosios)	921,3	217,3	559,3
Investicijos užsienyje	-4,2	-54,2	-5,0
Užsienio investicijos	925,5	271,5	564,3
Investicijų portfelis (grynasis)	-52,8	6,4	1,5
Investicijos užsienyje	-10,1	-20,3	n/d
Užsienio investicijos	-42,7	26,7	n/d
Kitos investicijos (grynosios)	545,4	317,4	-81,0
Investicijos užsienyje	-24,1	78,5	n/d
Užsienio investicijos	569,5	238,9	n/d
Oficialiosios tarptautinės atsargos („–“ padidėjimas)	-399,0	-37,9	-9,0
% BVP	-3,7	-0,6	-0,2
Klaidos ir praleidimai	284,9	199,1	-22,7

Šaltiniai: [1, 2, 3].

1998 m. visose trijose Baltijos valstybėse prekių importo apimtys buvo didesnės už eksportą, todėl užsienio prekybos balansas buvo neigiamas. Šis rodiklis Lietuvoje sudarė 14,2, Latvijoje – 17,7 ir Estijoje – 21,5 procento BVP. Vienintelėje Lietuvoje 1998 m., palyginti su 1997 m., prekių eksportas sumažėjo 5,5 procento (vien ketvirtąjį ketvirtį, palyginti su atitinkamu 1997 m. ketvirčiu, – 23,6%). Daugiausia sumažėjo avalynės (24,6%), maisto produktų (23,9%), gyvų gyvulių ir gyvulininkystės produktų (14,8%), mašinų ir įrengimų (14,7%) bei medienos ir medienos dirbinių (10,8%) eksportas. Tačiau padidėjo tabako (32,0%), trašų (25,7%), baldų ir patalynės reikmenų (21,4%) eksportas [3]. Kaip minėjome, Rusijos krizės poveikis Lietuvos užsienio prekybos rodikliams buvo akivaizdus. 1998 m., palyginti su 1997 m., prekių eksportas į Rusiją sumažėjo 35,1 procento (vien antrąjį 1998 m. pusmetį jis sumažėjo 45,8%) [3]. Tačiau Lietuvos ūkio subjektai palyginti greitai perorientavo eksporto srautus iš Rytų rinkos į Vidurio ir Vakarų Europos valstybes. Antai 1998 m. net 38,0 procento (1997 m. – 32,5%) bendro eksporto teko Europos Sąjungos šalims (palyginti su 1997 m., jis padidėjo 12,2%). Daugiausia prekių eksportas padidėjo į Lenkiją (24,7%), Latviją (23,4%), Daniją (16,2%), Čekiją (13,2%) ir Vokietiją (11,0%) [3]. 1998 m. Latvijos ir Estijos prekių eksportas atitinkamai padidėjo 9,4 ir 16,8 procento. Šių šalių eksporto didėjimą lėmė mašinų ir įrengimų, transporto priemonių, drabužių ir maisto produktų eksporto padidėjimas.

1998 m. Lietuvos prekių importas sudarė 51,2 procento BVP ir, palyginti su 1997 m., padidėjo 2,6 procento. Sparčiausiai didėjo medienos ir medienos gaminių (16,6%), tekstilės ir jos dirbinių (14,9%), transporto priemonių (10,6%) bei žemės ūkio ir maisto produktų (1,5%) importas [3]. Prekių importas didėjo ir kitose Baltijos valstybėse: Latvijoje padidėjo 17,0, Estijoje – 10,9 procento. Šių šalių importo didėjimą labiausiai lėmė mašinų ir įrengimų, transporto priemonių, chemijos bei maisto produktų importo padidėjimas.

Prekių eksporto ir importo rodiklių analizė leidžia padaryti išvadą, kad Rusijos krizė labiausiai paveikė Lietuvos ūkį. Tik Estijos prekių eksportas didėjo greičiau negu importas, bet eksporto ir importo didėjimo tempas buvo lėtesnis nei ankstesniais metais. Vadinasi, Estija pasiekė tam tikrą prekių apyvartos subalansuotumą, o Lietuvos ir Latvijos produkcija buvo mažiau konkurencinga.

1998 m. Lietuvos, Latvijos ir Estijos bendrieji paslaugų balansai buvo teigiami, nors savo apimtimi ir labai skirtingi. Grynosios paslaugos Lietuvoje sudarė 2,3 procento BVP, Latvijoje – 4,4, o Estijoje – 11,8 procento BVP. Estija ir toliau pirmąją pagal užsieniečiams suteiktų paslaugų apimtį – 1 464,7 mln. JAV dolerių (28,1% BVP). Visose šalyse nerezidentams paslaugų buvo suteikta daugiau, negu iš jų gauta, o didžiausią paslaugų eksporto ir importo dalį sudarė transporto bei kelionių paslaugos. Pažymėtina, kad dėl krizės Rusijoje 1998 m., palyginti su 1997 m., Lietuvos transporto paslaugų eksportas sumažėjo 2,0 procento (ketvirtąjį 1998 m. ketvirtį, palyginti su atitinkamu 1997 m. laikotarpiu, – 20,7%), o statybos – 46,1 procento [3].

Išmokos nerezidentams Lietuvoje ir Estijoje buvo didesnės už gautas iš jų pajamas, todėl bendrieji pajamų balansai buvo neigiami ir atitinkamai sudarė –2,4 ir –1,8 procento BVP. Vienintelėje Latvijoje pajamų balansas buvo teigiamas (0,8% BVP).

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

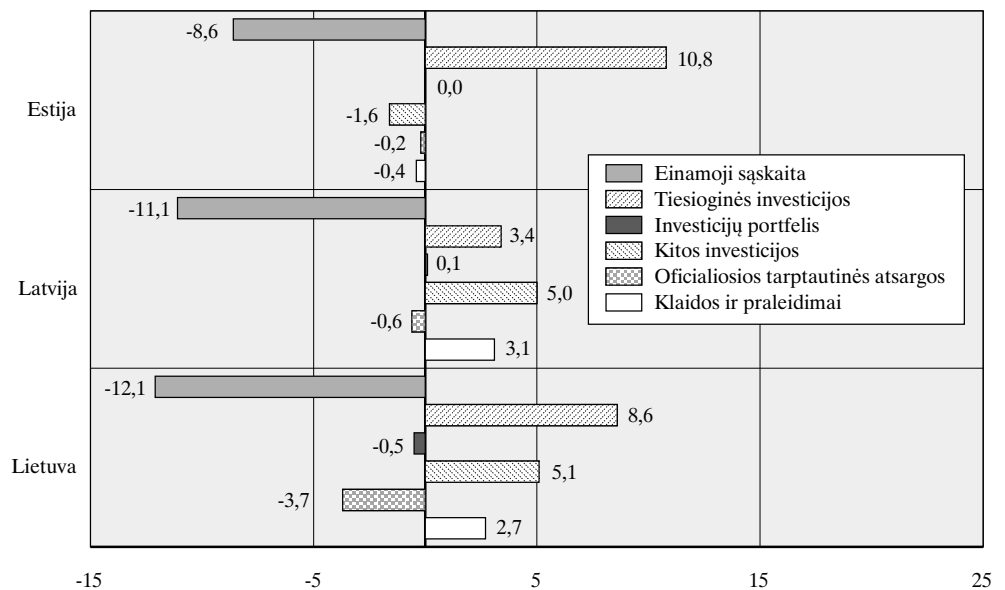
Kapitalo ir finansinės sąskaitos struktūra* nuolat keičiasi, todėl šios sąskaitos straipsnius panagrinėsime detalčiau. 1998 m. Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje kapitalo ir finansinės sąskaitos balansai buvo teigiami ir atitinkamai sudarė 13,2, 8,6 ir 9,3 procento BVP (žr. 1 pav.). Taigi nerezidentų investicijos šiose valstybėse buvo gerokai didesnės negu Baltijos valstybių ūkio subjektų investicijos užsienyje. Lietuvoje ir Estijoje didžiausią dalį BVP sudarė tiesioginės užsienio investicijos (Lietuvoje – 8,7%, Estijoje – 10,8%), o Latvijoje – tiesioginės užsienio investicijos ir kitos investicijos (9,2%). Vadinasi, Lietuvos ir Estijos mokėjimų balansų einamųjų sąskaitų deficitai buvo finansuojami daugiausia tiesioginėmis užsienio investicijomis. Tačiau Latvijos ir Lietuvos einamosios sąskaitos deficitui finansuoti dar buvo naudojamos ir užsienio paskolos (kitos užsienio investicijos šiose valstybėse atitinkamai sudarė 5,3 ir 3,7% BVP). 1998 m. Lietuvos investicijų portfelis sumažėjo ir tapo neigiamas. Tai rodo, kad šalies rezidentai investavo į užsienio vertybinius popierius daugiau negu nerezidentai į mūsų vertybinius popierius. Sumažėjimą lėmė AB „Mažeikų nafta“ anksčiau laiko išpirkti nuosavi skolos vertybiniai popieriai [3].

1998 m. tiesioginės užsienio investicijos sparčiausiai didėjo Lietuvoje. Palyginti su tuo pačiu praėjusių metų laikotarpiu, šios investicijos į mūsų šalies ūkį padidėjo 161,1 procento, o į Estijos ūkį – 111,8 procento (žr. 2 lentelę). Tiesioginės užsienio investicijos į Latvijos ekonomiką sumažėjo 47,9 procento. Tai rodo, kad užsienio investuotojai gerai vertina Lietuvos ekonomikos laimėjimus, stabilią tiek politinę, tiek ir ekonominę situaciją. 1999 m. užsienio investicijos taip pat turėtų didėti, nes numatyta toliau privatizuoti strateginius objektus.

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

1 pav. Pagrindiniai mokėjimų balanso straipsniai Baltijos valstybėse 1998 m.

(% BVP)



Baltijos valstybių mokėjimų balansų apžvalga parodė, kad 1998 m. užsienio prekybos rodiklių didėjimo tempas sulėtėjo dėl Rusijos krizės. Tačiau teigiamas išliko paslaugų balansas. Pažymėtina, kad Lietuvos ir Estijos investicijų struktūroje didžiausią dalį (% BVP) sudarė tiesioginės užsienio investicijos. Einamosios sąskaitos deficitas visose Baltijos valstybėse buvo finansuojamas (investicijomis) iš kapitalo ir finansinės sąskaitos, o ne oficialiosiomis tarptautinėmis atsargomis, kurios padidėjo (žr. 2 lentelę).

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

Kaip jau buvo minėta, 1998 m. Baltijos valstybių mokėjimų balansų einamosios sąskaitos buvo deficitinės. Tačiau Lietuvoje ir Latvijoje šis deficitas padidėjo, o Estijoje – sumažėjo. Remdamiesi 2 lentelėje pateiktais išvestiniais duomenimis, toliau paanalizuosime šių deficitų priimtimumą.

2 lentelė

Rodikliai, su kurių pagalba analizuojamas einamosios sąskaitos deficito priimtimumas

Rodikliai	Lietuva		Latvija		Estija	
	1997 m.	1998 m.	1997 m.	1998 m.	1997 m.	1998 m.
Einamosios sąskaitos deficitas, % BVP	-10,2	-12,1	-6,1	-11,1	-12,1	-8,6
Einamosios sąskaitos deficitas minus tiesioginės užsienio investicijos, % BVP	-6,5	-3,5	3,1	-6,8	-6,4	2,2
BVP augimas/Einamosios sąskaitos deficitas, % BVP	-0,71	-0,42	-1,40	-0,32	-0,87	-0,46
Prekių ir paslaugų eksportas/BVP, %	54,5	47,4	51,0	47,7	78,1	79,8
Prekių ir paslaugų eksporto didėjimas, %	24,1	-2,9	15,9	7,9	23,9	14,5
Prekių ir paslaugų importo didėjimas, %	25,1	1,8	16,7	18,1	21,4	11,9
Užsienio prekybos (prekių ir paslaugų) apyvarta/BVP, %	119,6	106,8	110,4	108,7	167,7	169,2

Tęsinys

Rodikliai	Lietuva		Latvija		Estija	
	1997 m.	1998 m.	1997 m.	1998 m.	1997 m.	1998 m.
Paslaugų balanso kitimas, %	11,3	79,0	1,9	-23,0	14,4	3,6
Tiesioginių užsienio investicijų didėjimas, %	132,6	161,1	44,1	-46,7	76,7	111,8
Užsienio investicijų portfelio didėjimas, %	-15,9	n/d	n/d	n/d	116,0	n/d
Tiesioginės užsienio investicijos/ Užsienio investicijų portfelis	1,96	n/d	n/d	10,29	0,62	n/d
Grynųjų užsienio paskolų didėjimas (valst.), %	-40,7	14,5	53,9	136,0	n/d	n/d
Grynųjų užsienio paskolų didėjimas (privat.), %	190,3	-8,9	163,1	23,5	n/d	n/d
Grynosios užsienio paskolos (valst.)/ Grynosios užsienio paskolos (privat.), %	61,7	77,6	9,9	18,9	n/d	n/d
Oficialiosios tarptautinės atsargos/ Importas (mėn.)	2,04	2,76	2,32	2,07	2,19	2,10
Oficialiųjų tarptautinių atsargų didėjimas, %	27,4	37,4	12,6	5,1	18,8	7,0
Bendroji užsienio skola/Prekių ir paslaugų eksportas, %	54,8	63,8	85,8	83,0	59,9	54,6
Bendroji užsienio skola/BVP, %	29,9	30,3	43,7	39,6	46,8	43,5

Be išlygų nustatyti, ar einamosios sąskaitos deficitas yra pavojingas (nepriimtinas), ar ne, yra gana sudėtinga, kadangi tai lemia daugelis veiksnių. Atsižvelgdami į tai, savo tyrimus padalijome į dvi dalis. Tai, kad **einamosios sąskaitos deficitas šiuo metu yra nepavojingas, galėtų įrodyti šie veiksniai:**

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

Tai, kad 1998 m. Lietuvos einamosios sąskaitos deficito, atėmus tiesiogines užsienio investicijas, ir BVP santykis buvo absoliučiu dydžiu mažesnis nei ankstesniais metais ir sudarė 3,5 procento, daugiausia lėmė trečiąjį ketvirtį, palyginti su atitinkamu 1997 m. ketvirčiu, 285,4 procento padidėjusios tiesioginės užsienio investicijos, kurias sudarė gautos lėšos pardavus AB „Lietuvos telekomas“. Trečiąjį 1998 m. ketvirtį minėtas santykis net buvo teigiamas. Taigi 1998 m. Lietuvoje didesnė deficito dalis buvo finansuojama tiesioginėms užsienio investicijoms, o mažesnę reikšmę čia turėjo kitos investicijos, iš jų ir skolinamasis iš užsienio. 1998 m., palyginti su 1997 m., tiesioginės užsienio investicijos padidėjo 161,1 procento. Panaši padėtis buvo ir Estijoje: 1998 m. padidėjusios tiesioginės užsienio investicijos (111,8%) anksčiau minėtą santykį padidino iki 2,2 procento. Tačiau, kaip minėjome, Latvijoje šis santykis gerokai sumažėjo dėl 46,7 procento sumažėjusių investicijų.

2. Lietuvoje importo finansavimas oficialiosiomis tarptautinėmis atsargomis (skaičiuojant mėnesiais) didėjo: 1997 m. jis sudarė 2,04 mėn., o 1998 m. – 2,76 mėn. Vadinasi, prirėkus Lietuva pastaruoju metu galėtų ilgiau finansuoti importą oficialiosiomis tarptautinėmis atsargomis nei anksčiau. Tuo tarpu Latvijoje ir Estijoje šis rodiklis sumažėjo.

3. 1998 m. Lietuvoje mažesniai einamosios sąskaitos deficitui įtakos turėjo teigiamas paslaugų balansas, kuris, palyginti su 1997 m., padidėjo 79,0 procento. Tuo tarpu Latvijoje jis sumažėjo 23,0 procento, o Estijoje jo augimas sulėtėjo nuo 14,4 procento (1997 m.) iki 3,6 procento 1998 m.

4. 1998 m., palyginti su 1997 m., oficialiųjų tarptautinių atsargų padidėjimas 37,4 procento Lietuvoje leidžia teigti, kad einamosios sąskaitos deficitas nebuvo iš jų finansuojamas. Nors ketvirtąjį 1998 m. ketvirtį šios atsargos ir sumažėjo, tačiau vienareikšmiškai teigti apie einamosios sąskaitos deficito finansavimo iš šių atsargų tendencijos pradžią negalima, nes oficialiosiomis tarptautinėms atsargoms būdingi svyravimai. Be to, santykinę pablogėjimą ketvirtąjį ketvirtį dar lėmė labai didelis šių atsargų didėjimas trečiąjį ketvirtį.

Tačiau yra keletas veiksnių, kuriuos įvertinus negalima teigti, kad **einamosios sąskaitos deficitas nėra pavojingas (o gal net yra nepriimtinas):**

1. Lietuvoje einamosios sąskaitos deficitai padidėjo nuo 10,2 procento BVP (1997 m.) iki 12,1 procento BVP (1998 m.). Tai lėmė didėjantis užsienio prekybos deficitai ir neigiamas pajamų balansas. Be to, kiekvieną 1998 m. ketvirtį einamosios sąskaitos deficitai buvo vis didesni, o ketvirtąjį ketvirtį pasiekė rekordinę 14,4 procento BVP ribą. Panašios tendencijos susiklostė Latvijoje, kur einamosios sąskaitos deficitai padidėjo nuo 6,1 procento BVP (1997 m.) iki 11,1 procento (1998 m.). Tik Estijai jį pavyko sumažinti iki 8,6 procento BVP (1997 m. buvo 12,1% BVP).

2. 1998 m. visose trijose Baltijos valstybėse sumažėjo BVP didėjimo ir einamosios sąskaitos deficitai (išreikšto santykiu su BVP) santykis. Vadinasi, atotrūkis tarp BVP augimo ir išpareigojimų užsieniui didėja, o tai nėra gera prielaida einamosios sąskaitos deficitui stabilizuoti, kadangi dabartiniai išpareigojimai turės vis didesnę reikšmę ateities mokėjimų balansams per kapitalo pajamų išmokas nerezidentams. Šis santykis laikomas optimaliu, jeigu jis yra ne mažesnis už vieneta.

3. Analizuojant Lietuvos einamosios sąskaitos deficitų didėjimą, galima išskirti du jį skatinusius veiksnius: padidėjusį valstybės biudžeto deficitą ir sparčiai didėjančias užsienio privataus kapitalo įplaukas (ypač į bankų sektorių). Prie veiksnių, sukėlusių prekybos balanso pablogėjimą Lietuvoje ir Latvijoje, galima priskirti Rusijoje įvykusią krizę. Dėl jos Lietuvos prekių ir paslaugų eksportas labiausiai sumažėjo trečiąjį ir ketvirtąjį 1998 m. ketvirtį (atitinkamai 6,2% ir 20,9%), o, palyginti su 1997 m., 1998 m. jis iš viso sumažėjo 2,9 procento. Nepaisant to, kad Lietuvos importo didėjimo tempas taip pat labai sulėtėjo (1998 m., palyginti su 1997 m., sudarė 1,8%), šito neužteko einamosios sąskaitos deficitui pagerinti – jis tik dar labiau padidėjo. Latvijoje ir Estijoje prekių ir paslaugų eksporto didėjimo tempas taip pat buvo lėtesnis, tačiau jie vis tiek gerokai viršijo Lietuvos rodiklį. Be to, Lietuvoje ir Latvijoje sumažėjo prekių ir paslaugų eksporto dalis BVP: 1997 m. atitinkamai sudarė 54,5 procento ir 51 procentą, o 1998 m. – 47,4 ir 47,7 procento. Lietuvoje taip atsitiko todėl, kad 1998 m. nominalusis BVP didėjo, o prekių ir paslaugų eksportas sumažėjo. Tačiau nors Lietuvos eksportas į Rusiją ir kitas NVS šalis sumažėjo maždaug ketvirtadaliu, bendras eksportas sumažėjo palyginti nedaug. Tai rodo, kad per stebėtinai trumpą laiką dalis prekių buvo pradėta eksportuoti į stabilias Europos šalis.

4. Nepaisant to, kad 1998 m. Lietuvoje tiesioginės užsienio investicijos padidėjo, susirūpinimą kelia užsienio skolos didėjimas. Lietuvoje ir Latvijoje einamosios sąskaitos deficitai finansuojami ne tik tiesioginėmis užsienio investicijomis, bet ir gautomis iš užsienio paskolomis (1998 m. kitos užsienio investicijos šiose valstybėse sudarė atitinkamai 5,3 ir 3,7 procento BVP). Lietuvoje 1998 m., palyginti su 1997 m., šios paskolos padidėjo 34,8 procento, o Latvijoje – 43,4 procento. Tai ne pats veiksmingiausias deficitų finansavimo šaltinis, kadangi gautos valstybės vardu ar Vyriausybės garantuotos paskolos, kurios Lietuvoje sudaro 32,7 procento visų paskolų, dažnai yra naudojamos einamajam vartojimui. Todėl didėja ir einamosios sąskaitos deficitai, ir Lietuvos užsienio skola. Guodžia tik tai, kad 69,4 procento visų užsienio paskolų sudarė ilgalaikės paskolos, kurių gražinimas atidėtas vėlesniam laikotarpiui. Tačiau turint omenyje, kad reformų pradžioje Lietuvai buvo suteikta daug paskolų su lengvatiniu laikotarpiu, artimiausiais metais skolų gražinimo tempas bus gerokai didesnis nei iki šiol. Nors Latvijoje 1998 m., palyginti su 1997 m., didžiausią užsienio paskolų dalį sudarė bankų ir kitų sektorių gautos paskolos (80,4%), tačiau daugiausia padidėjo valstybės vardu ir vyriausybės garantuotos paskolos (123,4%).

5. 1998 m. Lietuvos ir Latvijos mokėjimų balansuose didelę dalį sudarė klaidos ir praleidimai su teigiamu ženklu. Tai reiškia, kad į statistinę apskaitą nepateko dalis eksporto ir kapitalo įplaukų. Tai vienas iš guodžiančių veiksnių. Nors Estija paskelbė apie einamosios sąskaitos deficitų pagerėjimą 1998 m. iki 8,6 procento BVP, klaidos ir praleidimai yra su neigiamu (debito) ženklu. Todėl negalima vienareikšmiškai teigti, kad mes pagal einamosios sąskaitos deficitą atsiliekame nuo kaimynų.

Išvados

1. Baltijos valstybių einamųjų sąskaitų deficitų priimtimumo analizė parodė, kad 1998 m., palyginti su 1997 m., Lietuvos ir Latvijos einamųjų sąskaitų deficitai padidėjo. Vadinasi, jie buvo mažiau priimtini negu Estijos, kuriai ši deficitą pavyko sumažinti. Lietuvos ir Latvijos einamosios sąskaitos deficitų pablogėjimą nulėmė didėjantis užsienio prekybos deficitai, daugiausia atsiradę dėl Rusijos krizės.

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

3. 1998 m., palyginti su 1997 m., Baltijos valstybių BVP augimo ir einamosios sąskaitos deficitų santykiai sumažėjo. Vadinasi, jų išpareigojimai užsieniui, palyginti su BVP augimu, vis dar yra per dideli, o tai pablogina sąlygas deficitui stabilizuoti.

4. Lietuvoje 1998 m. importo padengimas oficialiosiomis atsargomis (skaičiuojant mėnesiais) buvo didžiausias tarp visų trijų Baltijos valstybių. Vadinasi, prirėkus importą dengti šiomis atsargomis Lietuva galėtų ilgiau nei Latvija ir Estija, nedarant didelio spaudimo valiutos kurso stabilumui.

5. 1998 m. 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 tiesiogiai paveikti gamybos plėtrą, skatinti eksportą ir didinti Lietuvos konkurencingumą tarptautinėje rinkoje.

Literatūra

1. *Balance of Payments of Latvia, 1998. Central Statistical Bureau of Latvia, 1999.*
2. *Comments on the 1998 Preliminary Balance of Payments of Estonia. Newsletters No 1 (200), Bank of Estonia, 20 March 1999.*
3. *Lietuvos Respublikos mokėjimų balansas 1998/4. Lietuvos bankas, 1999.*

Ž. Kalinauskas

Straipsnis gautas 1999 m. birželio mėn.

Priimtas spaudai 1999 m. birželio mėn.

SISTEMINĖS RIZIKOS LYGIO BANKŲ SEKTORIJE VERTINIMAS

1999 m. gegužės 13 d. Lietuvos banko valdybos nutarimas Nr. 63 „Dėl sisteminės rizikos lygio bankų sektoriuje vertinimo“ (Žin., 1999, Nr. 45-1462)

Pastaruoju metu pasaulyje bankai aktyviai jungiasi vienas su kitu. 1998 m. pavasarį ir Lietuvoje pasirodė pirmieji konsolidacijos ženklai – Vilniaus bankas pateikė Lietuvos bankui prašymą dėl leidimo įsigyti ar (ir) valdyti kontrolinį HERMIS banko akcijų paketą.

Lietuvos bankui teko nelengvas uždavinys, juolab kad tai buvo pirmasis toks visai bankų sistemai ir visuomenei svarbus atvejis. Tapo aišku, kad būtina šį procesą formalizuoti ir padaryti kiek įmanoma skaidresnį, kad rinkos dalyviai ir visuomenė galėtų numatyti Lietuvos banko veiksmus ir žinotų, kokie vertinimo kriterijai taikomi priimant sprendimus dėl koncentracijos bankų sektoriuje.

Pagal Lietuvos banko įstatymo 7 straipsnio 1 punktą Lietuvos bankas turi „užtikrinti patikimą pinigų rinkos, kredito ir atsiskaitymų sistemos funkcionavimą“, o pagal 36 straipsnio 2 dalies 3 punktą – „leisti taisykles, instrukcijas ir kitus teisės aktus, imtis priemonių, reikalingų efektyviam kredito sistemos funkcionavimui užtikrinti“. Vadovaudamasi šiomis įstatymo suteiktomis galiomis, Lietuvos banko valdyba patvirtino Sisteminės rizikos lygio bankų sektoriuje vertinimo nuostatas. Šiame dokumente nustatyta:

- kada minėtas dokumentas taikomas;
- kaip matuojamas sisteminės rizikos lygis;
- koks sisteminės rizikos lygis bankų sektoriuje Lietuvos bankui nepriimtinas;
- kokie kriterijai taikomi priimant sprendimus dėl koncentracijos bankų sektoriuje.

Lietuvos banko valdyba nutarė, kad šis dokumentas taikomas tik tada, kai Lietuvos bankas turi priimti sprendimą dėl sisteminės rizikos padidėjimo, atsirandančio dėl „nenatūralaus“ bankų augimo reorganizavimo ar įsigijimų (toliau – susijungimo) atvejais. Praktiškai galima išskirti tris atvejus, kada minėtas dokumentas bus taikomas:

- 1) banko reorganizavimo atveju (pagal Civilinio kodekso 37 straipsnį reorganizavimas gali vykti susijungimo, padalijimo, prijungimo ar kitu būdu);
- 2) išduodant leidimus įsigyti ar (ir) valdyti banko akcijų paketą;
- 3) teikiant išvadą Konkurencijos tarybai dėl koncentracijos, kurioje dalyvauja bankai (Konkurencijos įstatymo 11 straipsnio 5 dalis).

Sisteminės rizikos lygis nustatomas pagal banko turtą; paskolas rezidentams, išskyrus paskolas kredito ir finansų institucijoms; rezidentų indėlius, išskyrus kredito ir finansų institucijų indėlius. Banko turtas, paskolos ir indėliai yra bendrai priimti banko veiklos masto rodikliai. Nutarta naudoti tik rezidentų indėlius ir paskolas rezidentams, kad būtų pašalintas tarptautinis bankų veiklos aspektas. Be to, atimamos paskolos kredito ir finansų institucijoms bei pastarųjų indėliai, kadangi tai didmeninė ir dažnai tarptautinio pobūdžio rinka.

Lietuvos bankas nepritars bankų susijungimui, jeigu dėl to bent pagal vieną iš anksčiau nurodytų rodiklių apskaičiuota rinkos dalis viršys šias sisteminės rizikos lygio Lietuvos bankų sektoriuje ribas:

- 1) besijungiančių bankų dalis bus didesnė kaip 40 procentų;
- 2) keturių po susijungimo didžiausių bankų dalis bus didesnė kaip 80 procentų ir bent vieno iš keturių iki susijungimo didžiausių bankų dalis padidės daugiau kaip 7,5 procentinio punkto.

Palyginimui galima pažymėti, kad Konkurencijos įstatyme dominuojanti padėtis apibrėžiama kaip situacija, kai ūkio subjektas kontroliuoja daugiau kaip 40 procentų rinkos arba kai trys ar mažiau ūkio subjektų kontroliuoja daugiau kaip 70 procentų rinkos.

1, 2 ir 3 lentelėse pateikti atitinkami Lietuvos bankų sektoriaus duomenys 1998 m. pabaigoje. Lentelių įstrižainėse parodyta konkrečių bankų rinkos dalis, o įstrižainių dešinėje – kokia būtų bendra dviejų bankų dalis šiems susijungus. Kaip matome, keturi didžiausi bankai negalėtų jungtis tarpusavyje, tačiau jie galėtų įsigyti kitus komercinius bankus. Be to, mažieji bankai galėtų jungtis tarpusavyje. Taigi rinkoje turėtų būti bent 3–4 dideli bankai, tačiau mažiesiems bankams netrukdoma jungtis tarpusavyje arba šlietis prie didesniųjų.

3 lentelė

Rezidentų indėliai bankuose, išskyrus kredito ir finansų institucijų indėlius, 1998 m.

(procentais)

	Kredyt Bank PBI S. A. Vilniaus skyrius	Banko Societé Générale Vilniaus skyrius	LŽŪB	LTB	Ūkio bankas	Vilniaus bankas	LITIMPEKS bankas	Bankas HERMIS	Šiaulių bankas	Bankas „Snoras“	Medicinos bankas	Industrijos bankas
Kredyt Bank PBI S. A. Vilniaus skyrius	0,1	0,3	14,6	38,2	2,7	23,0	4,1	13,9	1,7	1,7	0,6	0,7
Banko Societé Générale Vilniaus skyrius		0,2	14,7	38,2	2,7	23,0	4,1	13,9	1,7	1,7	0,7	0,7
LŽŪB			14,5	52,6	17,0	37,3	18,5	28,2	16,0	16,0	15,0	15,0
LTB				38,1	40,6	60,9	42,0	51,8	39,6	39,6	38,6	38,6
Ūkio bankas					2,5	25,4	6,5	16,2	4,1	4,1	3,0	3,0
Vilniaus bankas						22,8	26,8	36,5	24,4	24,4	23,3	23,3
LITIMPEKS bankas							4,0	17,7	5,5	5,5	4,4	4,5
Bankas HERMIS								13,7	15,3	15,3	14,2	14,2
Šiaulių bankas									1,5	3,1	2,0	2,0
Bankas „Snoras“										1,6	2,0	2,1
Medicinos bankas											0,5	1,0
Industrijos bankas												0,5

Jeigu bankams susijungus nepriimtino sisteminės rizikos lygio ribos nebus viršytos, tai dar nereiškia, kad Lietuvos bankas automatiškai pritaris susijungimui. Tokiu atveju Lietuvos bankas atsižvelgs į aštuonis kriterijus, kurie ir nulems galutinį Lietuvos banko valdybos sprendimą:

- 1) susijungimo ekonominį pagrįstumą ir į tai, kaip bankai papildo vienas kitą;
- 2) poveikį kitoms finansų rinkoms;
- 3) besijungiančių bankų finansinę būklę, sugebėjimą konkuruoti rinkoje ir vykdyti veiklos riziką ribojančius normatyvus;
- 4) konkurencijos bankų sektoriuje pobūdį;
- 5) besijungiančių bankų turto dydį ir galimą masto ekonomijos efektą;
- 6) paskolų konkrečioms ūkio šakoms ir gyventojų indėlių koncentraciją;
- 7) ar susijungimas atitinka besijungiančių bankų verslo (veiklos) planuose numatytus tikslus;
- 8) ar nepažeidžiami Lietuvos nacionalinio saugumo interesai.

T. Garbaravičius

Straipsnis gautas 1999 m. birželio mėn.

Priimtas spaudai 1999 m. birželio mėn.