

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS  
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS  
BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA

SKIRMANTĖ TUČKUTĖ  
(FINANSŲ RINKOS STUDIJŲ PROGRAMA)

LIETUVOS VALSTYBĖS SKOLOS REGULIAVIMO TOBULINIMAS

Magistro baigiamasis darbas

Darbo vadovas:  
Profesorius habil. dr.  
Antanas Buračas

Vilnius, 2007

# Turinys

|  |    |
|--|----|
| Ivadas.....  | 4  |
| I Valstybės skola šiuolaikinėje ekonominėje literatūroje .....                         | 7  |
| I.1. Valstybės skolos sampratos vystymasis.....  | 7  |
| I.2. Valstybės skolos skirstymas ir skolinimosi poreikis.....                          | 11 |
| I.3. Valstybės skolos valdymas .....   | 13 |
| I.3.1 Valstybės skolos valdymo modeliai.....   | 16 |
| I.3.2 Skolos valdymo struktūriniai padaliniai.....                                     | 18 |
| I.3.3 Skolos valdymo politika.....   | 21 |
| I.3.4 Valstybės skolos valdymo rizika.....   | 22 |
| I.3.5. Kredito reitingų paskirtis.....   | 24 |
| I.3.6 Valstybės skolos, biudžeto deficito ir ekonominio augimo tarpusavio sąveika..... | 26 |
| II Lietuvos valstybės skolos analizė .....   | 28 |
| II.1 Lietuvos valstybės skolos teisinis reguliavimas .....                             | 29 |
| II.2 Valstybės skolos valdymas .....   | 32 |
| II.3 Valdžios sektoriaus skolos analizė .....  | 36 |
| II.3.1 Bendros valdžios sektoriaus skolos analizė .....                                | 36 |
| II.3.2 Valdžios sektoriaus skolos pagal kreditorius analizė.....                       | 40 |
| II.3.3 Kredito reitingų analizė .....  | 42 |
| II.3.4 Lietuvos valstybės skolinimosi analizė.....                                     | 44 |
| II.3.5 Vertybinių popierių analizė.....  | 47 |
| II.3.5.1 Litais leidžiami vertybiniai popieriai .....                                  | 47 |
| II.3.5.2 Užsienio valiuta leidžiami vertybiniai popieriai .....                        | 48 |
| II.3.6 Valstybės skolos valdymo išlaidų analizė .....                                  | 50 |
| II.4 Valstybės skolos vertinimas.....  | 51 |
| II.4.1 Valstybės skolos rodiklių vertinimas .....                                      | 52 |
| II.4.2 Valstybės skolos tendencijų vertinimas .....                                    | 54 |
| II.4.2.1 Valstybės skola ir Maastrichto kriterijai.....                                | 54 |
| II.4.2.2 Valstybės skolos, biudžeto ir BVP augimo tempų priklausomybės modelis .....   | 57 |
| Išvados ir pasiūlymai .....  | 62 |
| Literatūra .....   | 65 |

## Lentelių sąrašas

|   |    |
|---|----|
| lent. 1 Valstybės skolos valdymo funkcijos .....                                  | 14 |
| lent. 2 Valstybės skolos ir skolinimosi limitų vykdymas 2006 metais.....          | 35 |
| lent. 3 2003-2006 metais reikalingo BVP augimo tempo skaičiavimo rezultatai. .... | 57 |

## Paveikslėlių sąrašas

|   |    |
|---|----|
| pav. 1 Valstybės skolos skirstymas  | 11 |
| pav. 2 Valstybės skolos valdymo modelis   | 16 |
| pav. 3 Valstybės skolos valdymo strategija.   | 17 |
| pav. 4 Institucinė skolos valdymo struktūra   | 19 |
| pav. 5 Skolos valdymo struktūriniai padaliniai  | 20 |
| pav. 6 Valstybės skolos vertinimo rodikliai   | 23 |
| pav. 7 Lietuvoje valstybės skolos valdyme dalyvaujančios institucijos   | 33 |
| pav. 8 Valdžios sektoriaus deficito dinamika 2003-2006 metais.  | 37 |
| pav. 9 Valdžios sektoriaus skola ir BVP   | 38 |
| pav. 10 Valdžios sektoriaus skola pagal subsektorius  | 39 |
| pav. 11 Valdžios sektoriaus skola pagal kreditorius   | 41 |
| pav. 12 Kredito reitingų raida Lietuvoje  | 43 |
| pav. 13 Valdžios sektoriaus skola pagal trumpalaikius įsipareigojimus   | 45 |
| pav. 14 Valdžios sektoriaus skola pagal ilgalaikius įsipareigojimus   | 46 |
| pav. 15 Apyvartoje esantys VVP, išleisti litais   | 48 |
| pav. 16 Apyvartoje esantys VVP, išleisti užsienio valiuta   | 49 |
| pav. 17 Valstybės skolos valdymo išlaidos   | 51 |
| pav. 18 Valstybės vidaus skolos santykiniai rodikliai   | 52 |
| pav. 19 Valstybės užsienio skolos santykiniai rodikliai   | 53 |
| pav. 20 Laiko tarpas, per kurį Lietuva peržengs 60 % valstybės skolos ir BVP santykio ribą                      | 55 |
| pav. 21 Laiko tarpas, per kurį Lietuva peržengs 60 % valstybės skolos ir BVP ribą                               | 56 |
| pav. 22 Reikalingas BVP augimo tempas, esant tam tikram valstybės biudžeto ir valstybės skolos santykiui su BVP | 57 |
| pav. 23 Valstybės skolos ir BVP priklausomybė, esant skirtingam biudžeto deficitui nuo BVP                      | 59 |
| pav. 24 Valstybės skolos ir biudžeto deficito priklausomybė kintant BVP augimo tempams                          | 60 |

## Įvadas

Lietuvos valstybės skola ir jos reguliavimo tobulinimas yra aktuali tema ir jos problematiškumas yra neabejotinas, todėl pastaruoju metu jai skiriama nemažai dėmesio. Lietuvos valstybė, 1990 metais paskelbusi nepriklausomybę, neturėjo nei vidaus, nei užsienio skolų (jas paveldėjo SSRS) ir valdė dešimtimis milijardų skaičiuojamą valstybės turtą, tačiau šiuo metu Lietuva turi nemenką įsiskolinimą tiek šalies, tiek užsienio kreditoriams. Kadangi nuo Lietuvos nepriklausomybės atkūrimo praėjo gan nedaug laiko, valstybės skolos valdymas nėra tinkamai reglamentuotas įstatymų ir nėra nusistovėjusių valstybės skolos valdymo tradicijų. Šiuo metu sparčiai besivystant Lietuvos valstybei, kokybiškas valstybės skolos valdymas tampa dar aktualesnis. Šiuo tikslu yra rengiamos studijos, analizuojama užsienio šalių patirtis bei šalinamos Lietuvos valstybės skolinimosi ir valdymo spragos.

Aktualu tai, kad Lietuvos valstybės skola yra auganti, tad darosi vis sunkiau valdyti milžinišką valstybės įsiskolinimą, taip pat nuolat didėja ir su skolos valdymu susijusios išlaidos. Vyriausybės skolinimasis yra bene lengviausias būdas padengti biudžeto deficitą, o Lietuva nuolat susiduria su finansinių išteklių trūkumu, todėl kuo toliau, tuo svarbiau tampa ne tik kaip pasiskolinti siekiant finansuoti valstybės biudžeto deficitą, bet ir kaip tinkamai ją organizuoti bei valdyti, nes vyriausybės skolinimasis turėtų skatinti ekonomikos vystimąsi, o ne tik finansuoti trumpalaikius poreikius. Deja, problema ta, kad vis daugiau šalies biudžeto lėšų skiriama senų skolų grąžinimui, o ne investicijoms, o vis dėlto, tik efektyvus naudojimas valstybės pasiskolintų lėšų teikiamomis galimybėmis gali užtikrinti ilgalaikę valstybės ekonomikos plėtrą.

Šiuo darbu siekiama išsiaiškinti, kokios yra Lietuvos valstybės skolinimosi tradicijos, kokie yra skolinimosi ir skolos valdymo prioritetai, kokios pagrindinės priežastys, lemiančios valstybės skolos augimą, taip pat kokios priemonės naudojamos siekiant tinkamai valdyti valstybės skolą bei siekiant nustatyti valstybės skolos vaidmenį ekonomikos augimui. Tad pagrindinis dėmesys darbe skiriamas faktoriams, lemiantiems valstybės skolą, optimaliam ir efektyviam jos valdymui bei į tai, kiek skola yra priimtina valstybei.

Tyrimo problema: Lietuvos valstybės skola kiekvienais metais didėja ir jos valdyme dalyvauja daugelis institucijų, tačiau kiekvienais metais valdymas tampa vis sudėtingesnis, o jos reguliavimas nepakankamai geras ir efektyvus.

Tyrimo analizės objektas: Lietuvos valstybės skolos ekonominio valdymo veiksmingumas.

Tyrimo tikslas: išanalizuoti Lietuvos valstybės skolą, jos valdymo bei reguliavimo ypatumus bei pateikti pasiūlymus aktualioms problemoms spręsti.

Nusistatytą tikslą stengiamasi pasiekti įgyvendinant tokius užsibrėžtus tyrimo uždaviniai:

1. Pateikti valstybės skolos dinamiką, struktūrą šiuolaikinės ekonomikos kontekste, išanalizuoti valstybės skolos valdymo modelius, skolinimosi riziką bei valstybės skolos ir kitų makroekonominių faktorių tarpusavio sąveiką.
2. Išanalizuoti valstybės skolos teisinio reguliavimo ekonomines prielaidas bei Lietuvos valstybės skolos valdymo ypatumus.
3. Išanalizuoti valstybės skolą, jos valdymą pasitelkiant matematinius modelius bei santykinius rodiklius.
4. Įvertinti Lietuvoje vyraujančias skolinimosi tradicijas, numatyti skolinimosi perspektyvas bei pateikti savo pasiūlymus problemoms, susijusioms su valstybės skolos valdymu, spręsti.

Tyrimo hipotezė: egzistuoja priklausomybė tarp Lietuvos valstybės skolos bei kitų makroekonominių rodiklių, t.y. biudžeto deficito bei bendrojo vidaus produkto.

Tyrimo metodas: siekiant išanalizuoti valstybės skolinimosi ypatumus, taikyti teoriniai bei empiriniai tyrimo metodai.

Darbe taikyti tokie teoriniai metodai: analizės, lyginamasis bei apibendrinimo metodai, taip pat pritaikytas dokumentų analizės empirinis metodas.

Analizės metodas naudotas statistinių duomenų bei įvairios literatūros (mokslinės literatūros, straipsnių, konferencijų medžiaga) analizei. Čia pateikta įvairių autorių požiūriai, išryškinta nuomonių įvairovė bei kas tose nuomonėse bendra. Vienas analizės metodų, naudojamų darbe – duomenų analizės metodas, kuriuo apdorojami empirinės analizės metu gauti duomenys.

Apibendrinimo metodas panaudotas siekiant apibendrinti nagrinėtą literatūrą, analizuotus valstybės skolos augimo tempus, skolinimosi bei skolos valdymo ypatumus. Šitaip gauti rezultatai panaudoti išvadoms parengti bei pasiūlymams dėl valstybės skolos reguliavimo tobulinimo suformuluoti.

Lyginamuoju metodu išskiriami skirtingų ekonomistų požiūrių panašumai ir trūkumai, lyginamos stipriosios bei silpnosios ekonomikos teorijų pusės.

Empirinis metodas, kuris naudotas darbe – dokumentų analizė, kurio metu nagrinėjami įvairūs oficialūs dokumentai, t.y. statistiniai dokumentai (LR Statistikos departamento, Finansų ministerijos bei kitų institucijų pateikti duomenys), taip pat analizuojami ir verbaliniai dokumentai (įvairios ataskaitos, aprašymai, laikraštiniai pranešimai), kurie padeda labiau suvokti Lietuvos valstybės skolinimąsi, skolos valdymo ir įtakos valstybės ekonomikai ypatumus bei juos susisteminti.

Darbas suskirstytas į dvi dalis. Pirmojoje dalyje atliekama valstybės skolos analizė dabartinėje šiuolaikinėje ekonomikoje, analizuojami valstybės skolinimosi poreikiai. Detaliai nagrinėjamas valstybės skolos valdymas, t.y. analizuojami valstybės skolos valdymo modeliai, skolos valdymo politika, valstybės skolos valdymo rizika bei kredito reitingų reikšmingumas. Taip pat pasirenkamas matematinis biudžeto deficito, valstybės skolos ir bendrojo vidaus produkto augimo tempų priklausomybės modelis, kuris padeda nustatyti makroekonominių rodiklių derinimą siekiant užsibrėžtų tikslų valstybės skolos politikoje.

Antrojoje darbo dalyje yra nagrinėjama Lietuvos valstybės skola, jos teisinių aktų analizė, augimo tempai, skolinimosi tradicijos. Čia pateikiama išsami valdžios sektoriaus skolos analizė bei pateikiami sprendimai, kaip patobulinti skolos reguliavimą. Šioje darbo dalyje analizuojamos ne tik pačios problemos, tačiau atliekama ir Lietuvos valstybės skolos vertinimas nagrinėjant santykinius rodiklius ir pritaikant matematinį modelį. Darbo pabaigoje pateikiamos išvados ir pasiūlymai aktualioms problemoms, susijusioms su Lietuvos valstybės skolos valdymu, spręsti.

## I Valstybės skola šiuolaikinėje ekonominėje literatūroje

Valstybės skola – tai dažniausiai didžiausias finansinis portfelis visoje šalyje. Ši portfelį dažniausiai sudaro labai sudėtingos finansinės struktūros, dėl kurių valstybei atsiranda tam tikra rizika. Pasaulyje kilusios valstybės skolos krizės pabrėžia efektyvaus ir tinkamo valstybės skolos valdymo svarbą. Valdymo struktūros, valdančios valstybės skolą, privalo turėti apibrėžtus vaidmenis ir atsakomybes, nes tik aukšto lygio valstybės skolos valdymas gali sumažinti valstybės ekonominį pažeidžiamumą finansiniams sukrėtimams.

Šioje darbo dalyje detalai nagrinėjamas valstybės skolos valdymas, pasirenkamas matematinis biudžeto deficito, valstybės skolos ir bendrojo vidaus produkto augimo tempų priklausomybės modelis, kuriuo vadovaujantis antroje dalyje pateiktas valstybės skolinimosi vertinimas.

### I.1. Valstybės skolos sampratos vystymasis

Ankstyvaisiais laikais valstybės praktiškai vien tik skolindavosi ir tik labai retais atvejais pačios skolindavo. Dar viduramžiais kiekvienas, kuris skolindavo už palūkanas, buvo vertinamas kaip lupikautojas, gyvenantis kitų sąskaita. Tokią nuostatą padeda įtvirtinti ir garsių teoretikų pasisakymai apie valstybės skolą. David Hume (1752) teigė, kad valstybės skolinimasis – tai didėjantys kaštai valstybei dėl palūkanų ir neabejotina nauda privatiems savininkams, be to, valstybės, kartą pradėjusios skolintis, nesugebės sustoti tol, kol nepasieks bankroto ribos. Adam Smith (1776) antrino, kad skolinimasis susilpnina palaiptui kiekvieną valstybę, kuri jį naudoja. [7] Mūsų nuomone, tai labai pasenusi nuostata, kuri nepritaikoma šiuolaikiniame pasaulyje. Mat šiuo metu daugelis išsivysčiusių pasaulio valstybių valdo milžiniškus įsiskolinimus, kurie, jei tinkamai yra valdomi, skatina, o ne stabdo ekonomikos vystymąsi. Todėl natūralu, kad vėliau ši nuostata pamažu keitėsi: Alexander Hamilton (1781) valstybės skolą įvardino kaip nacionalinę palaimą, o Bastable (1892) teigė, jog valstybinis kreditas – tai vienas iš požymių, rodančių jog valstybė pasiekė civilizuotumo lygį. Šių dviejų teoretikų nuostatos yra artimesnės dabartinei pasaulio situacijai, tačiau vėlgi, valstybinis kreditas yra labiau priemonė, padedanti išspręsti valstybės problemas bei suteikianti injekcijas valstybės ekonomikai, tačiau ne nacionalinė palaima, nes turimas skolas visada stengiamasi kuo greičiau sugrąžinti, kad jos netaptų našta valstybei bei būsimosioms kartoms.

Prielaidas valstybės skolinimuisi sudarė pramonės ir prekybos vystymasis. Objektyvios,

sparčiai besikeičiančios ekonominės sąlygos, potencialios galimybės greičiau įsitvirtinti kitoje šalyje, reikalavo didesnių piniginių lėšų, t.y. atsirado poreikis skolintis. Taigi, valstybės skolinimosi paskirtis visų pirma yra papildomų finansinių lėšų mobilizavimas valstybės rankose. Esant biudžeto deficitui valstybinis kreditas nukreipiamas biudžeto pajamų ir išlaidų skirtumo padengimui. Jeigu biudžetas yra perteklinis valstybės kreditas panaudojamas tiesiogiai ekonominių ir socialinių programų finansavimui. Taigi, valstybės skola, mobilizuodama laikinai laisvas ūkio lėšas, sudaro sąlygas gyventojų, įmonių ir organizacijų pajamų bei išlaidų subalansavimui, taip pat veikia šalyje cirkuliuojančių pinigų kiekį. [8] Tad šiuo metu vyrauja nuostata, kad valstybės skolinimasis yra neišvengiamas ir nesmerktinas ūkio plėtros reiškinys. Tiesiog skolinantis valstybiniam sektoriui šalies viduje ir užsienyje tarp šalių perskirstomi kapitalo ištekliai. Šiuo metu valstybės skola daugelyje šalių apibrėžiama panašiai, t.y. kaip suma visų valstybės įsiskolinimų, įskaitant visas priklausančias išmokėti palūkanas. Valstybinis kreditas sudaro specifinę valstybės finansų sistemos dalį, susijusią su valstybės išlaidų atriojimu nuo mokesčių, pajamų perkėlimu iš mokesčių mokėtojų – kreditoriams, skolos vertybinių popierių savininkams, taip pat susijusią su svarbiomis fiskalinės politikos ir pinigų kontrolės problemomis, jų valdymu [7].

Valstybės skolos absoliutinis dydis, dinamika ir kitimo tempai atspindi šalies ekonomikos ir finansų padėtį, valdymo struktūrų darbo efektyvumą. Valstybės skolą pastoviai veikia kasmetinės valstybinio kredito operacijos: iš vienos pusės – naujų paskolų gavimas ir jų teikimo sąlygos, o iš kitos pusės – paskolų gražinimas ir palūkanų išmokėjimas (pastarasis tiesiogiai įtakoja skolos aptarnavimo išlaidų dydį – t.y. valstybės biudžeto išlaidas).

Valstybė, visokeriopai išnaudodama savo galimybes, pritraukia finansinius išteklius biudžeto išlaidų padengimui. Tai pastoviai didina įsiskolinimus tiek vidaus, tiek išorės kreditoriams, tuo pačiu – vidaus bei užsienio skolą. Be abejo, negalima nuneigti valstybės pritraukiamų lėšų tikslingumo bei panaudojimo būtinumo, kai jos panaudojamos socialinėms, švietimo, ekonomikos, infrastruktūros plėtros programoms finansuoti, smulkiajam bei vidutiniam verslui remti bei kitoms reikmėms, kurios tradiciškai priskiriamos išimtinai valstybinės reikšmės programoms.[8] Tačiau situacija yra priešinga, kai valstybės skolinimasis nukreiptas ne į investicijas, bet į skolų refinansavimą.

Valstybės skolinimasis – atsakinga ir sudėtinga valstybės veikla. Nuo jo ne tik priklauso valstybės ekonomika, politiniai pokyčiai, tarptautinė reputacija ir daugelis kitų veiksnių – jis yra svarbus valstybės pajamų šaltinis, iš dalies pakeičiantis mokesčius bei padengiantis valstybės fiskalinio biudžeto deficitą.



Ekonomikos moksle gausu biudžeto deficito, valstybės skolos ir jų poveikio makroekonomikai koncepcijų.

Ekonomikos teorijoje teigiama, kad Valstybinio sektoriaus skolinimasis gali paskatinti ekonomikos augimą. Tačiau visada yra rizika, kad dėl per didelio naudojimosi kreditais, ypač užsienio, gali atsirasti tokie skolos tvarkymo poreikiai, kurie bus nepakeliami šalies biudžetui ir tai apsunkins ekonomikos plėtrą.

Dviems mokslininkams, H. Poirson ir C. Pattilo, valstybės skolos įtaka ekonomikos augimui nėra aiški, tačiau jie sutinka, kad augančių ekonomikų skolinimasis turėtų teigiamai veikti jų plėtrą. Viena svarbiausių teigiamo šalies skolos ir ekonomikos augimo ryšio prielaidų – efektyvus skolintų lėšų investavimas, t.y. skolinimasis pagal auksinę taisyklę<sup>1</sup>. Efektyviai investuojant skolintas lėšas ir valstybės skolos lygiui nekeliant grėsmės ekonominiam stabilumui bei šalyje vykdant optimistinius lūkesčius palaikančią politiką ir išvengiant išorės šoko, ekonomika turėtų plėtotis ir garantuoti skolos grąžinimą laiku [10]. Mūsų nuomone, tikintis pažangos ekonomikoje, svarbiausia skolintus pinigus efektyviai panaudoti. Skolintomis lėšomis finansuojant tik vartojimo reikmes, ar trumpalaikius projektus šalis ateityje patirs sunkumų, grąžinant ir aptarnaujant skolą.

Be to, nuolat augant fiskaliniam deficitui gali būti pasiekta kritinė valstybės skolos riba (Laffero skolos kreivė – Priedas Nr. 1). Ją peržengus pradeda didėti palūkanų normos, susiduriama su privataus sektoriaus investicijų išstūmimo problema, o tikroji ekonomikos plėtra skiriasi nuo galimos. C. Pattillo, H. Poirson ir L. Ricci, palaikantys skolos persipildymo teoriją, mano, kad dideli skolos įsipareigojimai demotyvuoja vietas ir užsienio investicijas bei rodo, jog šalis ateityje nebus pajėgi atiduoti skolų, ir menamos skolos aptarnavimo išlaidos lėtina ekonomikos plėtrą. Potencialūs investuotojai nėra aktyvūs – bijo, kad ateityje netektų dalies grąžintų investicijų išmokėti šalies kreditoriams. [10] Mūsų nuomone, toks įsiskolinimas nekelia investuotojams grėsmės, jei valstybės ekonomika sparčiai vystosi bei skola yra tikslingai panaudojama ir teigiamai veikia valstybės ekonomiką (skolinamasi investicijų įgyvendinimui). Kitu atveju, kai skolinamasi einamosioms išlaidoms finansuoti, kreditoriai tikrai gali būti nemotyvuoti investuoti į šalį.

Žvelgiant į valstybės skolą, svarbu išnagrinėti valstybės skolos poveikį ekonomikai bei ateities kartoms – tai analizavo ne vienas žymus teoretikas. Ir vis dėlto, vieni teoretikai teigia, kad valstybės skola nesukuria naštos ateities kartoms, o kiti mano priešingai. Galima būtų išskirti kelis teoretikų požiūrius į skolinimosi poveikį ekonomikai bei našlą ateities kartoms.

---

<sup>1</sup> “Auksinė“ skolinimosi taisyklė: skolintis reikia tik išlaidų, kurios ateityje duos pajamų ir sudarys sąlygas grąžinti skolą, padengimui, kitaip sakant, investiciniais tikslais. Efektyviai investuojant skolintas lėšas ir valstybės skolos lygiui nekeliant grėsmės ekonominiam stabilumui bei šalyje vykdant optimistinius lūkesčius palaikančią politiką ir išvengiant išorės šoko, ekonomika turėtų plėtotis ir garantuoti skolos grąžinimą laiku. M.Artis, 2003

Pagal Lernerį (1948) vidaus skola nesukuria naštos busimoms kartoms. Pagal jį, pinigų srantai iš vienos piliečių grupės tiesiog pereina kitiems piliečiams (skolintojas atiduoda dalį pajamų – skolininkas gauna tą dalį skolintojo pajamų). Tačiau jo nuomone, situacija keičiasi skolinantis užsienyje ir tokiu atveju skolos našta tenka ateities kartoms, kurių vartojimo lygis sumažinamas suma, lygia skolos bei sukauptų mokėtinų palūkanų dydžiui. Žinoma, jei pasiskolintos lėšos skiriamos efektyviems investiciniams projektams įgyvendinti, tuomet skolinimosi naštos dydis priklauso nuo ribinių pajamų iš investicijų ir ribinių skolinimosi kaštų proporcijos. [8]

Kitas požiūris į valstybės skolos poveikį ekonomikai ir ateities kartoms būtų persidengiančių kartų modelis, kurio valdymo struktūra 1991 m. Auerbach, Gokhale ir Kotlikoff pavadinta kartų sąskaitomis. Jame lyginama kartų skolos ir naudos. Pagal šį modelį pirmiausia atrenkamas kiekvienos kartos reprezentatyvus asmuo ir apskaičiuojama mokesčių dalis, kurią ta karta sumoka valstybei, o po to apskaičiuojamos valstybės teigiamų garantijų vertės apskaičiavimas bei palyginami sumokėti mokesčiai už skolas su naudos verte. Pagal šį modelį atlikti paskaičiavimai parodė, kad dabartinės kartos iš ateities kartų didesnių išlaidų patiria naudą. [6]

Šį požiūrį keičia neoklasikų požiūris, kurio esmė yra ta, kad vyriausybei inicijuojant investicinį projektą, kuris bus finansuojamas didinant mokesčius arba skolinantis, ištekliai perskirstomi iš privataus į viešąjį sektorių. Taip vyriausybės skolinimasis išstumia privačias investicijas per palūkanų normos pokyčius, t.y. padidėjus vyriausybės skolinimosi paklausai, palūkanų norma, atspindinti kapitalo kainą, kyla, tuo pačiu pabrangindama privačias investicijas ir sumažindama jų patrauklumą. Tai dar vadinama išstūmimo hipoteze, kurią galima patikrinti įvertinus palūkanų normos ir biudžeto deficito santykį. Jei santykis yra teigiamas, tuomet galimas polinkis į išstūmimo hipotezės patvirtinimą ir atvirkščiai. [6]

Paskutinis nagrinėjamas požiūris į skolinimosi poveikį šalies ekonomikai - Rikardo modelis. Šis modelis pavadintas britų ekonomisto D. Ricardo garbei, iškėlusiam ekvivalentiškumo idėją – apmokestinimo ir skolinimo tapatybę (XIX a. pradžia). Ricardo teigė, kad daugumai nerūpi ateities mokesčiai, nes jie paprasčiausiai nėra įsitikinę, ar išgyvens iki jų didinimo, o ir daugelis neturi vaikų arba tiesiog nenori jiems palikti santaupų. Jo nuomone, mokesčių mokėtojai, finansuodami skolą, diskontuoja savo būsimus mokestinius įsipareigojimus, ir todėl mokesčių suma, pakankama sumokėti palūkanas, tenkančias vienam skolos piniginiam vienetui ateityje, suformuoja našta, kuri ekvivalentiška dabartinių mokesčių piniginiam vienetui [15] (ekvivalentiškumo idėja).

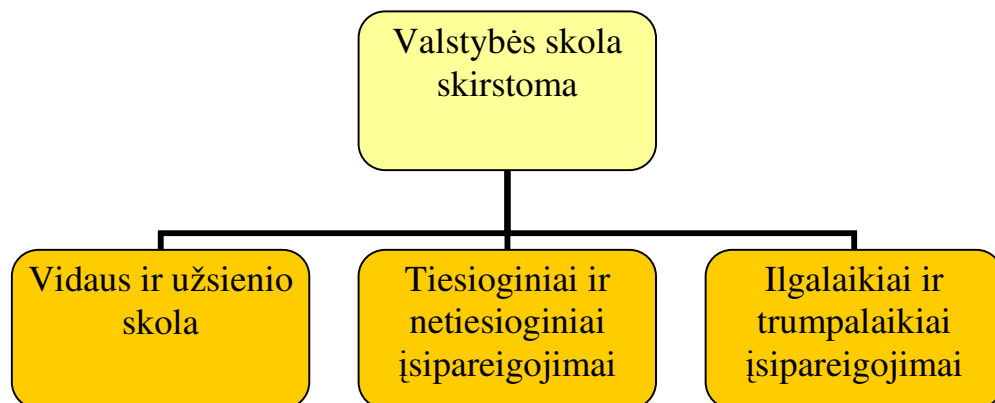
Akivaizdu, kad nė vienas iš aukščiau aptartų modelių bei koncepcijų nėra išsamūs bei nesugeba paaiškinti valstybės skolinimosi, biudžeto politikos ir visuomenės socialinių bei ekonominių parametrų tarpusavio priklausomybių. Mūsų nuomone, valstybės skolinimasis

nesukuria naštos ateities kartoms tik tuo atveju, kai valstybėje skolinamasi efektyvioms investicijoms finansuoti, kurios ateityje duoda pelną bei padeda išmokėti skolą. O visais kitais atvejais, skolos našta ateities kartoms yra sukuriama. Visų pirma, smerktinas Lernerio požiūris, kad vidaus skola nesukuria naštos busimajai kartai. Toks požiūris šiuo metu nėra aktualus, nes dabar jau yra ekonominių teorijų, sugebančių paaiškinti valstybės skolos naštos mechanizmą. Neoklasikų požiūris taip pat yra kritikuotinas, nes jie analizuoja išstūmimo efektą ir dėl išstūmimo efekto pasireiškiantį kapitalo masės mažėjimą, o šių mažėjimo tempų, kartu ir gerovės ateities kartoms išmatavimas kelia didelių sunkumų.

Taigi, nesant bendros nuomonės apie valstybės skolos poveikį, ekonomistai labiausiai akcentuoja teorinį ateities mokesčių didinimą, nes dėl didėjančios valstybės skolos dabarties kartos gali pasijusti labiau nei iš tikrųjų pasiturinčios.

## I.2. Valstybės skolos skirstymas ir skolinimosi poreikis

Visų pirma, detaliau analizuojant valstybės skolą, reikia išnagrinėti, koki gali būti valstybės skola, kaip ji skirstoma bei priežastis, dėl kurių valstybės skolinasi. Valstybės skolos skirstymas pavaizduotas žemiau esančiame paveiksle.



Sudaryta autorės. Šaltinis: [www.fmmc.lt/skola/p6-1.htm](http://www.fmmc.lt/skola/p6-1.htm)

pav. 1 Valstybės skolos skirstymas

Valstybės skola dažniausiai skirstoma į tris pagrindines grupes, t.y. pagal kreditorius, įsipareigojimų pobūdį bei trukmę. Pagal kreditoriaus rezidavimą skola skirstoma į vidaus ir užsienio skolą. Vidaus skolinimosi šaltiniai – tai vietinių bankų paskolos ir vietinių vertybinių popierių rinka. Užsienio skolinimosi šaltiniai – tarptautinės finansinės institucijos, kitų šalių vyriausybės ir rinkos skolintojai - tarptautiniai bankai ir vertybinių popierių rinka. Pagal prisiimtus įsipareigojimus skola skirstoma į tiesioginį ir netiesioginę. Tiesioginiai įsipareigojimai – valdžios sektoriaus subjektų

įsipareigojimai kreditoriams. Netiesioginiai įsipareigojimai – įsipareigojimai, už kurių įvykdymą garantuoja pati valstybė. Lietuvos respublikoje į valstybės skolą neiškaičiuojami įsipareigojimai, už kurių įvykdymą garantavo valstybė, kol valstybė nėra įpareigota vykdyti tokio įsipareigojimo (skolininkui tapus nemokiam). O pagal skolinimosi trukmę skola skirstoma į ilgalaikių ir trumpalaikių įsipareigojimus. Ilgalaikiais įsipareigojimais laikomi tie, kurių grąžinimo terminas ilgesnis kaip vieneri metai ir grąžinimas vykdomas ne tais pačiais biudžetinais metais. Priešingas yra trumpalaikis įsipareigojimas, jo grąžinimo terminas yra trumpesnis nei vieneri biudžetiniai metai.

Kitas svarbus analizės objektas - valstybės skolinimosi poreikis. Jis apibrėžiamas kaip valstybės išlaidų suma, susidariusi per biudžetinius metus, kurią numatoma finansuoti skolintomis lėšomis (valdžios sektoriaus išlaidų įstatymais bei vyriausybės nutarimais įteisintas finansavimas skolintomis lėšomis). Dažniausiai numatomi tokie valstybės garantijų teikimo ir tiesioginio skolinimosi iš įvairių vidaus bei užsienio šaltinių tikslai:

- valstybės biudžeto deficitui finansuoti ir išdo pinigų srautams subalansuoti (kai valstybės lėšos didesnės nei pajamos, tai jų skirtumas paprastai dengiamas skolintomis lėšomis);
- valstybės investicijoms finansuoti ir įmonių apyvartinėms lėšoms papildyti (ten, kur vidaus finansų rinka neišplėtota, centrinė vyriausybė imasi tarpininko vaidmens ir vidaus ar užsienio rinkose skolintas lėšas perskolina valstybės valdymo institucijoms bei ūkio subjektams);
- išlaidoms, susijusioms su valstybės skola, apmokėti ir valstybės skolai dengti (šalies vyriausybė ima naują paskolą, kad grąžintų anksčiau paimtą);
- valstybės fondų skolinimams įsipareigojimams dengti ir šių fondų pinigų srautams subalansuoti;
- kitiems tikslams.

Sujungus šiuos skolinimosi tikslus, gaunamas bendrasis vyriausybės skolinimosi poreikis. Iš šios sumos atėmus grąžinamas paskolas, lieka grynasis vyriausybės skolinimosi poreikis. Ekonominėje literatūroje vyriausybės skolinimasis apibūdinamas kaip galintis paskatinti ekonomikos augimą. Tačiau visuomet yra rizika, kad dėl per didelio skolinimosi gali atsirasti tokie skolinimosi poreikiai, kurie bus nepakeliami biudžetui bei stabdys, o ne skatins ekonomikos vystimąsi. Tad būtina stebėti, kokiems valstybės poreikiams tenkinti skolinamasi.

Galima išskirti tokias pagrindines valstybinio skolinimosi formas: [7]

- Valstybės skolinimasis. Tai valstybės skolos vertybinių popierių ar lakštų išleidimas arba paskolos, suteiktos vyriausybei.
- Valstybės paskolų teikimas iš biudžeto lėšų arba kitų valstybinių kreditinių fondų.
- Valstybės garantija – valstybės turtinis įsipareigojimas grąžinti visą skolą arba jos dalį ir apmokėti kitas su skola susijusias išlaidas vidaus arba užsienio kreditoriui už skolininką, už kurio įsipareigojimų įvykdymą garantuoja valstybė, jeigu šis neįvykdo arba įvykdo ne visus paskolos sutartyje arba kituose įsipareigojamuosiuose skolos dokumentuose numatytus įsipareigojimus. Ši kredito forma išsiskiria tuo, kad didėjant valstybės garantijoms, didėja ir kaupiasi potencialiai užslėpta skola. Skola iš užslėptos tampa realia, kai garantijas gavę subjektai neišgali grąžinti skolos, todėl šios paskolinės prievolės tenka valstybei [11].

Vienas pagrindinių būdų tenkinti vyriausybės pasiskolinamų lėšų poreikiui, yra vertybinių popierių (VVP) leidimas. Vakarų pasaulis dažniausiai skolinasi vidaus ir tarptautinėse rinkose, taip pat leisdamas vyriausybės vertybinius popierius. Dažniausiai šiuolaikinės valstybės skolinasi išleisdamos trumpalaikius vekselius, vidutinio galiojimo termino ir ilgalaikes išdo obligacijas. Tokiu atveju palūkanų normos dydis už skolintas lėšas dažniausiai tampa atskaitos tašku pageidaujama pelningumui investuojant į rizikingesnes ekonomikos sritis ir pasitarnauja laukiamam infliacijos lygiui nustatyti. [11] Šių priemonių taikymo poveikis šalies ekonominiams procesams daugiausiai priklauso nuo to, kas perka vertybinius popierius. Pirkėjai (investuotojai) dažniausiai būna trijų tipų: centrinis bankas, finansinės institucijos ir gyventojai, firmos bei užsieniečiai.

Taigi, kaip galima pastebėti, išskiriama nemažai atvejų, kuomet valstybė gali skolintis, tačiau šie atvejai turėtų būti tinkamai apibrėžiami, kad nebūtų per plačiai interpretuojami. Taip pat yra ir ne vienas būdas, iš kur valstybė gali gauti pinigų savo poreikiams tenkinti. O dažniausiai valstybės skolinimosi poreikis padengiamas išleidžiamais VVP. Vyriausybė, išleisdama VVP, ne tik skolinasi, bet ir stabilizuoja finansų rinką, nustatydamą rinkos palūkanų normą. Be to, VVP rinkos svarbą rodo ir faktas, kad 10 metų trukmės obligacijų palūkanų dydis – tai vienas kriterijų, norint integruotis į Europos Sąjungos (ES) pinigų sistemą.

### I.3. Valstybės skolos valdymas

Pasaulyje valstybėms sparčiai besiskolinant, skolos rinka smarkiai plečiasi bei tampa kertiniu pasaulinės kapitalo rinkos akmeniu. Išaugus skolos finansavimui visuose valdžios lygiuose, kartu padidėjo ir skolos valdymo reikšmė. Tad valstybės skolos valdymas – vienas didžiausių

ekonomikos prioritetų šalyje. Mat nuo to, kaip tvarkoma ir valdoma valstybės skola, didele dalimi priklauso fiskaliniai valstybės rezultatai.

Prie valstybės skolos valdymo prisideda nemažai institucijų, jos pasidalinusios darbo sritimis bei turi nustatytus tikslus. Jų uždavinius galima suskirstyti į trumpalaikius ir vidutinės trukmės. Trumpalaikiai tikslai - tai užduotys, kurias būtina atlikti siekiant sukurti valstybės skolinimosi pajėgumą. Čia galima išskirti kelis svarbiausius uždavinius. Pirminis skolos valdymo institucijos uždavinys ir tikslas, dėl kurio ji ir kuriama, tai sutelkti skolintas lėšas valstybės reikmėms, kurių poreikis vykdant reformas negali būti tenkinamas kitokiu būdu. Norint tai pasiekti, būtina sukurti aktyvią vidaus kapitalo rinką, kuri turėtų būti pagrindinis skolintų lėšų šaltinis. Be to, reikia pasirūpinti, kad šaliai būtų suteiktas tarptautinis kredito reitingas ir kad šalis būtų pripažinta tarptautinėje kapitalo rinkoje kaip patikima skolininkė. [8]

Ilgėsiu laikotarpiu skolos valdymo institucijos, įgyvendinusios pirminius uždavinius, turi skirti dėmesio skolos valdymui tobulinti. Kai šalis jau žinoma kapitalo rinkose, jai atsiveria galimybė pagerinti valstybės skolinimosi sąlygas, kuriomis šaliai teikiami kreditai, pvz., susijusias su paskolų trukme, papildomais mokesčiais ir kt., taip sumažinant skolinimosi kainą. Šaliai, turinčiai didelį valstybės biudžeto deficitą, būtina užsitikrinti patikimą jo finansavimo šaltinį. Valdant valstybės įsipareigojimus būtina įvertinti įvairias rizikas, kurioms reiškiantis gali kilti finansinių sunkumų. Šalis turi imtis priemonių toms rizikoms sumažinti. Valstybės skolos valdymo institucija turi būti gana lanksti, galinti operatyviai prisitaikyti prie pakitusių sąlygų ir sugebanti pasinaudoti atsiradusiomis palankiomis galimybėmis. Norėdama išvengti einamosios sąskaitos deficito finansavimo problemų, šalies vyriausybė per savo skolinimąsi turi atverti kelią privačiojo sektoriaus skolinimuisi ir pritraukti tiesiogines užsienio investicijas. Valstybė, skolindamasi rinkoje, atveria kelią į kapitalo rinkas savo šalies ūkio subjektams, be to, ji nustato ir skolinimosi kainą, už kurią įmonės gali tikėtis pasiskolinti lėšų. Jeigu investuotojai nepasitiki šalimi, tai sunku tikėtis, kad jie skolins tos šalies įmonėms. Valstybės garantijų teikimas ūkiui svarbiems, bet komerciškai neapsimokantiems investiciniams projektams finansuoti suteikia galimybę juos įgyvendinti. Gerai sutvarkytas valstybės skolinimasis turi būti pavyzdys privačiajam sektoriui, bet jokių būdu neturi konkuruoti su juo arba užgožti privačios iniciatyvos siekiant pritraukti kapitalą į šalį. [8]

Įvairiose vyriausybės skolinimosi stadijose dalyvauja grupė analitinių funkcijų. Valstybės skolos valdymo funkcijos susideda iš daugelio atskirų bet vis dėlto tarpusavyje susijusių funkcijų (lent. 1). [22]

lent. 1 Valstybės skolos valdymo funkcijos

|          |              |
|----------|--------------|
| Funkcija | Apibūdinimas |
|----------|--------------|

|                     |   |
|---------------------|---|
| Politikos           | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Skolos valdymo tikslų formulavimas</li> <li>○ Instrumentų, kaip pasiekti suformuluotus tikslus, nustatymas</li> <li>○ Derinimas su monetariniu valdymu</li> <li>○ Skolinimosi programos patvirtinimas</li> </ul> |
| Planavimo           | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Fiskalinių reikalavimų projektavimas</li> <li>○ Skolinimosi programos formulavimas, atsižvelgiant į dažnumą, apimtį ir išleidimą pagal instrumentus</li> </ul>   |
| Pirminės rinkos     | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Trumpalaikis pirminės rinkos valdymas, įtraukiant išleidimo apimtį ir skolinimosi kalendorių</li> </ul>  |
| Fiskalinė           | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Pinigų balanso valdymas</li> <li>○ Trumpalaikė grynujų pinigų balanso reikalavimų projekcija</li> </ul>  |
| Pardavimo           | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Pardavimo susitarimų valdymas (aukcionai, skolos pasirašymas ir kt.)</li> </ul>  |
| Antrinės rinkos     | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Valdymas neapmokėtų vertybinių popierių antrinėje rinkoje aktyviai skolos valdymo politikai</li> <li>○ Antrinės rinkos likvidumo valdymas</li> </ul>   |
| Konsultacinė        | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Patarti Finansų ministrui dėl skolos valdymo funkcijų</li> </ul>   |
| Išleidimo/išpirkimo | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Administravimas išdavimo ir išpirkimo vertybinių popierių prieš kvitas/apmokėjimas</li> </ul>  |
| Apskaitos           | <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Skolos instrumentų įrašų ir skolos likučių valdymas</li> </ul>   |

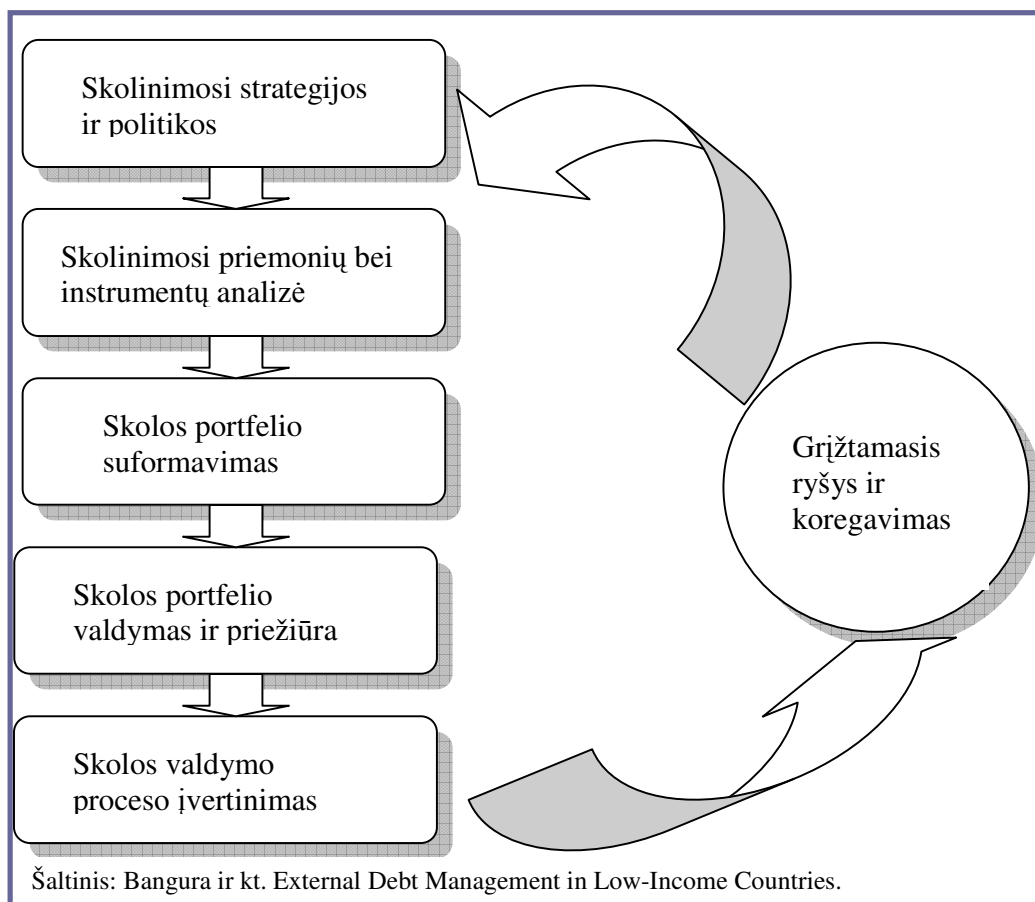
Šaltinis: Coordinating Public debt and Monetary Management. Institutional and Operational arrangements. International monetary fund. 1997.

Šių funkcijų vykdymas ir atitinkamas jų organizavimas yra būtinos, bet ne vienintelės prielaidos, kad skola būtų tinkamai valdoma. Funkcijos tarp įvairių institucijų gali priklausyti nuo kokiame lygyje atitinkamos funkcijos yra įvykdoma.

Geras valstybės skolos valdymas bei tinkamai paskirstytos bei atliekamos skolos valdymo funkcijos – svarbiausia siekiant efektyvaus valstybės skolos valdymo. Mat esant tinkamam valstybės skolos valdymui, valstybe labiau pasitiki kreditoriai, kurie skolina už mažesnes palūkanas, taip pat esant tinkamam skolos valdymui skolą reguliuoja tik reikalingiausios institucijos, o ne milžiniškas valdžios aparatas, kurio funkcijos dengia viena kitą, dubliuoja vieni kitų darbą – tai leidžia sumažinti skolos valdymo išlaidas. Tad būtina detalesnė skolos valdymo analizė.

### I.3.1 Valstybės skolos valdymo modeliai

Valdant sudėtingą skolinimosi procesą, valstybės skolos valdymo institucijos pirmiausiai gali pasitelkti Bangura, Kitabire ir Powell (2000) siūlomą modelį. Šie autoriai, visų pirma, padeda sukurti tinkamą skolos institucinę valdymo struktūrą bei siūlo, kaip pagerinti informacijos surinkimą. Pagal jų modelį pirmiausia suformuluojama apgalvota valstybės skolinimosi strategija, kuri gali būti koreguojama per grįžtamąjį ryšį. Be abejo, svarbus ir kitų etapų valdymas. Tad išskiriamas toks valstybės skolos valdymo modelis: [24]



pav. 2 Valstybės skolos valdymo modelis

Šis aukščiau pavaizduotas modelis pagrįstas grįžtamoju ryšiu bei koregavimu. Be S. Bangura ir kt. autorių siūlomo modelio galime pasitelkti ir kitokią literatūroje aptariamą valstybės skolos valdymo strategiją. Remiantis Pasaulio banko rekomendacijomis kiekviena valstybė, siekdama detalios valstybės skolos valdymo strategijos, pirmiausia turi nusistatyti vidutinės trukmės struktūrą, kurioje būtų pažymima, kaip ji valdys skolą.

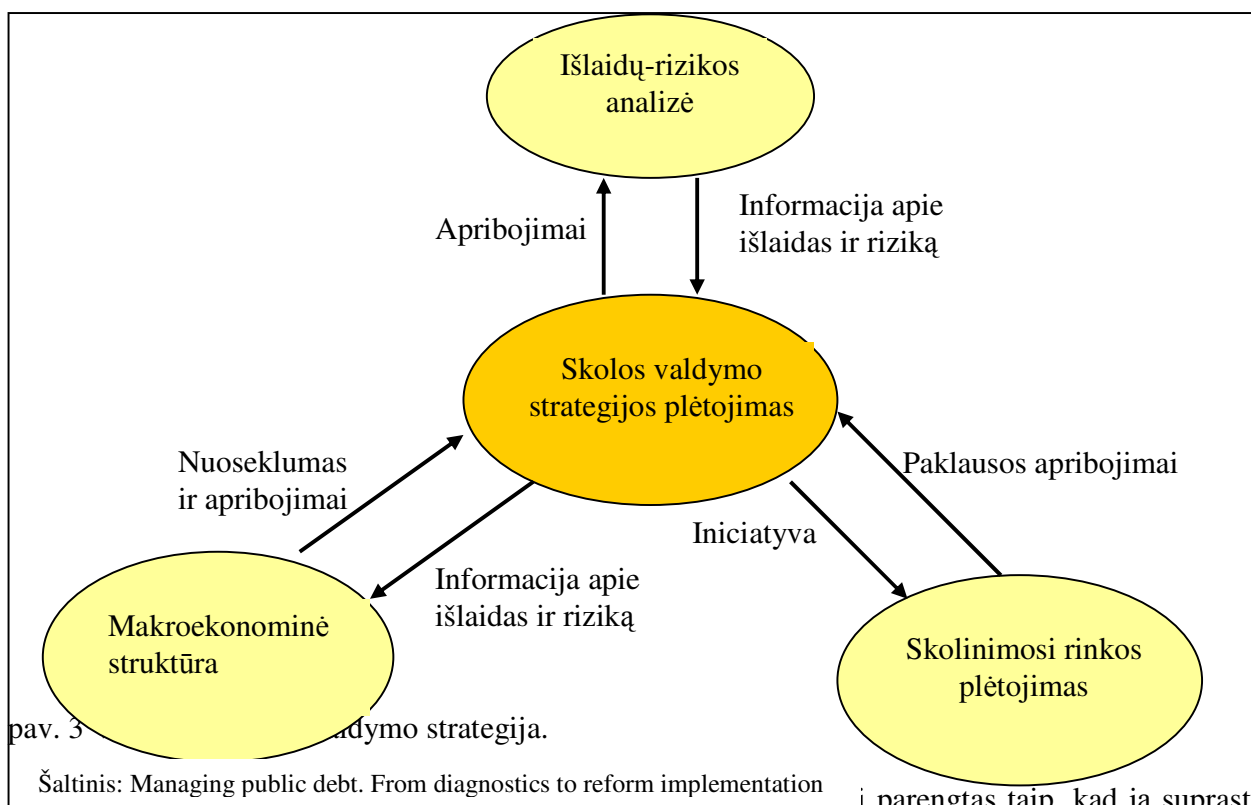
Visų pirma, plėtojant skolos valdymo strategiją, turėtų būti išskirtas prioritetas rizikos mažinimui prieš išlaidų taupymą. Dėmesys rizikos mažinimui, o ne išlaidų taupymui skiriamas dėl



to, kad kai kurios finansinės krizės bei valstybių nesugebėjimas įvykdyti savo įsipareigojimų įvyko būtent dėl to, kad vyriausybės pagrindinį dėmesį skyrė išlaidų taupymui trumpuoju laikotarpiu (pvz. išleidamos didelius kiekius trumpalaikių skolų ar skolas užsienio valiuta).

Be to, tokia skolos valdymo struktūra turėtų būti plėtojama tam, kad skolos valdytojai turėtų galimybę nustatyti bei valdyti laukiamas išlaidas ir riziką vyriausybės skolos portfelyje. Ši sistema turi būti pagrįsta apskaičiuotos rizikos, atliekant vyriausybės skolos portfelio reikšmingumo testus, paremtus ekonominiais ir finansiniais sukrėtimais, dėl kurių šalis yra lengvai pažeidžiama.

Žinoma, ši strategija turėtų taip pat nuosekliai eiti su tokiais makroekonominio modelio apribojimais kaip: kapitalo kontrolė, monetarinės politikos įgyvendinimas per tiesiogines priemones, silpnos fiskalinės politikos pozicijos. Tokie apribojimai gali riboti valstybės skolos portfelio struktūrą. Tačiau nepaisant visų apribojimų, tokia struktūra yra kertinis valstybės skolos valdymo strategijos akmuo. Tad kaip atrodo šios valstybės skolos valdymo strategija ir kokie yra pagrindiniai valdymo strategijos elementai pateikta 3 pav. [23]



sprendimų priėmėjas. Idealu, jei ji atrodytų taip: [23]

- Apibrėžtos įvairios galimos rizikos (valiutos, palūkanų normos, refinansavimo, kredito rizikos). Turėtų būti pateikti pavyzdžiai, kaip kiekviena iš šių rizikų gali paveikti skolos našta valstybei.

- Skolos portfelis turėtų pateiktas istoriniame kontekste, pažymimos skolos pokyčių portfelyje dydis bei ji išdėstyta įvairiais laiko tarpais.
- Apibūdinti skolos valdymo ateityje, įtraukti fiskalinę ir skolos projekcijas, prielaidas apie valiutą ir palūkanų normas, portfelio apribojimus.
- Apibrėžti analizę, pagal kurią rekomenduojama skolos valdymo strategija, išryškinti panaudotas prielaidas ir analizės trūkumus.
- Išdėstyti rekomenduojamą strategiją bei logiškai ją pagrįsti.

Beje, reikėtų nepamiršti, kad trumpalaikė valstybės skolos valdymo strategija turėtų peraugti į ilgalaikę skolos valdymo strategiją. Ir kol ši strategija bus apibrėžta nuo vidutinės trukmės prie ilgalaikės, ji pastoviai turi būti peržiūrinėjama, ar padarytos prielaidos vis dar yra aktualios besikeičiant situacijai.

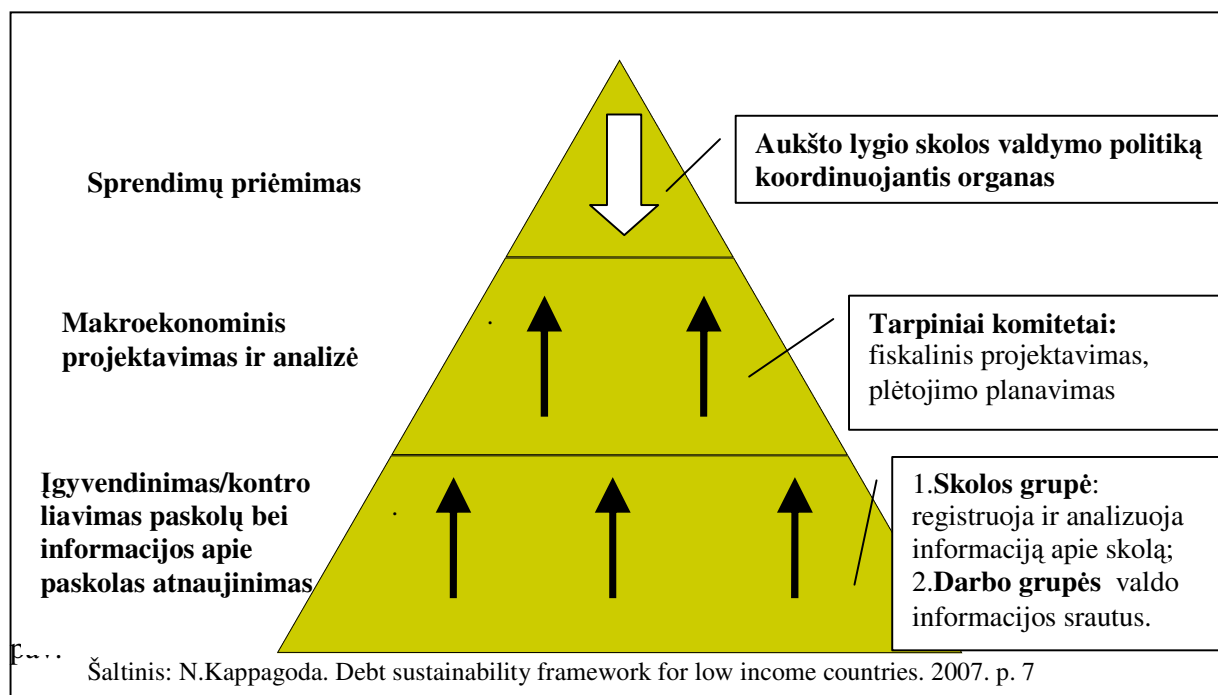
Taigi, valstybės skolos valdymo svarbumas yra neabejotinas, ir šiame valdymo procese turėtų dalyvauti ne viena institucija, nes tik tinkamas jos valdymas gali sutaupyti valstybei lėšų bei apsaugoti nuo finansinių krizių. Kurį iš modelių pasirinkti ir kaip valdyti valstybės skolą yra kiekvienos valstybės pasirinkimas, tačiau vis dėlto, didžiausią dėmesį reikėtų atkreipti į Pasaulio banko rekomendacijas, nes tik aukšto lygio valstybės skolos valdymas atlieka svarbiausią vaidmenį mažinant valstybės pažeidžiamumą finansinėms krizėms.

### I.3.2 Skolos valdymo struktūriniai padaliniai

Nagrinėjant valstybės skolos valdymą svarbu išanalizuoti institucinius valstybės skolos valdymo aspektus. Įvairiose šalyse valstybės skolos valdymo tarnybos organizavimo tvarka yra skirtinga, jai daro įtaką tokie veiksniai: istoriniai įvykiai, konstitucinis atsakomybės paskirstymas įvairiems vyriausybės lygiams, valdžios sprendimų įtaka privačiajam sektoriui, pačios vyriausybės vidinė struktūra ir valstybės skolos, jos struktūros reikšmė bendrajam šalies ekonominiam valdymui; todėl negalima teigti, kad kuris nors valstybės skolos valdymo tarnybos struktūros modelis yra geresnis už kitus. Tačiau įvairiose šalyse be konkretaus struktūros modelio egzistuoja keletas skolos valdymo funkcijų ir procesų, kuriuos bet koku atveju reikia vykdyti.

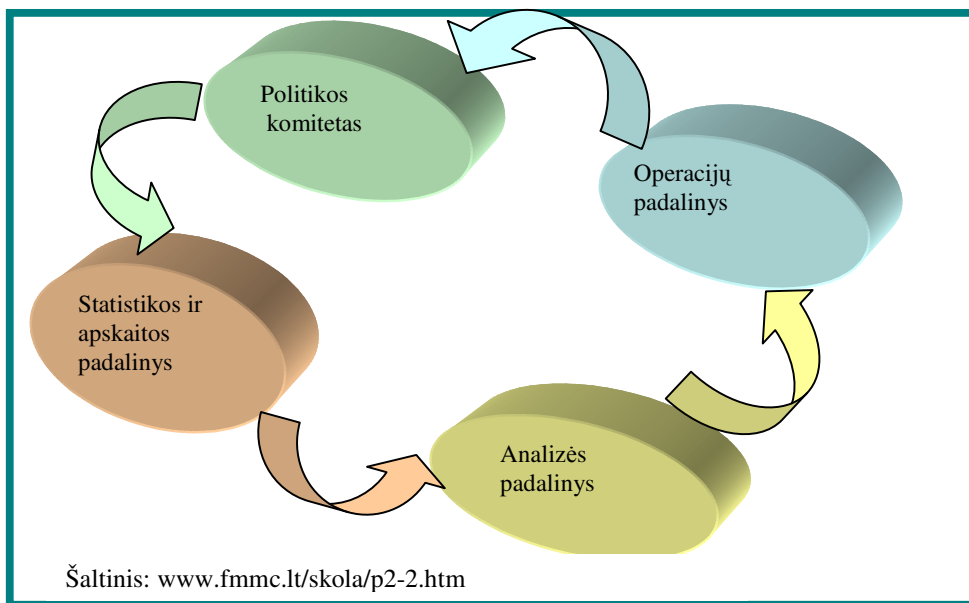
Tinkamai paskirstytos funkcijos skolos valdymo institucijoms gali paskatinti šalyje ekonomikos augimą, taip pat sumažinti skolinimosi išlaidas. Tad, prieš skolindamasi, valdžia turi tiksliai suplanuoti bei apibrėžti kiekvienos skolos valdymo institucijos funkcijas. Tipinės skolos valdyme dalyvaujančios institucijos – Finansų ministerija, centrinis bankas, planavimo ir plėtojimo

ministerija, vyriausybės išdas, apskaitos departamentai ar kt. Efektyvi valstybės skolos valdymo sistema turėtų būti aiškiai apibrėžta, t.y. pirmiausia, integruota į visą šalies finansų sistemos valdymą. Bangura, Kitabire ir Powell pateikia institucinės skolos valdymo struktūros piramidę.



Pateiktame paveiksle autoriai išskiria tris skolos valdymo organų lygius. Aukšto lygio skolos valdymo politiką koordinuojančio organo funkcijos turėtų apimti skirtingų vyriausybės organizacijų, prisidedančių prie skolos valdymo, koordinavimą. Jo nariais turėtų būti Finansų ministerijos bei Centrinio banko aukščiausieji pareigūnai. Šis valdymo organas formuoja metinius ir vidutinės trukmės skolinimosi planus bei nurodo pagrindinius kriterijus skolinimosi priemonėms – taip kontroliuojamas išskolinimas ir skolos gražinimas. Antrajame lygyje būtų remiantys komitetai – tarpinė grandis tarp aukščiausiojo ir žemiausiojo lygių, kuri sudaro vidutinės trukmės bei ilgalaikius planus (jie apima analizę, pagal kurią priimami sprendimai). Remiantys komitetai dirba kartu su skolos grupe, kad galėtų padaryti patikimas prognozes dėl skolos aptarnavimo bei išlaidų tam, o šios prognozės atliekamos siekiant numatyti makroekonomikos charakteristikų projekcijas. Informacijos apie skolą rinkimas bei statistikos analizė turėtų būti sukoncentruota skolos grupėje. Skolos grupė atsakinga už visų paskolų registravimą, informacijos rinkimą apie skolos sandorius bei už pranešimų apie bendrą skolinimosi situaciją paruošimą. Skolos grupė taip pat turi prisiimti atsakomybę už skolos portfelio analizę, taip pat kryptingos politikos dėl skolinimosi formavimą. O darbo grupės formuojamos tam, kad užtikrintų tinkamus informacijos srautus skolos grupei. Darbo grupių atstovai turi dalyvauti skolos dalyvavimo etapuose.

Be abejo, daugelyje šalių yra naudojami skirtingi skolos valdymo modeliai. Kitoks skolos valdymo struktūros modelis, kuriame numatomos pagrindinės skolos valdymo funkcijos, parodytas žemiau esančiame paveiksle.



pav. 5 Skolos valdymo struktūriniai padaliniai

Politikos komitetas kuria ir tvirtina strategiją; jis koordinuoja įvairių vyriausybės tarnybų, dirbančių valstybės skolos valdymo srityje, veiklą. Komitetas nustato valstybės skolinimosi poreikį bei būdą, leistinus rizikos limitus ir tvirtina vyriausybės bei valstybinių įmonių metinę skolinimosi programą ir kitiems besiskolinantiems ūkio subjektams apibrėžia bendrąsias vidaus bei užsienio skolinimosi gaires, įskaitant ir kai kuriuos privačiojo sektoriaus skolinimosi aspektus. [13]

Analizės padalinys veikia kaip centrinis skolos valdymo tarnybos elementas. Šis padalinys atlieka valstybės skolos analizę ir teikia Politikos komitetui išvadas apie skolos tvarkymo išlaidų dydį ir jų ekonominį pagrįstumą bei rekomenduojamą skolos portfelio sudėtį. Jis paprastai nustato centrinės vyriausybės skolinimosi mastus, kuriuos patvirtina Politikos komitetas, arba kontroliuoja, kaip kitos valstybės valdymo institucijos, savivaldybės, valstybinės įmonės, finansų tarpininkai ar kiti specifiniai ūkio subjektai laikosi nustatytų skolinimosi limitų. [13]

Operacijų padalinys gali būti finansų tarpininkas - pusiau valstybinė įmonė, vyriausybės institucija arba kiti įgalioji skolinantis subjektai, kurie atlieka skolinimosi ir grąžinimo operacijas šalyje bei užsienyje. Jis turi vertinti visus pasiūlymus, susijusius su vidaus ir užsienio paskolų teikimu. [13]

Statistikos ir apskaitos padalinys registruoja kiekvieno įgaliojto skolininko sutartis, renka detalią informaciją apie kiekvieną paskolą, numatyti terminus, kad paskola būtų grąžinta laiku ir

sumokėtos palūkanos. Šis padalinys stebi ir visas valstybės garantijas, suteiktas valstybinėms ir privačioms įmonėms, kuria "darbinį registrą" kiekvienai paskolai, kurią paėmė operacijų padalinys ir užregistravo statistikos padalinys. [13]

Šiame aptartame modelyje skolos valdymo struktūriniai padaliniai pavaizduoti kiek kitaip nei aukščiau analizuotame. Visų pirma, šis modelis pagrįstas ne piramidine struktūra, čia visi struktūriniai padaliniai glaudžiau tarpusavyje susiję. Kurį modelį pasirinkti ir kurį pritaikyti skirtingų valstybių praktikoje, sprendžia kiekviena šalis, atsižvelgdama į šalyje esančią visą šalyje valdymo struktūrą. Nagrinėjant Lietuvos praktiką, manome, kad geriausiai tiktų antrasis aptartas valstybės skolos struktūrinių padalinių modelis.

### I.3.3 Skolos valdymo politika

Skolos valdymo politika yra neatskiriama bendrosios ekonominės politikos dalis. Šalys nenorėdamos susidurti su vienokiomis ar kitokiomis problemomis valdant savo išsipareigojimus, turi įgyvendinti ūkio pertvarkymo reformas. Taigi, siekiant sėkmingo šalies skolinimosi valdymo, buvo ir tebėra įgyvendinami daugelis ūkio pertvarkymo priemonių, kurios:

- ūkio liberalizavimas;
- padidinta privačiojo sektoriaus reikšmė ekonomikai;
- skatinamos tiesioginės užsienio investicijos;
- pakeista importo struktūra ir skatinamas eksportas;
- mažinamas einamosios sąskaitos deficitas;
- pagerinami politinio stabilumo rodikliai;
- sumažinamas šalies išdo deficitas.

Tokios politikos egzistavimas ir minėtų ūkio pertvarkymo priemonių įgyvendinimas, griežtas skolinimosi ribojimas ir tvirtas skolos limitų laikymasis skatina investuotojus labiau pasitikėti šalimi, padidina investicijas bei pagerina šalies skolinimosi galimybes. Taigi, valstybės atsižvelgdamos į šalies makroekonominius ir kitus rodiklius tvirtina ir valstybės skolinimosi limitus, kurie trumpuoju laikotarpiu yra pagrindinė gairė skolinimosi politiką įgyvendinančiai valdžiai.

Valstybės ir savivaldybės skolinimosi limitai pateikiami kiekvienų metų valstybės biudžeto ir savivaldybių biudžetų projektuose. Vis dėlto, limitų nustatymas nėra stebuklinga priemonė, galinti išgelbėti nuo krizių. Bet kokie limitai nėra galutiniai ir juos visada galima persvarstyti. Sakoma, kad geriausias ir tikriausias skolinimosi limitų kontrolierius yra rinka, ji įvertina ir nustato tikrąją padėtį

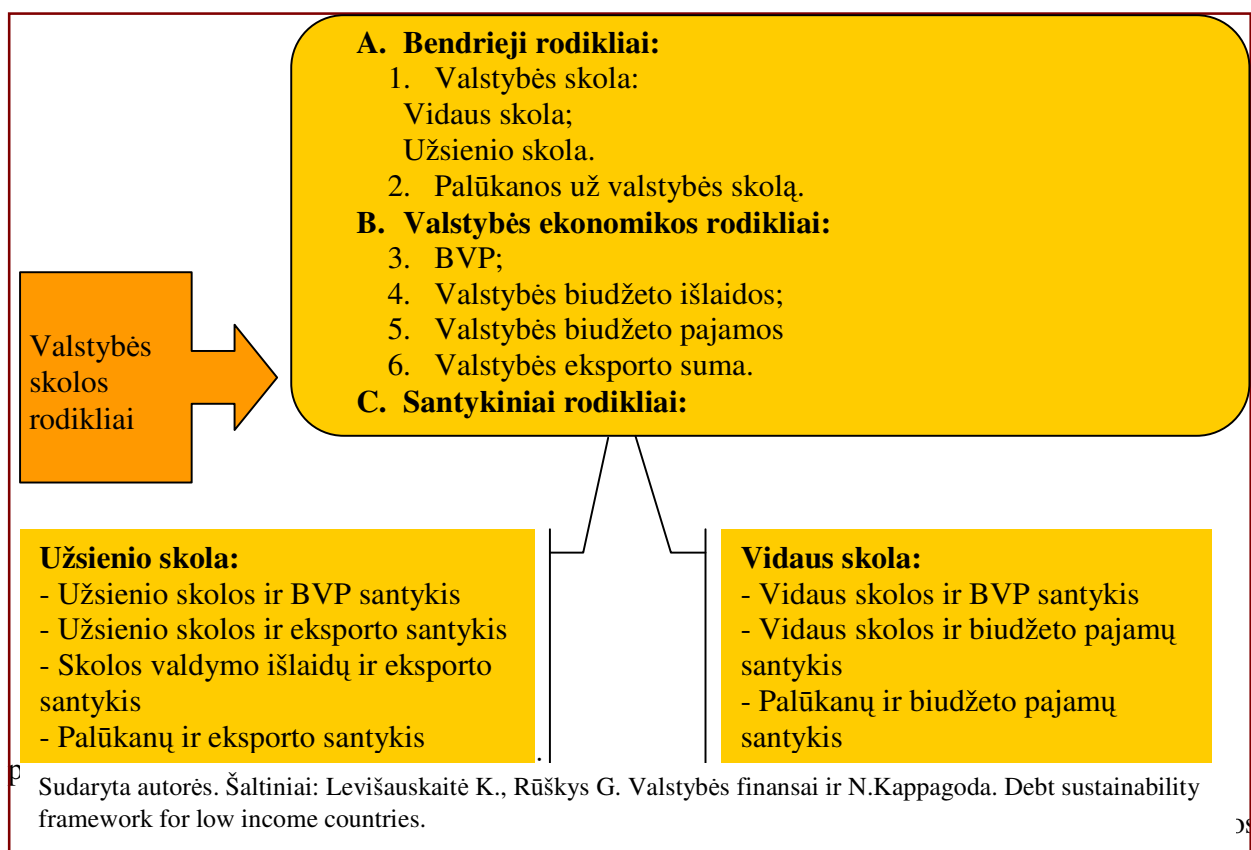
ir imasi atitinkamų priemonių - šaliai niekas nebeskolina. Tokiu atveju galima sakyti, kad pasitikėjimo limitas jau yra viršytas, kiti limitai yra tik teorinės prielaidos ir jų neįmanoma tiksliai nustatyti bei pagrįsti.

Vienas pagrindinių kriterijų formuojant valstybės skolos valdymo politiką – nedidėjantis valstybės skolos ir BVP santykis. Tai reiškia, kad valstybės skolos padidėjimas turėtų būti proporcingas BVP prieaugiui. Taip pat labai svarbu atkreipti dėmesį į valstybės užsienio skolos ir BVP santykį bei skolos aptarnavimo išlaidų ir BVP santykį.

#### I.3.4 Valstybės skolos valdymo rizika

Valdant valstybės skolą vienas svarbiausių aspektų – valstybės skolos rizikos valdymas. Tinkamas rizikos valdymas gali išgelbėti valstybę nuo įvairių krizių bei sutaupyti valstybės lėšų. Valstybės skolos rizikos vertinimas turi būti tęstinis bei turi būti pasitelkti įvairūs vertinimo modeliai. Visų pirma, valstybė negali remtis tik vienu rizikos vertinimo modeliu. Tam, kad būtų užtikrintas nuoseklus skolos rizikos valdymas, rizika turi būti vertinama įvairiais aspektais.

Vertinant valstybės skolą ir jos augimo tendencijas kiekvienoje konkrečioje valstybėje, pirmiausia reikia atsižvelgti ne į absoliučią skolų sumą, bet į kai kuriuos santykinius rodiklius, kurie objektyviai rodo, kokia yra valstybės skolos našta valstybei ir ar skolinimosi tendencija palanki valstybėje vykstantiems ekonominiams procesams. Taigi, galima būtų išskirti tokius valstybės skolos vertinimo rodiklius:



teikiamus privalumus ir stengtis išvengti skolos tvarkymo ir mokėjimų balanso problemų. Valdant valstybės skolą (kaip ir bet kokią skolą) visada reikia balansuoti tarp rizikos, kurią norima prisiimti ir skolinimosi išlaidų. Nepakankamai įvertinus rizikas gali atsirasti finansinių sunkumų. Šalis turi imtis priemonių toms rizikos sumažinti. Geresnis rizikos valdymas gali padėti šalis valdyti ekonomiką, tačiau tikslą galima pasiekti tik tada, kai patenkinamos tam tikros pagrindinės sąlygos.

Rizikos valdymas yra svarbus įgyvendinant pagrindinį skolos valdymo tikslą – užtikrinti Vyriausybės skolinimosi poreikio finansavimą kuo mažesnėmis sąnaudomis ir priimtina rizika. Todėl nepakankamai įvertinus riziką, gali atsirasti finansinių sunkumų. Valstybės skolos valdymo pagrindinės fiskalinės rizikos rūšys yra šios: [9]

1. Trumpalaikė valstybės skola, arba refinansavimo rizika. Tai tokia rizika, kad nepavyks įvykdyti skolinių įsipareigojimų arba šių įsipareigojimų įvykdymas sukels žymų santykinio dydžio skolos aptarnavimo išlaidų padidėjimą. Praėjus skolos gražinimo terminui šios skolos nepavyks refinansuoti arba jos refinansavimui neužteks to paties santykinio dydžio lėšų. [8]
2. Valstybės skolos valiutų kursų svyravimų rizika. Kai su užsienio skolos aptarnavimu susijusios išlaidos, išreikštos vidaus valiuta, didėja dėl valiutos kursų kitimo.
3. Valstybės skolos palūkanų normų svyravimo rizika. Tokia rizika, kai su skolos, už kurią mokamos palūkanos pagal kintamą palūkanų norma, aptarnavimu susijusios išlaidos išaugs dėl

bazinės palūkanų normos didėjimo, arba rizika, kai su skolos, už kurią mokamos palūkanos pagal fiksuotą palūkanų normą, aptarnavimu susijusios išlaidos taps nepagrįstai didelės, palyginti su kintamos palūkanų normos pokyčiais, susidariusiais dėl bazinės palūkanų normos mažėjimo. [8] Empiriškai nustatytas teigiamas ryšys tarp palūkanų lygio ir santykinės kintamųjų palūkanų skolos dalies: kuo palūkanų lygis aukštesnis, tuo palūkanų mažėjimo ateityje tikimybė didesnė.

4. Netiesioginės valstybės skolos rizika. Netiesioginę valstybės skolą sudaro vidaus ir užsienio paskolos, suteiktos įvairiems ūkio subjektams ir institucijoms su valstybės garantija.

5. Valstybės skolos operacinė rizika. Ši rizikos rūšis apima įvairius skolos valdymo momentus: apsaugos priemonių nebuvimo arba jų neveiksmingumo riziką; reputacijos ir teisinę riziką; vidaus kontrolės mechanizmų nebuvimo arba blogo jų valdymo riziką ir pan.

Kiekvienai valstybei, siekiant užtikrinti tinkamą valstybės skolos valdymą, būtina įvertinti visas aukščiau išvardintas rizikos rūšis bei imtis visų būtinausių priemonių rizikai mažinti. Valdoma valstybės skolos rizika labai gerai atsispindi kredito reitinguose, kurie yra vienas iš galimų šalies rizikos išraiškos būdų. Kredito reitingas parodo, kokia tikimybė atgauti savo paskolintas lėšas. Šalies kredito rizika vertinama tarptautiniais ilgalaikio ir trumpalaikio kredito reitingais.

### I.3.5. Kredito reitingų paskirtis

Valstybės skolinimosi kainai tarptautinėje rinkoje turi įtakos valstybės kredito reitingas, informuojantis potencialius skolintojus apie valstybės ekonominę. Vertinant riziką, susijusią su skolos vertybinių popierių emitento įsipareigojimų vykdymu, kredito reitingai investuotojams suteikia koncentruotą informaciją apie skolininko gebėjimą įvykdyti savo finansinius įsipareigojimus. Tuo tarpu, nustatomi aukštesni reitingai leidžia sumažinti skolinimosi išlaidas, t.y. pasiskolinti esant mažesniai rizikai priedui.

Valstybės kredito reitingo reikšmė yra trejopa: [11]

1. leidžia sumažinti valstybės skolinimosi kainą ir susitarti dėl geresnių skolinimosi sąlygų;
2. padeda įvertinti šalies rizikingumą, tuo palengvindama kreditorių darbą, kadangi pirminę informaciją dėl besiskolinančios valstybės ekonominės, politinės ir fiskalinės būklės suteikia reitingo informacija, ir nebereikia rinkti gausybės informacijos bei jos apibendrinti.
3. reitingas gali būti viena iš svarbesnių priemonių valstybės skolinimosi strategijai įgyvendinti.

Pasaulyje yra dvi pagrindinės ir labiausiai žinomos reitingo agentūros - "Standard&Poors" ir "Moody's". Vis geresnes pozicijas užima ir trečia reitingo agentūra - IBCA, kuri anksčiau daugiau



specializavosi nustatydamą bankų reitingus, o dabar labai aktyviai veikia ir kituose sektoriuje. Prieš keletą metų IBCA susijungė su trečia pagal dydį Amerikos reitingo kompanija "Fitch" ir dabar vadinama "Fitch IBCA" [13].

Vizitų metu reitingo specialistai pirmiausia turi įvertinti valstybės skolos našą ir valstybės galimybes valdyti savo skolą. Kiti šalies ir visi ekonominiai išpareigojimai, ypač užsienio valiuta, taip pat nagrinėjami, t.y. analizuojamos užsienio investicijos (ir tiesioginės, ir "portfelinės"), nes jos taip pat lemia užsienio valiutos poreikį, o tai gali paveikti ekonomiką.

Reitingo specialistai išnagrinėja visus skolos dydį atskleidžiančius rodiklius - skolos santykį su BVP, skolos santykį su eksportu, skolos tvarkymo išlaidų ir mokamų palūkanų santykį su eksportu ir kt. Analizuojamas išdo balansas ir pinigų bei kreditų politika, oficialiųjų užsienio valiutos atsargų dydis ir struktūra ir t.t..

Reitingo agentūras domina gyvenimo lygis ir jo augimas kaip ekonomikos dinamiškumo atspindys, taip pat kaip šalies galimybės aukotis (jeigu prireiktų) rodiklis.

Reitingo proceso metu visos agentūros stengiasi įvertinti šalies vykdomą politiką. Pokalbiuose su pagrindinių institucijų vadovais, specialistais siekiama teisingai suprasti ir įvertinti vykdomą išdo ir pinigų politiką, kuri yra labai svarbus rodiklis, susijęs su einamosios sąskaitos ir skolos problemomis. Keturi pagrindiniai ekonomikos rodikliai (ekonomikos augimas, infliacija, mokėjimų balansas, nedarbo lygis) analizuojami kartu. Reitingo agentūroms svarbu, kaip vykdoma politika pagerina ekonomikos struktūrą.

Valstybės kredito reitingo analizė atliekama dviem požiūriais – politiniu ir ekonominiu. Ekonominės rizikos požiūriu valstybės gebėjimą gražinti skolas lemia tokie veiksniai: išorinė finansinė padėtis, mokėjimų balanso struktūra, einamosios sąskaitos būklė, oficialiųjų užsienio valiutos atsargų dydis ir struktūra, ekonomikos struktūra ir augimas, ekonomikos valdymas ir ekonomikos perspektyvos. [11]

Vertindami šalies vykdomą politiką, reitingo specialistai stengiasi įvertinti šalies administracijos galimybes: politikos kūrėjų įgūdžius, reikalingus užsienio skolai valdyti, supratimą apie pasaulio rinkas, sugebėjimus priimti sprendimus iškilus įvairioms likvidumo problemoms. Taip pat įvertinamos šalies perspektyvos išsaugoti galimybes grįžti į rinką, kai reikės refinansuoti senas skolas. [11]

Reitingo specialistai, rengdami prognozes dėl einamosios sąskaitos, analizuoja ir prekių sektorių: prekių gebėjimą konkuruoti, užimamą rinkos dalį, geografinį prekybos pasiskirstymą, eksportą pagal sektorius. Tai yra labai svarbi sritis, kuri atskleidžia šalies galimybes gauti įplaukų užsienio valiuta.

Reitingų agentūros analizuoja ekonomikos atvirumą tiek prekybai, tiek investicijoms, labiausiai tiesioginėms, ir ypač į tas sritis, kuriose generuojama užsienio valiuta.

Išanalizavusios ekonominę politiką reitingo agentūros įvertina ir politinę riziką. Labai svarbūs valstybės tarptautiniai ryšiai, jos dalyvavimas tarptautinėse finansinėse, prekybinėse ir saugumo organizacijose.

Stabili ar mažai kintanti valstybės skola suteikia galimybę valstybei gauti aukštesnį reitingą, o tuo pačiu ir sustiprinti kreditorių pasitikėjimą šalimi. Aukštesni kredito reitingai parodo valstybės galimybes ateityje gražinti skolas, leidžia sumažinti valstybės skolinimosi kaštus, t. y. skolintis mažesnėmis palūkanomis, o palūkanoms mokėti skirtos (numatytos anksčiau) lėšos gali būti investuojamos į šalies ekonomiką. Tad didėjantys kredito reitingai – valstybės įvaizdžio tarp kreditorių gerinimas bei neatsiejama valstybės skolos valdymo dalis.

### I.3.6 Valstybės skolos, biudžeto deficito ir ekonominio augimo tarpusavio sąveika

Dauguma šalių nėra pajėgios padengti savo išlaidas pajamomis, tad dėl to atsiranda biudžeto deficitas, kurio pasekmė – pastoviai besikaupianti pinigų suma, t.y. valstybės skola. Taigi, biudžeto deficitas, neįvertinus valstybės skolos aptarnavimo išlaidų, vadinamas grynąja valstybės skola. Be to, biudžeto deficitas yra vienas svarbiausių rodiklių, apibendrinančių fiskalinę politiką trumpuoju laikotarpiu, o valstybės skola – ilguoju laikotarpiu. Todėl iškyla priimtino biudžeto deficito dydžio ir jo poveikio ekonomikai trumpuoju ir ilguoju laikotarpiais bei jo finansavimo būdų klausimas. Be to, atsiranda poreikis bent jau teoriniu požiūriu – apskaičiuoti, kokiomis sąlygomis ir kiek ilgai valstybės skola gali būti palaikoma tam tikrame užsibrėžtame lygmenyje. [8] Absoliutus deficito ir skolos dydis siejamas su vienos ar kitos šalies ekonomikos dydžiu, todėl fiskalinei situacijai apibūdinti naudojami skirtingi dydžiai. Vienas iš jų – biudžeto deficito bei valstybės skolos ir bendrojo vidaus produkto apimties santykis. Taigi, toliau nagrinėsime biudžeto deficito, valstybės skolos ir bendrojo vidaus produkto tarpusavio sąryšio modelį ilguoju laikotarpiu, taip pat šių makroekonominių rodiklių derinimą siekiant užsibrėžtų tikslų valstybės skolos politikoje.

Šis, valstybės skolos, biudžeto deficito ir BVP augimo tempų priklausomybės modelis atsiriboja nuo ekonominės konjunktūros ciklinių svyravimų, kurie lemia biudžeto-mokesčių politiką ir atitinkamai biudžeto deficito dydį trumpu laikotarpiu. Šis modelis apima kelias prielaidas: [8]

- BVP kinta pastoviu tempu;
- Faktinis BVP sutampa su potencialiuoju, o faktinis biudžeto deficitas – su struktūriniu.

- Biudžeto deficito ir BVP santykis pastovus.

Valstybės skolos, biudžeto deficito ir BVP augimo tempų priklausomybės modelio formulės [8, p.45, 46]

$$h_t = \frac{H_t}{Y_t} = \text{const.} \quad (1)$$

Jei pradinis BVP lygis  $Y_0$ , nominalus BVP ( $Y_t$ ) t metais yra lygus:

$$Y_t = Y_0 \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t; \quad (2)$$

Biudžeto deficitas  $H_t$  t metais bus lygus:

$$H_t = \frac{Y_t q}{100} = \frac{Y_0 q}{100} \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t; \quad (3)$$

Valstybės skola  $D_t$  lygi sukauptai biudžeto deficitų sumai iki t metų imtinai. Jei pradinė valstybės skolos apimtis lygi  $D_0$ , valstybės skolos ir BVP santykis t metais ( $d_t$ ) atitinkamai lygus:

$$D_t = \frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_0}{Y_0} \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t + \frac{q \left(1 + \frac{p}{100}\right) \left( \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t - 1 \right)}{p \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t}; \quad (4)$$

Iš šios formulės seka, kad jeigu  $p < 0$ , t.y. pastovus nominalaus BVP mažėjimas, tai skolos ir BVP santykis artės prie  $+\infty$  ir taip viršija bet kokį pasirinktą lygį. Kai  $p = 0$ , t.y. BVP išlieka pastovus, tai tomis pačiomis sąlygomis, tiek pati valstybės skola, tiek ir jos dalis pajamose neribojamai išauga. Dėl to, nepradėjus augti ekonomikai, nebus įmanoma įvykdyti modelio prielaidų. Esant  $p > 0$ , t.y. nominalus BVP auga, valstybės skolos ir BVP santykis, modelyje pamažu pasiekia nekintantį lygį. Vadinas, pirminės skolos dydis mažėja, kai  $t \rightarrow \infty$ :

$$\begin{aligned} \lim_{t \rightarrow \infty} d_t &= \lim_{t \rightarrow \infty} \frac{D_t}{Y_t} = \lim_{t \rightarrow \infty} \frac{D_0}{Y_0 \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t} + \lim_{t \rightarrow \infty} \frac{q \left(1 + \frac{p}{100}\right) \left( \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t - 1 \right)}{p \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t} = \\ &= 0 + \frac{q \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t}{p} \lim_{t \rightarrow \infty} \frac{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^t - 1}{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^t} = \frac{q \left(1 + \frac{p}{100}\right)}{p} \end{aligned} \quad (5)$$

Tad galime daryti išvadą: valstybės skolos ir pajamų santykiui nekintant, užsibrėžtas biudžeto deficito lygis (procentas nuo BVP) gali būti palaikomas ilguoju laikotarpiu. Tam reikia neinfliacinių biudžeto deficito finansavimo šaltinių ir surasti biudžete lėšų valstybės skolai aptarnauti.

Išnaginėję valstybės skolos valdymą, galima išskirti tokius skolos valdymo ypatumus:

1. Siekiant efektyviai valdyti valstybės skolą, būtina tiksliai apibrėžti atvejus, kada vyriausybė gali skolintis (t.y. apibrėžti skolinimosi poreikius), kad jie nebūtų per plačiai interpretuojami, bei tinkamiausias priemones, kurioms esant užtikrinamas efektyviausias valstybės skolinimasis.

2. Valdant skolą būtina planuoti skolinimosi mastus ir grąžinamų sumų terminus, kad per einamuosius metus būtų išvengta didesnių sumų išmokėjimo.

3. Būtina tinkamai išanalizuoti institucinius valstybės skolos valdymo aspektus. Tinkamai paskirstytos funkcijos skolos valdymo institucijoms gali paskatinti šalyje ekonomikos augimą, taip pat sumažinti skolinimosi išlaidas. Tad, prieš skolindamasi, valdžia turi tiksliai suplanuoti bei apibrėžti kiekvienos skolos valdymo institucijos funkcijas.

4. Valdant valstybės skolą, būtinas rizikos vertinimas. Tinkamas rizikos valdymas gali išgelbėti valstybę nuo įvairių krizių bei sutaupyti valstybės lėšų. Valstybės skolos rizikos vertinimas turi būti tęstinis bei rizika vertinama įvairiais vertinimo modeliais.

5. Valstybei suteikti aukštesni kredito reitingai – tai galimybė sumažinti valstybės skolinimosi kainą ir susitarti dėl geresnių skolinimosi sąlygų. Tad didėjantys kredito reitingai – valstybės įvaizdžio tarp kreditorių gerinimas bei neatsiejama valstybės skolos valdymo dalis.

6. Skolintų lėšų naudojimo efektyvumą įvertinti trukdo netikslumai valstybės skolos registre ir bendros metodologijos nepatvirtinimas. Todėl siekiant efektyvaus skolos valdymo būtini išsamūs teisės aktai, reglamentuojantys išskolinimą ir bendra skolintų lėšų apskaitos metodologija.

Taigi, valstybės skolinimasis yra viena iš pagrindinių finansavimo priemonių. Tačiau valstybės skolinimasis, kaip priemonė spręsti daugumą šalies finansinių problemų, yra ydinga praktika, jei ji nėra ribojama. Ekonominė politika, visų pirma, turi remtis ekonominiais parametrais, o valstybės skolos valdytojai, lemiantys šalies ekonominę strategiją, turėtų remtis įvairių šalių patirtimi, tarptautinių organizacijų išdėstytomis rekomendacijomis, taip pat atsižvelgti į mokslininkų pasiūlymus.

## II Lietuvos valstybės skolos analizė

Lietuvos skolinimosi tendencijos negali būti vertinamos vienareikšmiškai, todėl tam būtina išsami tendencijų analizė. Nuo 1991 metų, kai valstybė gavo pirmąsias paskolas iš tarptautinių

finansinių institucijų, valstybės skola ir skolinimosi tempai didėja, nes didėja ir biudžeto išlaidų finansavimo poreikis. Tačiau sparčiai skolinantis, labai svarbu pasiskolintas lėšas panaudoti taip, kad tai atsispindėtų šalies ekonomikoje, t.y. skolintas lėšas svarbu nukreipti ne einamosioms išlaidoms finansuoti, o ilgalaikių projektų įgyvendinimui, ir pasiskolintos lėšos ateityje turėtų duoti pajamų, kurios sukurtų geras sąlygas skolos grąžinimui.

Šioje darbo dalyje analizuojama Lietuvos valstybės skola, jos augimo tempai, skolinimosi tradicijos bei pateikiami sprendimai, kaip patobulinti skolos reguliavimą.

## II.1 Lietuvos valstybės skolos teisinis reguliavimas

Nors Lietuvai pirmosios užsienio šalių paskolos suteiktos jau 1991 metais, tačiau iki 1996 metų, kai buvo priimtas Valstybės skolos įstatymas, nebuvo sukurta jokia valstybinė investicinė programa bei suformuota tinkama skolos valdymo politika. Vadinasi, net penkerius metus Lietuvos valstybės skolinimasis nebuvo teisiškai reglamentuotas, valstybė skolinosi neesant suformuotos specialios metodologijos bei patvirtintų skolintų lėšų apskaitos nuostatų.

Taigi šiuo metu valstybės skolinimąsi Lietuvos Respublikoje reglamentuoja Valstybės skolos įstatymas, kuris apibrėžia santykius, susijusius su valstybės reikalavimo teise į skolininkus ir skolininkus, už kurių įsipareigojimų įvykdymą garantuoja valstybė, taip pat apibrėžiamas skolinimasis valstybės vardu bei valstybės garantijų teikimas. Šiame įstatyme taip pat apibrėžiama valstybės skola, nustatomos skolinimosi valstybės vardu ir valstybės garantijų teikimo pagrindinės nuostatos, pagrindinių institucijų, dalyvaujančių valstybės skolos valdyme, funkcijos, apibrėžiama skolininkų finansinė veiklos kontrolė bei atskaitomybės dėl valstybės skolos vykdymas.

Valstybės skolos įstatyme pažymėta, kad visus skolinius įsipareigojimus prisiima šalies Vyriausybė, tačiau jos tiesioginė atstovė skolinantis valstybės vardu bei valdant Vyriausybės valstybės vardu priimtus skolinius įsipareigojimus yra Finansų ministerija. Kita aktyviai valstybės skolos valdyme dalyvaujanti institucija – Lietuvos Respublikos Seimas, kuris priima skolos valdymą reglamentuojančius įstatymus ir sprendimus dėl „esminių turtinių“ įsipareigojimų. Seimas, Vyriausybės teikimu, taip pat nustato valstybės skolinimosi limitus ir priima įstatymus bei kitus teisės aktus, lemiančius valstybės skolinimąsi.

Nors valstybės skolos įstatyme nepažymėta ir neapibrėžta, tačiau valstybės skolos valdyme tiesiogiai ir netiesiogiai dalyvauja ne tik Finansų ministerija bei Seimas, tačiau ir Lietuvos bankas, Valstybės kontrolė, Ūkio ministerija bei statistikos departamentas. Lietuvos bankas dalyvauja

leidžiant ir išperkant Vyriausybės vertybinius popierius, atliekant mokėjimus bei kita. Valstybės kontrolė teikia Seimui kasmetines išvadas apie valstybės skolos būklę ir kontroliuoja skolintų lėšų naudojimą. Kitos dvi institucijos valstybės skolos valdyme dalyvaujančios netiesiogiai – Ūkio ministerija ir Statistiko departamentas – sudaro ūkio prognozes, planuoja investicijas bei rengia ataskaitas, kokie duomenys reikalingi renkant tinkamą informaciją apie valstybės skolą.

Valstybės skolos įstatyme yra numatyti valstybės garantijų teikimo ir tiesioginio skolinimosi iš įvairių vidaus bei užsienio šaltinių tikslai: [1]

- valstybės biudžeto deficitui finansuoti ir išdo pinigų srautams subalansuoti;
- valstybės investicijoms finansuoti ir įmonių apyvartinėms lėšoms papildyti;
- išlaidoms, susijusioms su valstybės skola, apmokėti ir valstybės skolai dengti;
- valstybės fondų skoliniamis įsipareigojimams dengti ir šių fondų pinigų srautams subalansuoti;
- kitiems tikslams, kai yra atskiras Lietuvos Respublikos įstatymas.

Reikia atkreipti dėmesį, kad šie įstatymu numatyti tikslai yra ganėtinai plačiai apibrėžti, tad dėl šios priežasties gali būti įvairiai interpretuojami. Todėl išdėstyti valstybės skolinimosi tikslai turėtų būti konkretesni. Visų pirma, skolinimasis išdo ir valstybės fondų srautams subalansuoti apima ir valstybės biudžeto, ir valstybės fondų deficitų finansavimą, o tai labai plati sąvoka, kuria galima aprėpti įvairias išlaidas. Be to, įstatyme neapibrėžta valstybės investicijų sąvoka – tad ir nenustatyta, kas turėtų būti traktuojama kaip investicija, kuriai būtina valstybės finansinė pagalba. Tuo tarpu daugelyje išsivysčiusių šalių įstatymai ar net konstitucija įtvirtina gero elgesio fiskalinėje srityje taisykles ir viena siūlomų taisyklių, kad valdžia skolintųsi tik investicijoms. Turi būti sukuriamas kapitalas, infrastruktūra, kurią kartu su skola paveldės ateities kartos – taip ir išsprendžiamas kartų teisingumo klausimas. Taigi tikslų, kuriems esant valstybė gali skolintis, apribojimai netenka prasmės. Užsienio praktikoje tiesioginio valstybės skolinimosi tikslai išvis nėra ribojami, kadangi skolintų lėšų naudojimo kontrolė įgyvendinama per biudžeto vykdymo kontrolę, t.y. lėšos (skolintos arba ne) negali būti leidžiamos kitiems tikslams, negu nustatyta biudžeto įstatyme [13].

Be to, valstybės skolos dydis Lietuvoje skelbiamas tik kartą per mėnesį, nors kitose šalyse likutis žinomas kasdien. Pagal dabar esamą metodologiją į valstybės skolą nėra įtraukiami savivaldybių skoliniai įsipareigojimai ir valstybių kontroliuojamų įmonių skoliniai įsipareigojimai.

Valstybės skolos įstatyme numatyti pagrindiniai skolinimosi poreikio finansavimo šaltiniai – tai vidaus ir užsienio skolinimasis. Vidaus skolinimosi šaltiniai – tai yra vietinių bankų paskolos ir vietinių vertybinių popierių rinka. Užsienio skolinimosi šaltiniai – tarptautinės finansinės

institucijos, kitų šalių vyriausybės ir rinkos skolintojai - tarptautiniai bankai ir vertybinių popierių rinka. [13]

Pažymėtina, kad anksčiau valstybės vidaus ir užsienio skola buvo skaičiuojama atsižvelgiant į paskolos gavimą valiuta, t.y. jeigu paskola buvo suteikta litais, tai ji bus priskirta vidaus skolai, o jei užsienio – užsienio skolai. Tačiau 2005 metais Lietuva, atsižvelgusi į Pasaulio banko rekomendacijas, pakeitė valstybės skolos ir apskaičiavimo tvarką dėl skolos priskyrimo vidaus ir užsienio skolai pagal rezidentus, t.y. valstybės skoliniai įsipareigojimai rezidentams priskiriami vidaus skolai, nerezydentams – užsienio skolai.

Valstybėse skolintų lėšų efektyvumą įvertinti dažnai trukdo netikslumai valstybės skolos registre ir bendroje valstybės skolos apskaitos metodologijoje. Lietuvoje yra įteisinta bendra skolintų lėšų apskaitos metodologija. Lietuvoje valstybės skola skaičiuojama remiantis Europos sąjungos sąskaitų sistemos metodika, patvirtinta 1996 06 25 (ESS 95) bei Lietuvos Respublikos finansų ministerijos patvirtintais biudžetinių įstaigų apskaitos standartais. ESS 95 reglamento tikslas — nustatyti metodus, kuriuos taikant nustatomi bendri standartai, apibrėžimai, klasifikacijos ir apskaitos taisyklės, naudojamos palyginamam pagrindu sudarant sąskaitas ir lenteles Bendrijos reikmėms [16]. Joje pažymėta, kad visos ekonomikos grynasis skolinimas arba skolinimasis yra institucinių sektorių grynojo skolinimo arba skolinimosi suma. Pagal ESS'95 visi šalies ekonominiai subjektai yra grupuojami į 5 institucinius sektorius; vienas iš jų yra valdžios sektorius, kurio pagrindinė funkcija – nacionalinių pajamų ir turto perskirstymas visuomenės naudai. Pagal Valstybės skolos įstatymą valstybės skolą sudaro valdžios sektoriui priskirtų subjektų, turinčių teisę skolintis, priimtų, bet dar neįvykdytų įsipareigojimų grąžinti kreditoriams lėšas, pasiskolintas išplatinus Vyriausybės vertybinius popierius, pasirašius paskolų sutartis, lizingo (finansinės nuomos) sutartis ir kitus įsipareigojamuosius skolos dokumentus, konsoliduota suma. Taigi, valdžios sektorius apima: [12].

– centrinės valdžios subsektorių kuriam priklauso valstybės biudžeto finansuojamos ir kontroliuojamos institucijos bei kiti šiam subsektoriui priskiriami subjektai (t.y. vyriausybės ir kt.);

– vietos valdžios subsektorių, kuriam priklauso savivaldybių biudžetų finansuojamos ir kontroliuojamos institucijos bei kiti šiam subsektoriui priskiriami subjektai;

– socialinės apsaugos fondų subsektorių, kuriam priklauso Valstybinis socialinio draudimo fondas, Privalomojo sveikatos draudimo fondas bei Užimtumo fondas, taip pat nebiudžetiniai Privatizavimo, Garantinis, Rezervo (Stabilizavimo), Ignalinos AE uždarymo, 1990 m. blokados fondai, Santaupų atkūrimo sąskaita, viešosios gydymo įstaigos, VĮ Valstybės turto fondas bei AB Turto bankas ir kiti šiam subsektoriui priskiriami subjektai.

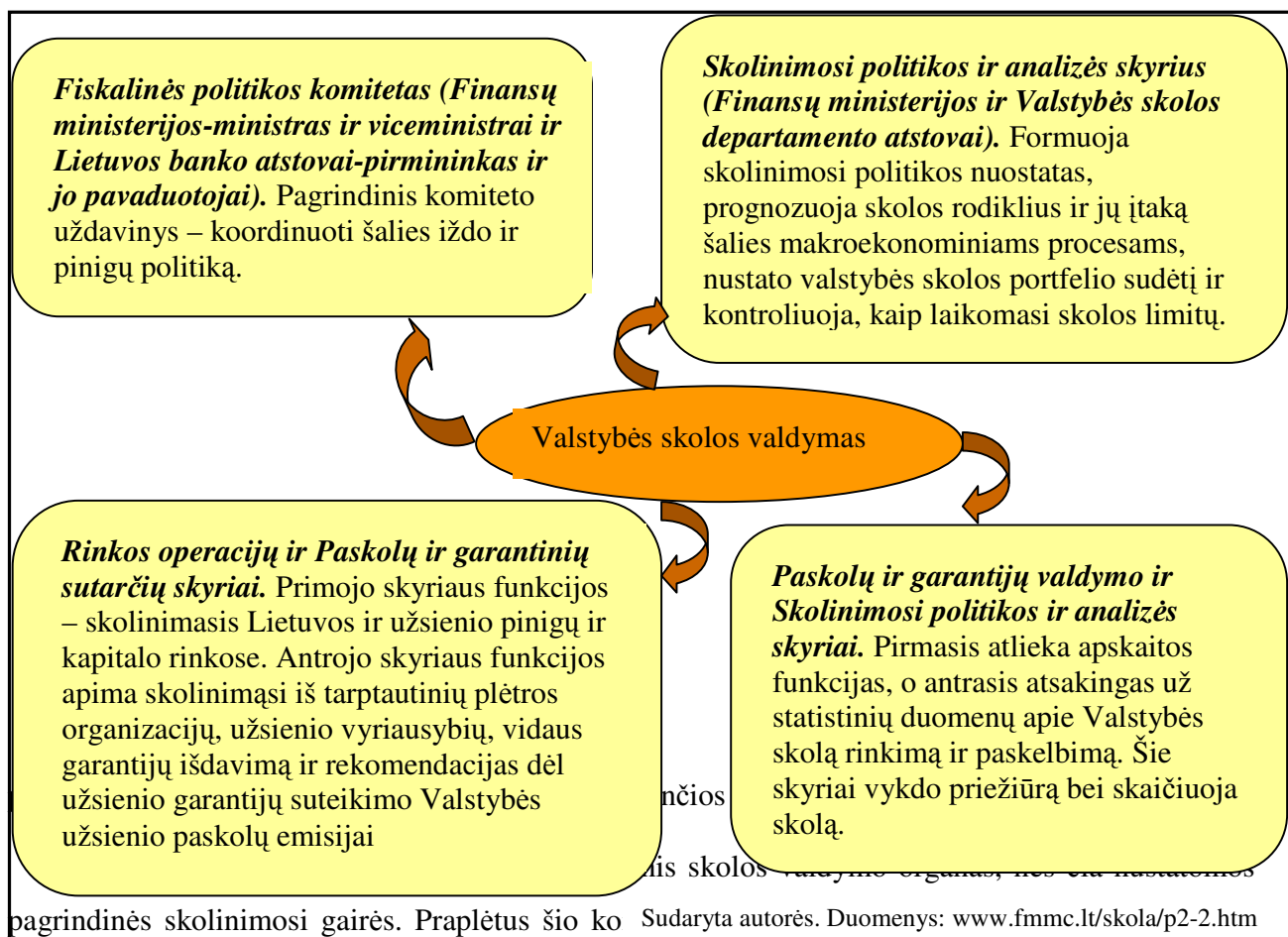
Taigi, išnagrinėjus Lietuvos teisinio reguliavimo ekonomines prielaidas, mūsų manymu, būtina konkretinti valstybės skolinimosi tikslus, nes valstybės skolos įstatymu numatyti skolinimosi tikslai yra per plačiai apibrėžti ir dėl šios priežasties gali būti įvairiai interpretuojami. Kita vertus, gerai galime įvertinti tai, kad Lietuvoje yra įteisinta bendra skolintų lėšų apskaitos metodologija, kuri padeda suvienodinti visų Europos sąjungos šalių skolos apskaitą bei palyginti apskaitos rezultatus.

## II.2 Valstybės skolos valdymas

Lietuvoje, kaip ir daugelyje kitų šalių, kuriose vyksta dinamiški ekonomikos pertvarkymo procesai, nuolat susiduriama su lėšų šiems procesams finansuoti trūkumu. Dėl objektyvių priežasčių esant ribotiems finansavimo šaltinių ištekliams šių valstybių viduje, labai svarbią įtaką stiprinant jų finansines sistemas, aprūpinant jas būtinomis lėšomis turi valstybės skolinimasis užsienyje. Skolos valdymo politika neatskiriama bendrosios šalies ekonominės politikos dalis. Skolos valdymas – skolintų lėšų teikiamų privalumų išnaudojimas ir subalansavimas, stengiantis išvengti skolos tvarkymo ir mokėjimo balanso problemų. Tokios politikos egzistavimas ir ūkio pertvarkymo priemonių įgyvendinimas, griežtas skolinimosi ribojimas ir tvirtas skolos limitų laikymasis skatina investuotojus labiau pasitikėti šalimi, didina investicijas ir gerina šalies skolinimosi galimybes. Šalies skolinimasis yra ir socialinės ekonomikos politikos įrankis. Vyriausybė, valdydama skolą, priiimdama netiesioginius įsipareigojimus, gali remti tam tikras ūkio šakas arba socialines grupes ir taip siekti savo politinės programos tikslų. [11]

Kaip minėta aukščiau Lietuvoje valstybės skolos valdyme dalyvauja daugelis institucijų (Finansų ministerija, LR Seimas, Lietuvos bankas, Ūkio ministerija, Statistikos departamentas), tačiau svarbiausią padėtį tarp valstybės skolos valdytojų užima Finansų ministerija. Lietuvoje Finansų ministerijos, kaip skolos valdymo institucijos, uždavinius galima suskirstyti į trumpalaikius ir vidutinės trukmės. Trumpalaikiai tikslai - tai užduotys, atliekamos siekiant sukurti valstybės skolinimosi pajėgumą. Ilgesniu laikotarpiu skolos valdymo institucija, įgyvendinusi pirminius uždavinius, turi skirti dėmesio skolos valdymui tobulinti. Finansų ministerija privalo apibendrinti ir planuoti paskolų poreikį, rengti skolinimosi programų projektus; kontroliuoti paskolų išdavimą, grąžinimą, naudojimą ir kitų finansinių įsipareigojimų, susijusių su paskolomis vykdymą. Detalesnės Finansų ministerijos funkcijos išskirtos žemiau pagal ministerijai priklausančius skolos valdymo skyrius bei jų atliekamas funkcijas.





Ūkio ministerijos bei Seimo finansų ir biudžeto ir ekonomikos komitetų atstovus, komitetas galėtų nustatyti pagrindines valstybės skolinimosi kryptis, kurios visiškai atitiktų makroekonominę politiką.[13] Be to, nors Lietuvos valstybė turi skolinimosi politikos ir analizės skyrių, kuris formuoja skolinimosi politikos nuostatas bei atlieka kitas funkcijas ir tik iš dalies vertina finansinių priemonių taikymą, tačiau atskiro padalinio, kuris analizuotų ir įvertintų įvairių finansinių priemonių taikymą įgyvendinant šalies skolinimosi politiką ir stebėtų tendencijas vidaus ir tarptautinėse finansų rinkose bei palūkanų normos ir valiutos kursų raidą, Finansų ministerijoje nėra. Iš dalies šias funkcijas atlieka Rinkos operacijų ir Skolinimosi politikos ir analizės skyriai, o patarimo dažnai kreipiamasi į užsienio finansines institucijas ir į Lietuvos Centrinį banką. [13] Dar vienas prie valstybės skolos valdymo prisidedantis organas – paskolų ir garantinių sutarčių skyrius, kuris labiausiai orientuotas į paskolų iš tarptautinių organizacijų gavimą, tačiau jų procentinė dalis valstybės skoloje kiekvienais metais vis mažėja, todėl, mūsų nuomone, šio skyriaus funkcijos turėtų būti plečiamos.

Be to, Lietuvos valstybės skolos valdytojai turėtų imtis griežtesnių priemonių reguliuodami rinkos riziką, siekdami išlaikyti tinkamas valstybės skolos struktūras, prognozuojant skolos

struktūros etalonus (portfolio benchmarks), atsižvelgiant į pasirinktą valiutą, skolinių įsipareigojimų trukmes ir vertybinių popierių išpirkimo datas bei kt. Finansų ministerijos teigimu, rinkos rizikai valdyti ji naudoja skolos portfelio deterministinį imitavimo modelį, leidžiantį įvertinti skolos portfelio parametrus esant keliems skirtingiems valiutų kursų, palūkanų normų, skolinimosi poreikio scenarijams. Naudojant šį modelį, skolos portfelis formuojamas nustatant, kokiomis priemonėmis, kokiomis valiutomis, už kokias palūkanų normas ir kokiai trukmei bus skolinamasi tiriamuoju laikotarpiu. Tačiau atlikus valstybinį auditą nebuvo pateikta jokių įrodymų, kad prognozuojant skolinimosi poreikį, Finansų ministerija naudojama minėtu modeliu. Be to, dar nuo 2004 metų Finansų ministerija planuoja pradėti naudoti stochastinį simuliacinį modelį (jis naudojamas daugelyje pasaulyje išsivysčiusių šalių), pagrįstą rizikuojamųjų kaštų metodu (*cost at risk*) ir leidžiantį ne tik įvertinti vidutinės valstybės skolos valdymo sąnaudas, bet ir su jomis susijusią riziką, t. y. didžiausią galimą nuokrypį nuo vidutinių skolos valstybės vardu valdymo sąnaudų su tam tikra tikimybe [17]. Modelis taip pat būtų naudojamas apibrėžiant lyginamąją (*benchmark*) skolos struktūrą. Mūsų nuomone, siekiant efektyviau valdyti skolos portfelį, minėtas modelis turėtų būti pradėtas naudoti kuo greičiau.

Lietuvos valstybė taip pat neatkreipia dėmesio ir į Tarptautinio valiutos fondo bei Pasaulio banko skolos valdymo gaires, kuriose rekomenduojama skolos valdytojams reguliariai atlikti skolos struktūros testus (*stress tests*), modeliuojant ekonominius ir finansinius sukrėtimus, nuo kurių valstybė yra potencialiai neapsaugota. Naudojant „stress testus“ galima modeliuoti ekonomikos nuosmukį ir patikrinti skolos tendencijas tam tikram periodui. Rinkos rizika nustatoma įvertinus skolos valdymo išlaidų galimą padidėjimą dėl palūkanų ar valiutų kurso pasikeitimų, susijusių su numatomomis išlaidomis. Lietuvoje valdant valstybės skolą šie „stress testai“ nėra atliekami, tačiau 2007 metais Lietuvoje jie galėjo būti atlikti buvus šioms situacijoms: kai Latvijoje kilo abejonių dėl nacionalinės valiutos stabilumo, kai reitingo agentūra „Standart & Poor’s“ sumažino Latvijos skolinimosi reitingus, o Lietuvai sumažino skolinimosi reitingo perspektyvas. Vadinas, Lietuvoje valdant valstybės skolą nesiimama efektyviausių priemonių, kurios padėtų apsaugoti valstybės ekonomiką nuo nepageidaujamų rizikų bei krizių ateityje.

Lietuvos valstybėje skolos valdymo pasitelkiami valstybės skolinimosi limitai. Kiekvienais metais, atsižvelgdamas į šalies makroekonominius ir kitus rodiklius, LR Seimas peržiūri ir nustato skolinimosi limitus iš naujo, o jie patvirtinami LR Seimo kartu su atitinkamų metų valstybės biudžeto ir savivaldybių biudžetų finansinių rodiklių patvirtinimo įstatymu. Šie limitai trumpuoju laikotarpiu yra pagrindinė gairė vykdomajai valdžiai, kuri turi įgyvendinti skolinimosi politiką. Vyriausybės valstybės vardu priimtų skolinių įsipareigojimų (skolos portfelio struktūros ir

mokėtinų palūkanų) limitai yra nustatyti Vyriausybės patvirtintose Vidutinės trukmės skolinimosi politikos kryptyse<sup>2</sup> (tai skolinimosi politiką vidutiniu laikotarpiu (trejų metų) nusakantis dokumentas). Kaip pažymėta šiame dokumente, valstybės skolinimosi politiką lemia tai, kad Lietuvos Respublikos Vyriausybė, siekdama palaikyti stabilų ekonomikos augimą, privalo užtikrinti efektyvų susidariusios valstybės skolos valdymą ir nustatyti tolesnius skolinimosi politikos tikslus. Be to, būtina pasiekti, kad konsoliduoto valstybės biudžeto išdo deficitas neviršytų 2,5 proc. šalies bendrojo vidaus produkto. Šiame dokumente apibrėžti tokie priimtų skolinių įsipareigojimų valdymo politikos tikslai:

- Svarbiausias jų - užtikrinti valstybės išlaidų ir skolinių įsipareigojimų finansavimą skolintomis lėšomis kuo mažesnėmis sąnaudomis ir priimtina rizika, neviršyti nustatytų skolos ir skolinimosi limitų, taip pat laikytis reikalavimų valstybėms, siekiančioms įsivesti eurą.

- Pasirengti vyriausybės vertybinių popierių redominavimui iš lito į eurą, taip pat suderinti Vyriausybės vertybinių popierių parametrus bei jų aukcionų vykdymo tvarką su euro zonos reikalavimais.

- Tobulinti turimas bei diegti naujas informacinių technologijų sistemas, kurios užtikrintų efektyvų turimų išteklių panaudojimą, sumažintų finansinę ir veiklos riziką, padidintų skolinių įsipareigojimų valdymo efektyvumą.

Žemiau esančioje lentelėje pateikti 2006 metams Seimo patvirtinti skolinimosi limitai bei faktinis jų laikymasis.

lent. 2 Valstybės skolos ir skolinimosi limitų vykdymas 2006 metais.

|   | Nustatytas dydis | Faktinis dydis |
|---|------------------|----------------|
| Vyriausybės grynas skolinimasis, mln. Lt  | 4800             | 1546,6         |
| Trumpalaikiai valstybės vardu priimti skoliniai įsipareigojimai nuo visų skolinių įsipareigojimų valstybės vardu, proc.   | 30               | 6,4            |
| Valstybės vardu priimti skoliniai įsipareigojimai už kintamą palūkanų normą nuo visų valstybės vardu priimtų skolinių įsipareigojimų, proc.   | 25               | 1,9            |
| Išlaidos palūkanoms už valstybės vardu paimtas paskolas, išleistas Vyriausybės vertybinius popierius ir kitus valstybės vardu priimtus skolinius įsipareigojimus nuo į Lietuvos Respublikos | 10               | 2,4            |

<sup>2</sup> Vyriausybės 2005-06-01 nutarimas Nr. 602 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi politikos kryptių aprašo patvirtinimo“.

|   |  |  |
|---|--|--|
| valstybės biudžetą surinktų mokesčių metinės sumos, proc. |  |  |
|---|--|--|

Šaltiniai: Vyriausybės 2005-06-01 nutarimas Nr. 602 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi politikos krypties aprašo patvirtinimo“; Lietuvos valstybės skola 2006.

Nors Valstybės ir savivaldybės skolinimosi limitai pateikiami kiekvienu metų valstybės biudžeto ir savivaldybių biudžetų projektuose. Vis dėlto, limitų nustatymas nėra stebuklinga priemonė, galinti išgelbėti nuo krizių. Bet kokie limitai nėra galutiniai ir juos visada galima persvarstyti. Vis dėlto, geriausias ir tikriausias skolinimosi limitų kontrolierius yra rinkta, ji įvertina ir nustato tikrąją padėtį ir imasi atitinkamų priemonių - šaliai niekas nebeskolina. Tokiu atveju galima sakyti, kad pasitikėjimo limitas jau yra viršytas, kiti limitai yra tik teorinės prielaidos ir jų neįmanoma tiksliai nustatyti bei pagrįsti.

Išanalizavę Lietuvos valstybės skolos valdymą, galime teigti, jog Lietuvoje valstybės skola nėra tinkamai valdoma bei nėra pasitelkiamos visos priemonės galinčios apsaugoti valstybę nuo rinkos, kredito, operacinės rizikų, susijusių su užsienio valiuta ir trumpalaikiais įsiskolinimais, kintančių palūkanų įtaka, netiesioginių ir kitų galimų įsipareigojimų įtaka skolos stabilumui ir tvarumui. Visų pirma, valstybės skolos valdymui pasitelkiami skolinimosi limitai tikrai nėra efektyvi priemonė, o siekiant efektyvaus valstybės skolos valdymo, turėtų būti kuo greičiau pradėtas naudoti stochastinis simuliacinis modelis bei atliekami „stress testai“. Tik tinkamos atsargos priemonės gali garantuoti, jog valstybė sugebės išvengti krizės.

## II.3 Valdžios sektoriaus skolos analizė

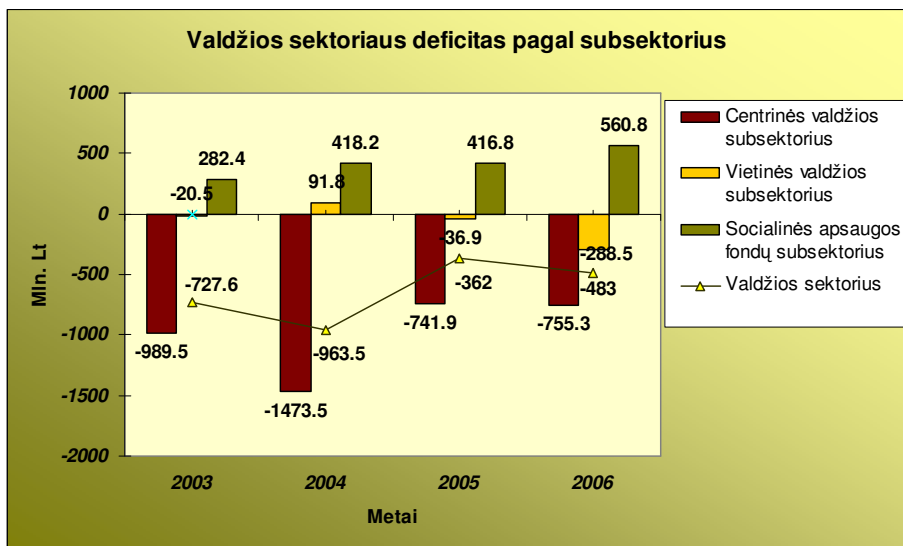
Pagal Valstybės skolos įstatymą valstybės skolą sudaro valdžios sektoriui priskirtų subjektų, turinčių teisę skolintis, prisiimtų, bet dar neįvykdytų įsipareigojimų gražinti kreditoriams lėšas, pasiskolintas išplatinus Vyriausybės vertybinius popierius, pasirašius paskolų sutartis, lizingo (finansinės nuomos) sutartis ir kitus įsipareigojamuosius skolos dokumentus, konsoliduota suma.

Vertinant valstybės skolos valdymą patartina naudoti kiekinius ir kokybinius valstybės skolos rodiklius. Svarbiausias rodiklis, atspindintis valstybės įsipareigojimų būklę, yra pats valstybės skolos dydis, kuriam suteikiama piniginė išraiška. Analizei svarbūs ir kiti parametrai, kurių pagrindiniai būtų tokie: skolos struktūra pagal pobūdį, trukmę bei valiutas.

### II.3.1 Bendros valdžios sektoriaus skolos analizė

Kaip minėjome ankstesniuose skyriuose valdžios sektorių sudaro centrinės, vietos ir valstybės socialinės apsaugos fondų sektoriai.

Be to, kaip buvo rašyta pirmoje darbo dalyje, valstybės skola ir valstybės biudžeto deficitas yra glaudžiai susiję, todėl pirmiausia ir paanalizuosime valstybė biudžeto deficito kitimo dinamiką pastaraisiais metais.



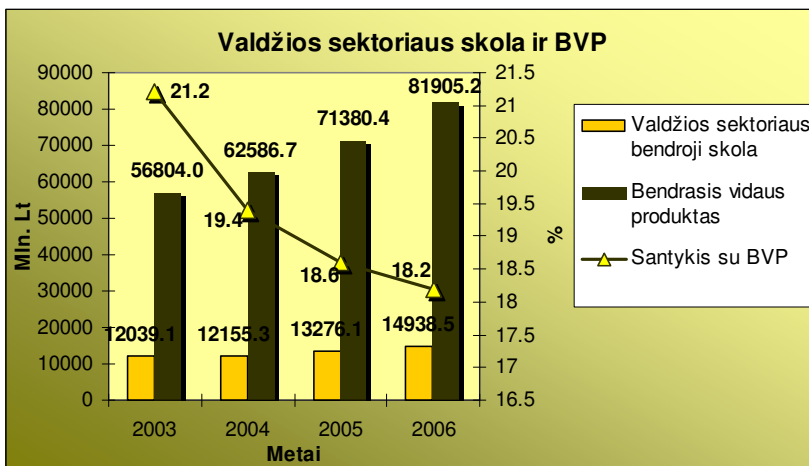
Sudaryta autorės. Duomenys: LR Finansų ministerija.

pav. 8 Valdžios sektoriaus deficito dinamika 2003-2006 metais.

Kaip matyti iš pateikto paveikslo didžiausia dalis deficito tenka Centrinės valdžios subsektoriui, net 755,3 mln. Lt. Tuo tarpu Socialinės apsaugos fondų subsektorius kelinti metai iš eilės surenka perteklinį biudžetą – 2006 metais jis turėjo 560,8 mln. Lt perviršį bei taip prisideda prie viso valdžios sektoriaus deficito mažinimo, kuris 2006 metais išaugo ir sudarė 483 mln. Lt. 2007 metais numatomas 1,441 mlrd. Lt valdžios sektoriaus deficitas. Tai bene tris kartus didesnis deficitas nei buvo užfiksuotas 2006 metais. Tačiau biudžeto deficito santykis lyginant su BVP mažėja. 2004 metais biudžeto deficitas buvo -1,5 % nuo BVP, 2005 metais - -0,5 % nuo BVP, o 2006 metais - -0,6% nuo BVP. Taigi biudžeto deficitas procentiniu dydžiu nuo BVP nėra toks bauginantis, be to, biudžeto deficito ir BVP santykis Lietuvoje neperžengia Maastrichto sutartyje numatytą kriterijų<sup>3</sup>. Tačiau skaičiai absoliutiniu dydžiu yra gan dideli ir Lietuvos valstybei ateityje augantis biudžeto deficitas gali būti nepakeliamas.

Šie valdžios sektorių biudžetų deficitai – tai grynasis vyriausybės skolinimosi poreikis. Prie šios sumos pridėjus grąžinamas paskolas gaunamas bendrasis vyriausybės skolinimosi poreikis, arba valstybės skola, kuris pavaizduotas žemiau esančiame paveiksle.

<sup>3</sup> Metinis šalies [biudžeto deficitas](#) negali viršyti 3% bendrojo vidaus produkto. Arba bent jau reikalaujama pasiekti lygį, artimą 3%. Tik išskirtinės ir laikinos išimtys yra leidžiamos išskirtiniais atvejais.



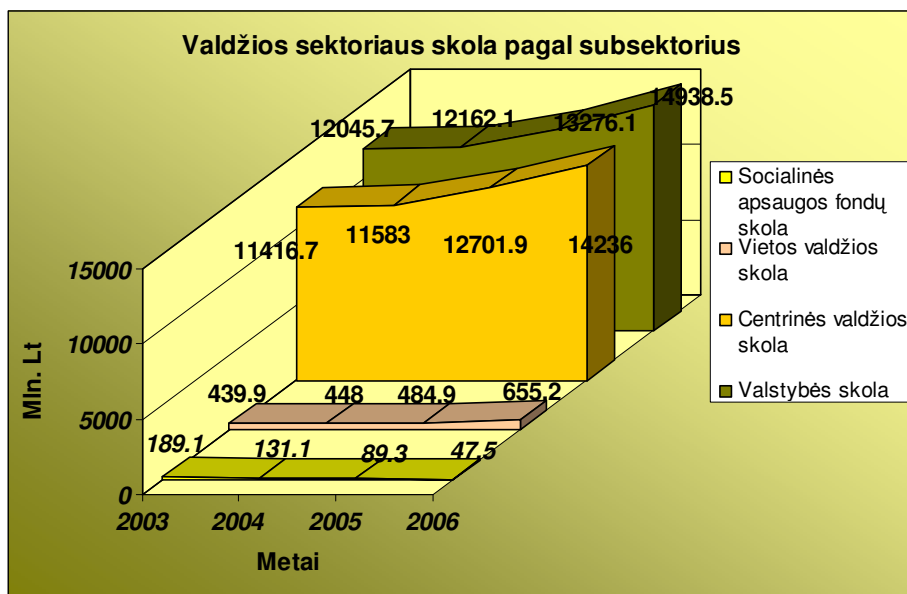
Sudaryta autorės. Duomenys: LR Finansų ministerija ir Statistikos Departamentas prie LR Vyriausybės.  
pav. 9 Valdžios sektoriaus skola ir BVP

Kaip matome pateiktame paveiksle, Lietuvoje pastaraisiais metais auga tiek valstybės skola, tiek ir bendrasis vidaus produktas, tačiau valstybės skolos ir bendrojo vidaus produkto santykis mažėja. 2005 metais šalies BVP augo 7,9 %, o 2006 – 7,7 %. Lietuvos valstybės skola, lyginant su BVP, yra gerokai mažesnė už Maastrichto sutartimi nustatytą kriterijų<sup>4</sup>. Tačiau, nors valstybės skola yra viena mažiausių ES ir net tris kartus mažesnė nei Maastrichto kriterijų nustatyta maksimali riba, vien tuo remtis negalima. Mat pagal skolos augimo tempus Lietuva yra viena pirmaujančių valstybių. Nuo 1990 metų skaičiuojant procentais nuo BVP Lietuvos skola po Maltos ir kartu su Čekija ir Vokietija, išaugo bene labiausiai tarp dabartinių ES narių. Kol Lietuvos skola išaugo 18,2 % (nuo 0 iki 18,2 % nuo BVP), visos ES mastu skola sumažėjo 2 proc.

Be to, nors ir BVP bei valstybės skolos santykis nuolat mažėja, tačiau ekonomikos vystimosi praktika numato, kad valstybės skola turėtų didėti mažesniu tempu negu kad didėja šalies BVP, arba bent neviršyti šio didėjimo (procentais). Kaip žinome, BVP Lietuvoje 2005 metais augo 7,9 % o 2006 metais – 7,7 %, tuo tarpu valstybės skola 2005 metais augo 9,22 %, o 2006 metais – jau 12,52 %, o 2007 metais planuojama, kad valstybės skola dar augs bent 10 %, o BVP augimas teprognozuojamas 6-7 %. Todėl tik spartesnis BVP, o ne valstybės skolos augimas suteiktų šaliai galimybę ateityje sumažinti valstybės įsiskolinimus. Kitu atveju, valstybės skolai didėjant sparčiau nei BVP, valstybės skolos našta gali būti nebepakeliama šaliai ir ateities kartoms. Tad nedidėjantis valstybės skolos ir BVP santykis turėtų būti pasirinktas kaip vienas iš pagrindinių kriterijų vykdant skolinimosi politiką.

<sup>4</sup> Maastrichto sutartyje numatyta, kad valdžios sektoriaus skola turi būti ne didesnė kaip 60 procentų BVP arba ji turi sparčiai ir nuosekliai mažėti

Kaip anksčiau jau minėjome, valdžios sektoriaus skola apima centrinės valdžios, vietinės valdžios ir socialinės apsaugos fondų skolą, o jų dalis bendroje valstybės skoloje pavaizduota žemiau esančiame paveiksle.



Sudaryta autorės. Duomenys: LR Finansų ministerija.  
pav. 10 Valdžios sektoriaus skola pagal subsektorius

Akivaizdu, kad centrinės valdžios skolos dalis bendroje skoloje, taip pat kaip ir aukščiau aptartas valdžios sektoriaus deficitas bendrajame valstybės deficite, yra didžiausia. 2006 metais centrinės valdžios skola bendroje skoloje sudarė 95,30 %, vietos valdžios skola – 4,40 %, o socialinės apsaugos fondų skola – 0,30 %. Žvelgiant nuo 2003 metų tiek centrinės valdžios sektoriaus, tiek vietos valdžios sektoriaus skola nuolat auga, tačiau mažėja, ir gan sparčiai, socialinės apsaugos fondų skola (nuo 2003 iki 2006 metų, t.y. per ketverius metus socialinės apsaugos fondų skola sumažėjo keturis kartus). Reikėtų pažymėti, kad vietinės valdžios bei socialinės apsaugos fondų sektorius gali skolintis naudodamas tik vienos rūšies skolinimosi priemones – paskolas. Vietinės valdžios taip pat kaip ir socialinės apsaugos fondų institucijos skolos vertybinių popierių neišleidžia.

Taigi, atlikta valstybės skolos analizė suteikia bendrą vaizdą, tačiau neleidžia pažiūrėti į tam tikras detales konkrečiai. Išanalizavę bendrą Lietuvos valstybės skolos situaciją, galime daryti išvadas, kad valstybė visada turi deficitinį biudžetą, kuris finansuojamas skolinantis. Tad dėl šios priežasties Lietuvos valstybė visada turi ir absoliutiniu dydžiu augančią valstybės skolą. Be to, gaila, tačiau valstybės skola auga sparčiau nei didėja valstybės BVP, tad būtina detalesnė valstybės skolos analizė.

### II.3.2 Valdžios sektoriaus skolos pagal kreditorius analizė

Bendra valstybės skolos analizė niekada neduos išsamių rezultatų, atsakymų į rūpimus klausimus, kaip kad detalesnė – žvelgiant iš įvairių aspektų. Valstybės skolos skirstymas pagal kreditorius leidžia pamatyti, kam, t.y. užsienio ar vidaus kreditoriams, valstybė yra įsipareigojusi.

Lietuvos skolinimąsi užsienio rinkose sąlygiškai galima suskirstyti į tris etapus: [6]

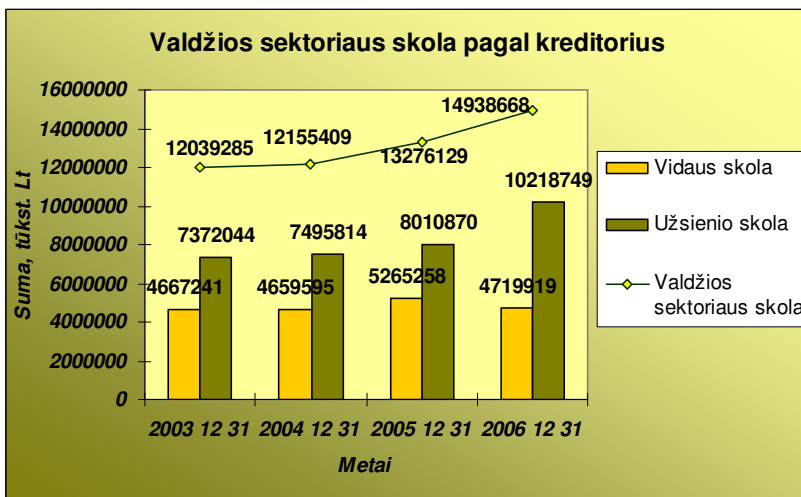
1. 1992 05 28 – 1995 12 15. Šiame etape Lietuva skolinosi iš tarptautinių finansinių institucijų ir skolintis buvo galima tik jų remiamiems projektams finansuoti, o valstybei skolininkei reikėjo sutikti su papildomomis, dažniausiai socialine prasme nepalankiomis sąlygomis bei įsipareigojimais. Tačiau Lietuva iš šių institucijų galėjo skolintis ilgam laikotarpiui (10-30 metų), palyginti tuo metu mažomis palūkanų normomis, turėjo galimybę gauti lengvatinį laikotarpį palūkanoms išmokėti, taip pat buvo suteikiama papildoma 5-100 proc. paskolos sudaranti negražintina suma projektui parengti ir įgyvendinti.

2. 1995 12 15 – 2002 03 27. 1995 metų pabaigoje pirmą kartą užsienio rinkose buvo išplatintos Vyriausybės obligacijos užsienio valiuta (60 mln. JAV dolerių, trukmė – 2 metai). Pradėtos naudoti sindikuotos paskolos biudžeto deficitui finansuoti ir išdo pinigų srautams subalansuoti. Valstybei buvo suteiktas oficialus ir neoficialus reitingas.

3. 2002 03 27 – dabar. Pirmą kartą išleista 10 metų trukmės 400 mln. eurų vertės euroobligacijos už palyginti mažą palūkanų normą (5,9 %) Ryškiai padidėjo pasitikėjimas Lietuvos valstybe ir dėl to pagerėjo skolinimosi sąlygos. Lėšų poreikis finansuojamas leidžiant Vyriausybės vertybinius popierius bei komercinių finansų institucijų paskolomis ir atsisakant tarptautinių finansų institucijų paskolų.

Vis dėlto, reikėtų pažvelgti detaliau, kam Lietuva yra labiau įsiskolinusi – savo šalies viduje ar už valstybės ribų. Tai iliustruoja žemiau pateiktas paveikslas.





Sudaryta autorės. Duomenys: LR Finansų ministerija.  
pav. 11 Valdžios sektoriaus skola pagal kreditorius

Išanalizavus aukščiau pateiktą paveikslą, skirtumas tarp vidaus ir užsienio skolų yra akivaizdus. Žvelgiant nuo 2003 – 2005 metus užsienio skolos dalis visoje valstybės skoloje buvo panašus: 2003 metais – 61,23 %, 2004 metais – 61,67 %, o 2005 metais – 60,34 %. Tačiau 2006 metais užsienio skolos dalis visoje valstybės skoloje gan smarkiai išaugo ir ji sudarė 68,4 % visos Lietuvos valstybės skolos (vidaus skola 2006 metais tesudarė 31,6 %). Visgi tikslingesnis būtų užsienio skolos visoje valdžios sektoriaus skoloje mažinimas, nes užsienio skola yra skausmingesnė nei vidinė. Ji gali būti neskausminga tik tuomet, jei ji yra panaudojama investicijoms, kurios duoda pelną bei padeda išmokėti paskolą. O to mūsų valstybės vykdomoje politikoje nesimato. 2006 metais didžioji skolintų lėšų dalis yra panaudota valstybės skolai ir valstybės socialinės apsaugos fondų skolinams įsipareigojimams dengti bei šių fondų pinigų srautams subalansuoti. [21].

Remiantis „auksine“ skolinimosi taisykle (aprašyta pirmoje darbo dalyje) nustatyta, kad Lietuvos valstybės skolos panaudojimas yra neefektyvus. Visgi, Lietuvoje daugiausia skolinamasi einamosioms išlaidoms padengti (valstybės skolai grąžinti, išdo srautams subalansuoti) ir tik 2 % skolinimosi yra skiriama efektyvioms investicijoms, t.y. tokioms investicijoms, kurios duoda papildomas pajamas. Jei šitaip bus skolinamasi ir toliau, ateities kartos dėl skolos gyvens prasčiau.

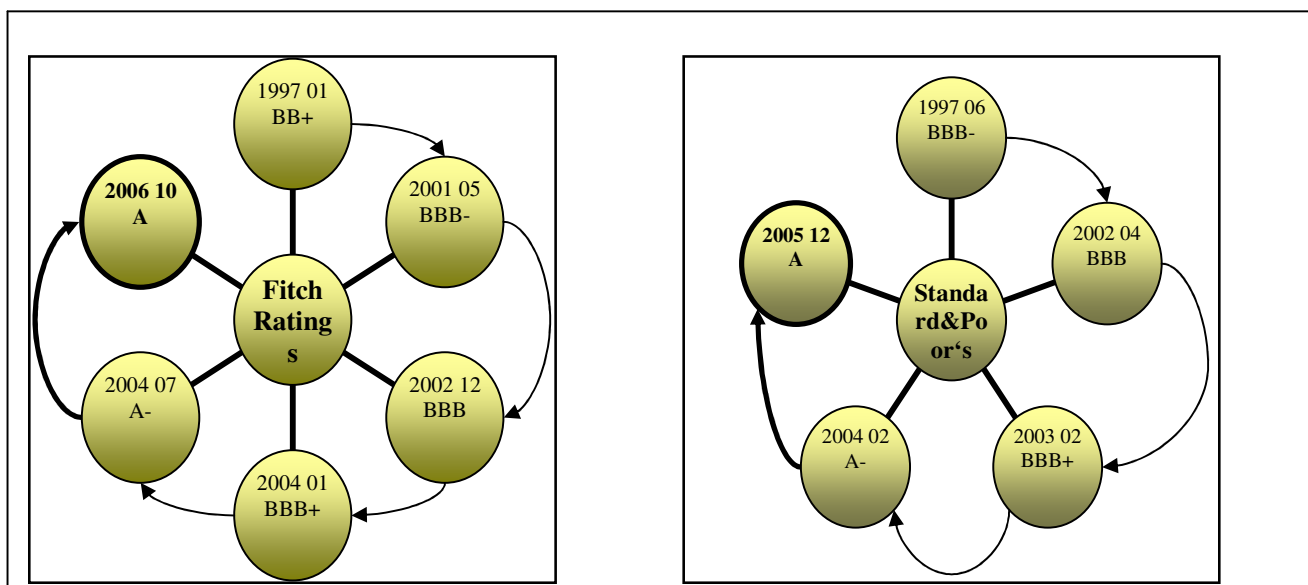
Galime teigti, jog didėjanti užsienio skolai visoje valstybės skoloje reiškia, kad valstybės nesugeba tvarkyti rezidentų santaupų, jų investuoti. Tai byloja apie makroekonomikos nesubalansuotumą. Taigi, Lietuvos vyriausybė, daugiau skolindamasi užsienyje, blogina šalies ekonomikos augimo perspektyvas, nes augančios užsienio skolas aptarnavimo išlaidos ateityje gali tapti ekonomikos augimą varžančiu veiksniu (našta ateities kartoms). Todėl būtina peržiūrėti skolinimosi strategiją ir valstybei daugiau orientuotis į valstybės skolinimąsi.

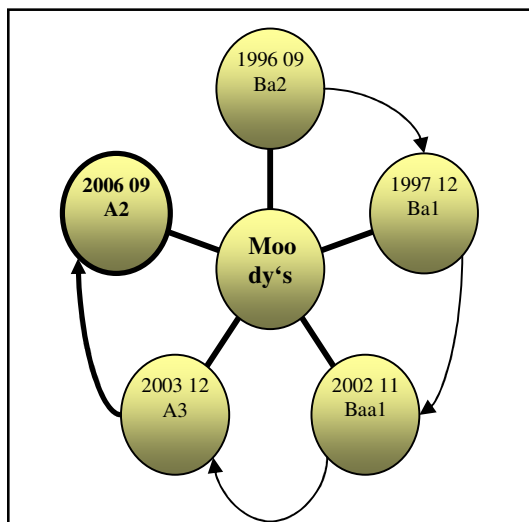
### II.3.3 Kredito reitingų analizė

Kaip buvo minėta anksčiau, kredito reitingai – tai valstybės skolos valdymo pavyzdys. Lietuvai, kaip ir kiekvienai šaliai, yra būtinas geras valstybės įvertinimas, nes reitingų agentūrų veikla šaliai teikia skaidrumo bei užtikrina prielaidas pasitikėjimui atsirasti - reitingai suvokiami kaip visuotinė rizikingumo arba patikimumo matavimo skalė, t.y. kuo aukštesnis reitingas, tuo didesnis pasitikėjimas ir mažesnė rizikos premija, kurios reikalauja investuotojas. Dėl to valstybei yra svarbu gauti ir – dar svarbiau – išlaikyti aukštą reitingą, kadangi tai užtikrina mažesnes skolintų lėšų pritraukimo sąnaudas.

Žvelgiant į visą Lietuvos reitingų istoriją, nebuvo didelių šuolių ir jokių kritimų, reitingų pokyčiai buvo laipsniški ir teigiami. 1996 – 1997 metais – tuo metu kai kreditų reitingų agentūros pradėjo vertinti Lietuvos skolinimosi reitingą (žr. Priedas Nr. 3) Lietuvai buvo suteiktas neinvesticinis/žemesnis investicinis skolinimosi lygis. Tačiau stabilus ir mažai kintanti valstybės skola suteikė galimybę Lietuvai gauti aukštesnius kredito reitingus, taip pat ir sustiprinti kreditorių pasitikėjimą šalimi. Aukštesni kredito reitingai parodė valstybės galimybes ateityje grąžinti skolas, leido sumažinti valstybės skolinimosi kaštus, t. y. skolintis mažesnėmis palūkanomis, o palūkanoms mokėti skirtos (numatytos anksčiau) lėšos gali būti investuojamos į šalies ekonomiką. Šiuo metu visi Lietuvai suteikti reitingai yra aukštesniojo investicinio lygio.

Žemiau esančiuose paveiksluose pateikta susisteminta pagrindinių kredito reitingų agentūrų, Moody's, Standard&Poors ir Fitch Ratings, Lietuvos ilgalaikio skolinimosi reitingo įvertinimo raida. Išskirti tie metai, kuriais reitingų agentūros Lietuvai pakeitė kredito reitingų reikšmes (žr. Priedas Nr. 4).





Sudaryta autorės. Duomenys: [http://www.finmin.lt/web/finmin/kredito\\_reitingai/lietuvos\\_kredito\\_reitingu\\_raida](http://www.finmin.lt/web/finmin/kredito_reitingai/lietuvos_kredito_reitingu_raida)

pav. 12 Kredito reitingų raida Lietuvoje

Kaip parodyta aukščiau pateiktuose paveiksluose, Lietuvai visada būdavo suteikiami tik geresni kredito reitingai ir jie nei karto nebuvo pabloginti. Tai reiškia, jog reitingų agentūros įvertino apdairią Lietuvos fiskalinę politiką bei spartų ekonomikos augimą. Nuo 2003 metų pabaigos iki 2004 metų vidurio visos trys reitingų agentūros Lietuvą perkėlė iš žemesnio investicinio lygio į aukštesnįjį – pirmoji Lietuvai aukštesnįjį investicinį reitingą (2003 12 mėn.) suteikė Moody's reitingų agentūra, o paskutiniai (2004 07 mėn.) – Fitch Ratings. Standard&Poor's ekspertai, suteikdami naujus reitingus, pažymėjo, kad pakeista Lietuvos skolinimosi perspektyva atspindi ilgalaikį ir tvarų Lietuvos ekonomikos augimą bei Lietuvai palankias prisijungimo prie Ekonominės ir pinigų sąjungos perspektyvas [17]. Taigi, šiuo metu esantys aukštesni investiciniai reitingai atspindi Lietuvos ekonomikos augimą, kurią investuotojai vertina kaip patikimą ir stabilią bei leidžia Lietuvai tarptautinėse finansų rinkose pasiskolinti palankiomis sąlygomis ir tokiu būdu taupyti valstybės lėšas, t. y. sumažinti ne tik valstybės sektoriaus skolinimosi kaštus, bet turi ir teigiamą poveikį privataus sektoriaus skolinimuisi (skatina ekonomikos plėtrą).

Žvelgiant į kredito reitingų įvertinimą Centrinės ir Rytų Europos mastu (žr. Priedas Nr. 5), Lietuvos situacija yra tikrai nebloga. Lietuvą šiame regione lenkia tik Slovėnija, Estija, Slovakija bei Čekijos Respublika. O Lietuva lenkia Latviją, Lenkiją, Vengriją, Bulgariją, Rumuniją bei kitas šalis. Be abejo, nuo Vakarų ir Šiaurės Europos Lietuva atsilieka. Visos valstybės šiuose regionuose įvertintos geriau nei Lietuva.

Visgi, nepaisant gerėjančio valstybės įvertinimo, nerimauti yra dėl ko - šiais metais dvi reitingų agentūros, t.y. Moody's ir Fitch Ratings, Lietuvos teigiamą skolinimosi perspektyvą pakeitė į neutralią, o

kita reitingų agentūra – Standards&Poors skolinimosi perspektyvą pakeitė iš neutralios į neigiamą, t.y. reitingų agentūros vertinimu, tikėtina, kad reitingai, valstybei nesiėmus atitinkamų priemonių, ateityje bus mažinami.

Nors Finansų ministerija savo pranešimuose apie Lietuvai suteiktus kredito reitingus teigia, kad svarbiausias rodiklis - pati reitingo reikšmė, o jo perspektyva - tik papildoma indikacija, neprivalanti nulemti reitingų pokyčių, t. y. esant neigiamai perspektyvai, reitingas neprivalo būti sumažintas, o esant teigiamiems pokyčiams, reitingai galėtų būti ir padidinti. Visgi, mūsų nuomone, kreditų reitingų agentūros ateityje taps dar priekabesnės ir reiklesnės ir kai kuriuos faktus, kaip ekonomikos perkaitimo pavojų, didėjančią infliaciją, darbo rinkos problemas, greitai augančius paskolų portfelius, vertins dar griežčiau nei galbūt reikėtų. Tad Lietuvai kyla nemaža grėsmė, kad dėl galimo ateityje kredito reitingo reikšmės sumažinimo (kaip 2007 metais sumažintas skolinimo reitingas Latvijai) valstybė turės skolintis didesniais kaštais, t. y. skolintis didesnėmis palūkanomis, o palūkanoms mokėti skirtos lėšos negalės būti investuojamos į šalies ekonomiką.

Iš kredito reitingų analizės galime daryti išvadą, kad Lietuva šiuo metu yra įvertinta pakankamai aukštais kredito reitingais tiek žvelgiant į šalies istoriją, tiek kitų šalių atžvilgiu. Tačiau jau yra pastebėti pirmieji pavojaus ženklai, kad kredito reitingai (reikšmingi indikatoriai kreditoriams dėl pasitikėjimo šalimi bei rizikos priedo) ateityje gali būti sumažinti. Tad Lietuvos valstybės valdymo institucijos būtinai turėtų atkreipti į tai dėmesį.

### II.3.4 Lietuvos valstybės skolinimosi analizė

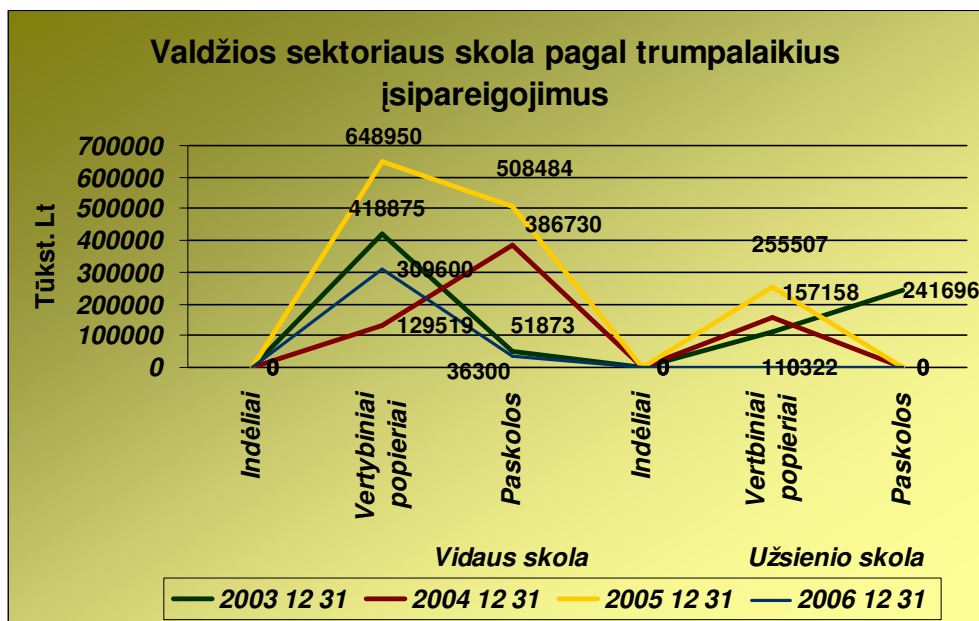
Valstybės skolinimasis pinigų ir kapitalo rinkose apima Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių platinimą vidaus ir užsienio rinkose, taupymo lakštų (indėlių) išleidimą bei skolinimąsi iš užsienio bei vidaus komercinių bankų ar kitų finansinių institucijų.

Nors iki 1994-ųjų metų valstybės biudžetas buvo subalansuotas, tačiau jau nuo 1992 metų buvo skolinamasi už valstybės biudžeto ribų, t.y. imamos paskolos, skirtos investicinių projektų finansavimui, valstybės garantijoms bei valstybės vardu gautų paskolų perskolinimui. Lietuvoje vyriausybės vertybinių popierių platinimas pradėtas 1994 metais, kai 1994 metų viduryje aukciono būdu išplatinti pirmieji vertybiniai popieriai – išdo vekseliai, išleisti litais. Užsienio rinkose Lietuva pasiskolino kiek vėliau, tik 1995 metų pabaigoje, išplatinus obligacijų emisiją.

2006 metais Vyriausybės skolinimosi poreikis siekė 4,6 mlrd. litų (buvo 0,1 mlrd. litų didesnis nei 2005 metais). Vyriausybės skolinimosi poreikis susidarė dėl Vyriausybės valstybės

vardu pasiskolintų lėšų grąžinimų – 3,1 mlrd. litų, valstybės biudžeto deficito finansavimo – 1,2 mlrd. litų, avansu išmokėtų tiesioginių išmokų žemdirbiams – 226 mln. litų. Taip pat 2006 metais Vyriausybė skolinosi valstybės investicijoms ir kitiems tikslams finansuoti. [20].

Valstybės skolinimasis pagal priemonių tipus ir skolinimosi trukmę bei jų kitimo dinamika pavaizduoti žemiau esančiuose paveikslėliuose (pav. 13, pav. 14).

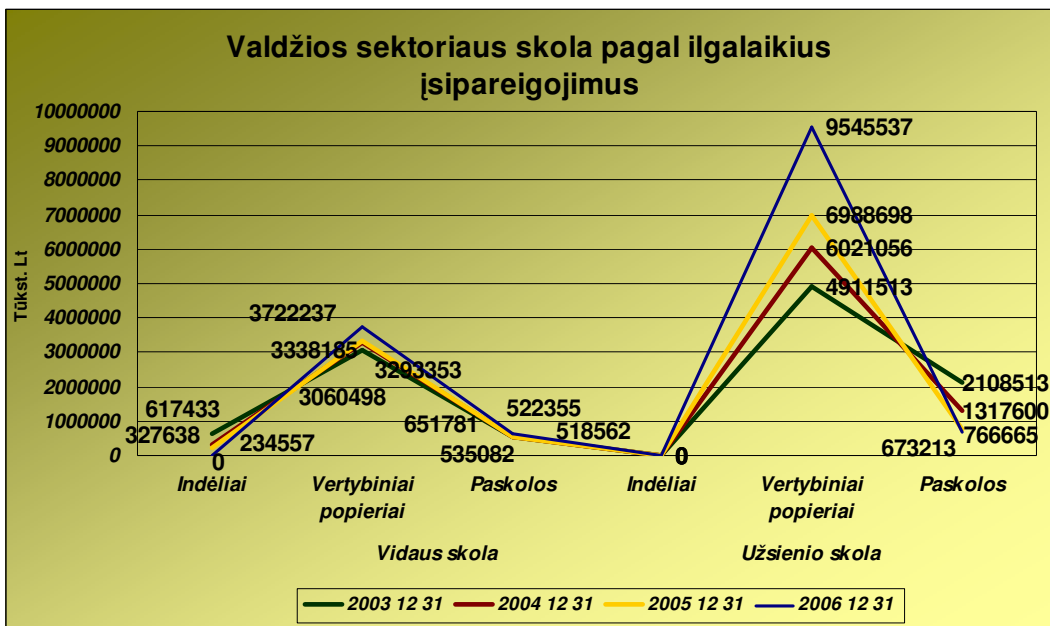


Sudaryta autorės. Duomenys: LR Finansų ministerija.

pav. 13 Valdžios sektoriaus skola pagal trumpalaikius įsipareigojimus

Kaip matyti iš pateikto paveikslo, trumpam skolinimuisi valstybė visiškai nenaudoja indėlių. O pagrindinė Lietuvos Respublikos Vyriausybės trumpalaikio skolinimosi rinkose priemonė – Vyriausybės vertybinių popierių leidimas. Paskolos 2006 metais sudarė 10 % viso trumpalaikio skolinimosi, o vyriausybės vertybiniai popieriai beveik 90 %. Be to, trumpalaikis valstybės skolinimasis 2006 metais, lyginant su praėjusiais metais ganėtinai smarkiai sumažėjo ir galėtų dar mažėti. Pateiktame paveiksle palyginus 2003-2006 metus išsiskiria 2005 ir 2006 metai. 2005 metai išsiskiria smarkiai išaugusiais trumpalaikiais įsipareigojimais, o 2006 metai išsiskiria mažiausiais trumpalaikiais įsipareigojimais per nagrinėjamą laikotarpį (šiais metais buvo išpirkta žymi dalis išdo vekselių). Tad 2006 metais lyginant su 2005-aisiais trumpalaikė skola sumažėjo beveik 3,5 karto. Tai geras požymis, nes didesnė trumpalaikių įsipareigojimų dalis visoje valstybės skoloje didina riziką, kad valstybė bus nepajėgi grąžinti visų skolinių įsipareigojimų.

Taip pat galima paanalizuoti ir ilgalaikio valstybės skolinimosi strategiją (pav. 14).



Sudaryta autorės. Duomenys: LR Finansų ministerija.

pav. 14 Valdžios sektoriaus skola pagal ilgalaikius įsipareigojimus

Ilgalaikiam skolinimuisi Lietuvos valstybė skolinimosi priemonės naudoja ganėtinai panašiai kaip ir trumpalaikiam skolinimuisi. Vertybiniai popieriai kiekvienais metais sudaro vis didesnę dalį ilgalaikėje valstybės skoloje, paskolos – vis mažesnę dalį, o indėlių kategorija 2006 metų pabaigoje valstybei išpirkus visus taupymo lakštus išvis išnyko. Šiuo metu pagrindinė ilgalaikio Lietuvos Respublikos Vyriausybės skolinimosi priemonė taip pat kaip ir trumpalaikiame skolinimesi yra vertybiniai popieriai, jie 2006 metais sudarė 91 %, o paskolos – 9 % visos ilgalaikės skolos. Visa valdžios sektoriaus ilgalaikė skola 2006 m. padidėjo 2963,9 mln. litų ir metų pabaigoje buvo 14592,6 mln. litų (97,7 proc. visos skolos), trumpalaikė skola sumažėjo 1067 mln. litų ir gruodžio 31 d. buvo 345,9 mln. litų (2,3 proc.). Tai yra tikrai geras požymis, kadangi didelė trumpalaikės skolos santykinė dalis būtų laikoma rizikos veiksniu, nes ekonominio nestabilumo metu susiduriama su jos refinansavimo problemomis. Ilgalaikis skolinimasis Lietuvai leidžia sumažinti tiek refinansavimo, tiek ir palūkanų normos kitimo riziką.

Išanalizavus aukščiau pateiktus paveikslus išryškėja skirtumas tarp vidaus ir užsienio skolos trumpalaikiu ir ilgalaikiu skolinimosi periodu. 2006 metais turint trumpalaikius skolinimosi tikslus buvo išvis atsisakyta užsienio kreditorių ir visa valdžios sektoriaus skola pagal trumpalaikius įsipareigojimus buvo padengta vidaus kreditorių. Kitokia situacija ilgalaikiame skolinimesi, kur užsienio skola sudaro 70 %, o vidaus – 30 % ilgalaikių įsiskolinimų.

Taigi, 2006 metais valstybės skolinosi vidaus ir užsienio rinkose išleisdama Vyriausybės vertybinius popierius bei imdama paskolas iš bankų. Didžiąją valdžios sektoriaus skolos dalį sudarė

neišpirkti vertybiniai popieriai (dažniausia pasaulyje naudojama skolinimosi priemonė) – 13577,3 mln. litų, negražintos paskolos metų pabaigoje sudarė 1361,2 mln. litų. Kadangi didžiausias skolos svoris tenka vertybiniams popieriams bei ši investavimo priemonė yra patraukliausia investuotojams, juos plačiau ir paanalizuosime.

### II.3.5 Vertybinių popierių analizė

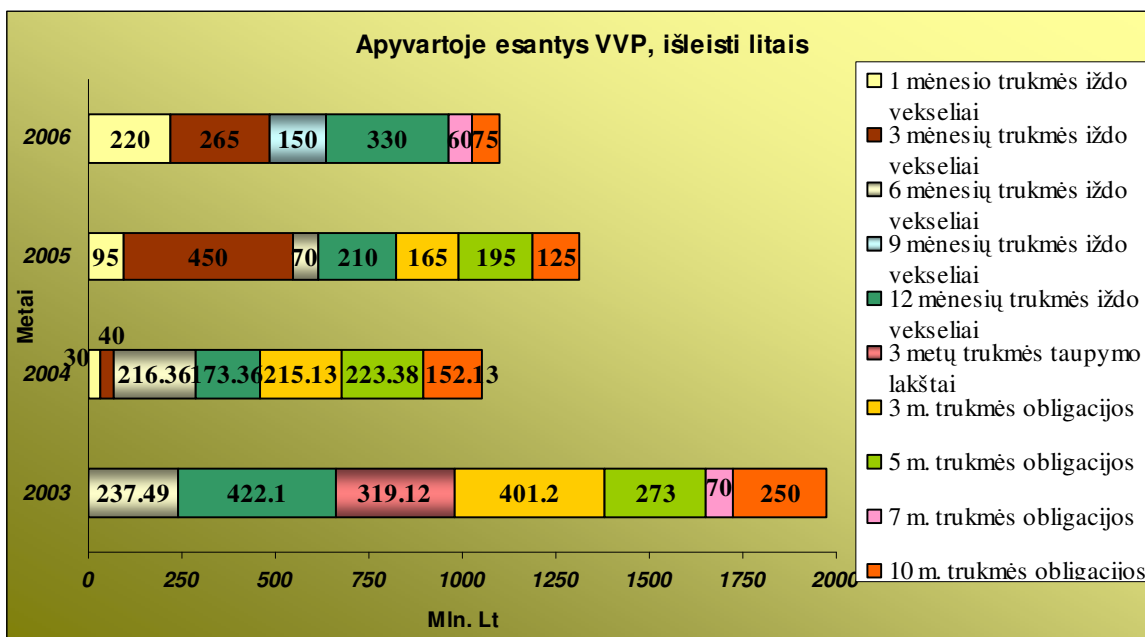
Lietuvoje yra leidžiami trijų rūšių vyriausybės vertybiniai popieriai. Pirmieji – valstybės išdo vekseliai, kurių išleidimo trukmė neviršija vienerių metų, antrieji – obligacijos, kurių galiojimo trukmė viršija vienerius metus bei taupymo lakštai – ne aukciono būdu leidžiami vertybiniai popieriai ir pirminėje apyvartoje parduodami tik fiziniams asmenims.

#### II.3.5.1 Litais leidžiami vertybiniai popieriai

Pagal 2006–ųjų metų gruodžio 31 dieną Finansų ministerijos pateiktus duomenis litais išleidžiami vertybiniai popieriai yra šie: [17]

- išdo vekseliai ir obligacijos su atkarpomis, parduodami aukcionuose;
- taupymo lakštai, parduodami gyventojams per komercinių bankų ir FMĮ tinklą, neturi antrinės apyvartos;
- tikslinės paskirties Vyriausybės vertybiniai popieriai, išleidžiami ne aukciono būdu pagal atskirus įstatymus.

Pagrindinę Vyriausybės vertybinių popierių, išleidžiamų litais, dalį sudaro aukciono būdu parduodami vertybiniai popieriai. Iš viso per 2006 metus aukciono dalyviai Vyriausybės vertybinių popierių aukcionams pateikė pasiūlymų, t. y. pageidavo įsigyti VVP, už 2 221,4 mln. litų, o iš viso 2006 metais metais vyriausybės vertybinių popierių, išleistų litais, nominaliąja verte buvo parduota už 1100 mln.Lt. Iš jų išdo vekseliai 965 mln. Lt, obligacijos – 135 mln. Lt. Detalus kiekvienais metų pabaigoje apyvartoje buvusių Vyriausybės vertybinių popierių, išleistų litais, vertė pateikta žemiau esančiame paveiksle.



Sudaryta autorės. Duomenys: Lietuvos Vyriausybės Vertybinių popierių metinė apžvalga 2006.  
pav. 15 Apyvartoje esantys VVP, išleisti litais

Kaip matyti iš paveikslo, daugiausia litais išleidžiamų (1972,91 mln. Lt) VVP buvo 2003 metų pabaigoje, o vėlesniais metais šis skaičius buvo žymiai mažesnis. 2006 metų pabaigoje apyvartoje buvusių VVP buvo bene perpus mažiau nei 2003 metais, t.y. 1100 mln. Lt. Trumpalaikių skolinimosi priemonių, t.y. išdo obligacijų, dalis tarp visų apyvartoje esančių VVP, išleistų litais, nuo 2003 metų tik didėja. 2003 metais trumpalaikiai VVP sudarė 33,43 %, 2004 metais – 43,76 %, 2005 metais – 62,98 % ir 2006 metais – 87,73 %. Taigi, apyvartoje esančių ilgalaikių VVP, išleistų litais, dydis absoliučia suma mažėja, o trumpalaikių skolinimosi priemonių dalis – didėja. Be to, auga ir vertybinių popierių, išleistų litais, pelningumas. 2006 metais į apyvartą išleisti trumpalaikiai vertybiniai popieriai turėjo aukščiausią pelningumą iš nagrinėjamo 2003-2004 metų laikotarpio (žr. priedai Nr. 7). 2006 metais vidutinis trumpalaikių VVP pelningumas buvo 3 %. Tuo tarpu ilgalaikių vertybinių popierių pelningumas 2006 metais lyginant su 2003-2006 metų laikotarpiu buvo vis dar ganėtinai žemas. Aukščiausias pelningumas buvo 2003 metais, o žemiausias 2005 metais, tuo tarpu 2006 metais pelningumas tik šiek tiek lenkė 2005-ųjų metų pelningumą.

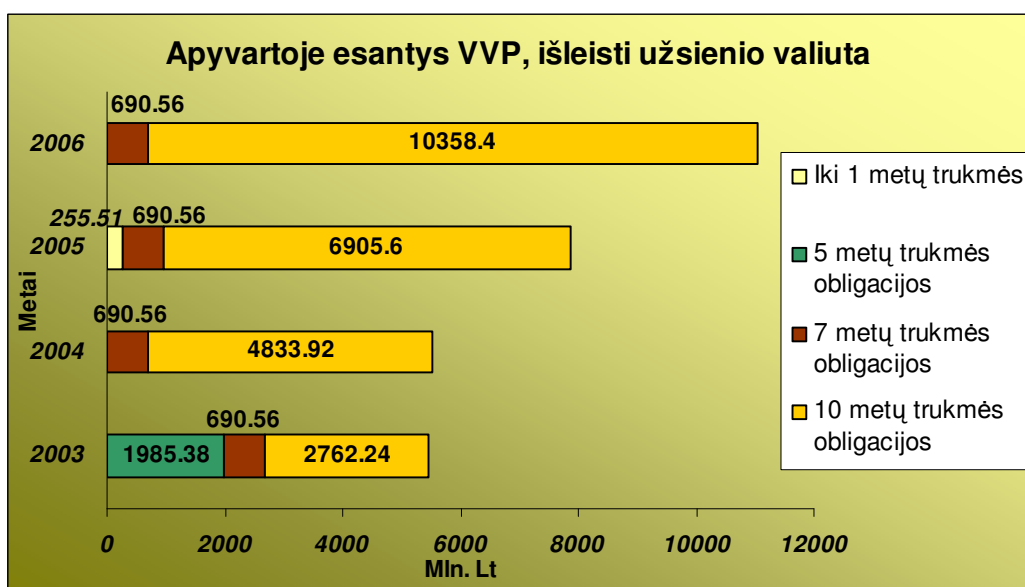
### II.3.5.2 Užsienio valiuta leidžiami vertybiniai popieriai

Užsienio valiuta leidžiami vertybiniai popieriai yra išdo vekseliai ir obligacijos, parduodami pasirašant platinimo sutartis su užsienio bankais.



2006 metais Finansų ministerija 1000 mln. Eurų padidino jau anksčiau išleistas euroobligacijų emisijas. 2002 metais tarpininkaujant bankams UBS Warburg ir JP Morgan buvo išplatinta 400 mln. Eurų euroobligacijų emisija, ir ši emisija 2006 metais padidinta 600 mln. Eurų (emisija bus išperkama 2012 metais, o jos atkarpos dydis 5,875. Eurų). 2005 metais euroobligacijų emisija tarpininkaujant Deutsche bankui ir UBS išplatinta 600 mln. Eurų vertės euroobligacijų emisija ir ši emisija 2006 metais padidinta 400 mln. Eurų (emisija bus išperkama 2016 metais, o jos atkarpos dydis 3,750 %).

Visiškai priešinga situacija nei su Vyriausybės vertybiniais popieriais, išleidžiamais litais, yra su VVP, išleidžiamais užsienio valiuta (pav. 16).



Sudaryta autorės. Duomenys: Lietuvos Vyriausybės Vertybinių popierių metinė apžvalga 2006. pav. 16 Apyvartoje esantys VVP, išleisti užsienio valiuta

Tarp apyvartoje esančių VVP, išleidžiamų užsienio valiuta, priešingai nei VVP, leidžiamų litais, dominuoja ilgalaikės trukmės VVP. Ir tik 2005 metais buvusių trumpalaikės trukmės VVP sudarė 3,25 % visų apyvartoje buvusių VVP, leidžiamų užsienio valiuta. Be to, visi 2003 – 2006 metų pabaigoje apyvartoje buvę VVP buvo išleisti eurais. Tai be abejo yra geras rezultatas, nes taip yra sumažinama valiutų kursų kitimo rizika (geriausias valiutų kursų kitimo pavyzdys – JAV doleris). Didžiausią dalį tarp apyvartoje esančių VVP, išleidžiamų užsienio valiuta, kiekvienais metais sudarė 10 metų trukmės obligacijos ir jų dalis tarp visų VVP, kiekvienais metais vis augo. Taip pat auga ir bendra apyvartoje esančių VVP, išleidžiamų užsienio valiuta, vertė. Ji 2003 metais buvo 5438,18 mln. Lt, o 2006 metais beveik padvigubėjo - 11048,96 mln. Lt.

Taigi, išanalizavus litais bei užsienio valiuta išleidžiamus VVP, galima pastebėti, kad valstybė orientuojasi į skolinimąsi užsienio valiuta, nes 2006 metais litais išleidžiami VVP bendroje

VVP apyvartoje tesudarė 10 % (VVP išleidžiami užsienio valiuta – 90 %). Be to, tarp VVP, leidžiamų vietine valiuta, vyrauja trumpalaikių VVP leidimas, o tarp VVP, leidžiamų užsienio valiuta dominuoja ilgalaikės trukmės VVP.

### II.3.6 Valstybės skolos valdymo išlaidų analizė

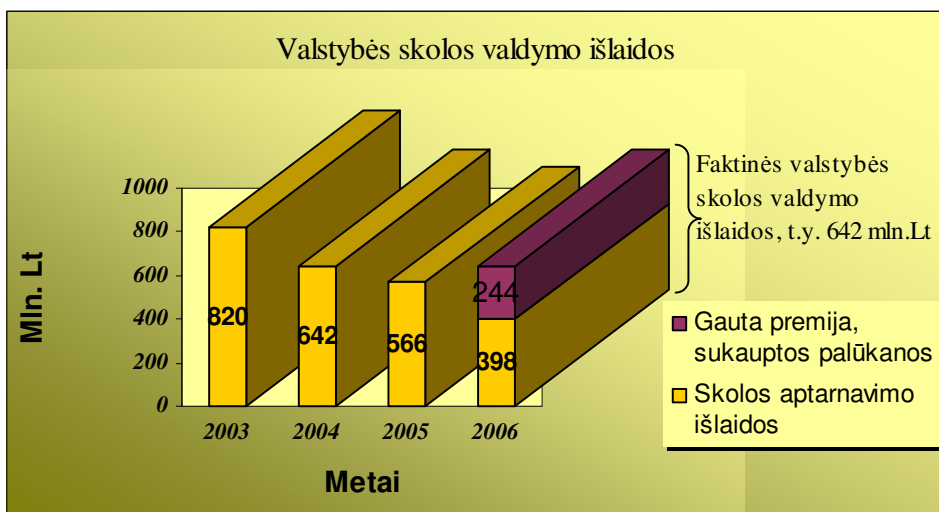
Nagrinėjant valstybės skolą, negalime pamiršti, kad absoliučią valstybės skolą didina ne tik tam tikrų poreikių tenkinimas, tačiau nemažai lėšų kainuoja ir valstybės skolos valdymas. Valstybės skolos aptarnavimo išlaidos didina bendras valstybės biudžeto išlaidas, ir tuo pačiu tampa papildoma biudžeto deficito dalimi. Tad reikia detaliau panagrinėti ir valstybės skolos valdymo išlaidas.

Valstybės skolos valdymo išlaidas sudaro mokamos palūkanos už centrinės valdžios, savivaldybių ir socialinės apsaugos fondų skolą bei kitos skolinimosi išlaidos. Sprendimą dėl centrinės valdžios ir socialinės apsaugos fondų skolos valdymo išlaidų dydžio priima Seimas, tvirtindamas atitinkamus biudžetų įstatymus, o dėl savivaldybių skolos valdymo išlaidų – savivaldybių tarybos.

Valstybės skolos valdymo išlaidos yra tvirtinamos valstybės biudžete pagal atskirą programą ir jas sudaro mokamos palūkanos už skolą valstybės vardu rezidentams ir nerezidentams (iki 2004 metų palūkanos buvo skirstomos pagal valiutų principą – vidaus ir užsienio), komisiniai mokesčiai, kitos išmokos už skolinimąsi vidaus ir užsienio rinkose, mokesčiai reitingų agentūroms ir t. t. Iki 2004 metų į skolos valdymo išlaidas buvo įtraukiamos ir sumos, mokamos kreditoriams už negalinčius savo įsipareigojimų vykdyti skolininkus, gavusius paskolas valstybės vardu ar valstybės garantuojamas paskolas. Nuo 2004 m. šios sumos įtraukiamos į skolos grąžinimus.

Vertinant valstybės skolos valdymo išlaidų apimtį, svarbus rodiklis yra mokėtinų palūkanų santykis su valdžios sektoriaus pajamomis. Šis rodiklis nuo 2001 metų nuolat mažėjo. 2006 metais už valstybės skolą mokamos palūkanos siekė 375 mln. litų ir atitiko 1,4 proc. valdžios sektoriaus pajamų (2005 m. – 2,5 proc.). Valdžios sektoriaus skolos valdymo išlaidas daugiausia sudaro skolinimosi valstybės vardu išlaidos.

Valstybės skolos valdymo išlaidas sumažinti gali gautos premijos ar sukauptos palūkanos. Taigi, absoliutiniu dydžiu valstybės skolos valdymo išlaidos 2003 – 2006 metų laikotarpiu pateiktos žemiau esančiame paveikslėlyje.



Sudaryta autorės. Duomenys: Valstybės skola 2006.  
pav. 17 Valstybės skolos valdymo išlaidos

2006 metais skolos valstybės vardu valdymo išlaidos siekė 325 mln. litų, o palūkanos už valstybės vardu paimtas paskolas bei išplatintus VVP – 317 mln. litų (2005 metais atitinkamai – 566 mln. Litų ir 531 mln. litų). 2006 metais, valstybės skolos valdymo išlaidos buvo apskaičius gautos mažesnės nei buvo iš tikrųjų. Mat išlaidas palūkanoms 244 mln. Litų suma sumažino gauta premija ir sukauptos palūkanos už 2006 m. vasario mėn. išplatintą 400 mln. eurų nominaliosios vertės euroobligacijų emisiją ir 2006 m. lapkričio mėn. išplatintą 600 mln. Eurų nominaliosios vertės euroobligacijų emisiją.

Valstybės skolos aptarnavimo išlaidos, tarp kurių pagrindinę dalį sudaro palūkanų mokėjimai – neatsiejama valstybės skolos dalis. Kuo didesnė valstybės skola, tuo sunkesnė palūkanų našta tenka valstybei (arba mokesčių mokėtojams). Tai savaime didina biudžeto išlaidas ir, jei nesikeičia biudžeto pajamų lygis, deficitą.

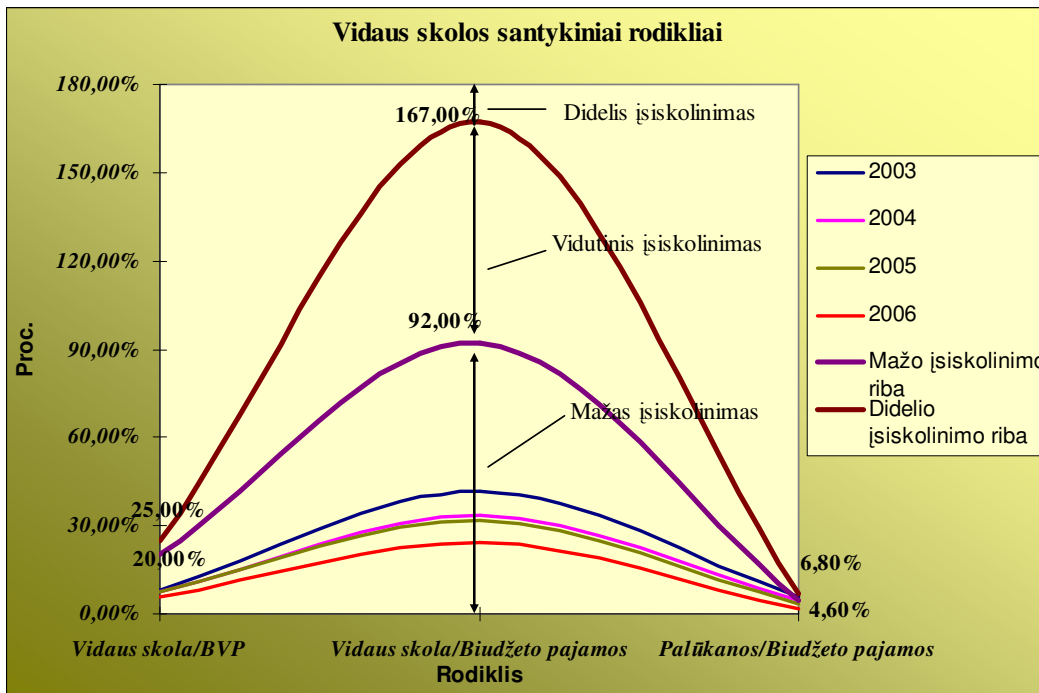
## II.4 Valstybės skolos vertinimas

Bendroji valstybės skolos analizė yra labai svarbu, tačiau tik gilesnis valstybės skolos vertinimas leidžia užtikrinti sėkmingą valstybės skolos valdymą. Tad remiantis pirmojoje darbo dalyje aptartais valstybės skolinimosi santykiniais rodikliais ir išanalizuotu matematinio modelių tirsime Lietuvos valstybės skolą, jos būklę bei vertinsime valstybės skolos valdymą.

## II.4.1 Valstybės skolos rodiklių vertinimas

Kaip buvo minėta anksčiau, vertinant valstybės skolą kiekvienoje konkrečioje srityje, pirmiausia reikia atsižvelgti ne į absoliučius skolos dydžius, bet į tam tikrus santykinius rodiklius. Šie rodikliai padeda objektyviai įvertinti, kokia valstybės skolos našta, be to padeda nustatyti, ar skolinimosi tendencija palanki valstybėje vykstantiems ekonominiams procesams.

Taigi remianti pirmoje dalyje nustatytais rekomenduojamais santykiniais valstybės skolos rodikliais (Priedas Nr. 8), apskaičiuojami ir Lietuvos valstybės skolos rodikliai pagal 2003 – 2006 metų duomenis (Priedas Nr. 9). Valstybės skolos santykinius rodiklius tikslingiausia išskirti į vidaus ir užsienio skolos santykinius rodiklius ir juos analizuoti atskirai. Pirmiausia išskiriami ir nagrinėjami vidaus valstybės skolos santykiniai rodikliai.



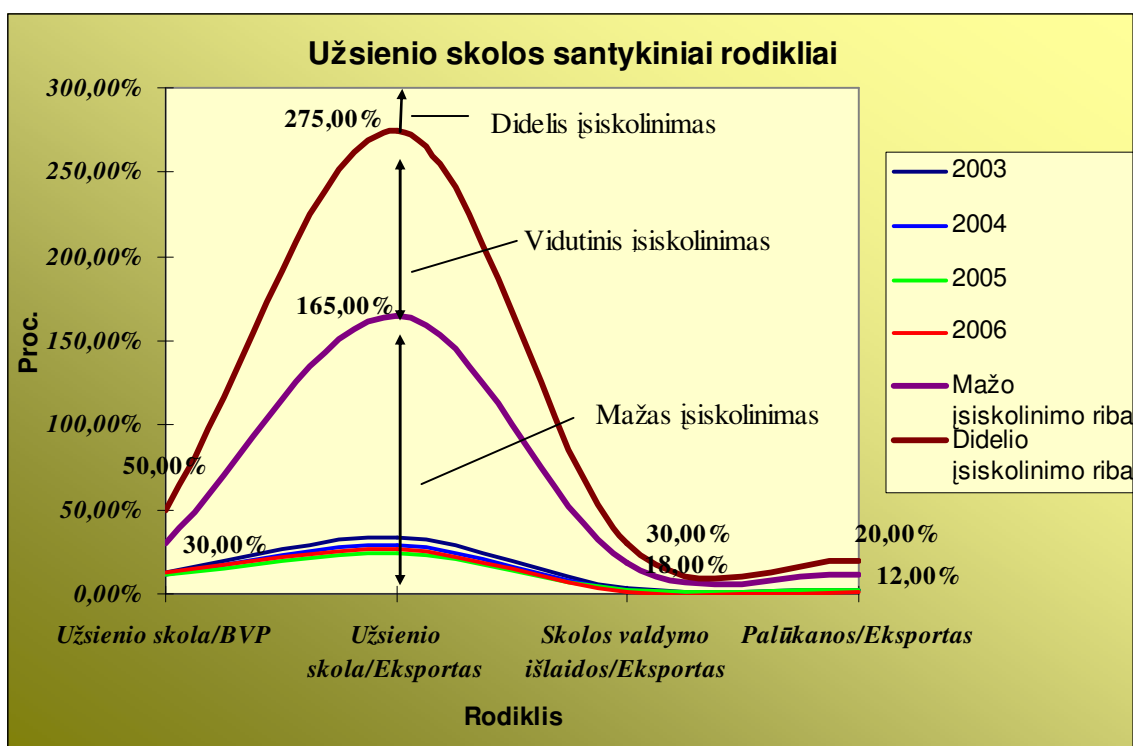
Sudaryta autorės.

pav. 18 Valstybės vidaus skolos santykiniai rodikliai

Aukščiau pateiktame paveiksle yra išskirti vidaus įsiskolinimo santykinų rodiklių maža, vidutinė ir aukšta įsiskolinimų ribos. Tai įvairiose literatūrose pažymėtos kaip rekomenduojamos įsiskolinimo ribos. Žvelgiant į apskaičiuotus Lietuvos valstybės skolos santykinius rodiklius, galima daryti išvadą, kad apskaičiuoti Lietuvos valstybės vidaus skolos santykiniai rodikliai, išskyrus Palūkanų ir biudžeto pajamų santykinis rodiklį, yra geri. Šis rodiklis 2003 metais buvo aukščiau mažos įsiskolinimo ribos, t.y. 5,62 %, bei priklausė vidutinei įsiskolinimo ribai. Prastas palūkanų ir biudžeto pajamų santykis rodo, kad Lietuva 2003 metais tiesiog mokėjo per dideles palūkanas už

užsienio valstybės skolą (buvo per menkai įvertinta kredito reitingų agentūrų bei skolinantis turėjo didelį rizikos priedą) arba turėjo per mažas biudžeto pajamas. Pagal nustatytas skolinimosi ribas mažą išiskolinimą rodo mažesnė nei 4,6 % palūkanų, mokamų už valstybės skolą, bei biudžeto pajamų santykis, aukštą išiskolinimą – 6,8 % palūkanų ir biudžeto pajamų santykis. Visi kiti aptarti rodikliai, išskyrus minėtąjį, yra ženkliai žemiau mažos išiskolinimo ribos. Be to, kiekvienais metais visi apskaičiuoti santykiniai rodikliai tik gerėja – tai iliustruoja žemiausia 2006 metų kreivė (pažymėta raudona spalva). Tad gerėjantys Lietuvos valstybės vidaus išiskolinimo santykiniai rodikliai atspindi kryptingą valstybės skolinimąsi šalyje bei vidaus valstybės skolos valdymą.

Panašiai analizuojami ir Lietuvos valstybės užsienio skolos santykiniai rodikliai.



Sudaryta autorės.

pav. 19 Valstybės užsienio skolos santykiniai rodikliai

Šiame paveiksle taip pat yra išskirtos maža, vidutinė bei didelė išiskolinimo ribos. Nagrinėjami valstybės užsienio skolos rodikliai yra geri, o visi apskaičiuoti santykiniai rodikliai yra žemiau mažos užsienio išiskolinimo ribos. Visgi negalima žvelgti tik į tai, kad rodikliai patenka žemiau mažos išiskolinimo ribos, reikia atsižvelgti ir į skolinimosi tendencijas. Mat užsienio išiskolinime yra kitaip nei vidaus išiskolinime – čia nėra aiškios tendencijos, kad santykiniai rodikliai kiekvienais metais gerėtų. Tokie santykiniai rodikliai kaip užsienio skolos ir BVP bei užsienio skolos ir eksporto santykiai 2006 metais buvo prastesni nei 2005 metais. Be to, užsienio skolos ir BVP santykis nuo 2003 iki 2005 tik gerėjęs (2003 metais – 12,98%, 2004 metais – 11,98%,

2005 metais – 11,22 %), staiga 2006 metais sugrįžo beveik į pradinę 2004 metų ribą (2006 metais – 12,48 %). Tai reiškia, kad užsienio skola didėja neadekvačiai BVP ir eksporto augimui, t.y. auga sparčiau. Tad, valstybei reikėtų atkreipti didesnę dėmesį santykinų rodiklių dydžius bei garantuoti tinkamesnę užsienio skolos valdymą.

Skolos santykiniai rodikliai – objektyvios skolos vertinimo priemonės, kuriomis galėjome nustatyti, ar Lietuvos valstybė skolinasi palankiomis sąlygomis ir kokios yra skolinimosi tendencijos bei ar jos palankios valstybėje vykstantiems ekonominiams procesams. Nustatyta, kad išanalizavus tiek vidaus, tiek užsienio skolinimosi santykinius rodiklius Lietuvoje nėra užtikrintas tinkamas valstybės skolos valdymas.

## II.4.2 Valstybės skolos tendencijų vertinimas

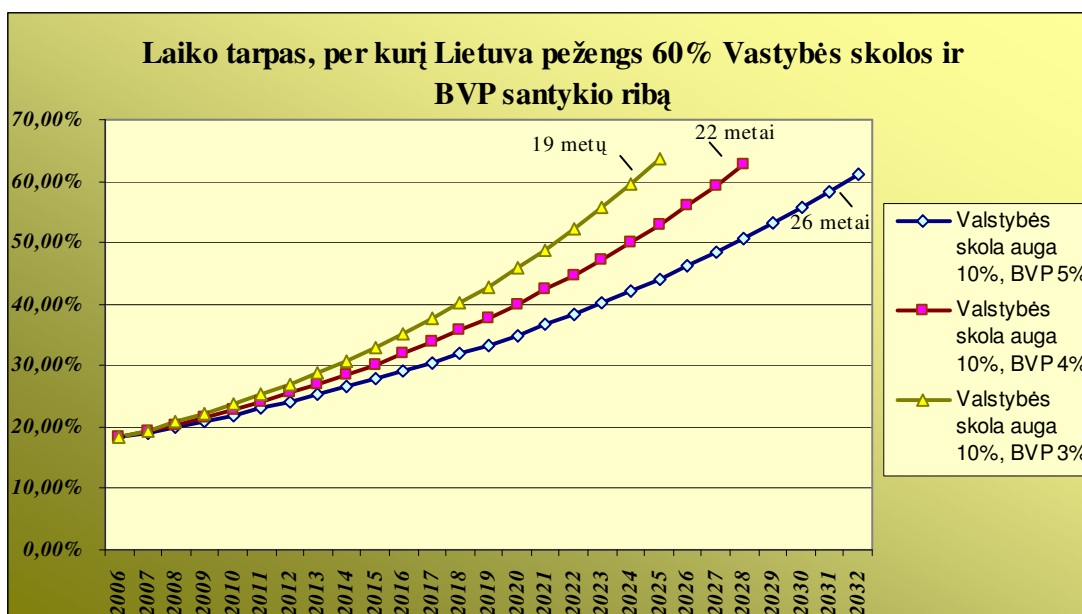
Kaip buvo aptarta pirmoje darbo dalyje, fiskalinis biudžeto deficitas ir valstybės skola turi tarpusavio ryšį tiek trumpuoju, tiek ilguoju laikotarpiu. Biudžeto deficito ir valstybės skolos bei BVP santykiui pagrindinę įtaką daro BVP dinamika (augimas, stabilizacija, smukimas). Tad labai svarbu nustatyti biudžeto deficito, valstybės skolos ir BVP augimo tempus. Šioje darbo dalyje bus siekiama nustatyti valstybės skolos, biudžeto deficito ir BVP priklausomybę, taip pat skaičiuosime laiką, per kurį valstybei ir toliau skolinantis panašiais tempais kaip ir dabar bei esant tam tikram BVP augimo tempui, valstybė gali peržengti Maastrichto kriterijų nustatytą 60% valstybės skolos ir BVP santykio ribą.

### II.4.2.1 Valstybės skola ir Maastrichto kriterijai

Kaip žinome valstybės skolą riboja net 2 Maastrichto kriterijų reikalavimai, t.y. valstybės biudžeto deficitas negali būti didesnis kaip 3 % BVP ir valstybės skola negali peržengti 60 % nuo BVP ribą (arba turi nuosekliai mažėti). Taigi, sumodeliuosime situaciją, t.y. skaičiuosime laiką, per kurį valstybei ir toliau skolinantis panašiais tempais kaip ir dabar bei esant tam tikram BVP augimo tempui, valstybė gali peržengti Maastrichto kriterijų nustatytą 60% valstybės skolos ir BVP santykio ribą.

Šiai modeliuojamai situacijai paimtas vidutinis buvęs ir artimiausiu metu tikėtinas valstybės skolos augimo tempas bei naudojami keli BVP augimo scenarijai, taip pat pažymėtina, kad kitos sąlygos šioje situacijoje nekinta. BVP vidutinis augimas imamas žvelgiant į ilgalaikę

(vidutiniškai 20 metų) perspektyvą bei remiantis kitų Europos Sąjungos šalių patirtį tikėtina, kad šiuo metu apie 8% svyruojantis BVP augimo tempas ateityje lėtės.

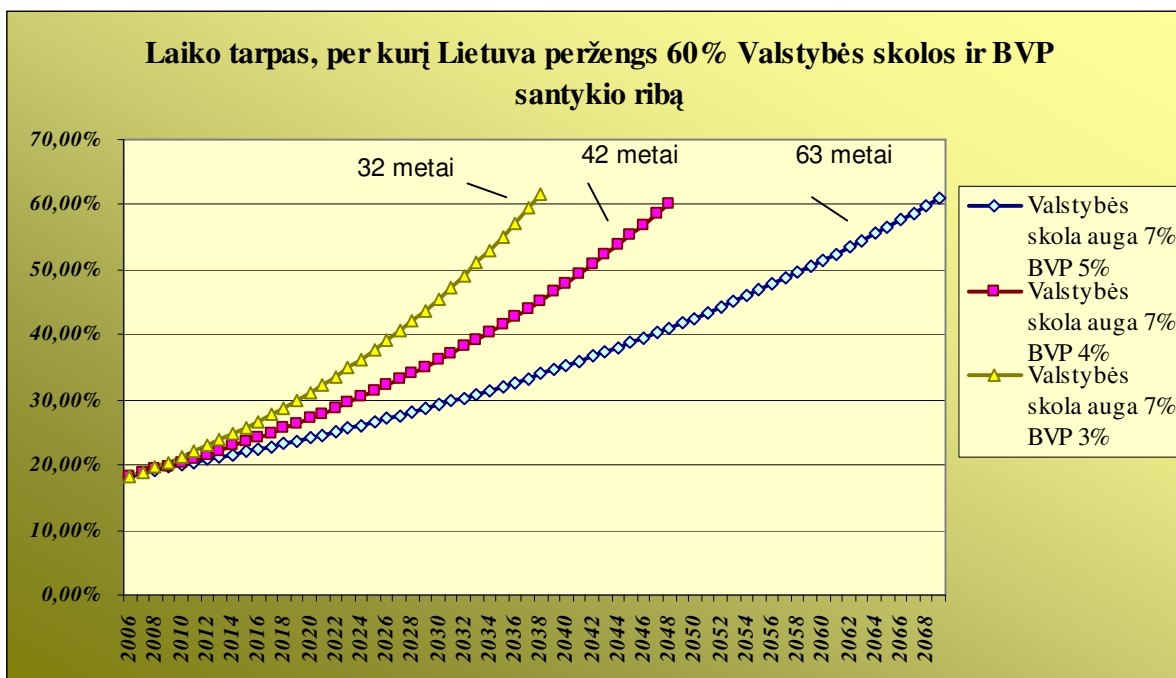


Sudaryta autorės.

pav. 20 Laiko tarpas, per kurį Lietuva pažengs 60 % valstybės skolos ir BVP santykio ribą

Šioje modeliuojamoje situacijoje valstybės skolos augimo tempas išlieka pastovus, t.y. valstybės skola auga 10 % kasmet, o kinta tik BVP augimo tempai. Taigi, naudojami trys BVP augimo scenarijai: 3%, 4% bei 5% BVP augimo tempas per metus. Šie visi 3 scenarijai atspindėti aukščiau esančiame paveiksle, kuriame ir pavaizduota, per kiek laiko valstybė gali pažengti 60 % ribą. Taigi, valstybės skolai esant pastoviai, o BVP augant 3% valstybės skola greičiausiai pažengtų 60% ribą ir tam teprireiktų 19 metų, BVP augant 4% per metus – 60% ribai pažengti prireiktų 22 metų, ir BVP augant sparčiausiai, t.y. 5 % per metus – 60 % ribai pažengti prireiktų 26 metų. Toks laiko tarpas yra labai bauginantis, nes tai beveik pusė tiek laiko, nuo 1991 metų, kai valstybė išvis pradėjo skolintis. Ir taip tik per šiek tiek daugiau nei per 30 metų valstybė skola pasiektų net 60 % nuo BVP.

Analogiškai aukščiau nagrinėtai situacijai modeliuojame kitokią situaciją. Čia keičiamas valstybės skolos augimo tempais – jis mažinamas iki 7 % per metus, o naudojami BVP augimo scenarijai išlieka tie patys kaip ir aukščiau analizuojamoje situacijoje, taip pat pažymėtina, kad kitos sąlygos šioje situacijoje nekinta.



Sudaryta autorės.

pav. 21 Laiko tarpas, per kurį Lietuva peržengs 60 % valstybės skolos ir BVP ribą

Šioje modeliuojamoje situacijoje valstybės skolos augimo tempas taip pat išlieka pastovus, t.y. valstybės skola auga 7 % kasmet, o kinta tik BVP augimo tempai. Lyginant su ankščiau analizuota situacija, valstybės skolos augimą sumažinus 3 %, laiko tarpas, per kurį Lietuva galėtų peržengti 60 % valstybės skolos nuo BVP ribą, smarkiai išaugo. Esant tiems patiems BVP augimo tempams valstybės skola esant 5 % BVP augimui 60% valstybės skolos nuo BVP ribą peržengs per 32 metus, esant 4 % BVP augimui – per 42 metus, esant 5 % - per 63 metus. Žinoma šis laiko tarpas atrodo daug didesnis, tačiau vis dėlto, Lietuvos valstybė turi imtis bet kokių priemonių, kad neartėtų prie šios 60 % ES nustatytos valstybės skolos ir BVP santykio ribos.

Taigi, jau po 19 – 26 metų (Lietuvai skolai augant 10%) arba po 32 – 63 metų (Lietuvos skolai augant 7 %) Lietuva viršytų Maastrichto sutartyje valstybės skolos atžvilgiu nustatytą leidžiamą ribą, kitoms sąlygoms nekintant. Tokie valstybės išskolinimo tempai negali būti įgyvendinami, nes tai būtų pražūtis Lietuvos ekonomikai. Tad vyriausybei reikėtų riboti valstybės skolinimąsi bei siekti subalansuoto biudžeto (mat esant deficitiniam biudžetui valstybės skolinimasis vėl tampa neišvengiamas ir valstybės skola auga). Be to, Lietuvoje turėtų būti toleruojamas tik mažesnis arba bent jau ne didesnis už BVP augimą valstybės skolos augimas.



#### II.4.2.2 Valstybės skolos, biudžeto ir BVP augimo tempų priklausomybės modelis

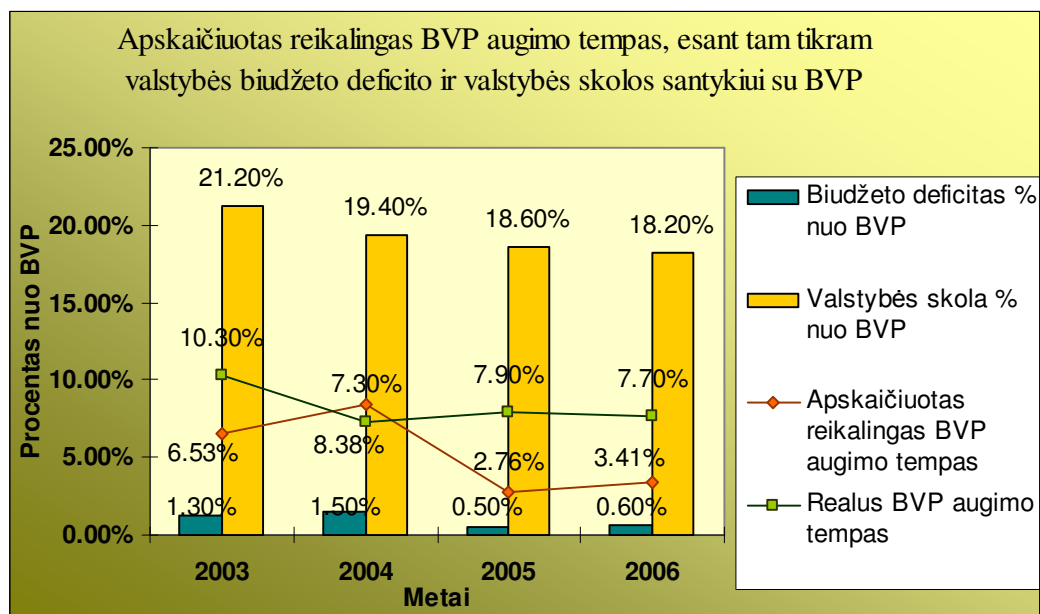
Pritaikius pirmoje dalyje išanalizuotą matematinį modelį, galima apskaičiuoti, koks reikalingas realus BVP augimo tempas ( $p^r$ ), kad esamas biudžeto deficitas % nuo BVP ( $q$ ) ir valstybės skola % nuo BVP  $t$  metais ( $d_t^r$ ) neturėtų neigiamo poveikio šalies ekonomikai.

Analizuojamas 2003 – 2006 metų laikotarpis, kuriame, atsižvelgiant į buvusius Valstybės skolos, biudžeto deficito augimo tempus, apskaičiuojamas buvęs reikalingas BVP augimo tempas, kuris užtikrintų gerą valstybės ekonomikos funkcionavimą. Skaičiavimų rezultatai pateikti žemiau.

lent. 3 2003-2006 metais reikalingo BVP augimo tempo skaičiavimo rezultatai.

| Metai/rodikliai | $p$ - realus BVP augimo tempas | $q$ – biudžeto deficitas % nuo BVP | $d_t^r$ – valstybės skola % nuo BVP | $p^r$ – apskaičiuotas reikalingas BVP augimo tempas |
|-----------------|--------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|---|
| 2003            | 10,3 %                         | 1,3 %                              | 21,2 %                              | <b>6,53 %</b>                                       |
| 2004            | 7,3 %                          | 1,5 %                              | 19,4 %                              | <b>8,38 %</b>                                       |
| 2005            | 7,9 %                          | 0,5 %                              | 18,6 %                              | <b>2,76 %</b>                                       |
| 2006            | 7,7 %                          | 0,6 %                              | 18,2 %.                             | <b>3,41 %</b>                                       |

Iš gautų skaičiavimo rezultatų suformuojame diagramą, kuri atspindi 2003 – 2006 metų laikotarpio situaciją.



Sudaryta autorės.

pav. 22 Reikalingas BVP augimo tempas, esant tam tikram valstybės biudžeto ir valstybės skolos santykiui su BVP

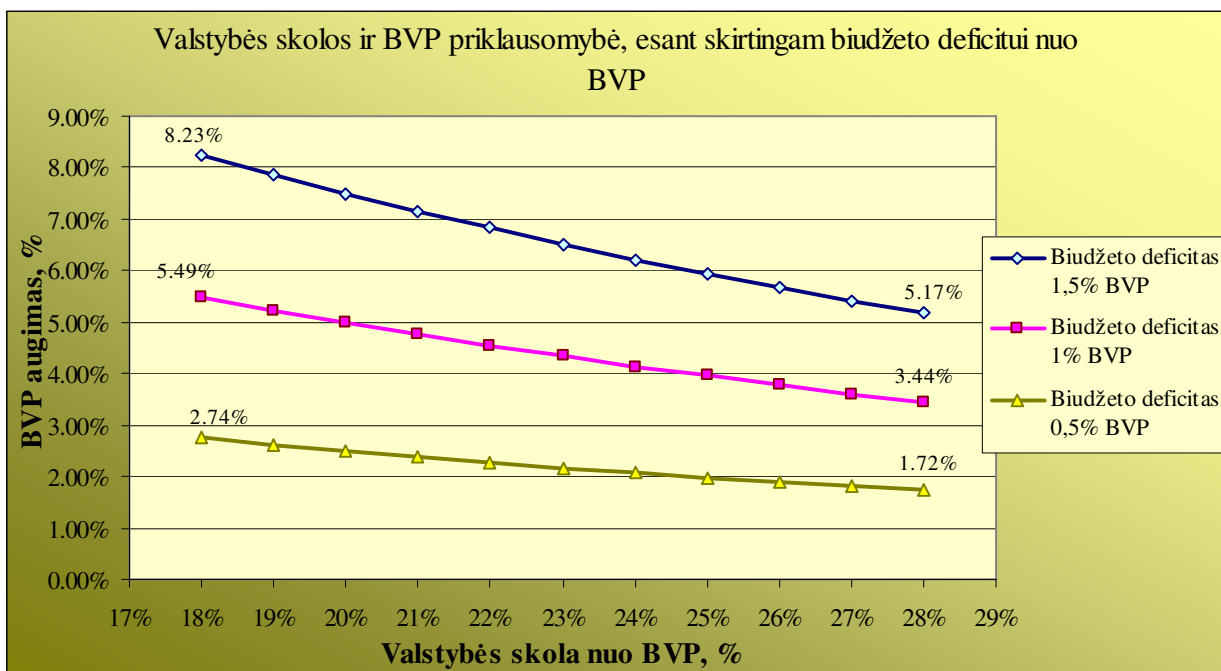
Gauti rezultatai parodo, kad šiuo metu Lietuvos ekonomika funkcionuoja ganėtinai gerai. Pasitelkus matematinį modelį reikalingas realus BVP augimo tempas daugeliu atveju net gerokai pranoksta apskaičiuotąjį reikalingą BVP augimo tempą. Išsiskiria tik 2004 metai, kai biudžeto deficitas buvo aukščiausias iš nagrinėto laikotarpio, t.y. 1,5 % BVP, ir buvęs BVP augimo tempas per metus siekė 7,3 %. Apskaičiavus išaiškėjo, kad norint gero ekonomikos funkcionavimo 2004 metais reikalingas BVP augimo tempas turėjo būti 8,38 %, t.y. buvęs realus BVP augimas turėjo būti apytiksliai 1 % didesnis. Be to, akivaizdi yra biudžeto deficito įtaka kitiems su valstybės skola susijusiems rodikliams. Iš atliktų skaičiavimų taip pat buvo pastebėta, kad reikalingas BVP augimo tempas yra tuo mažesnis, kuo mažesnis biudžeto deficito procentas nuo BVP. Galime daryti išvadą, kad net ir aukštas BVP augimo tempas sunkiai kompensuoja didelį biudžeto deficitą (kai biudžeto deficitas yra apytiksliai 1,5-2 proc. nuo BVP). Taigi, valstybė turėtų laikytis biudžeto deficito mažinimo politikos.

Kaip buvo pastebėta, iš nagrinėjamo laikotarpio išsiskyrė tik 2004 metai, t.y. tie metai, kai buvęs realus BVP augimo tempas pagal tų metų rodiklius neatitiko reikalingo BVP augimo tempo. Pasitelkę jau anksčiau analizuotą matematinį modelį, buvo apskaičiuota, kad valstybės ekonomika tinkamai funkcionuotų ir valstybės skolinimasis nebūtų rizikingas, iš tikrųjų biudžeto deficitas 2004 metais turėjo būti ne daugiau kaip 1,32 % nuo BVP.

Pasinaudodami anksčiau išnagrinėtu modeliu, galime sumodeliuoti BVP, valstybės biudžeto deficito ir valstybės skolos priklausomybę ne tik žvelgdami į praeitį, bet ir suprognozuoti ateityje. Modelio formavimui duomenys naudojami iš Finansų ministerijos teikiamų prognozių. Kadangi valstybės ekonomika lėtėja, tad remiantis išankstiniais duomenimis, BVP nuo 2006 metų mažėja ir turėtų mažėti toliau. Tad modeliuosime:

- BVP, valstybės biudžeto ir valstybės skolos priklausomybę kintant biudžeto deficitui.
- BVP, valstybės biudžeto ir valstybės skolos priklausomybę kintant BVP augimo tempams.

Pirmoje situacijoje užsibrėžiame ribas, kurių neturėtų viršyti valstybės skola % nuo BVP, taip pat nustatome, kokio biudžeto deficito % nuo BVP negalima viršyti. Pasinaudodami šiais duomenimis, apskaičiuojame realų BVP augimo tempą, kad skola nedarytų neigiamo poveikio šalies ekonomikai.

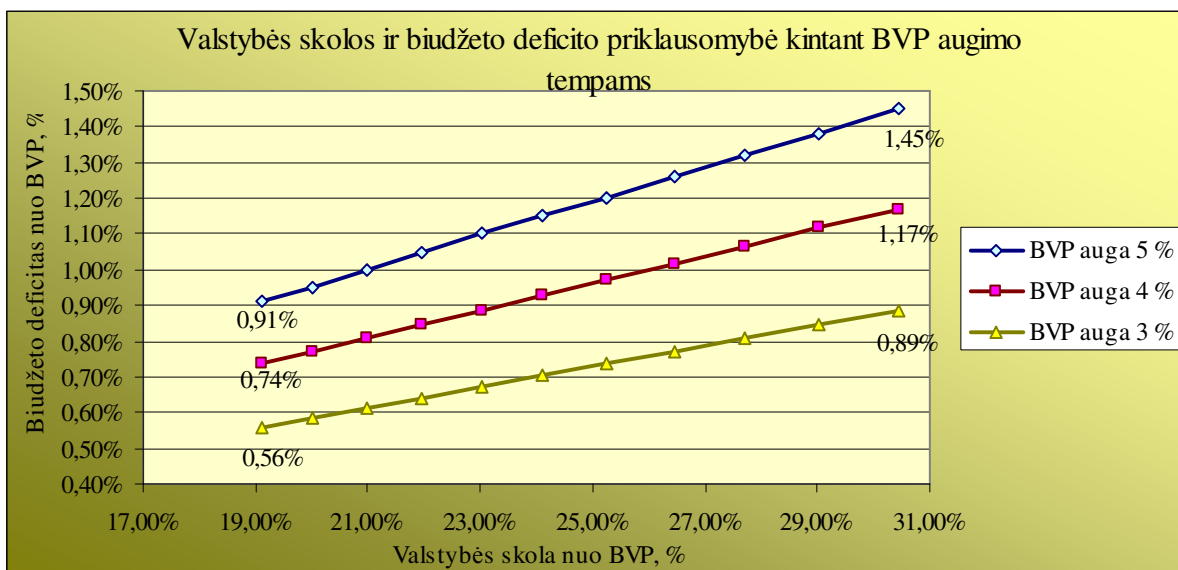


Sudaryta autorės.

pav. 23 Valstybės skolos ir BVP priklausomybė, esant skirtingam biudžeto deficitui nuo BVP

Pateiktame paveiksle yra apskaičiuotas reikalingas BVP augimo tempas. Analizuoti pradama nuo 18,24 % Valstybės skolos nuo BVP (toks yra dabartinis Lietuvos valstybės išiskolinimas) ir manoma, kad absoliutus valstybės skolos dydis augs po 10 procentų kasmet. Kaip matome iš paveikslo, didžiausias BVP augimo tempas (8,23 %) reikalingas esant 18,24 % valstybės skolai nuo BVP bei esant didžiausiam biudžeto deficitui, t.y. 1,5 % nuo BVP. O mažiausias BVP augimo tempas (1,72 %) reikalingas esant 28 % valstybės skolai nuo BVP bei esant mažiausiam biudžeto deficitui – 0,5 % nuo BVP. Galime pastebėti ryškų biudžeto deficito įtaką BVP augimui. Mat esant tam pačiam valstybės skolos dydžiui nuo BVP, reikalingas BVP augimas esant skirtingiems biudžeto deficitams smarkiai skiriasi. Taigi, valstybės skolai augant ir toliau tokiu pačiu tempu kaip ir dabar bei vyriausybei nesugebant pažaboti valstybės poreikių ir augančio biudžeto deficito, greitai laiku valstybė gali būti nepajėgi užtikrinti gerą ekonomikos funkcionavimą. Todėl subalansuotas biudžetas ar bent jau nežymus biudžeto deficitas turėtų būti vienas pagrindinių tikslų valdant valstybės skolą.

Antroje situacijoje, kaip ir aukščiau nagrinėtoje situacijoje, analizei pasirinksiame pastovų valstybės skolos augimo tempą, t.y. 10 %, bei nagrinėsime 3 galimus BVP augimo scenarijus, t.y. 3 %, 4 % bei 5 %. Pasinaudojus turimais duomenimis bei darant prielaidą, kad valstybė ir toliau skolinsis milžiniškais tempais, o valstybės ekonomikos augimas lėtės, apskaičiuosime biudžeto deficito lygį.



Sudaryta autorės.

pav. 24 Valstybės skolos ir biudžeto deficito priklausomybė kintant BVP augimo tempams

Pateiktame paveiksle nagrinėjamas 10 metų laikotarpis, t.y. 2007 – 2017 metai. Pati kreivė parodo, koks turėtų būti biudžeto deficitas esant užsibrėžtam valstybės skolos ir BVP augimui. Analizėje užsibrėžiama, kad valstybės skola auga 10 %, tad didžiausias leidžiamas biudžeto deficitas yra BVP didėjant 5 %, o mažiausias leidžiamas biudžeto deficitas nagrinėtoje situacijoje, kai BVP auga 3 %. Visgi, neturėtų būti pamirštama, kad biudžeto deficito bei valstybės skolos augimas BVP atžvilgiu yra grėsmingi ir kenksmingi, tad norint užtikrinti efektyvią valstybės ekonomiką, valstybė turėtų dėti pastangas, kad biudžeto deficitas svyruotų apie 0,5 % BVP ir šio rodiklio neperaugtų. Be to, ne didesnis 0,5 % biudžeto deficitas nuo BVP Lietuvoje buvo užsibrėžtas trumpalaikiuose valstybės skolos valdymo tiksluose, tačiau žvelgiant į realią situaciją, valstybei nepavyksta laikytis šio užsibrėžto tikslo. Taigi, šiame paveiksle pateikti duomenys ir numatyta prognozė neigiamai atsilieptų Lietuvos ekonomikai bei toks valstybės skolos ir biudžeto deficito augimo tempas yra netoleruotinas.

Lietuvos valstybės skolos analizei panaudotas modelis padėjo atsakyti į darbo pradžioje iškeltą hipotezę, kuria buvo siekiama išaiškinti, ar yra priklausomybė tarp valstybės skolos, biudžeto deficito bei BVP. Taigi, pasinaudoję aukščiau paminėtu modeliu, galime teigti, kad priklausomybė galioja, o tai įrodo atlikti skaičiavimai bei pagal juos sudarytos lentelės bei paveikslėliai.

Mūsų nuomone, reikia akcentuoti santykinių rodiklių svarbą bei būtinumą išanalizuoti optimalius rodiklius, kurie ne stabdytų, o skatintų Lietuvos valstybės ekonomikos augimą.

Šiandieninės valstybės skolos didėjimas rodo, kad vis daugiau šalies biudžeto lėšų skiriama senoms skoloms gražinti, einamiesiems poreikiams finansuoti, o ne investicijoms į valstybės

ekonomiką. Tad Lietuvos skolai ir toliau augant panašiais tempais, Lietuva gali būti nepajėgi užtikrinti efektyvaus ekonomikos vystymo. Tad valstybės skolos valdyme dalyvaujančios institucijos privalo imtis atitinkamų sprendimų bei kuo efektyvesnių priemonių, padedančių apsaugoti valstybės ekonomiką nuo neigiamo poveikio.

## Išvados ir pasiūlymai

1. Būtina tobulinti Lietuvoje galiojančią teisinę bazę - atkreipti dėmesį, kad Valstybės skolos įstatymu numatyti skolinimosi tikslai yra ganėtinai plačiai apibrėžti ir dėl šios priežasties gali būti įvairiai interpretuojami. Todėl nurodyti skolinimosi tikslai turėtų būti formuluojami konkrečiau. Visų pirma, skolinimasis išdo ir valstybės fondų srautams subalansuoti apima ir valstybės biudžeto, ir valstybės fondų deficitų finansavimą, o tai labai plati sąvoka, kuria galima aprėpti įvairias išlaidas. Be to, įstatyme neapibrėžta valstybės investicijų sąvoka – tad ir nenustatyta, kas turėtų būti traktuojama kaip investicija, kuriai būtina valstybės finansinė pagalba.
2. Būtina tobulinti Lietuvoje valstybės skolos valdyme dalyvaujančių institucijų atliekamas funkcijas. Lietuvoje nėra vienos tokios skolos valdymo institucijos, kuri analizuotų ir įvertintų įvairių finansinių priemonių taikymą įgyvendinant šalies skolinimosi politiką ir stebėtų tendencijas vidaus ir tarptautinėse finansų rinkose bei palūkanų normos ir valiutos kursų raidą. Įvairios institucijos atlieka po dalį šių funkcijų, tačiau viskas turėtų būti sukoncentruota ir sutelkta vienoje institucijoje.
3. Lietuvoje valstybės skolos valdymui pasitelkiami valstybės skolinimosi limitai, tačiau tai nėra efektyvi priemonė, galinti išgelbėti nuo krizių. Be to, šiandieninis valstybės skolos didėjimas parodo, kad prognozuojamo biudžeto deficito finansavimui numatomi grynojo skolinimosi limitai nepadeda mažinti neigiamos valstybės išiskolinimo įtakos ekonomikai. Tad valdant valstybės skolą nėra pasitelkiamos tinkamos priemonės galinčios apsaugoti valstybę nuo rinkos, kredito, operacinės rizikų. Dėl to, Lietuvoje, siekiant efektyvaus valstybės skolos valdymo, turėtų būti kuo greičiau pradėtas naudoti stochastinis simuliacinis modelis bei atliekami „stress testai“, ne tik tinkamos atsargos priemonės gali garantuoti, jog valstybės sugebės išvengti krizės.
4. Analizuojant Lietuvos valstybės skolą, nustatyta, kad nors ir BVP bei valstybės skolos santykis mažėja, pati valstybės skola didėja didesniu tempu negu kad didėja šalies BVP (BVP Lietuvoje 2005 metais augo 7,9 % o 2006 metais – 7,7 %, tuo tarpu valstybės skola 2005 metais augo 9,22 %, o 2006 metais – jau 12,52 %). Valstybės skolai ir toliau augant tokiu tempu, valstybės skolos našta gali būti nebeapakeliama šaliai ir ateities kartoms. Todėl tik spartesnis BVP, o ne valstybės skolos augimas suteiktų valstybei galimybę ateityje

sumažinti valstybės įsiskolinimus. Tad nedidėjantis valstybės skolos ir BVP santykis turėtų būti pasirinktas kaip vienas iš pagrindinių kriterijų vykdant skolinimosi politiką.

5. Lietuvos valstybės struktūroje nustatytas žymus atotrūkis tarp vidaus ir užsienio skolos. Užsienio skolos dalis visoje valstybės skoloje yra smarkiai išaugusi (2006 metais ji sudarė 68,4 % visos Lietuvos valstybės skolos). Didėjant užsienio skolai visoje valstybės skoloje, manoma, valstybė nesugeba tvarkyti savo rezidentų santaupų – tai makroekonomikos nesubalansuotumo ženklas. Be to, užsienio skola yra naudinga tuomet, jei ji yra panaudojama investicijoms, kurios duoda pelną bei padeda išmokėti prisiimtus įsipareigojimus. O to mūsų valstybės vykdomoje politikoje nesimato. Didžioji skolintų lėšų dalis yra panaudota valstybės einamosioms išlaidoms padengti ir tik maža dalis skolinimosi yra skiriama efektyvioms investicijoms. Mūsų nuomone, tikslingesnis būtų užsienio skolos visoje valdžios sektoriaus skoloje mažinimas, nes užsienio skola yra skausmingesnė nei vidinė.
6. Lietuvai visada būdavo suteikiami tik geresni kredito reitingai ir jie nei karto per jų suteikimo istoriją nebuvo pabloginti. Visgi, nepaisant gerėjančio valstybės įvertinimo 2007 m. reitingų agentūros sumažino Lietuvai skolinimosi perspektyvas. Todėl, mūsų nuomone, kreditų reitingų agentūros ateityje taps dar priekabesnės ir reiklesnės, tad Lietuva turi imtis visų priemonių, kad kreditų reitingo reikšmės šaliai nebūtų sumažintos. Kitaip, valstybė turės skolintis didesniais kaštais, t. y. skolintis didesnėmis palūkanomis, o palūkanoms mokėti skirtos lėšos negalės būti investuojamos į šalies ekonomiką.
7. Lietuvoje dominuoja ilgalaikis skolinimasis, nes visa valdžios sektoriaus ilgalaikė skola 2006 metų pabaigoje buvo 14592,6 mln. litų (97,7 proc. visos skolos), trumpalaikė skola – buvo 345,9 mln. litų (2,3 proc.). Tai yra tikrai geras požymis, kadangi didelė trumpalaikės skolos santykinė dalis būtų laikoma rizikos veiksniu, nes ekonominio nestabilumo metu susiduriama su jos refinansavimo problemomis. Ilgalaikis skolinimasis Lietuvai leidžia sumažinti tiek refinansavimo, tiek ir palūkanų normos kitimo riziką.
8. Remiantis rekomenduojamais santykiniais valstybės skolos rodikliais bei nustčius mažą, vidutinę ir didelę įsiskolinimo ribas, buvo apskaičiuoti Lietuvos valstybės vidaus ir užsienio skolos rodikliai. Apskaičiuoti Lietuvos valstybės vidaus bei užsienio skolos santykiniai rodikliai yra ženkliai žemiau mažos įsiskolinimo ribos, išskyrus Palūkanų ir biudžeto pajamų santykinį rodiklį, kuris peržengė mažą įsiskolinimo ribą. Tačiau, pažvelgus į skolinimosi tendencijas, užsienio įsiskolinime, kitaip nei vidaus įsiskolinime, nėra aiškios tendencijos, kad santykiniai rodikliai kiekvienais metais gerėtų (užsienio skolos ir BVP santykis 2003

metais – 12,98%, 2004 metais – 11,98%, 2005 metais – 11,22 %, 2006 metais – 12,48 %). Tad, valstybei reikėtų atkreipti didesnę dėmesį į santykinų rodiklių dydžius, atlikti išsamią jų analizę bei garantuoti tinkamesnį užsienio skolos valdymą.

9. Darbe pateiktas bei pritaikytas valstybės skolos, biudžeto deficito ir BVP augimo tempų priklausomybės modelis, esant tam tikroms prielaidoms, suteikė galimybę išanalizuoti tokius su valstybės skolos valdymu susijusius uždavinius:
  - Pagal siekiamą palaikyti valstybės skolos lygį % nuo BVP ir biudžeto deficito lygį % nuo BVP, nustatyti reikiamą realaus BVP augimą.
  - Pagal siekiamą palaikyti valstybės skolos lygį % nuo BVP ir realaus BVP augimo prognozę, nustatyti priimtina biudžeto deficito lygį % nuo BVP.
  - Nustatyti laiko tarpą, per kurį būtų galima pasiekti užsibrėžtus tikslus.
10. Nustatyta, kad jau po 19 – 26 metų (Lietuvai skolai augant 10%) arba po 32 – 63 metų (Lietuvos skolai augant 7 %) Lietuva viršytų Maastrichto sutartyje valstybės skolos atžvilgiu nustatytą leidžiamą ribą (valstybės skola nuo BVP 60 %). Tokie valstybės įsiskolinimo tempai negali būti toleruojami, nes tai būtų pražūtis Lietuvos ekonomikai. Tad vyriausybei reikėtų riboti valstybės skolinimąsi bei siekti subalansuoto biudžeto (mat esant deficitiniam biudžetui valstybės skolinimasis vėl tampa neišvengiamas ir valstybės skola auga). Be to, Lietuvoje turėtų būti toleruojamas tik mažesnis arba bent jau ne didesnis už BVP augimą valstybės skolos augimas.
11. Tyrimuose naudotas modelis įgalino atskleisti Lietuvos valstybės skolos priklausomybę nuo biudžeto deficito ir realaus BVP augimo tempo. Darbe atlikti skaičiavimai (laiko tarpas, per kurį Lietuva gali peržengti Maastrichto kriterijų bei apskaičiuoti santykiniai rodikliai), įvairiapusė valstybės skolos analizė padeda objektyviau įvertinti valstybės skolą. Tad darbe pateiktų teorinių ir praktinių pasiūlymų pagrindu atlikti išsamesni tyrimai padėtų formuojant valstybės skolinimosi strategiją.



## Literatūra

1. Lietuvos Respublikos valstybės skolos įstatymas // Valstybės žinios. 1996, Nr. 86-2045.
2. Lietuvos Respublikos vyriausybės 2005 m. birželio 2 d. nutarimas Nr. 602. „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi politikos kryptių aprašo patvirtinimo“.
3. Lietuvos Respublikos biudžeto sandaros įstatymo pakeitimo įstatymas // Valstybės žinios. 2003, Nr. 117-5321.
4. Lietuvos Banko valdybos 2004 m. liepos 1 d. nutarimas Nr. 112. „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono nuostatų ir reikalavimų Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono dalyviams patvirtinimo“ // Valstybės žinios. 2004, Nr. 107-4027.
5. Buckūnienė O. Valstybės ir tarptautiniai finansai. Vilnius: Virtuali leidykla – knygynas, 2005. P. 96.
6. Buškevičiūtė E. Viešieji finansai. Kaunas: Technologija, 2006. P. 463.
7. Levišauskaitė K., Rūškys G. Valstybės finansai. Kaunas: VDU leidykla, 2003. P. 179.
8. Balčiūnas N., Banelienė R., Janulevičiūtė V. ir kt. Valstybės skola: teoriniai pagrindai ir skolinimosi rizika, Vilnius, VU, 2002. P. 90.
9. Budrytė, Tursa. Valstybės skolos raida, rizika ir priimtinumų lygis. Pinigų studijos. 2002.
10. Čiburienė J., Povilaitis M. Valstybės skolos poveikis ekonomikai. Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. Nr. 33, 2005 Kaunas, VDU. P. 23-35.
11. Štuopytė Ž. Valstybės skolos struktūra ir valstybės skolinimosi įtaka Lietuvos ekonomikai: daktaro dis.soc.mokslai: ekonomika// KTU – K. 2001. P. 121.
12. Lietuvos statistikos metraštis 2007. Vilnius: UAB Baltijos kopija, 2007. P. 695.
13. Valstybės skolos valdymas. // <http://www.fmmc.lt/skola/turinys.htm>; prisijungimo laikas: 2007 06 05.
14. Lietuvos makroekonomikos apžvalga. // <http://www.seb.lt/pdf/lt/lma25.pdf>; prisijungimo laikas: 2007 06 05.
15. Finansų ministerijos fiskalinės politikos interneto kursas // <http://finansai.tripod.com/P4.htm>; prisijungimo laikas: 2007 06 05.
16. Tarybos reglamentas „Dėl Europos nacionalinių ir regioninių sąskaitų sistemos Bendrijoje. // <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/lt/dd/10/02/31996R2223LT.pdf>; prisijungimo laikas: 2007 06 06.

17. Valstybinio audito ataskaita valstybės skolos valdymas. // [www.vkontrole.lt/auditas\\_ataskaita.php?1901](http://www.vkontrole.lt/auditas_ataskaita.php?1901); prisijungimo laikas: 2007 11 05.
18. Perviršinio deficito procedūros. Bendrasis šaltinių ir metodų aprašas.// [http://www.stat.gov.lt/uploads/docs/PDP\\_saltiniu-metodu\\_aprasas.doc](http://www.stat.gov.lt/uploads/docs/PDP_saltiniu-metodu_aprasas.doc); prisijungimo laikas: 2007 11 29.
19. Finansų ministerijos internetinis puslapis. // [http://www.finmin.lt/web/finmin/kredito\\_reitingai/lietuvos\\_kredito\\_reitingu\\_raida](http://www.finmin.lt/web/finmin/kredito_reitingai/lietuvos_kredito_reitingu_raida); prisijungimo laikas: 2007 11 29.
20. Finansų ministerija. Valstybės skola 2006. // [http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/leidiniai/failai/Valstybes\\_skola\\_2006\\_m.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/leidiniai/failai/Valstybes_skola_2006_m.pdf); prisijungimo laikas: 2007 06 05.
21. Valdžios sektoriaus deficitas ir skola 2006 m. Statistikos departamentas prie LR Vyriausybės. // <http://www.stat.gov.lt/lt/news/view/?id=2108>; prisijungimo laikas: 2007 11 29.
22. Coordinating Public debt and Monetary Management. Institutional and Operational arrangements. International monetary fund, 1997.
23. Managing Public debt. From diagnostics to reform implementation. Washington D.C.: The world bank, 2007.
24. Bangura Sh.A.F, Kitabire D., Powell R.. External Debt Management in Low-Income Countries. IMF, 2000. Working paper 2000/196 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00196.pdf>; prisijungimo laikas: 2007 06 05.
25. Becker T. Sovereign bonds and public debt management. IMF Research Bulletin. 2003 September, Nr. 3, T. 4.
26. Kappagoda N. Debt sustainability framework for low income countries. 2007. <http://www.un.org/esa/ffd/events/2007debtworkshop/nihal%20kappagoda-debt%20sustainability%20framework.pdf>; prisijungimo laikas: 2007 06 05.
27. Guidelines for Public Debt Management Accompanying Document & Selected case studies. International Monetary fund and the World bank. Washington, DC. 2003.
28. Hansen J.D., Hansen M. Are the current account deficits in the Baltic states sustainable? // Baltic Journal of Economics, 2004 spring/summer, Nr. 2, T. 4. P. 5-24.
29. Enlargement papers. European Commission, Directorate – General for Economic and Financial Affairs. Brussels: European Commission, 2003, Nr. 16.
30. Managing Public debt. From diagnostics to reform implementation. Washington D.C.: The World Bank. 2007.
31. Claessens St., Diwan I., Froot K.A. and others. Market-based debt reduction for developing countries. Principles and Prospects. Washington D.C.: The world bank, 1990.

32. Debt management systems. Debt and International Finance Division. World bank discussion papers. Washington D.C. 1990.
33. Manual on Effective Debt Management. Economic and Social Commission for Asia and the Pacific. New York: United Nations ESCAP, 2006. P. 104.
34. Elmendorf D.W., Mankiw N.G. Government debt // [http://www.hazder.org.tr/makaleler/government\\_debt.pdf](http://www.hazder.org.tr/makaleler/government_debt.pdf); prisijungimo laikas: 2007 11 29.
35. Guidelines for Public Debt Management // <http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>; prisijungimo laikas: 2007 11 05.
36. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying document. // <http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2002/eng/pdf/112102.pdf>; prisijungimo laikas: 2007 11 05.
37. Focerrada L. Public Debt Sustainability: Notes on Debt Sustainability, Development of a Domestic Government Securities Market and Financial Risk // [www.analisiseconomico.com.mx/pdf/4409.pdf](http://www.analisiseconomico.com.mx/pdf/4409.pdf); prisijungimo laikas: 2007 10 29.
38. Storkey I. Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus. // [www.storkeyandco.com/Library/FTA\\_Article.pdf](http://www.storkeyandco.com/Library/FTA_Article.pdf); prisijungimo laikas: 2007 10 29.
39. Hostland D., Karam Ph. Specification of a Stochastic Simulation Model for Assessing Debt Sustainability in Emerging Market Economies. IMF, 2006. Working paper 2006/268 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06268.pdf>; prisijungimo laikas: 2007 06 05.
40. Gilpin W.E., Pradhan H.K. An Insight into Debt Portfolio Benchmarks and Targets. // [http://www.csdrms.org/uploads/public/documents/articles/Web\\_Site\\_Liability\\_Portfolio\\_Benchmarking\\_final\\_Feb26.pdf](http://www.csdrms.org/uploads/public/documents/articles/Web_Site_Liability_Portfolio_Benchmarking_final_Feb26.pdf); prisijungimo laikas: 2007 06 15.

## SANTRAUKA

**Darbo pavadinimas:** Lietuvos valstybės skolos reguliavimo tobulinimas.

**Pagrindinės sąvokos:** valstybės skola, biudžeto deficitas, vidaus skola, užsienio skola, kredito reitingai.

**Santrauka:** Magistriniame darbe pagrindinis dėmesys skiriamas faktoriams, lemiantiems valstybės skolą, optimaliam ir efektyviam jos valdymui. Darbe išnagrinėta Lietuvos patirtis valdant valstybės skolą bei, pasitelkus santykinius rodiklius, įvertinama Lietuvos valstybės skola. Darbe taip pat pasirenkamas matematinis biudžeto deficito, valstybės skolos ir bendrojo vidaus produkto augimo tempų priklausomybės modelis, kuris padeda nustatyti makroekonominių rodiklių derinimą siekiant užsibrėžtų tikslų valstybės skolos politikoje bei pritaikytas analizuojant Lietuvos valstybės skolą. Darbo pabaigoje pateikiamos išvados ir pasiūlymai aktualioms problemoms, susijusioms su Lietuvos valstybės skolos valdymu, spręsti.

Magistrinį darbo sudaro 2 pagrindinės dalys, taip pat įvadas, išvados ir pasiūlymai bei pateikiamas literatūros sąrašas.

Magistrinio darbo apimtis: 67 lapai (be priedų), 3 lentelės, 24 paveikslėliai, 40 literatūros šaltinių, 9 priedai.

## SUMMARY

**Title:** Improvement of Public Debt Management in Lithuania.

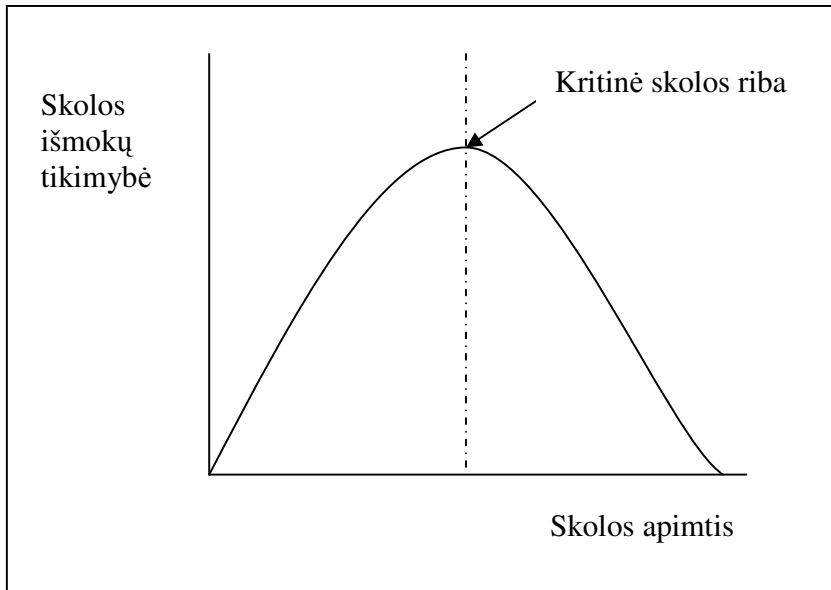
**Keywords:** public debt, budget deficit, internal debt, external debt, credit rating.

**Summary:** This master thesis is mainly focused on the optimal and effective public debt management and also on the key factors that affect public debt. Lithuanian experience when managing public debt is analyzed and with the help of debt indicators Lithuania's public debt is evaluated. In this master thesis the model of budget deficit, public debt and gross national product dependence is applied to Lithuania's public debt analysis. At the end of the master thesis, conclusions and suggestions as a solution for the relevant problems, related to Lithuania's public debt management, are made.

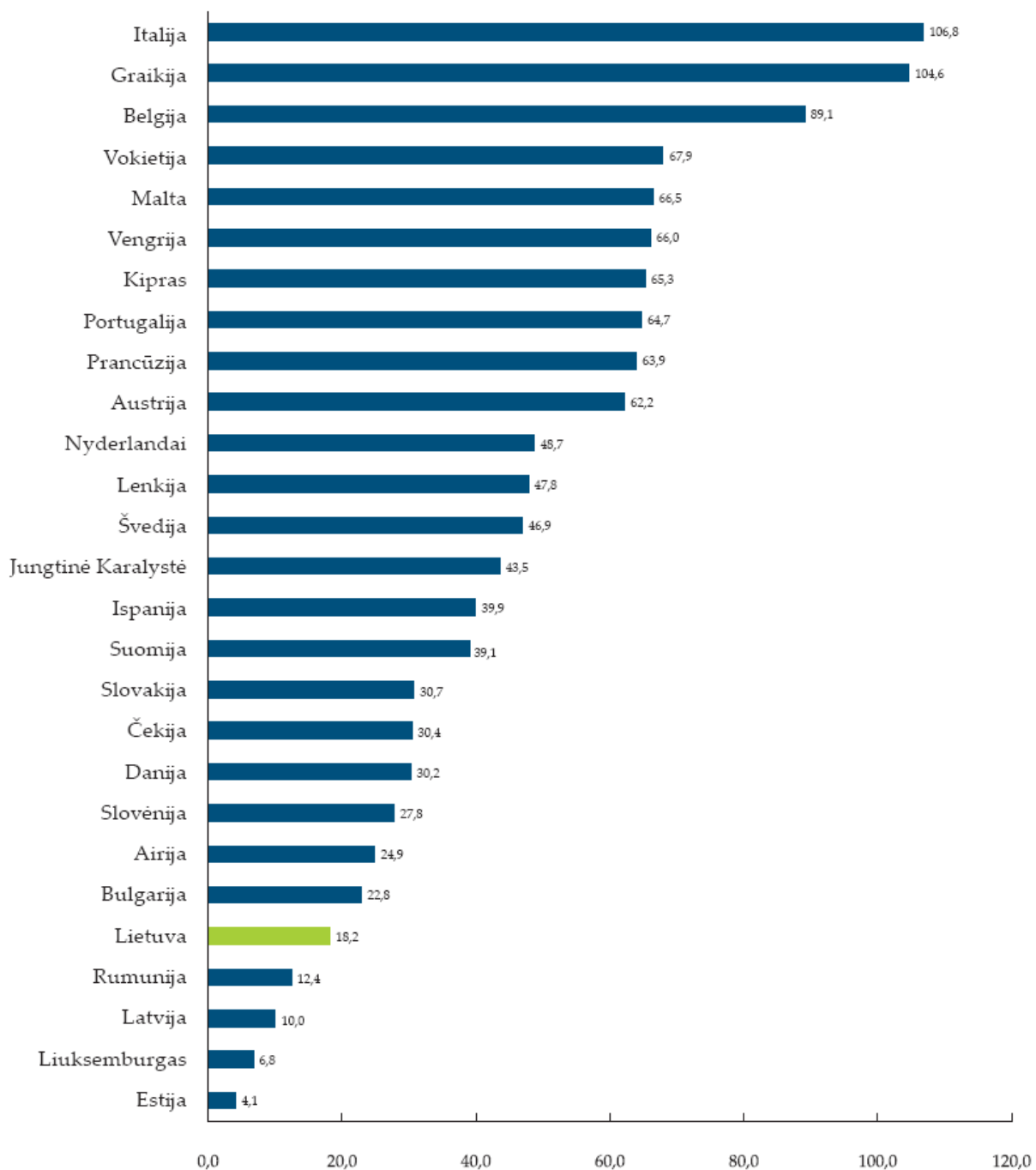
Master thesis consists of 2 main parts, preface, conclusions and suggestions and the list of literature. The size of master thesis: 67 pages (without appendixes), 3 tables, 24 pictures, 40 literature sources and 9 appendixes included.

## **PRIEDAI**

### Priedas Nr. 1 Laffero skolos kreivė



## Priedas Nr.2 ES valstybių narių skolos santykis su BVP 2006 metų pabaigoje, proc.



Šaltinis: Eurostatas



### Priedas Nr. 3 Lietuvos kredito reitingų raida

| Reitingo data                | suteikimo | Ilgalaikėms paskoloms / perspektyva |                     | Trumpalaikėms paskoloms |                     |
|------------------------------|-----------|-------------------------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|
|                              |           | Užsienio valiuta                    | Nacionaline valiuta | Užsienio valiuta        | Nacionaline valiuta |
| <b>Moody's</b>               |           |                                     |                     |                         |                     |
| 2006 09                      |           | A2 / neutr.                         | A2                  | P-1                     |                     |
| 2003 12                      |           | A3 / teig.                          | A3                  | P-2                     |                     |
| 2003 03                      |           | Baa1 / teig.                        | Baa1                | -                       |                     |
| 2002 11                      |           | Baa1 / neutr.                       | Baa1                | -                       |                     |
| 2002 02                      |           | Ba1 / teig.                         | Baa1                | -                       |                     |
| 2000 02                      |           | Ba1 / neutr.                        | Baa1                | -                       |                     |
| 1999 02                      |           | Ba1 / neutr.                        | Baa1                | -                       |                     |
| 1997 12                      |           | Ba1 / neutr.                        | -                   | -                       |                     |
| 1996 09                      |           | Ba2 / neutr.                        | -                   | -                       |                     |
| <b>Standard &amp; Poor's</b> |           |                                     |                     |                         |                     |
| 2007 05                      |           | A / neig.                           | A                   | A-1                     | A-1                 |
| 2006 05                      |           | A / neutr.                          | A                   | A-1                     | A-1                 |
| 2005 12                      |           | A / teig.                           | A                   | A-1                     | A-1                 |
| 2005 02                      |           | A- / teig.                          | A-                  | A-2                     | A-2                 |
| 2004 02                      |           | A- / neutr.                         | A-                  | A-2                     | A-2                 |
| 2003 07                      |           | BBB+ / teig.                        | A-                  | A-2                     | A-2                 |
| 2003 02                      |           | BBB+ / neutr.                       | A-                  | A-2                     | A-2                 |
| 2002 04                      |           | BBB / neutr.                        | BBB+                | A-3                     | A-2                 |
| 2001 07                      |           | BBB- / neutr.                       | BBB+                | A-3                     | A-2                 |
| 2000 10                      |           | BBB- / neutr.                       | BBB+                | A-3                     | A-2                 |
| 2000 04                      |           | BBB- / neutr.                       | BBB+                | A-3                     | A-2                 |
| 1998 10                      |           | BBB- / neutr.                       | BBB+                | A-3                     | A-2                 |
| 1997 06                      |           | BBB- / neutr.                       | BBB+                | -                       |                     |
| <b>Fitch Ratings</b>         |           |                                     |                     |                         |                     |
| 2006 10                      |           | A / neutr.                          | A+                  | F1                      |                     |
| 2005 02                      |           | A- / teig.                          | A                   | F2                      |                     |
| 2004 07                      |           | A- / teig.                          | A                   | F2                      |                     |
| 2004 01                      |           | BBB+ / teig.                        | A                   | F2                      |                     |
| 2003 11                      |           | BBB / teig.                         | A-                  | F3                      |                     |
| 2002 12                      |           | BBB / neutr.                        | A-                  | F3                      |                     |
| 2002 02                      |           | BBB- / teig.                        | BBB+                | F3                      |                     |
| 2001 05                      |           | BBB- / neutr.                       | BBB+                | F3                      |                     |
| 2000 03                      |           | BB+ / neutr.                        | BBB+                | B                       |                     |
| 1999 02                      |           | BB+ / neutr.                        | BBB+                | B                       |                     |
| 1998 02                      |           | BB+ / neutr.                        | BBB+                | -                       |                     |
| 1997 01                      |           | BB+ / neutr.                        | BBB+                | -                       |                     |

Šaltinis: LR Finansų ministerija.

Pastaba:

Kredito reitingo perspektyvos žymėjimas:

teigiama - teig.

neutrali - neutr.

neigiama - neig.

## Priedas Nr. 4 Kredito reitingų reikšmės

### ILGALAIKIO SKOLINIMOSI REITINGAI

| Moody's | S&P  | Fitch Ratings | Apibūdinimas                             |
|---------|------|---------------|--|
| Aaa     | AAA  | AAA           | Aukščiausias saugumo lygis               |
| Aa1     | AA+  | AA+           | Aukštas saugumo lygis                    |
| Aa2     | AA   | AA            |  |
| Aa3     | AA-  | AA-           |  |
| A1      | A+   | A+            | Aukštesnis investicinis reitingas        |
| A2      | A    | A             |  |
| A3      | A-   | A-            |  |
| Baa1    | BBB+ | BBB+          | Žemesnis investicinis reitingas          |
| Baa2    | BBB  | BBB           |  |
| Baa3    | BBB- | BBB-          |  |
| Ba1     | BB+  | BB+           | Neinvesticinis (spekuliacinis) reitingas |
| Ba2     | BB   | BB            |  |
| Ba3     | BB-  | BB-           |  |
| B1      | B+   | B+            | Labai spekuliacinis reitingas            |
| B2      | B    | B             |  |
| B3      | B-   | B-            |  |
| Caa1    | CCC+ | CCC           | Bloga būklė                              |
| Caa2    | CCC  | -             |  |
| Caa3    | CCC- | -             |  |
| Ca      | CC   | CC            | Ypač spekuliacinis reitingas             |
| C       | C    | C             | Galimas įsipareigojimų nevykdymas        |
| -       | -    | DDD           | Įsipareigojimų nevykdymas                |
| -       | -    | DD            |  |
| -       | D    | D             |  |

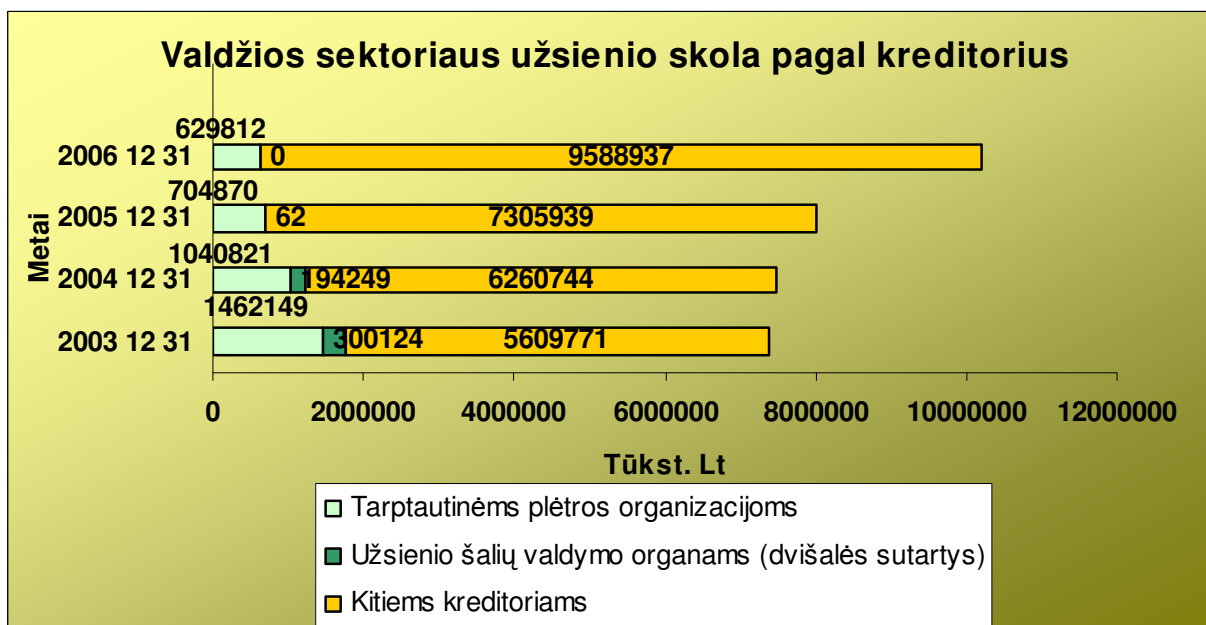
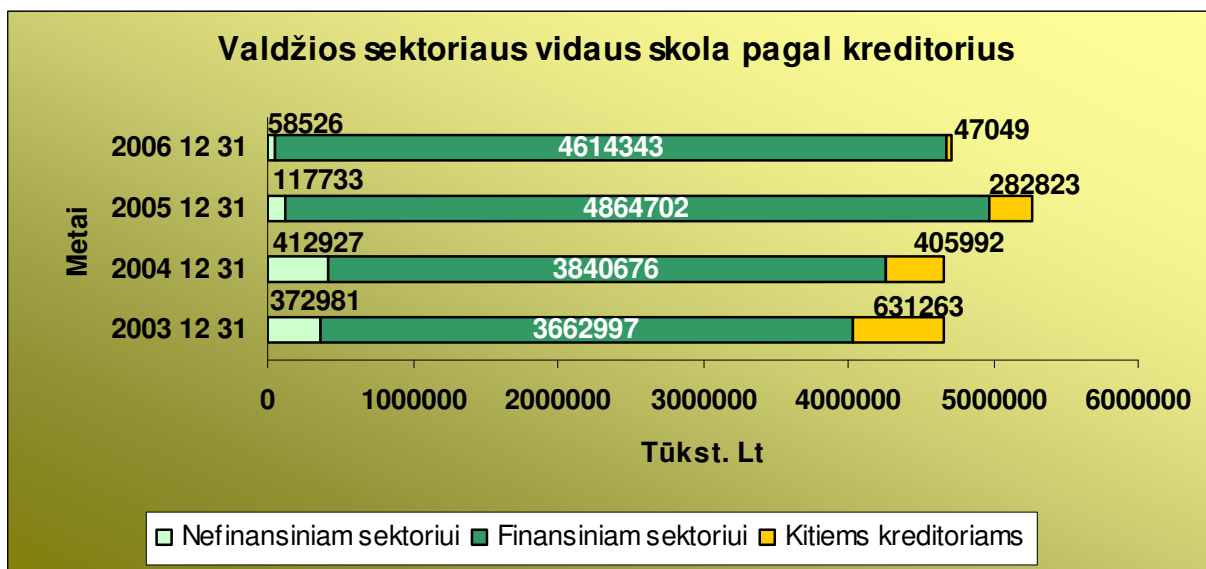
Šaltinis: LR Finansų ministerija.

**Priedas Nr. 5 Centrinės ir Rytų Europos šalių kredito reitingai**

| Šalis        | <a href="#">Moody's</a>                   | <a href="#">Standard&amp;Poor's</a>       | <a href="#">Fitch Ratings</a>             |
|--------------|---|---|---|
|              | Užsienio valiuta<br>Ilgalaikėms paskoloms | Užsienio valiuta<br>Ilgalaikėms paskoloms | Užsienio valiuta<br>Ilgalaikėms paskoloms |
| Slovėnija    | Aa2                                       | AA  | AA  |
| Estija       | A1  | A   | A   |
| Slovakija    | A1  | A   | A   |
| Lietuva      | A2  | A   | A   |
| Čekija       | A1  | A   | A   |
| Latvija      | A2  | BBB+                                      | BBB+                                      |
| Lenkija      | A2  | A-  | A-  |
| Vengrija     | A2  | BBB+                                      | BBB+                                      |
| Rusija       | Baa2                                      | BBB+                                      | BBB+                                      |
| Bulgarija    | Baa3                                      | BBB+                                      | BBB                                       |
| Kazachstanas | Baa2                                      | BBB-                                      | BBB                                       |
| Kroatija     | Baa3                                      | BBB                                       | BBB-                                      |
| Rumunija     | Baa3                                      | BBB-                                      | BBB                                       |

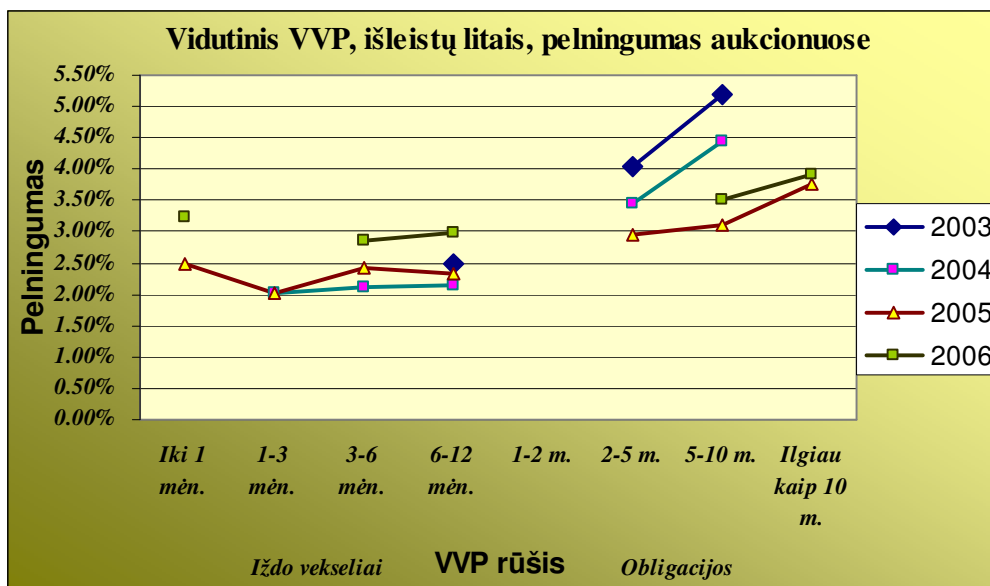
Šaltinis: LR Finansų ministerija.

Priedas Nr. 6 Valdžios sektoriaus vidaus ir užsienio skola pagal kreditorius



Sudaryta autorės. Duomenys: LR Finansų ministerija.

Priedas Nr. 7 Vidutinis VVP, išleistų litais, pelningumas aukcionuose



Sudaryta autorės. Duomenys: LR Finansų ministerija.

### Priedas Nr. 8 Rekomenduojami valstybės skolos rodikliai

| Santykiniai rodikliai/ Įsiskolinimo ribos | Mažo įsiskolinimas | Vidutinis įsiskolinimas | Didelis įsiskolinimas |
|---|--------------------|-------------------------|-----------------------|
| Užsienio skola/BVP                        | < 30.00 %          | > 30.00 %; < 50.00 %    | > 50.00 %             |
| Užsienio skola/Eksportas                  | < 165.00 %         | > 165.00 %; < 275.00 %  | > 275.00 %            |
| Skolos valdymo išlaidos/Eksportas         | < 18.00 %          | >18.00 %; < 30.00 %     | > 30.00 %             |
| Palūkanos/Eksportas                       | < 12.00 %          | >12.00 %; < 20.00 %     | > 20.00 %             |
| Vidaus skola/BVP                          | < 20.00 %          | > 20.00 %; < 25.00 %    | > 25.00 %             |
| Vidaus skola/Biudžeto pajamos             | < 92.00 %          | > 92.00 %; <167.00 %    | > 167.00 %            |
| Palūkanos/Biudžeto pajamos                | < 4.60 %           | > 4.60 %; < 6.80 %      | > 6.80 %              |

Šaltinis: Manual on Effective Debt Management. Economic and Social Commission for Asia and the Pacific. New York: United Nations ESCAP, 2006. P. 83.

**Priedas Nr. 9 Apskaičiuoti santykiniai valstybės skolos rodikliai**

|                                   | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Užsienio skola/BVP                | 12.98%      | 11.98%      | 11.22%      | 12.48%      |
| Užsienio skola/Eksportas          | 33.29%      | 29.03%      | 24.45%      | 26.28%      |
| Skolos valdymo išlaidos/Eksportas | 3.61%       | 2.54%       | 1.77%       | 1.65%       |
| Palūkanos/Eksportas               | 2.84%       | 2.35%       | 1.83%       | 0.82%       |
| Vidaus skola/BVP                  | 8.22%       | 7.45%       | 7.38%       | 5.76%       |
| Vidaus skola/Biudžeto pajamos     | 41.62%      | 33.73%      | 31.93%      | 24.15%      |
| Palūkanos/Biudžeto pajamos        | 5.62%       | 4.39%       | 3.63%       | 2.87%       |

Sudaryta autorės.