

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS  
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS  
FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA**

**AISTĖ PETKEVIČIŪTĖ**

**LIETUVOS RESPUBLIKOS SKOLOS VALDYMO  
TOBULINIMAS**

**Magistro baigiamasis darbas**

**Vadovė**

**doc. dr. L. Birškytė**

**VILNIUS, 2012**

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS**  
**EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS**  
**FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA**

**LIETUVOS RESPUBLIKOS SKOLOS VALDYMO**  
**TOBULINIMAS**

**Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas**  
**Studijų programa 621N30005**

**Konsultantas**

**Vadovė**

**doc. dr. L. Birškytė**

**2012 12**

**Recenzentas**

**Atliko**

**FVmns1-01 gr. stud.**

**A. Petkevičiūtė**

**2012 12 13**

**VILNIUS, 2012**

## TURINYS

<b>1. VALSTYBĖS SKOLOS TEORINIAI ASPEKTAI.....</b>	<b>8</b>
1.1 Valstybės skolos samprata .....	8
1.2 Skolinimosi galimybių ribos .....	10
1.3 Valstybės skolos klasifikavimas ir rizikų valdymas .....	12
1.4 Tarptautinių organizacijų požiūris į valstybės skolos valdymą .....	17
1.5 Valstybės skolos valdymo tikslai ir prioritetai.....	21
<b>2. VALSTYBĖS SKOLOS VERTINIMO BŪDAI.....</b>	<b>23</b>
2.1 Valstybės skolos vertinimo kriterijai.....	23
2.2 Kreditų reitingų reikšmingumas.....	27
2.3 Lietuvos Respublikos skolos reguliavimas įstatymuose .....	29
2.4 Lietuvos Respublikos skolos pokyčio tendencijos.....	31
<b>3. VALSTYBĖS SKOLOS APTARNAVIMO IŠLAIDŲ OPTIMIZAVIMAS.....</b>	<b>40</b>
3.1 Lietuvos ir užsienio šalių skolos rodiklių lyginamoji analizė.....	40
3.2 Vidaus skolinimosi rinkos plėtojimas .....	47
3.3 Užsienio skolos aptarnavimo sąnaudų optimizavimas, alternatyvūs skolinimosi būdai .....	52
<b>IŠVADOS IR SIŪLYMAI.....</b>	<b>58</b>
<b>LITERATŪRA .....</b>	<b>60</b>
<b>ANOTACIJA.....</b>	<b>65</b>
<b>ANOTATION .....</b>	<b>66</b>
<b>SANTRAUKA .....</b>	<b>67</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>68</b>
<b>PRIEDAI.....</b>	<b>69</b>

**LENTELĖS**

1 lentelė. LR valstybės kreditų reitingų raida 2000-2012 m.....	28
2 lentelė Valstybės skola pagal subsektorius 2009-2011 m. ....	33
3 lentelė. Valstybės skolos sudėtis pagal priemones ir kreditorius, tūkst. Lt .....	36
4 lentelė. Valstybės skolos valdymo gairėse nustatytų limitų vykdymo dinamika 2009-2011 m. ....	45
5 lentelė. Taupymo lankstų potencialas.....	48

## PAVEIKSLAI

1 pav. Valstybės skolos struktūra.....	12
2 pav. Valstybės skolos valdymo rizikos rūšys.....	15
3 pav. Valstybės skolos prognozė ES.....	19
4 pav. Valstybės skolos valdymo modelis.....	21
5 pav. Valstybės skolos vertinimo kriterijai.....	23
6 pav. Vyriausybės skolinimosi ir skolos valdymo tikslai 2011-2014 m.....	29
7 pav. Skolos rizikos limitų tikslai 2011-2014 m.....	31
8 pav. Valstybės skolos dinamika 2001-2012 m.....	32
9 pav. Centrinės valdžios biudžeto dinamika 2004-2012 m.....	33
10 pav. Sodros biudžeto dinamika 2007-2012 m.....	34
11 pav. Valdžios sektoriaus vidaus ir užsienio skolos dinamika 2007-2011 m.....	35
12. pav. Centrinės valdžios skola pagal valiutas 2009-2012 m.....	36
13 pav. Taupymo laktų dinamika 2000-2012 m.....	37
14 pav. Valstybės skolos valstybės vardu valdymo išlaidos ir palūkanos.....	38
15 pav. BVP pokytis lyginant su praėjusiu laikotarpiu 2002-2012 m.....	40
16 pav. Valstybės skolos santykio ir valstybės biudžeto balanso santykio su BVP dinamika.....	41
17 pav. Užsienio skolos santykio su eksportu ir BVP dinamika 2002-2011 m.....	42
18 pav. Už skolą sumokamų palūkanų santykis su BVP ir visa valstybės skola 2003-2011 m.....	43
19 pav. Lietuvos valstybės skolos Macaulay finansinės trukmės dinamika 2007-2011 m.....	45
20 pav. Valstybės skolos pasiskirstymas pagal skolintojus Europos šalyse 2012-08-28.....	47
21 pav. Mastroichto kriterijaus ilgalaikių palūkanų normų raida 2008-2012 m.....	53

## IVADAS

**Tyrimo aktualumas ir naujumas.** Šiandien Lietuvoje ir daugelyje kitų pasaulio šalių valstybės skolos tema yra viena iš aktualiausių ir dažnai diskutuojamų finansinių temų. Paskolų refinansavimo suma su palūkanomis, kurios prireiks visoms didžiosioms pasaulio valstybėms kartu sudėjus, viršija aštuonis trilijonus dolerių (TVF, 2011), o skolinimosi poreikis išliks visada. Italijos, Graikijos, Kipro skolų didėjimas ir blogas valdymas privedė prie to, kad visos Europos finansinė sistema ir euras susidūrė su kardinaliomis problemomis. Todėl kiekvienai valstybei aktualus tikslas yra efektyvus skolos aptarnavimo išlaidų dydžio optimizavimas.

Lietuvos Respublikos (toliau - LR) skolos valdymas ypač tapo aktualus, kai atėjus ekonomikos nuosmukiui teko gausiai skolintis norint padengti susidariusį biudžeto deficitą, todėl valstybės skolos ir BVP santykis per keletą metų padidėjo daugiau nei dvigubai. Nors Lietuvos valstybės biudžetas vis dar yra deficitinis, tačiau deficitas yra kryptingai mažinamas ir tikimasi, kad ateityje skolintis siekiant padengti biudžeto deficitą teks vis rečiau. Remiantis finansų ministre Ingrida Šimonyte ateityje pagrindinis skolinimosi tikslas turėtų būti refinansuoti senas skolas. Todėl Lietuvoje efektyvus valstybės skolos valdymas išliks aktualus klausimas dar daug metų.

Pasauliui išgyvenant ekonominę krizę, valstybės skolinimasis yra nenutrūkstamas procesas. Norint tinkamai valdyti šį procesą reikia analizuoti skolos sudedamųjų dalių pokyčius, diversifikuoti paskolų šaltinius, įvertinti su skolinimusi susijusias rizikas, išanalizuoti kitų šalių tarptautinę patirtį, taip pat įvertinti galimybes leidžiančias optimizuoti valstybės skolos aptarnavimo išlaidų valdymą ir dydį. Mažinant skolinimosi poreikį užsienyje yra būtina išanalizuoti skolinimosi galimybes vidaus rinkoje. Būtent todėl nagrinėjama tema *Lietuvos Respublikos skolos valdymo tobulinimas yra aktuali*.

Valstybės skolinimosi teorinius aspektus nagrinėjo Sabonienė (2009), Karazijienė (2011), Buškevičiūtė (2006), Levišauskaitė (2003), Devison D. V. et. al. (2009). Praktinius rizikos aspektus susijusius su valstybės skolos valdymu analizavo Budrytė A. ir Turša L. (2002). Pasigendama detalesnių tyrimų, kuriuose būtų tiriamas Lietuvos valstybės santykinų rodiklių tinkamumas, valstybės skolos aptarnavimų išlaidų valdymas, skolinimosi vidaus rinkos plėtimas, nagrinėjamas mokamų palūkanų dydis už valstybės skolą lyginant Lietuvą su kitų šalių patirtimi.

Šiame magistro baigiamajame darbe skolos vertinimo rodiklių pagalba įvertinta valstybės skolos būklė, išanalizuota skolos valdymo tobulinimo galimybė plečiant vidaus skolinimosi rinką, nustatytos teorinės skolinimosi galimybės vidaus rinkoje. Dauguma mokslininkų stiprią ir išvystytą vidaus skolinimosi rinką nurodo kaip esminę sritį norint racionaliai valdyti valstybės skolą. Magistro baigiamajame darbe taip pat daug dėmesio skirta Lietuvos skolos ir skolinimosi išlaidų palyginimui retrospektyviniu būdu su kitomis valstybėmis ieškant optimesnių galimybių sumažinti valstybės skolinimosi išlaidas.

***Tyrimo problema*** – Lietuvos Respublikos skolinimosi išlaidų valdymas.

***Tyrimo objektas*** – Lietuvos Respublikos skola ir jos valdymas.

***Tyrimo hipotezė*** – subalansuotas ir racionalus skolos valdymas mažina skolos aptarnavimo sąnaudas.

***Tyrimo tikslas*** – išanalizuoti valstybės skolos valdymo tobulinimo galimybes diversifikuojant skolinimosi šaltinius.

***Tyrimo uždaviniai:***

- Išnagrinėti mokslinius darbus skolos sampratos klausimais, apibrėžti skolos struktūrą, išanalizuoti valstybės skolos valdymo ypatumus, rizikas;
- Išnagrinėti tarptautinių organizacijų požiūrį apie skolos valdymą, bei jų rekomendacijas skolos valdymo tikslais;
- Apžvelgti valstybės skolos vertinimo kriterijus, reguliavimo būdus, nustatytus limitus bei nustatyti valstybės skolos pokyčio tendencijas;
- Pateikti Lietuvos Respublikos ir užsienio valstybių skolos rodiklių lyginamąją analizę;
- Išanalizuoti Lietuvos vidaus skolinimosi rinkos vystymo galimybes ir numatyti gaires palankesniai skolinimuisi užsienio rinkose.

***Tyrimo metodai:***

- Mokslinės literatūros ir teisės aktų susijusių su valstybės skola analizė ir sintezė;
- Horizontali, santykinė, grafinė ir vertikali statistinių duomenų analizė;
- Lyginamoji analizė ir apibendrinimo metodai.

***Darbo struktūra:***

*Ivade* trumpai apibūdinamas temos aktualumas ir naujumas, pateikiamas darbo tikslas, keliami uždaviniai bei suformuojama hipotezė. Darbas susideda iš trijų skyrių. *Pirmame skyriuje* remiantis mokslininkų, TVF, Pasaulio banko ekspertų bei kitų ekonomistų įžvalgomis ir LR teisės aktais apibrėžiama valstybės skolos samprata, struktūra, su ja susijusios rizikos. *Antrame skyriuje* atliekamas tyrimo metodikos pagrindimas, apibūdinami valstybės skolos vertinimo rodikliai, Lietuvos Respublikos teisės aktuose apibrėžti tikslai, uždaviniai ir limitai, analizuojama valstybės skolos pokyčių dinamika. *Trečiame skyriuje* nagrinėjami skolos rizikų valdymo ypatumai, įvertinamas valstybės skolos rodiklių dydžių tinkamumas. Skolos aptarnavimo sąnaudos nagrinėjamos išsamiai. Nagrinėjamos galimybės plėsti vidaus rinką įtraukiant daugiau jos dalyvių platinant taupymo lankštus ir vidaus VVP aukciono būdu. Analizuojamos efektyvesnio skolinimosi galimybės užsienio rinkose lyginant Lietuvos ir kitų šalių skolinimosi patirtį retrospektyviniu būdu. Skyriuje „Išvados ir siūlymai“ pateikiami svarbiausi pastebėjimai, tyrimo metu gauti analizės rezultatai, išdėstomos išvados ir siūlymai dėl valstybės skolos valdymo tobulinimo.

# 1. VALSTYBĖS SKOLOS TEORINIAI ASPEKTAI

## 1.1 Valstybės skolos samprata

Valstybės skolos susidarymą įtakoja subjektyvios ir objektyvios priežastys. Subjektyvios priežastys įtakančios skolinimą susidaro dėl nenumatytų veiksnių: finansinių krizių, stichinių nelaimių, karų. Objektyvios priežastys lemiančios valstybės skolos kitimą susidaro dėl netinkamos fiskalinės ir monetarinės politikos. Kai valstybės pajamos tampa mažesnės už išlaidas, skirtumą tarp pajamų ir išlaidų tenka dengti iš turimo rezervo, o jeigu tokio nėra - skolintomis lėšomis. Valstybė gali vengti deficito per pajamų ir išlaidų politiką tinkamai subalansuodama pajamas ir išlaidas. Valstybės skola pati savaime nėra blogai. Valstybė skolindamasi gali vystyti investicinius projektus, kurie duos didesnę ekonominę grąžą. Tačiau, jei pasiskolintos lėšos yra pravalgomos ar panaudojamos netiksliai, tada valstybės skola gali tapti nepakeliama našta.

Valstybės skolinimasis yra atsakinga valstybės veikla, nuo kurios priklauso valstybės politika ir tarptautinė reputacija. Didžiausia problema – pajamų į biudžetą gavimas ir tinkamas skolos aptarnavimo išlaidų tvarkymas, bei valstybės skolos rizikos valdymas (Štuopytė, 2004).

Valstybės skolos samprata valstybės skolos įstatyme apibrėžiama kaip: „valdžios sektoriaus priskiriamų subjektų, turinčių teisę skolintis, prisiimtų, bet dar neįvykdytų įsipareigojimų grąžinti kreditoriams pasiskolintas lėšas, išplatinant Vyriausybės vertybinius popierius (toliau VVP), pasirašant paskolų sutartis ir kitus įsipareigojamuosius skolos dokumentus, konsoliduota suma.“ (Lietuvos valstybės skolos įstatymas, 2011, p. 2).

Mokslininkai ir ekonomistai nėra suformavę vieningos nuomonės dėl valstybės skolos. Dažniausiai yra išskiriami du požiūriai: teigiamas (Baro Rikardo modelio šalininkai) ir neigiamas. Barro (1974) atlikti tyrimai parodė, kad valstybės skolos naštos nėra. Pasak Barro (1974): „Vyresni žmonės rūpinasi savo palikuonių gerbūviu ir nenori, kad jų vartojimas sumažėtų.“ (Buškevičiūtė, 2006, p. 341). Jo teigimu, svarbiausiu valstybės skolos valdymo tikslu turėtų būti mokesčių sušvelninimas, kuris pasiekiamas didinant visuomenės gerbūvį (Buškevičiūtė, 2006). Taigi ir kiti Barro-Rikardo šalininkai akcentavo, kad koreliacija tarp valstybės skolos pokyčių bei palūkanų normų yra minimali. Mokslininkų Bastablė (1892) ir Hamiltom (1781) nuomone valstybės skola yra palaima valstybei padedanti pasiekti tinkamą ekonomikos lygį, tik ji turi neišeiti iš priimtinių skolos ribų (Buškevičiūtė, 2006).

Barro Rikardo modelio šalininkų nuomonei dėl skolos naštos oponuoja Hume (1752) ir Smith (1776). Pasak jų, valstybės skolinimasis pamažu neigiamai paveikia kiekvieną valstybę ir atneša



naudos tik privatiems kreditoriams. Adam Smith atskleidė, kad karo laikotarpiu valstybių valdovai siekdami finansuoti karus negalėdavo ir nenorėdavo karo išlaidų finansuoti pakeltais mokesčiais ar papildomomis rinkliavomis, nes taip galėdavo prarasti savo šalies piliečių palaikymą ar net sulaukti pasipriešinimo, kurie būdavo nepageidaujami tuo laikotarpiu. Vienintelis kelias finansuoti karo išlaidas buvo skolinimasis, o po to nuosaikus mokesčių kėlimas siekiant gražinti skolas. Ir net jeigu karo metu būtų užgrobtas pakankamai turtų Autoriaus teigimu, turtai nebūtų panaudoti gražinti skolą ir palūkanas, o būtų siekiama įsiteikti savo liaudžiai. Todėl skola naudojasi viena karta, o ją gražinti privalės ateities kartų kartos, taip ateityje suvaržant tautos išlaidas, bei susilpninant pačią valstybę (Buškevičiūtė, 2006). Panašios nuomonės buvo ir mokslininkas Lerner (1948), „Jeigu investicijos finansinis rezultatas didesnis nei skolos kaštai, tai ateities kartos gyvens labiau pasitūrinčiai, o jeigu atvirkščiai, - gyvenimas bus žemesnio lygio.“ (Buškevičiūtė 2006, p. 341).

Rėklaitis (2009); Štuopytė (2004) bei užsienio ekspertai Irons, Bivans (2010) irgi pritarė Lerner pasisakymams. Šių autorių nuomone, didelę dalį ateityje gaunamų mokestinių pajamų reiktų nukreipti skolos aptarnavimo sąnaudoms apmokėti. Tai neigiamai paveiktų ekonomikos augimą.

Kiti mokslininkai laviravo tarp neigiamos ir teigiamos nuomonės. Skolintis reikia tik tiems investiciniams projektams, kurie ateityje sukurs pajamas reikalingas prisiimtiems įsipareigojimams gražinti ir nekels grėsmės ekonominiam stabilumui (Čiburienė, 2005). Toli ekonomiškai pažengusių šalių vystymąsi gali aplenkti ir kitos augančios šalys, kurios turi aukštas tikslingo investavimo galimybes. Skolintos lėšos turi būti kreipiamos tikslingai į investicinius projektus. Tai skatintų ekonomikos vystymąsi ir kurtų būtent pasyvias pajamas, kurios užtikrintų savalaikį paskolos gražinimą – „auksinė“ taisyklė (Pattillo et. al., 2004). Tačiau šiandieniniame pasaulyje vyrauja tendencijos, kad naujos valstybės skolos nėra naudojamos investicijoms, o tik senų paskolų refinansavimui arba jų aptarnavimo išlaidų padengimui. Todėl tampa itin svarbu, kad kiekviena valstybė optimizuotų su skolos aptarnavimu susijusias išlaidas, bei tikslingai investuotų pasiskolintas lėšas.

Cohen (1993) teigė, kad valstybės skolos teigiamai veikia ekonomiką tik iki tam tikros ribos, kurią peržengus skola neigiamai veikia ekonomikos vystymąsi. Tada didėja investuotojų susirūpinimas dėl tvarios ekonomikos ir tai sąlygoja rizikos priedų išaugimą, kas neigiamai veikia VVP palūkanų normas.

Jakeliūnas (2012) išskiria tris valstybės skolos panaudojimo būdus:

- Pagrindinis finansavimo būdas;
- Spekuliacinis būdas;
- Piramidinis finansavimas.

Jakeliūnas (2012) geriausią, svarbiausią būdą, dominuotiną visoje ekonomikoje įvardina tikslingą investavimą iš kurio gaunamų pajamų gražinamos prisiimtos paskolos. Kitas būdas, spekuliacinis, kai yra įsigyjamas tam tikras turtas iš kurio tikimasi, kad išaugs jo investicinio projekto

vertė ir paskola su palūkanomis bus gražinta. Paskutinis ir prasčiausias valstybės skolos panaudojimo būdas yra piramidinis finansavimas, kurį naudoja beveik visos valstybės. Taikant šį būdą vieninteliu šaltiniu iš kurio yra gražinamos paskolos tampa naujai pasiskolintos paskolos (Jakeliūnas, 2012).

Apibendrinant galime teigti, kad valstybės skola yra valdžios politikos atspindys. Jei valstybės išlaidos ilgą laiką yra didesnės už pajamas, tai jas tenka finansuoti skolintomis lėšomis. Išanalizavus įvairius pasisakymus skolos naštos tematika pastebima, kad mokslininkų išvados dėl valstybės skolos skyla į dvi dalis – vieni teigia, kad skola yra gerai, nes taip papildomai skatinama ekonomika. Tuo tarpu kiti mano, kad skola yra išipareigojimas ateities kartoms ir tai sumažintų ekonomikos augimą, nes dalį lėšų tektų atidėti skolų gražinimui. Tiesa, dauguma ekonomistų mano, kad valstybės skola yra gera priemonė padedanti pasiekti tinkamą ekonomikos lygį, tik ji turi neišeiti iš priimtinių skolos ribų. Kitu atveju gali padidėti investuotojų nepasitikėjimas dėl tvaraus ekonomikos augimo ir tai lemtų palūkanų normų už VVP išaugimą.

## 1.2 Skolinimosi galimybių ribos

Ekonomistai ir mokslininkai ne tik gilinasi į skolos naštos sampratą, bet ir analizavo rodiklių vertinimo svarbą analizuojant valstybės skolos valdymą. Lakštutienė ir Naraškevičiūtė (2003), Hauner et. al., (2007) nustatė priklausomybę tarp biudžeto deficito ir valstybės skolos dydžio, kuris atspindi vyriausybės patikimumą ir pasak Hauner et al., (2007) daro reikšmingą įtaką VVP palūkanoms. Šių autorių teigimu, didėjant valstybės skolai didėja ir su jos valdymu susijusios išlaidos, kurių didžiąją dalį sudaro paskolų palūkanos. Kitų mokslininkų teigimu, visų svarbiausia yra subalansuotas biudžetas, kuris neleidžia didėti valstybės skolai, neatsižvelgiant į tai ar padidėjusi valstybės skola daro įtaką biudžeto planavimui (Greinei, Fincke, 2009).

Daugelis ekonomistų ir mokslininkų vieną iš svarbiausių rodiklių parodantį skolos lygį apibūdina kaip valstybės skolos ir BVP santykį. Anot Buškevičiūtės (2006), Kuodžio (2011), jei valstybės biudžetas yra deficitinis, o deficitas dengiamas skolintomis lėšomis, tai skolos augimo tempas turėtų būti mažesnis nei BVP augimo tempas, nes priešingu atveju skolos ir BVP santykis padidės, o tai lems, kad ateityje vis didesnė BVP dalis atiteks skolos aptarnavimui ar jos gražinimui, o mažesnė dalis liks vystyti ekonomiką. Tai lems, kad dėl per mažos pinigų dalies vystyti ekonomiką valstybės biudžetas vėl bus deficitinis ir vėl teks skolintis, kad būtų panaikintas lėšų trūkumas. Tokiu atveju skolos ir BVP santykis vėl augs, nes ekonomika neauga taip greit kaip auga skola ir vidutiniu laikotarpiu gali susidaryti tokia situacija, kai skolos ir BVP santykis bus nepriimtinas investuotojams ir nebebus įmanoma skolintis lėšų esamam biudžeto deficitui finansuoti. Taigi, biudžeto deficitas turėtų būti

derinamas su BVP ir valstybės skolos augimo tempais.

Pagrindinis prioritetas skolos valdyme turėtų būti strategija, pagal kurią subalansuota valstybės skola ir jos santykis su BVP nedidėtų (Wyplosz, 2011). Kuodis (2010) mažesnę nominalaus BVP augimą už nominalias palūkanas, mokamas už skolą vadina „Sniego gniūžte“. Šis sniego gniūžtės efektas prie bankroto ribos priveda mažai įsiskolinusią valstybę, nes neatsiranda kreditorių norinčių priimti skolinimo riziką. Užtektų parodyti, kad valstybė įsitenka į 60% Maastrichto kriterijaus ribas, nes iš esmės didesnis ekonomikos augimas nei valstybė moka už savo skolą, parodo biudžeto deficito ir BVP santykio pastovumą (Kuodis, 2010).

Pratęsdamas šią analizę Kuodis (2011) siūlo sukurti mechanizmą, kuris neleistų didėti palūkanų normoms už išleidžiamus VP neribotai. Tam tikslui jis siūlo, kad Europos Sąjungoje (toliau ES) atsirastų paskutinis skoliniojas, kuris būtų Europos centrinis bankas (toliau - ECB). ECB neleistų, kad palūkanų norma viršytų leistiną normą. Priešingu atveju, jis pradėtų supirkinėti pats ES vyriausybės VP ir taip sumažintų VP pelningumą iki norimo lygio. Tokiu būdu būtų galima užsitikrinti, kad pernelyg neįsiskolinusios valstybės galės pasiskolinti VP rinkoje, netgi jei investuotojai jomis nebepasitikės ir norės didesnio nei įprasta rizikos priedo už naujai išleidžiamus VP (Kuodis, 2011). Dažnu atveju tai pakeistų investuotojų lūkesčius dėl galimo gauti pelningumo ir ECB įsikišimo neprireiktų (Kuodis, 2011). Valstybės būklė tampa nestabilia, kai nacionalinis produktas auga lėčiau negu valstybės skola ir su skolos valdymu susijusios valdymo išlaidos (Naraškevičiūtė, Lakštutienė, 2003). Valdymo išlaidų kitimą taip pat įtakoja tarptautinių reitingo agentūrų šaliai suteiktas skolinimosi reitingas. Kuo šalies ekonominė situacija yra geresnė, tuo reitingas yra aukštesnis ir tai lemia, kad investuotojai skolina su mažesnėmis palūkanomis. Tačiau jei reitingas yra sumažinamas, tada tai investuotojams yra signalas, kad šalies ekonomika susiduria su problemomis ir už naujai išleidžiamus VVP tenka mokėti rizikos premija – naujus VVP tenka išleisti su aukštesne palūkanų norma.

Mokslininkai išanalizavę 44 pasaulio šalių patirtis valdant centrinės valdžios skolą nustatė, kad besivystančiose ir išsivysčiusiose šalyse ypač didelės skolos viršijančios net 90 proc. BVP atsirado dėl sumažėjusių šalių augimo tempų (Carmen et al., 2010). Buvo nustatytas euro zonos valstybių įsiskolinimo lygio poveikis ekonomikai – netiesinė priklausomybė tarp santykio tarp BVP tenkančio vienam gyventojui ir valdžios sektoriaus skolos augimo (Checerita, Rother, 2010). Autoriai šį santykį pavaizdavo kreive primenančią U raidę ir ilgalaikes palūkanų normas, būtent šalies produktyvumo laipsnį išskiriant kaip ekonomikos srities augimą ypatingai lemiančius veiksnius.

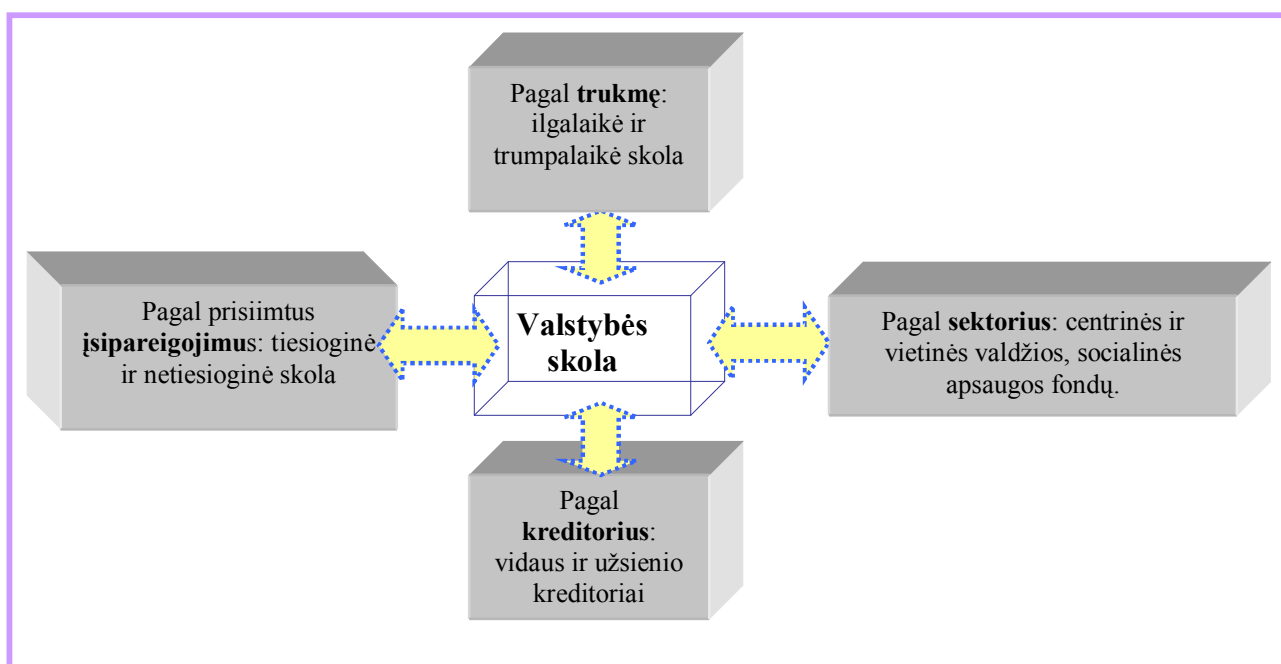
Neaugantis BVP ir užsienio skolos santykis priklauso nuo teigiamos valstybės skolos dydžio kitimo tendencijos ir yra svarbiausia einamosios sąskaitos priimtino sąlyga (Vaškelaitis, 2006).

Pagrindinis rodiklis nurodantis valstybės skolos būklę, pasak mokslininkų, yra valstybės skolos

santykis su BVP. Norint turėti tvarią ekonomikos situaciją, valstybės biudžetas turi būti subalansuotas arba bent deficitas turi būti mažesnis nei auga visa ekonomika. Priešingu atveju valstybės skolos ir su ja susijusių išlaidų augimas eliminuos ekonomikos augimą. Galimą prisiimti skolos našta taip pat įtakoja už skolą mokamos palūkanos: jei jos yra santykinai žemame lygyje, tai galima prisiimti didesnę skolinimosi našta. Nemažiau svarbu, kad šalyje augtų ir pati ekonomika, nes kuo didesnis BVP augimas tuo didesnę skolos našta gali prisiimti valstybė. Kita vertus, staiga sumažėjus ekonomikos augimui skolos lygis gali tapti per didelė našta šalies ekonomikai. Todėl svarbu turėti tikslą ir strategiją, kokį skolos lygį šalis planuoja turėti ateityje.

### 1.3 Valstybės skolos klasifikavimas ir rizikų valdymas

Valstybės skola nėra vienalytis objektas. Ji susideda iš daugybės komponentų, kuriuos reikia atskirai valdyti bei įvertinti kiekvieno riziką. Išstudijavus mokslinę literatūrą pastebima, kad skirtingi mokslininkai pateikia skirtingus valstybės skolos interpretavimus. Tačiau esminiai komponentai ar sudedamosios dalys išlieka panašios. Susistemintus analizuotą išskirti pagrindiniai valstybės skolos kriterijai: įsiskolinimo laikotarpis, valiuta kuria skolinamasi, iš vidaus ar iš užsienio kreditorių valstybė skolinasi, skolos aptarnavimo išlaidų dydis. Taip pat yra išskiriama, kad skola gali būti tiesioginė ir netiesioginė, atitinkamai valstybės skolinimasis ir paskola su valstybės garantija (Levišauskaitė, Ruškys 2003). 1 pav. pavaizduota, kaip valstybės skola yra skirstoma pagal Lietuvos Respublikos (toliau LR) valstybės skolos įstatymą.



Šaltinis: adaptuota pagal Lietuvos Respublikos valstybės skolos įstatymą 2011.

1 pav. Valstybės skolos struktūra

Pagal kreditorius – skola yra skirstoma į vidaus ir užsienio skolą. Lietuvos Respublikos skolos įstatymas valstybės vidaus skolą apibrėžia kaip vidaus kreditoriams prisiimamus turtinius įsipareigojimus (LR skolos įstatymas, 2011). Valstybė skolindamasi iš savo valstybės piliečių įsipareigoja savo ruožtu mokėti jiems palūkanas, kurios pasilieka šalies viduje ir skatina ekonomikos vystymąsi. Gražinant užsienio skolą, palūkanos išmokamos užsienyje esantiems kreditoriams, mažėja valstybės valiutų atsargos.

Šiuo metu valstybės savo skolinimosi portfelį formuoja skolindamosios užsienio ir vidaus rinkose. Pasirinkimas skolintis vidaus rinkoje veikia skolininkės šalies ekonomiką stimuliuojančiai. Priešingai, skolinimasis užsienyje valstybei suteikia priklausomumą nuo skolinimosi šaltinio ekonomiškai bei politiškai - valstybės ekonomika tampa itin įtakojama išorės veiksnių.

Mokslininkai skirtingai pasisako apie vidaus ir išorės skolos naudingumą. Pasak Lerner (1948), vidinės skolos naštos ateities kartoms nėra: „ateities kartos nariai tampa įsiskolinę vieni kitiems.“ (Buškevičiūtė, 2006, p. 340). Ir priešingai – vartojimo kritimas išperkamų palūkanų ir paskolų dydžiu sumokamu skolintojams neigiamai įtakoja ateities kartų našta (Buškevičiūtė, 2006).

Panizza (2008) oponuoja Lerner teigdamas, kad visų pirma pusiausvyra tarp vidaus ir užsienio skolos yra būtina, ir skolinimasis vidaus ar išorės rinkose turi savus trūkumus bei rizikas. Vidaus ir išorės skolos negalima apjungti. Savo darbuose autorius vieną iš svarbiausių faktorių įtakojantį skolos valdymą akcentuoja paskolų išpirkimo laiką, valiutų riziką ir pabrėžia, kad pirmiausia būtina atrasti ydingas, neigiamas skolos valdymo sritis. Tačiau valstybė skolindamasi užsienyje yra pažeidžiama. Užsienio investuotojų dalyvavimas didina skolinimosi galimybes, bet tokiu atveju reikia stebėti užsienio skolos kitimo tendencijas (Panizza, 2008).

Pasaulio bankas (toliau – PB) taip pat rekomenduoja plėtoti vidaus rinkos plėtrą, o tai sumažintų didelę priklausomybę nuo su užsienio valiuta surištos paskolos (Guidelines for Public Debt Management, 2002). Vaškėlaitis pritardamas PB pasisako už vietinius valstybės skolos diversifikavimo variantus, ypatingai pabrėždamas skolinamąsi vidaus rinkoje nacionaline valiuta (Vaškėlaitis, 2006).

Kiti mokslininkai ištyrė, kad didelė valstybės skola įtakoja milžiniškus deficito padarinius. Iš surenkamų mokesčių finansuojamas valstybės išlaidų padidėjimas bus pateisinamas tik tada, kai valstybės skola bus palyginti žemame lygyje (Adam, Bevan 2005), tačiau šalys turinčios žemo lygio žmogiškąjį ir fizinį kapitalą, protingai investavusios gauna naudos ir iš išorės skolinimosi (Wyplosz, 2007). Nepaisant to, akcentuojama, kad vyriausybės išlaidų padidėjimas skatintų ekonomikos augimą tik tokiu atveju, kai valstybės skolos lygis išliks sąlyginai žemas (Adam, Bevan 2005). Paskutinei išsakytai nuomonei kontraargumentavo Wyplosz, kuris akcentavo, kad yra svarbus ateities skolos lygis, teigdamas, jog nesvarbu koks skolos lygis yra dabar, nesvarbu koks jis buvo - didelės skolos gali

būti išmokėtos, mažos skolos gali tapti netvariomis (Wyplosz 2007).

Pasak mokslininkų, valstybės skola siejama su neefektyviu investicijų valdymu ir neracionalaus taupymo lygio pasirinkimu. Jeigu valstybių kapitalas yra mažas ir investicijų pritraukimo ir gražinimo galimybės stipriai viršija išsivysčiusių šalių galimybes, valstybės skolinimasis teigiamai veiktų valstybės ekonominę plėtrą. (Čiburienė, 2005).

Atsižvelgiant į ES teisinius reikalavimus, užsienio ir vidaus skolos sąvoka apibrėžiama įvertinus šių priimtų įsipareigojimų valiutą: jeigu pasiskolinta buvo litais, skola būtų priskirta vidaus skolai, o jeigu kita užsienio valiuta – užsienio skolai. Priešingai negu nustato ES reikalavimai, Pasaulio bankas (toliau PB) rekomenduoja skolą skirstyti pagal nerezidentus arba rezidentus, t.y. vidaus skolai būtų priskirti rezidentų valstybės įsipareigojimai, užsienio skola – nerezidentų. (Karazijienė, Sabonienė, 2009).

Pažengusiose rinkose siektinas tikslas yra didesnis savarankiškumo siekimas nuo užsienio skolos kartu siekiant didesnės vidaus skolos dalies visame skolos portfelyje. Atsižvelgiant į tai, reikia numatyti galimybių ribas pasiskolinti vidaus rinkoje, bei priemones didinti vidaus skolos apimtį.

Pagal priimtinius įsipareigojimus (žr. 1 pav.) valstybės skola gali būti tiesioginė arba netiesioginė. Tiesioginė valstybės skola – valstybės vardu priimti valstybiniai įsipareigojimai, netiesioginė valstybės skola yra valstybės garantija priimti paskolų gražinimo rizika, jei skolos gavėjas nebesugeba gražinti jam suteiktos skolos. (Karazijienė, Sabonienė 2009). Detaliau nagrinėjant valstybės skolos struktūrą kreiptinas dėmesys į valstybės skolos trukmę (trumpalaikės ar ilgalaikės skolos) ir kokia dalis VP skolos yra suformuota užsienyje, o kuri vidaus rinkoje. Buškevičiūtė (2006) siūlo pasirinkti kreditorius su mažiausiomis palūkanų normomis bei skolintis ilgesniam laikotarpiui, per kurį spėtų sugeneruoti lėšas paskolų gražinimui. Žinoma, valstybė gali panaudoti „revolverinę“ paskolą – kai viena paskola yra padengiami ankstesni įsipareigojimai. Pabrėžtina, kad svarbu įvertinti ir tą aplinkybę, kad ilgalaikės skolos yra sąlyginai ir brangesnės (Buškevičiūtė, 2006).

Vertinant valstybės skolos valdymą reikia visada atsižvelgti kokio tai tipo skola, nes kiekvieno tipo skolai suvaldyti reikia vertinti skirtingas rizikas; Codogno et al, (2003); Manganelli et. al, (2009), Alexopoulou et al, (2009) išskiria kelis veiksnius, lemiančius obligacijų palūkanų dydį:

- Kredito įsipareigojimų nevykdymo rizika;
- Tarptautinė ir likvidumo rizika.

Šios rizikos yra tarpusavyje susijusios. Palūkanų dydis bus didesnis jei kreditoriai turės reikšmingų dvejonų, kad valstybė nesugebės išpirkti obligacijų emisijos laiku. Ši rizika padidėja, kai valstybė jau turi didelę įsipareigojimų našta ir jos ekonomika sparčiai neauga. Likvidumo rizika atsiranda, kai nėra galimybės parduoti savo turimas obligacijas antrinėje rinkoje anksčiau laiko. Ši rizika taip pat padidina palūkanų normą, nes kreditoriui reikia papildomos premijos už prišimamą riziką, kad esant poreikiui nepavyks anksčiau laiko parduoti turimas obligacijas.

Lietuvos strategijoje taip pat nagrinėjamos su skolinimusi susijusios rizikos - užsibrėžta palaikyti priimtina palūkanos norma, valiutų kursų pokyčių ir perfinansavimo vidutinės trukmės laikotarpiu, siekti VVP likvidumo (Vyriausybės vidutinės trukmės skolos valdymo ir skolinimosi strategija, 2009). Finansų Ministerijos (FM) leidžiamame valstybės skolos leidinyje rizikų valdymas yra apibūdinamas kaip valstybės skolos pagrindinis valdymo tikslas (Valstybės skola, 2011). Susistemintus mokslinę literatūrą išskiriamos šios pagrindinės rizikos rūšys (žr. 2 pav.).



Šaltinis: sudaryta autorės remiantis Buškevišiūte E, 2006

2 pav. Valstybės skolos valdymo rizikos rūšys

Veiksminga skolos valdymo sistema padėtų anuliuoti operacinę riziką, kuri atsiranda dėl skolos valdytojų daromų klaidų, sukčiavimų arba skolinantis vidaus ar užsienio rinkose. Siekiant išvengti šios rizikos skolos valdymo operacijos yra atliekamos pagal griežtas taisykles bei nustatytais terminais. Taip pat būtina, kad atlikti veiksmai būtų audituojami. Tokiu būdu, operacinė rizika dar labiau yra sumažinama.

Palūkanų normų svyravimo rizika susidaro dėl valstybės paskolų prisiimtų su kintama palūkanų norma. Bazinės palūkanų normos padidėjimas tiesiogiai veikia palūkanų už paskolą išaugimą. Kita vertus, valstybei pasiskolinus su fiksuotomis palūkanomis ir ateityje sumažėjus bazinei palūkanų normai, ji patirtų daugiau skolos aptarnavimo išlaidų, negu būtų patyrusi paėmus paskolą kintamomis palūkanomis. Dėl šių priežasčių reikia išlaikyti tinkamą santykį tarp kintamomis ir pastoviomis palūkanomis prisiimtų paskolų kiekio. Empiriškai yra įrodyta, kad valstybės skolinimasis pastoviomis palūkanomis yra atvirkščiai proporcingas palūkanų nepastovumui. Taip pat, kuo yra didesnė palūkanos, tuo didesnė palūkanų mažėjimo galimybė ir todėl valstybei skolintis kintamomis palūkanomis yra naudingiau (Budrytė, Tursa, 2002). Tačiau valstybės ne visada naudojasi galimybe pasirinkti kintamą palūkanų normą, nes taip sunkiau suprognozuoti reikiamus pinigų srautus vykdant skolinius įsipareigojimus.

Kita svarbi rizika pavaizduota 2 pav. yra valiutos kurso kitimo rizika, atsirandanti kai skolinamasi kita valiuta, nei cirkuliuoja šalyje. Dažniausiai skolinantis kita valiuta yra siekiama

mažesnių palūkanų normų nei yra vidaus rinkoje arba norint praplėsti skolinimosi galimybes. Pasiskolinus užsienio valiuta iškyla rizika, kad pasikeitus valiutos kursui skolos grąžinimo sąnaudos gali ženkliai padidėti. Kita vertus, skolintis užsienio valiuta galima ir tada kai tikimasi, kad valiutos kurso santykis pasikeis į palankią pusę - užsienio valiuta atpigs vietinės valiutos atžvilgiu - skola vietinės valiutos atžvilgiu sumažės.

Šalys, kurios turi daug trumpalaikių skolinių įsipareigojimų, yra labiau pažeidžiamos finansinių krizių metu. Pažeidžiamumas atsiranda dėl refinansavimo rizikos. Refinansavimo rizika ypatingai pasireiškia tuo metu, kai valstybė patiria ekonominį nuosmukį. Padidėjus investavimo rizikai šalies viduje investuotojai tikisi gauti didesnę rizikos premiją ir tai lemia, kad auga obligacijų pajamingumas (Reinhart, Rogoff, 2010). Tiesiogiai išaugusi rizika įtakoja naujai išleidžiamus VVP – juos tenka išleisti su ženkliai padidėjusiomis palūkanomis. Kuo tokių VVP daugiau, tuo labiau tai įtakos bendrą skolos struktūrą. Rizikingiausios šiuo atveju būna trumpalaikės paskolos, nes jas nuolat reikia refinansuoti. Todėl nustatomi griežti limitai trumpalaikiai valstybės skolai bei yra ilginama prisiimtų paskolų išmokėjimo trukmė norint sumažinti refinansavimo rizikos tikimybę.

Netiesioginė valstybės skolos rizika – dar viena svarbi rizika atsirandanti dėl paskolų suteiktų valstybės įmonėms, piliečiams bei institucijoms negrąžinimo. Itin svarbu yra tinkamai įvertinti skolininko realias galimybes ateityje grąžinti susidariusią skolą, nes kitu atveju gali ženkliai padidėti valstybės įsiskolinimas, nors ji šių lėšų ir nepanaudoja. Gali susidaryti situacija kai pelnas bus privatizuotas, o nuostoliai nacionalizuoti.

Su valstybės skola susijusių rizikų valdymas yra itin svarbus vyriausybės tikslas, kurį tinkamai kontroliuojant vyriausybė kryptingai eitų link palūkanų mokamų už valstybės skolą optimizavimo. Tinkamas balansavimas tarp prisiimtų rizikų valdant valstybės skolą teigiamai įtakos išlaidas, susijusias su valstybės skolos aptarnavimu. Rizikų valdymui padeda subalansuota valstybės skolos struktūra. Reikia išlaikyti pusiausvyrą tarp trumpalaikių ir ilgalaikių paskolų, nes taip valdoma refinansavimo ir palūkanų normų svyravimo rizikos. Tinkamu rizikų valdymu yra susikuriama reputacija investuotojų akyse, kas ateityje gali lemti pigesnę skolinimąsi ar ateinančias tiesiogines užsienio investicijas.

Valstybės skola nėra vienalytis objektas, todėl netikslinga jos nagrinėti kaip vienos visumos. Būtina išskirti skolą pagal kreditorius į užsienio bei vidaus skolas, pagal trukmę į trumpalaikę ir ilgalaikę, pagal valiutas – į fiksuoto valiutos kurso ir kintamo valiutos kurso skolą. Daugelio mokslininkų ir tarptautinių organizacijų pabrėžiama vietinės skolinimosi rinkos plėtojimo svarba. Skirtingos rūšies valstybės skolai būdingos skirtingos savybės, todėl siekiant optimizuoti valstybės skolos valdymą bei su tuo susijusias rizikas, būtina rasti pusiausvyrą tarp skirtingų skolinimosi galimybių.



Norint sumažinti operacinę riziką būtina turėti efektyvią veiksmų kontrolę, bei atlikti reguliarių veiksmų auditą. Valiutų kurso kitimo rizika atsiranda kai skolinamasi užsienio valiuta. Norint sumažinti šią riziką galima apsidrausti nuo valiutos kitimo rizikos, kita vertus, keičiantis valiutos kursui galima ir sutaupyti, jei užsienio valiuta atpigs vietos valiutos atžvilgiu, tačiau tada reiktų rinktis spekuliacinio strategiją. Refinansavimo rizika padidėja kai didėja trumpalaikės skolos dalis bendrame portfelyje, todėl trumpalaikė skola turėtų sudaryti ne itin didelę skolos portfelio dalį. Skolintis kintamomis palūkanų normomis dažnai yra pigiau, tačiau tada susiduriama su palūkanų normų svyravimo rizika, todėl norint išvengti šios rizikos patartina skolintis fiksuotomis palūkanomis. Skolos valdymui ne tiek aktualios, tačiau skolintojams esminės rizikos yra likvidumo ir skolos grąžinimo rizikos. Kuo šių rizikų tikimybės mažesnės tuo mažesnėmis palūkanomis valstybė galėtų pasiskolinti.

#### **1.4 Tarptautinių organizacijų požiūris į valstybės skolos valdymą**

Valstybės skolos valdymas yra kompleksinis uždavinys, kurio sėkmė priklauso ne tik nuo to kaip valdai pačią skolą, bet ir kaip sugebi valdyti su ja susijusias rizikas. Valstybės skolos valdyme yra svarbu kokia yra ekonominė ir politinė šalies situacija. Taip pat svarbu turėti subalansuotą biudžetą ir einamosios sąskaitos balansą, be kurių sunku tikėtis, kad valstybės skola bus subalansuota. Itin svarbi yra ir finansinė aplinka – kai nuolatos yra vystoma tiek pirminė, tiek antrinė VP prekybos rinkos, kad galėtų tinkamai funkcionuoti naujų VP platinimas ir prekiavimas jau išplatintais VP.

Tarptautinio Valiutos Fondo 2010 m. (toliau TVF) parengtoje ataskaitoje apie valstybės skolos valdymą, jos autoriai kaip pagrindinį valstybės skolos valdymo tikslą nurodo vyriausybės finansavimo poreikio ir einamųjų mokėjimų užtikrinimą mažiausiomis sąnaudomis žvelgiant iš vidutinio ir ilgojo laikotarpio perspektyvos prisiimant protingą rizikos laipsnį. Kalbėdami apie valstybės skolą ekonomistai pabrėžia, kad itin svarbu derinti veiksmus tarp skirtingų institucijų, kurios gali įtakoti valstybės skolos valdymą (TVF, 2010). Lietuvoje šios funkcijos yra paskirstytos tarp FM, Vyriausybės, Seimo, Lietuvos banko (toliau LB.), Valstybės kontrolės. Tai, kad FM atlieka ir skolos valdytojo, ir fiskalinės politikos formuotojo funkcijas – palengvina bendradarbiavimą. Efektyvinant veiklą 2011 m. pab. buvo panaikinta VP komisija, kurios funkcijas perėmė LB.

TVF 2010 m. ataskaitoje pabrėžiama, kad sėkmingam valstybės skolos valdymui nemažiau svarbu yra atskaitomybė bei skaidrumas: aiškiai išdėstytos pareigos, atsakomybės tarp institucijų. Svarbu turėti aiškius skolos valdymo tikslus ir konkrečius uždavinius, kuriais bus vadovaujama siekiant užsibrėžtų tikslų. Visa ši informacija turi būti viešai skelbiama visuomenei. Turėtų būti prognozuojami veiksmai susiję su valstybės skolos valdymu (TVF, 2010).

Kalbant apie institucinės sistemos įtaką valstybės skolos valdymui pabrėžiama, kad svarbi aiški

teisinė sistema. Įstatymuose turi būti apibrėžta kada, kiek galima skolintis lėšų ir kokiems tikslams bus panaudotos pasiskolintos lėšos, apibrėžti, paskirstyti ir užtikrinti įgaliojimai ir vaidmenys tarp atskirų subjektų (TVF, 2010).

TVF (2010) ir PB parengtose gairėse (2010) dėl skolos valdymo pabrėžiama, kad rizika susijusi su skolos struktūra yra viena esminių rizikų, kuri turi būti atidžiai stebima, vertinama. Siekiant turėti pasirinkimo laisvę priimant sprendimus dėl skolinimosi ateityje ar norint sumažinti valstybės skolinimosi riziką, skolos valdytojai turi būti išanalizavę ir nuolat monitorinti rizikos charakteristikas susijusias su finansiniais ar kitais valstybės pinigų šrautais, atidžiai vertinti ir sėkmingai valdyti rizikas susijusias su VP denominuotais užsienio valiuta ar įkainotais kintamomis palūkanų normomis. Tarptautinių organizacijų specialistai, kaip ir anksčiau minėti mokslininkai, akcentuoja trumpalaikės valstybės skola protingos skolos portfelio dalies sudėtį, nes jei ši dalis būtų didesnė nei priimtina, tai galėtų lemti didelį neapibrėžtumą ateityje, kuris galėtų lemti ženklų aptarnavimo sąnaudų padidėjimą. Šios priemonės turėtų lemti, kad suėjus VP išpirkimo terminui vyriausybėms pavaldžios skolos valdymo įstaigos galėtų gražinti ar refinansuoti savo skolas su priimtinomis palūkanomis (TVF, 2010).

Siekiant tinkamai valdyti rizikas būtina sukurti, išplėtoti, nuolat tobulinti rizikos valdymo sistemą. Norint įvertinti riziką būtina reguliariai atlikti skolos testavimus nepalankiomis rinkos sąlygomis, kurios gali susidaryti finansų rinkose šalių ekonomikoms susidūrus su finansiniais sunkumais. Jei valdant valstybės skolą pasirenkamas aktyvus valdymo būdas - siekiama pelno spekuliuojant kintančiomis palūkanų normomis, besikeičiančiais valiutų kursais - atsakingai įvertinamos kylančios rizikos. Valstybės skolos valdytojai vertindami kylančias rizikas turi atsižvelgti į neapibrėžtus įsipareigojimus, kurių įtaką taip pat reikia vertinti testavimu nepalankiomis sąlygomis.

Atkreiptinas dėmesys, kad ekonomikos pakilimo metais, Lietuvos Vyriausybei buvo pristatyta 2006 m. TVF, ES komisijos rinkos apžvalga, kurioje buvo perspėta dėl ateinančios pasaulinės finansų krizės: „konstatuojame Baltijos šalių makroekonominį pažeidžiamumą ir būtinybę neatidėliotinau vykdyti apdairią fiskalinę politiką.“ (Makroekonominės aplinkos apžvalga, 2006, p. 4). Ši rekomendacija labai greitai dingo iš viešosios erdvės, o Lietuvos Vyriausybė - nekaupdama piniginių lėšų rezervo artėjančiam ekonomikos nuosmukiui - toliau netikslingai išlaidavo.

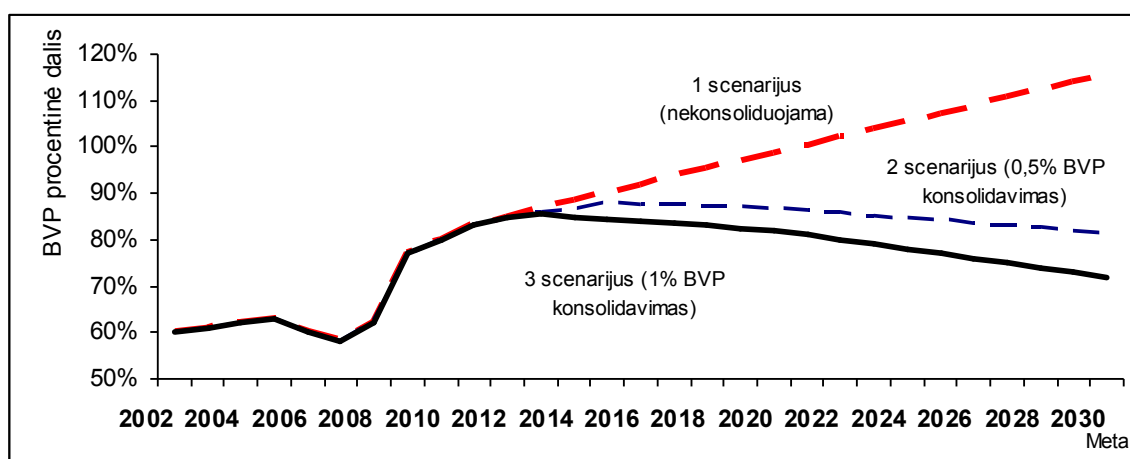
*TVF ir PB darbuotojų parengtose valstybės skolos valdymo gairėse (2010) akcentuojama, kad veiksmingas VVP pirminės ir antrinės rinkos sukūrimas ir vystymas gali turėti ženklios naudos vidutiniu ar ilguoju laikotarpiu siekiant sumažinti skolos išleidimo ar palūkanų išlaidas bei sumažinti likvidumo, valiutos kurso kitimo ar kitas rizikas. Valstybės skolos valdytojų veiksmai turi būti suderinti su VP rinkos interesais ir skatinti šios rinkos plėtrą. Pirminėje rinkoje svarbu, kad emisijų išleidimo operacijos būtų skaidrios ir prognozuojamos. Išleidžiant naujas skolos emisijas reikia naudoti rinkos mechanizmus - įskaitant skolos aukcionus ar sindikuotas paskolas. Antrinėje rinkoje turėtų būti stengiamasi, kad į ją įsitrauktų kuo daugiau investuotojų taip diversifikuojant jų valdomus portfelius*

bei populiarinant valstybės skolos VP tarp vietos investuotojų (TVF, 2010).

Akcentuojama, kad didelis makroekonominis disbalansas ekonominio nuosmukio laikotarpiu sumažėjo. Ekonominio pakilimo laikotarpiu buvo susidariusi perteklinė paklausa, kuri susiformavo skolintomis lėšomis, kurios iškreipė makroekonominį balansą – buvo daugiau importuojama, nei eksportuojama. Ekonominis nuosmukis sumažino perteklinę paklausą ir iš dalies stabilizavo einamosios sąskaitos balansą. Metinėje augimo apžvalgoje pastebima, kad valstybės, kuriose yra einamosios sąskaitos deficitas bei didelis valstybės biudžeto deficitas, turi mažai įrankių savo finansams sutvarkyti. Visų pirma, reikia pasiekti tvarią valstybės finansų padėtį: einamosios sąskaitos balansą, tiek subalansuota valstybės biudžetą (Europos Komisijos metinė augimo apžvalga, 2011).

Europos Komisija (toliau EK) kaip pagrindinį įrankį valstybės skolos valdymui nurodo griežtą ilgalaikį fiskalinį konsolidavimą. Pabrėžiama, kad daugelyje ES šalių yra susiformavę tokie valstybės skolos su BVP santykiai, kad papildomas skolonimasis jau neigiamai veikia ekonomikos augimą – papildomai gaunama nauda neatsveria padidėjusių skolos aptarnavimo išlaidų. Todėl papildomai pasiskolinus tektų rinktis tarp dviejų alternatyvų – įplaukų į biudžetą didinimo, išlaidų mažinimo arba imtis abiejų veiksmų kartu (EK metinė augimo apžvalga, 2011). Didėjant skolos ir BVP santykiui, tikėtina, kad didės už valstybės obligacijas mokama palūkanų norma, nes rinkose dėl didėjančio skolos ir BVP santykio prasčiau bus vertinamos šalies perspektyvos, kurios atsispindės kredito reitinguose. Nors Lietuvoje valstybės skolos santykis su BVP dar nėra pasiekęs Mastrichto kriterijaus ribos, tačiau dėl nesubalansuoto valstybės biudžeto sparčiai artėjama prie šios ribos.

Specialistai teigia, kad reikia nedelsiant mažinti valstybės biudžeto deficito su BVP santykį, kadangi reikšmingą efektą duos didesnis nei 1% valstybės biudžeto deficito dalies nuo BVP sumažinimas (žr. 3 pav.) (Metinė augimo apžvalga, 2011).



Šaltinis: Europos Komisija, 2011, p. 11

### 3 pav. Valstybės skolos prognozė ES

Būtina skatinti gamybos augimą, kuris didintų BVP. Dėl padidėjusios gamybos būtų mažesnis

nedarbo lygis, ir tuo pačiu mažesnės išlaidos bedarbiams, taip pat padidėtų pajamos surenkamos iš su darbu susijusių santykių. Tai mažintų valstybės biudžeto deficitą. Kita vertus augant pačiam BVP, mažėtų valstybės skolos ir BVP santykis. Todėl šalių vyriausybėms tenka siekti dviejų tikslų iš karto siekiant neaukoti nei vieno iš jų – siekti subalansuoti valstybės finansus bei pasiekti, kad šalies ekonomika toliau augtų.

Remiantis ankstesnių konsolidavimų patirtimi išskiriami penki aspektai, kurie lemia kiek sėkmingas bus fiskalinis konsolidavimas (EK, 2011):

- Fiskalinio koregavimo struktūra;
- Politinės strategijos patikimumas;
- Finansų įstaigos;
- Susijusi politika;

Fiskalinio koregavimo struktūra yra pats svarbiausias veiksnys, lemiantis ar konsolidavimas bus sėkmingas. Iš ankstesnių konsolidavimų pastebėta, kad išlaidų sumažinimas daro mažesnę iškraipomąjį poveikį ekonomikos augimui nei pajamų didinimas. Dažnai padidinti mokesčiai ar kitos rinkliavos būdavo laikinas sprendimas, kurio būdavo vėliau atsisakoma. Tuo ypač pirminių išlaidų mažinimas, dažniausiai ilgam teigiamai paveikdavo viešųjų finansų padėtį. Didinant mokesčius siūloma atsižvelgti į teisingumo aspektą. Dažnai mokestinės bazės praplėtimas daro didesnę teigiamą poveikį nei mokestinio tarifo kėlimas. Taip pat svarbu koreguoti tuos mokesčius, kurie daro mažesnę iškraipomąjį poveikį šalies ekonomikai: nekilnojamojo turto mokesčiai, mokesčiai susiję su vartojimu (EK, 2011).

Politinės strategijos patikimumas remiasi tuo, kad koregavimo planai turi būti konkretūs. Geriausias būdas tai įgyvendinti – pakeitimus įforminti teisės aktuose, kad jų nesilaikymas būtų kuo sunkiau įmanomas. Sukūrus patikimą politinę strategiją tikėtina, kad pagerės investuotojų lūkesčiai dėl šalies ekonominės situacijos, o tai gali lemti mažesnes skolinimosi išlaidas.

Dažnai vykdant fiskalinį koregavimą lygiagrečiai yra vykdomi ir struktūriniai pokyčiai. Struktūriniai pokyčiai dažniausiai yra būtini siekiant, kad fiskalinis koregavimas būtų tvarus ir ateityje valstybės skolos lygis būtų subalansuotas.

Atliekant struktūrinius pokyčius ar kitus veiksmus susijusius su fiskaliniu koregavimu būtina, kad išaugusi našta pasiskirstytų proporcingai tarp visų visuomenės sluoksnių. Kitu atveju pasikeitus vykdomajai valdžiai gali pasikeisti ir jos prioritetai, kurie neigiamai gali įtakoti fiskalinio koregavimo sėkmę.

Valstybės skolos valdyme yra svarbi ekonominė, politinė šalies situacija. Taip pat svarbu turėti subalansuotą biudžetą, einamosios sąskaitos balansą, be kurių sunku tikėtis, kad valstybės skola bus subalansuota. Kaip pagrindinį įrankį valstybės skolos valdymui, tuo pačiu ir sutvarkyti valstybės finansus, EK metinės augimo apžvalgos autoriai nurodo griežtą ilgalaikį fiskalinį konsolidavimą. TVF,

EK pritaria, kad nepaprastai svarbi yra finansinė aplinka – nuolatos būtų vystoma tiek pirminė tiek antrinė VP prekybos rinkos, kad galėtų tinkamai funkcionuoti naujų VP platinimas ir prekiavimas jau išplatintais VP. Tokiu būdu mažinamos su VP aukciono dalyviais susijusios rizikos – tokios kaip pastovaus dalyvavimo aukcionuose nebūvimas.

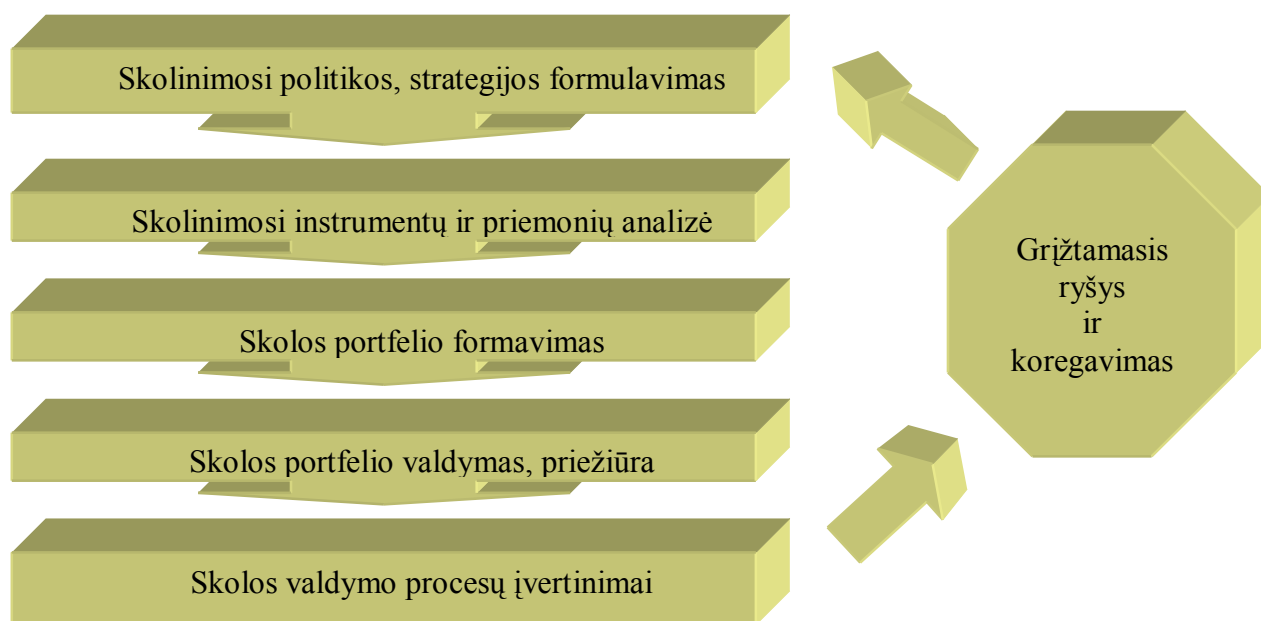
### 1.5 Valstybės skolos valdymo tikslai ir prioritetai

2007 m. valstybinio audito ataskaitoje „Valstybės skolos valdymas“ auditoriai išskiria du pasaulinėje praktikoje naudojamus valdymo ir administravimo modelius:

- Finansų ministerija arba įždas (Lietuva, Latvija, Bulgarija, Norvegija);
- Skolos ir valstybės piniginių išteklių valdymo agentūros (Vokietija, Jungtinė Karalystė, Austrija, Portugalija, Airija).

Pirmuoju atveju visas skolos valdymas yra sukoncentruotas vienoje vietoje, be to, įstaiga užsiima ir kita su valstybės finansais susijusia veikla. Kitu atveju skolos valdymo įstaigos užsiima tik skolos valdymu ir pinigų srautų suvaldymu. Svarbiausia, abiem atvejais tai, kad skolos valdymas yra sukoncentruotas vienoje vietoje. Toks sprendimas sumažina 2 pav. minėtą operacinės rizikos tikimybę.

Valstybės skolos valdymas yra nenutrūkstamas procesas, nes situacija tiek vidaus rinkoje, tiek užsienio rinkoje nuolatos keičiasi. Atsiranda naujos investavimo galimybės, todėl kas tiko vakar nebūtinai yra geras sprendimas šiandien. Bangura et al., (2000) suformulavo skolos valdymo modelį (žr. 4 pav.), kuris apibūdina seką, kuria reikėtų vadovautis siekiant gerai valdyti skolą ir rizikas.



Šaltinis: adaptuota pagal Bangura et al., 2000.

4 pav. Valstybės skolos valdymo modelis

Skolinimosi politikos ir strategijos formulavimas – yra bene esminė dalis. Čia reikia nutarti kai bus investuojama – ar bus siekiama spekuliatyvinių tikslų prisiimant daugiau rizikų, ar skolinis konservatyviai minimizuojant galimas rizikas. Šioje fazėje iš esmės reikia atsakyti į daug klausimų, kurie ateityje gali ženkliai įtakoti skolinimosi galimybes ar lemti šalies investicinės aplinkos keitimąsi.

Išsiaiškinus skolinimosi strategijos tikslus reikia atlikti analizę - kokiais įrankiais šių tikslų bus siekiama. Tam tikslui reikia išanalizuoti rinkoje prieinamas finansines rinkas, kuriose būtų galima skolinis pasinaudojant tinkamais finansiniais instrumentais.

Štuopytė valstybės skolos valdymo tikslus taipogi skirsto į ilgalaikius ir trumpalaikius tikslus. Trumpalaikius tikslus ji apibūdina kaip vidaus rinkos naudojimą kaip pagrindinį skolinimosi šaltinį, bei gerą tarptautinių kredito reitingo agentūrų įvertinimą. Kitas žingsnis įvykdžius šiuos trumpalaikius tikslus yra skolos valdymo gerinimas: skolintų lėšų šaltinių diversifikavimas, palūkanų normų ir valiutos kurso kitimo, refinansavimo rizikų nustatymas, palankesnių sąlygų skolinimuisi užtikrinimas (Štuopytė, 2004).

Svarbu rasti pusiausvyrą tarp skirtingų skolinimosi instrumentų, bei skirtingų finansų rinkų. Skolinantis svarbu laikytis skolinimosi strategijoje numatytų tikslų, nes priešingu atveju gali padidėti nepageidaujamų rizikų tikimybė ateityje pasikeitus finansinei ar ekonominei šalies situacijai.

Būtina reguliariai atlikti skolos valdymo auditą bei tobulinti skolos valdymo procesą, nes numatyti tikslai ir priemonės dažnai yra tinkamos spręsti tik tuo metu aktualias problemas. Todėl skolos valdymas turi būti nenutrūkstamas procesas, kad būtų galima pasiskolinti tuo metu labiausiai priimtiniomis sąlygomis žvelgiant iš vidutinio ar ilgojo laikotarpio perspektyvos. Kiti mokslininkai, valstybės skolos valdymą apibūdina kaip santykių visumą susijusių su informacijos susietos su valstybės skola sisteminiu ir tikslingu panaudojimu, valstybės skolos dydžiu bei kontrole (Levišauskaitė, Rūškys 2003).

Norint tinkamai valdyti valstybės skolą, reikia išsikelti ir skolos valdymo uždavinius: pasiskolintų piniginių lėšų kontrolė, deficito mažinimas, skolinimosi ir skolų gražinimo terminų planavimas siekiant išvengti didelių skolų išmokėjimo einamaisiais metais; didinti ilgalaikių VVP mastą (Štuopytė, 2001). 2.3 skyriuje apibrėžti Lietuvos valstybės išsikelti tikslai, uždaviniai padėsiantys tobulinti valstybės skolos valdymą.

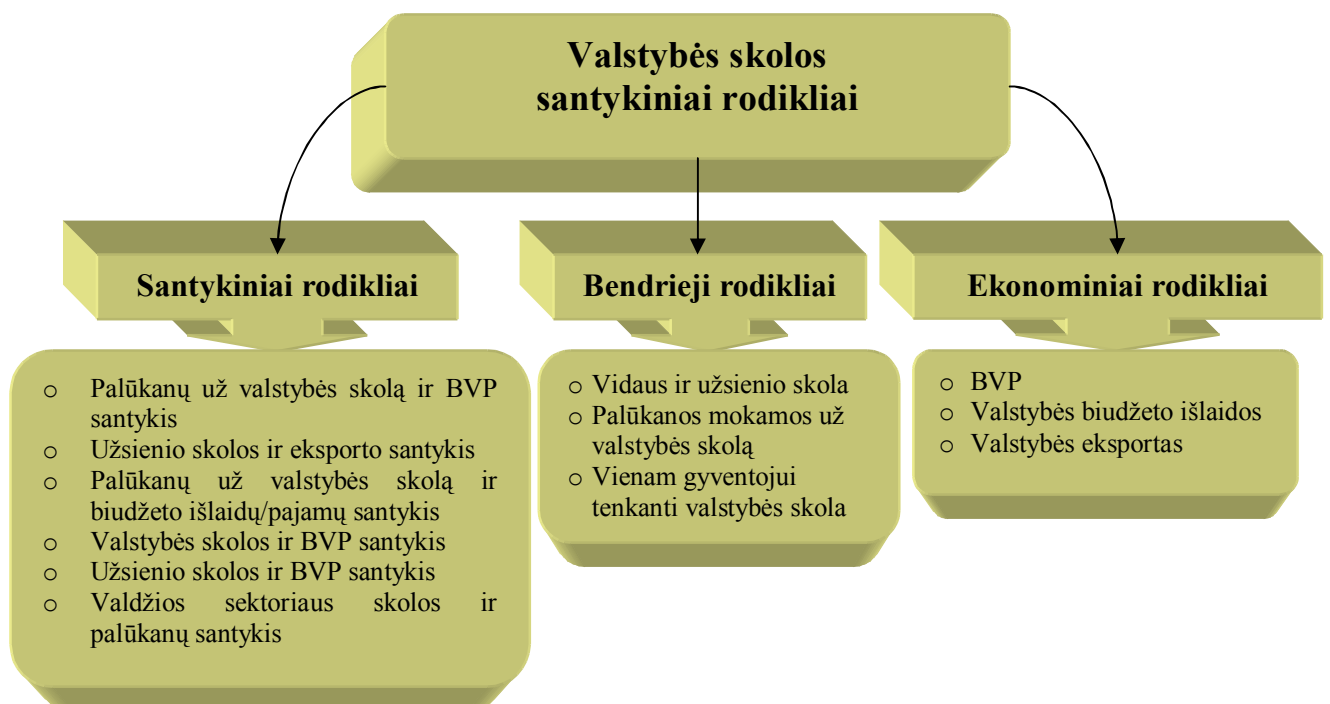
Efektyviausias skolos valdymas yra kai jį atlieka vienas subjektas – tada ženkliai sumažinama operacinė rizika. Veiksmingą skolos valdymo modelį turėtų sudaryti tokios dalys: skolinimosi politikos ir strategijos formavimas; skolinimosi instrumentų ir priemonių analizė; skolos portfelio formavimas; skolos portfelio valdymas, priežiūra; skolos valdymo procesų įvertinimas. Būtina, kad tarp šių dalių būtų sinergija, nes keičiantis ekonominei situacijai ir siekiant efektyviausio skolos valdymo gali būti koreguojami ir modelyje nusistatyti tikslai ar jiems įvykdyti numatyti veiksmai.

## 2. VALSTYBĖS SKOLOS VERTINIMO BŪDAI

### 2.1 Valstybės skolos vertinimo kriterijai

Valstybės skola pati savaime nėra blogai. Jei skolintos lėšos sukuria pridėtinę vertę, kuri stimuliuoja ekonomiką ir didina šalies BVP, o su tuo susijusios valstybės skolos aptarnavimo išlaidos yra mažesnės, tai tokiais atvejais skolintis yra netgi būtina, nes skolinimosi nauda yra didesnė nei skolinimosi kaina. Taip pat svarbu, kad būtų skolinamasi kai reikia ir kada galima, nes augant skolos dydžiui tuo pačiu auga ir skolos aptarnavimo išlaidos. Svarbu, kad jų įtaka valstybės finansams būtų ne per didelė, nes sumažėjus įplaukoms į biudžetą išlaidos išliks tokio pačio dydžio ilgiau ir tai gali lemti, kad valstybės skolos aptarnavimo išlaidos gali tapti per didelė našta valstybei. Todėl norint nustatyti valstybės skolos būklę, reikia turėti tam tikrus rodiklius, kuriuos būtų galima reguliariai monitorinti ir jų pagalba įvertinti valstybės skolos valdymą.

Absoliutūs rodikliai lyginant skirtingų valstybių ekonomikas dažnai yra neinformatyvūs, nes skirtingose valstybėse yra skirtingas gyventojų skaičius, sukuriama skirtingas BVP, todėl kiekvienai šaliai yra priimtinas ir skirtingas valstybės skolos dydis. Kad būtų galima palyginti situacijas skirtingose valstybėse yra naudojami santykiniai rodikliai (žr. 5 pav.).



Šaltinis: adaptuota pagal E. Buškevičiūtė, 2006, p. 340

5 pav. Valstybės skolos vertinimo kriterijai

Plačiausiai paplitę santykiniai rodikliai yra Maastrichto kriterijai - dar žinomi kaip konvergencijos

kriterijai: valstybės skolos ir BVP santykis, ilgalaikės palūkanų normos už VVP dydis, valstybės biudžeto deficito santykis su BVP ir infliacijos lygis. Jie svarbūs yra tuo, kad norint įsivesti eurą būtina juos atitikti. Šis reikalavimas įtvirtintas 1992 m. lapkričio 7 d. pasirašytoje Maastrichto sutartyje.

Šie kriterijai atsirado iš ekonomikos teorijos apie optimalią valiutų zoną, kurios pagrindinis principas yra, kad viena valiuta gali naudotis tik tos šalys, kuriose ekonomikos išsivystymas yra panašaus lygio bei vyrauja panašūs ekonominiai ciklai - ekonominis pakilimas ir ekonominis nuosmukis yra panašiu metu - ir jose galima naudoti tą pačią monetarinę ir fiskalinę politiką. Šie kriterijai apima tokias sritis kaip infliacija, fiskalinė politika, ilgalaikių skolos VP palūkanų norma ir stabilus valiutos kursas euro atžvilgiu. Didžioji dauguma analitikų pritaria optimaliam valstybės skolos lygio nustatymui, kuris neigiamai neįtakotų fiskalinio tvarumo – fiskalinės politikos, kurios vykdoma politika teigiamai veikia valstybės skolos su BVP santykį. Tačiau minėtas optimalus valstybės išiskolinimo lygis nėra vienodas visoms valstybėms. Kai kurios valstybės įsivertina savo finansinę ir ekonominę būklę ir galiausiai apibrėžia optimalų valstybės išiskolinimų lygį, kuriam esant valstybės fiskalinis tvarumas būtų apsaugotas (Sławomir, Bukowski, 2005).

Fiskalinė politika turi atitikti du kriterijus – biudžeto deficitas turi būti mažesnis nei 3%, o valstybės skola neturi viršyti 60% šalies BVP lygio. Šie kriterijai atsirado dėl kelių priežasčių. Iki Maastrichto sutarties dauguma prie ES prisijungusių šalių turėjo struktūrinių problemų su biudžeto deficitu. Biudžeto deficitas ir auganti valstybės skola vidutiniu ir ilguoju laikotarpiu lemia mažėjantį vartojimą, nes vis didesnę pajamų dalis turi būti paskirta skolos aptarnavimo išlaidoms. Tai savo ruožtu lemia mažesnę šalies ekonomikos augimą, ko pasekoje tenka didinti mokesčius tiek įmonėms, tiek gyventojams, o tai mažina ES konkurencingumą tarptautiniu mastu (Sławomir, Bukowski, 2005).

Šių kriterijų įvedimas prisidėjo prie struktūrinių reformų atskirose šalyse, tačiau reikia pabrėžti, kad šių kriterijų ribos buvo nustatytos nesiremiant jokiais ekonomikos teorijomis ar ekonomine praktika. Remiantis Paul De Grauwe (2003) tarp šių kriterijų reikšmių yra aiškus ryšys, kuris aprašomas formule (Sławomir, Bukowski, 2005):

$$\text{Deficitas} = \text{Augimas} \times \text{Skola} \quad (1)$$

Čia:

- Deficitas – biudžeto deficitas (% nuo BVP);
- Augimas – nominalus BVP augimo tempas;
- Skola – valstybės skolos ribinis lygis (% nuo BVP).

Remiantis šia formule, jeigu BVP augimo tempas yra 5%, o stabilizavęsis šalies skolos lygis yra 60%, tai valstybės biudžeto deficitas turi būti 3%=5% x 60%. Tačiau ši lygybė yra kritikuotina dėl kelių aspektų – pirma daroma prielaida, kad BVP augimas yra pastovus ir yra 5%. Be to, pagal šią



lygybę, jei didėja BVP augimas, tai didėja ir biudžeto deficitas, o tai prieštarauja ekonomikos teorijai. Jei BVP augimas būtų didesnis nei planuota, tai sugeneruotų didesnes nei buvo planuota pajamas į biudžetą ir būtų mažesnis biudžeto deficitas. Ši lygybė remiasi supaprastintu Keinsio modeliu. 20 a. 10 dešimtmečio pradžioje daugelio ES narių valstybės skolos santykis su BVP buvo 60%. Tai pagrindinė priežastis, kodėl valstybės skolos ir BVP santykio riba yra 60% (Sławomir, Bukowski, 2005).

Kita baimė, kuri kankino esamas ES nares su Vokietija priešakyje buvo, kad esant biudžeto deficitui ir augant valstybės skolai kandidatėse šalyse palūkanų normos nebūtų ženkliai aukštesnės nei senosiose ES narėse. Tai lemtų, kad ir senosiose ES narėse pradėtų didėti palūkanų norma. Maastrichto sutartyje apibrėžta, kad palūkanų norma už ilgalaikius skolos VP šalyse kandidatėse turi būti ne didesnė kaip 2 p.p. už trijų ES šalių, kurios turi mažiausią infliaciją, vidutinę ilgalaikių skolos VP palūkanų normą. Šis kriterijus pasirinktas, nes manyta, kad jis simbolizuoja tvarią ekonomiką, bei kainų stabilumą atskirose ES narėse. Be to, sumažinus ilgalaikių skolos VP skirtumą tarp skirtingų ES šalių būtų išvengta arbitražo susidarymo galimybių kai skolinamasi vienoje šalyje, o už didesnes palūkanas paskolinama kitoje šalyje. Tai buvo ypač aktualu, kai daug skirtingų valiutų buvo susietos tarpusavyje pakankamai stabiliais santykiais. Didžiosios šalys bijojo, kad jų siūlomos pakankamai mažos palūkanų normos nebūtų patrauklios investuotojams ir tai lemtų sunkesnę pasiskolinimą finansinėse rinkose, bei išaugusius skolinimo išlaidas.

Maastrichto kriterijai yra svarbūs ir Lietuvos Respublikos valstybei. Maastrichto kriterijai apibūdinami, kaip sveikų valstybės finansų pagrindas ir teigiama, kad tai iliustruoja skolos valdymo rezultata (Valstybės skolos ataskaita, 2011). Kitas rodiklis į kurį atsižvelgia FM formuodama valstybės skolos valdymo politiką yra Macaulay trukmė.

Macaulay trukmės rodiklis parodo vidutinį svertinį laikotarpį per kurį yra fiksuota skolos portfelio palūkanų norma. Tai matas, kuris nurodo kokio masto yra palūkanų normos kitimo rizika. Ilgalaikės palūkanų normos dažnai viršija trumpalaikes palūkanų normas, nes investuotojai turi prisiimti didesnę riziką, kad situacija finansiniame sektoriuje, kol neatėjo laikas išpirkti VVP ar atiduoti visos paskolos, gali ženkliai pasikeisti. Kita vertus, emitentui išleidžiant trumpesnio laikotarpio VVP ar imant trumpesniam laikui paskolą išauga rizika, kad dažniau gali keistis palūkanų norma. Kuo Macaulay trukmė yra didesnė tuo mažesnė tikimybė, kad palūkanų normos kitimas galės ženkliai įtakoti skolos portfelio valdymo išlaidas.

Macaulay trukmė pavadinta siekiant pagerbti ekonomistą Frederiką Macaulay, kuris sukūrė obligacijų trukmės koncepciją. Macaulay trukmė yra svertinis pinigų srautų vidurkis, kuris parodo kokia yra vidutinė portfelio trukmė. Siekiant tiksliau įvertinti ateities pinigų srautus juos reikia diskontuoti t.y. paskaičiuoti dabartinę pinigų srautų vertę. Ji yra paskaičiuojama sudedant visų laikotarpių dabartines vertes (žr. (1) formulę). Aprašius formulę tai atrodytų taip (Hull, John, 1993):

$$Verte = \sum_{i=1}^n Dabartine\_verte_i$$

Macaulay trukmė yra aprašoma taip:

(2)

$$Mtrukme = \frac{\sum_{i=1}^n t_i \times Dabartine\_verte_i}{Verte} = \sum_{i=1}^n t_i \times \frac{Dabartine\_verte_i}{Verte}$$

Čia:

- $Dabartine\_verte_i$  yra  $i$ -tojo laikotarpio dabartinė vertė,
- $t_i$  yra laikotarpis metais kol  $i$ -tasis mokėjimas bus gautas,
- $Verte$  yra visų pinigų srautų suma.

Jeigu visi mokėjimo laikotarpiai yra teigiami - o taip turėtų būti jei atskaitos taškas yra dabartis - svertinis vidurkis turėtų būti tarp  $t_1$  (pirmojo išmokėjimo) ir tarp paskutinio išmokėjimo  $t_n$ . Matematinė išraiška tai užsirašytų šiuo būdu:

$$t_1 \leq Mtrukme \leq t_n \text{ jei } t_i \in (t_1, \dots, t_n)$$

Macaulay trukmė yra lygi paskutiniam mokėjimui tik tada jei yra vienas mokėjimas, tai yra obligacijos neturi kuponų - yra su nuliniu kuponu.

Finansų Ministerija kiekvienais metais išleidžiamame „Valstybės skola“ leidinyje ir Vidutinės trukmės skolinimosi ir skolos valdymo strategijoje apibrėžia šio rodiklio reikšmingumą ir apskaičiuoja jo dydį. Lietuvos Bankas finansinio stabilumo apžvalgoje Macaulay rodiklį atvaizduoja pagrindinių indekso rodiklių suvestinėje.

Vyriausybės 2011-2014 m. skolinimosi ir skolos valdymo gairių apraše yra nustatytos skolos vertybinio portfelio Macaulay trukmės ribos:  $2,5 \leq Mtrukme \leq 5$ . Detaliau Macaulay rodiklio dinamiškumas nagrinėjamas trečiame skyriuje (žr. 3.1 poskyrį).

Geriausiai valstybės skolą apibūdina ne absoliutus skolos dydis, o santykiniai rodikliai, kurių pagalba galima palyginti skirtingų dydžių ekonomikas. Labiausiai paplitę santykiniai rodikliai yra Maastrichto kriterijai - valstybės skolos ir BVP santykis, ilgalaikės palūkanų normos už VVP dydis, valstybės biudžeto deficito santykis su BVP, kurių laikymasis prisideda prie struktūrinių reformų ir tvarios ekonomikos. Kitas rodiklis į kurį atsižvelgiama formuojant valstybės skolos valdymo politiką yra Macaulay trukmė. Macaulay trukmės rodiklis parodo vidutinį svertinį laikotarpį per kurį yra fiksuota skolos portfelio palūkanų norma. Kuo ši trukmė didesnė tuo mažesnė palūkanų normos kitimo rizika.

## 2.2 Kreditų reitingų reikšmingumas

Valstybių kredito reitingai - koncentruotas valstybės vertinimo būdas, kuris parodo valstybės ekonomikos potencialą gražinti prisiimtus įsipareigojimus ir jų keitimas dažniausiai daro įtaką valstybės skolinimosi sąnaudų pokyčiams. Valstybės reitingus nustato privačios reitingų agentūros – didžiausios iš jų yra Moody's, Standard & Poor's (toliau S&P) ir Fitch Ratings. Visos jos kartu valdo 95 proc. kredito reitingavimo rinkos. Moody's ir S&P kiekviena turi po 40 proc. rinkos, o Fitch rinkos dalis yra apie 15 proc.. Fitch valdymas yra išskaidytas tarp Europos ir JAV. Tuo tarpu Moody's ir S&P pagrindiniai valdymo organai yra įsikūrę JAV. Todėl ES kritiškai vertino reitingų agentūrų darbą dėl galimo subjektyvumo ir siūlė sukurti atskirą reitingų agentūrą, kuri būtų europietiško kapitalo. Reitingų agentūros netgi buvo kaltinamos dėl 2008 m. finansų krizės, nes jos netiksliai vertino valstybių ir įmonių kreditingumą. Dėl to kredito reitingų agentūrų patikimumas ir svarba globalioje finansų sistemoje yra sumažėjusi, tačiau nepaisant to, reitingų agentūrų įtaka išlieka reikšminga. Reitingų agentūros pateikia skirtingus skolinimosi reitingus tiek pagal skolos rūšį – ar tai užsienio skola ir vidaus skola, tiek pagal trukmę – ar ilgalaikė, ar trumpalaikė skola (žr. 1 lent.). 1 priede pateikiamos reitingų reikšmės.

Tačiau aktualiausias yra ilgalaikės užsienio skolos reitingas, nes reitingais vadovaujasi daugiausia užsienio investuotojai. Kredito reitingai jiems yra vienas pagrindinių rodiklių apsisprendžiant kur investuoti savo lėšas. Analizuojant reitingo agentūrų suteiktus reitingus (žr. 1 lent.) matyti, kad iki 2008 m. tarptautinių reitingavimo agentūrų suteikti reitingai Lietuvai tik didėjo dėl atsigauančios Lietuvos ekonomikos – ilgalaikė užsienio skolos reitingas buvo pakilęs iki aukštesnio investicinio reitingo. Tačiau 2008 m. prasidėjus finansinei krizei ir blogėjant valstybės finansų būklei, visos trys reitingavimo agentūros sumažino Lietuvos reitingus. Nepaisant to, Lietuva ir toliau išliko investicinio lygio valstybių grandinėje su žemesniu investiciniu reitingu (žr. 2 priedą).

Didėjanti finansinė krizė sąlygojo ir tai, kad 2009 m. Lietuvai suteikti reitingai buvo su neigiama perspektyva. Neigiama perspektyva buvo nustatyta dėl ženkliai prastėjančių ekonomikos rodiklių. 2010 m. visos trys Lietuvą reitinguojančios agentūros dėl teigiamos Lietuvos ekonomikos atsigavimo ir stabilizavimosi ženklų padidino Lietuvos perspektyvas iš neigiamų įvertinimo į stabilias atsižvelgiant į sėkmingai vykdomą tęstinę biudžeto konsolidavimo politiką (Skolos valdymo gairės, 2011). Kaip matyti iš 1 lentelės, nuo 2011 metų Lietuvos užsienio skolos kredito reitingai išliko nepakitę. Reitingai keičiami dėl vykdomų fiskalinės politikos rezultatų. Juos taip pat įtakoja ir globalioji finansų sistemos būklė – euro zonos finansinė krizė. Būtent šis, antrasis faktorius 2011 m. gruodžio mėnesį įtakojo Lietuvos reitingo perspektyvos pasikeitimą iš teigiamos į stabilią (žr. 1 priedą).

1 lentelė. LR valstybės kreditų reitingų raida 2000-2012 m.

Moody's			Stadard & Poor's			Fitch raitings		
Reitingo suteikimo data	Ilgalaikių paskolų perspektyva		Reitingo suteikimo data	Ilgalaikių paskolų perspektyva		Reitingo suteikimo data	Ilgalaikių paskolų perspektyva	
	Užsienio skola	Nacionalinė valiuta		Užsienio skola	Nacionalinė valiuta		Užsienio skola	Nacionalinė valiuta
2000-02	Ba1/stab.	Baa2	2000-10	BBB-/stab.	BBB+	2000-03	BB+/stab.	BBB+
2002-02	Ba1/teig.	Baa3	2001-07	BBB-/stab.	BBB+	2001-05	BBB-/stab.	BBB+
2002-11	Baa1/stab.	Baa4	2002-04	BBB-/stab.	BBB+	2002-12	BBB/stab.	A-
2003-03	Baa1/teig.	Baa5	2003-02	BBB+/stab.	A-	2003-11	BBB/teig.	A-
2003-12	A3/teig.	A3	2003-07	BBB+/teig.	A-	2004-01	BBB+/teig.	A
2006-09	A2/stab.	A2	2004-02	A-/stab.	A-	2004-07	A-/teig.	A
2008-11	A2/neig.	A2	2005-12	A-/teig.	A-	2005-02	A-/teig.	A
2009-04	A3/neig.	A3	2006-05	A/stab.	A-	2006-10	A/stab.	A+
2009-09	Baa1/neig.	Baa1	2007-05	A/neig.	A-	2007-12	A/neig.	A+
<b>2010-03</b>	<b>Baa1/stab.</b>	<b>Baa2</b>	2008-01	A-/neig.	A-	2008-10	A-/neig.	A
			2008-10	BBB+/neig.	BBB+	2008-12	BBB+/neig.	A-
			2009-03	BBB/neig.	BBB	2009-04	BBB/neig.	BBB+
			2010-02	BBB/stab.	BBB	2010-03	BBB/stab.	BBB+
			<b>2011-04</b>	<b>BBB/stab.</b>	<b>BBB</b>	2011-05	BBB/teig.	BBB+
						2011-12	BBB/stab.	BBB+
						<b>2012-05</b>	<b>BBB/stab.</b>	<b>BBB+</b>

Šaltinis: Finansų ministerija

Lietuvos reitingas ženkliai nesiskiria nuo kaimyninių šalių (žr. 2 priedą). Tokį patį kaip ir Lietuvos S&P suteiktą reitingą šiuo metu turi ir Latvija, kuris buvo padidintas 2012 m. lapkritį nuo BBB- iki BBB dėl prognozuojamo Latvijos mažesnio išskolinimo. Fitch 2012 m. lapkritį taip pat padidino Latvijos skolinimosi užsienio valiuta reitingą nuo BBB- iki BBB argumentuojant esminiais Latvijos pasiekimais subalansuojant ekonomiką, diversifikuojant investicijas ir eksportą. Estijos ir Lenkijos reitingas yra vienu laipteliu aukštesnis. Šiuo metu šių šalių reitingas yra aukštesnis investicinis reitingas. Šiuo metu visos trys reitingavimo agentūros Lietuvai yra suteikusios stabilų žemesnį investavimo reitingą, tačiau prisiimtų skolų palūkanas ir ateityje reikės mokėti, todėl valstybė turi vykdyti tinkamą fiskalinę politiką, skatinti ekonomikos atsigavimą, kad užsitikrintų tarptautinių reitingavimo agentūrų suteiktų reitingų priimtinumą, kuris savo ruožtu užtikrintų palankesnes valstybės vardu prisiimtų paskolų palūkanas.

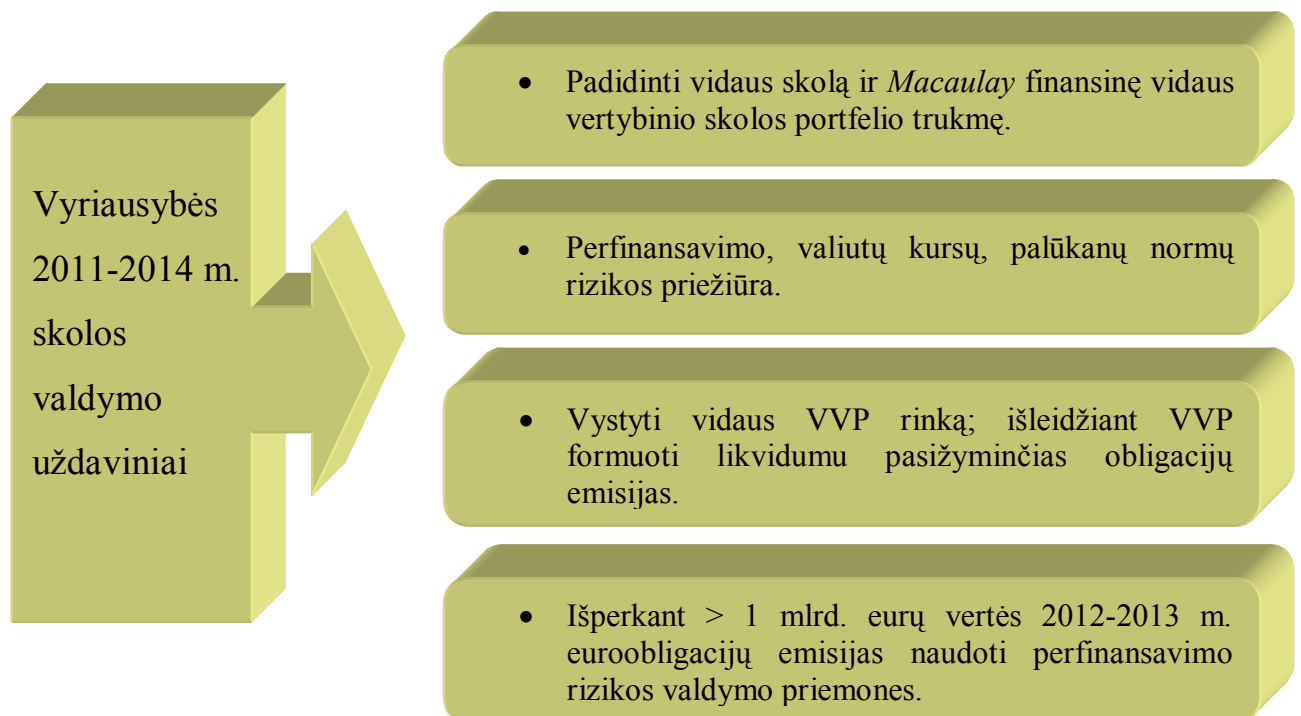
Skolos valdymui ir palūkanų normų dydžiui už leidžiamus VVP didelę įtaką turi kredito agentūrų suteikti valstybės skolos kredito reitingai. Nors šių agentūrų įtaka po pasaulinio finansinio nuosmukio yra sumažėjusi, tačiau vis dar daro reikšmingą įtaką užsienio investuotojams.

### 2.3 Lietuvos Respublikos skolos reguliavimas įstatymuose

Ypatingai svarbu ne tik žinoti valstybės skolinimosi tikslus, bet ir jų laikytis. Valstybės skolą reglamentuojančiame įstatyme išdėstyti skolinimosi tikslai, tačiau kai kurie iš jų yra pakankamai nekonkretūs, reikalaujantys didesnio detalumo (Valstybės skola, 2011):

- Finansuoti valstybės investicijas;
- Finansuoti biudžeto deficitą ir subalansuoti valstybės piniginių išteklių srautus;
- Dengti valstybės socialinės apsaugos fondų skolinius įsipareigojimus ir juos subalansuoti;
- Valstybės skolos dengimas ir finansinių išteklių sukaupimas siekiant padengti valstybės skolą.
- Paskolų, kurios naudojamos investicinių projektų finansavimui, dengimas.

Tačiau skolos valdymo įstatyme nėra aprašyta, kaip turėtų būti valdoma jau turima skola. Yra aprašytos galimybės kada ir kaip galima skolintis, nenagrinėjant kaip efektyviausiai būtų galima pasiskolinti. 2011 m. buvo sukurtas dokumentas „2011-2014 metų skolinimosi ir skolos valdymo gairių aprašas“. Jame detaliau nagrinėjamas skolos valdymas. Šiame dokumente bei Lietuvos Konvergencijos programoje nurodomas pagrindinis valstybės skolinimosi tikslas: skolintis valstybei reikalingas lėšas kuo mažesnėmis sąnaudomis ir vidutiniu laikotarpiu priimtina rizika (Konvergencijos programa, 2012). Gairėse (2011) apibrėžtam laikotarpiui iš tikslo iškeliami vyriausybės užsibrėžti skolos valdymo uždaviniai, kurie yra pavaizduoti (žr. 6 pav.).



Šaltinis: adaptuota pagal LR Vyriausybės 2011 – 2014. m. skolinimosi ir skolos valdymo gaires

6 pav. Vyriausybės skolinimosi ir skolos valdymo tikslai 2011-2014 m.

Gairėse numatytus uždavinius galima suskirstyti į dvi dalis, kuriomis norima tobulinti valstybės skolos valdymą. Pirma uždavinio dalis - sumažinti galimų rizikų tikimybes. Norima ilginti skolos portfelio vidutinę trukmę, akcentuojama perfinansavimo, valiutų kursų svyravimo, palūkanų normų kitimo rizikų priežiūra. Perfinansavimo rizikos valdymo priemonės apibrėžia finansinių išteklių kaupimą, euroobligacijų išankstinį išpirkimą (*buy-back*) bei VVP keitimą (*exchange*).

Su rizikų mažinimu susijusi ir antra uždavinių dalis – siekiama diversifikuoti skolinimą, bei mažinti priklausomybę nuo užsienio investuotojų, todėl siekiame sukurti efektyvią vidaus skolos aplinką.

Šiose gairėse yra apibrėžti ir vyriausybės 2011-2014 m. skolos valdymo uždavinių įgyvendinimo kriterijai. Vadovaujantis šiais kriterijais bus siekiama įgyvendinti užsibrėžtus uždavinius:

- *1 kriterijus* - vidaus skola turi sudaryti > 20 % centrinės valdžios skolos;
- *2 kriterijus* - pelningumo kreivės sudarytos iš litais denominuotų VVP sukūrimas ir palaikymas 10 metų laikotarpiui. *Orientuotis į vidaus VVP denominuotus litais išleistus 2-3 metų, 4-6 metų, 7-10 metų laikotarpiams;*
- *3 kriterijus* - bent iki 2,25 m. padidinti vidutinę svertinę įsiskolinimo trukmę; Macaulay vertybinio skolos vidaus portfelio trukmę orientuoti į 1,9 m.;
- *4 kriterijus* - VVP išpirkimo perfinansavimo riziką sumažinti anksčiau negu prieš pusę metų ir prieš du mėnesius sukaupiant atitinkamai daugiau kaip 25 % ir 50 %, o likus vienam mėnesiui – 100 % išperkamos sumos;
- *5 kriterijus* - išleisti obligacijų ne mažiau 400 mln. Lt. vertės emisijas skirtas vidaus rinkai.

Būtina paminėti, kad labai svarbu yra kokio dydžio paskolą ims valstybė, nes nuo to priklauso kas nuspręs ar valstybei reikalingas dar vienas įsiskolinimas. Jei valstybė nusprendžia skolintis iki 40 mln. litų, sprendimą priima Vyriausybė. Jeigu norimos paskolos suma viršija 40 mln. litų – nusprendžia Seimas, o jeigu skolinimosi tikslas yra valstybės skolai, biudžeto deficitui subalansuoti, pinigų srautams valstybėje sureguliuoti ir suma neviršija grynojo skolos limitu, sprendimą tada jau priima Finansų ministerija (Valstybės skolos įstatymas, 2011).

Vyriausybė, sekdamą užsienio valstybių patirtimi 2011-2014 m. skolos valdymo gairių apraše laikysis tarptautinę praktiką atitinkančių rizikos limitų pavaizduotų 7 pav.:

Skolos rizikos limitai  
2011-2014 m.

- ❖  $\frac{\text{Trumpalaikė\_skola}}{\text{Visa\_skola}} \leq 25\%$ ;
- ❖  $\frac{\text{Skola\_kintamomis\_palūkanomis}}{\text{Visa\_skola}} < 10\%$ ;
- ❖ Svertinė vidutinė likutinė valstybės skolos trukmė > 4 m. ;
- ❖ 2,5 m. < Macaulay trukmė < 5 m.;
- ❖ Valstybės vardu garantuotos paskolos < 3 % BVP
- ❖ Prisiimti išsipareigojimai litais ir eurai turi sudaryti 100 % visų išsipareigojimų (įvertinus sandorius sudarytus per išvestines finansines priemones).

Šaltinis: sudaryta pagal prieigą per internetą: [http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=407843](http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=407843)  
[žiūrėta 2012 10 02]

**7 pav. Skolos rizikos limitų tikslai 2011-2014 m.**

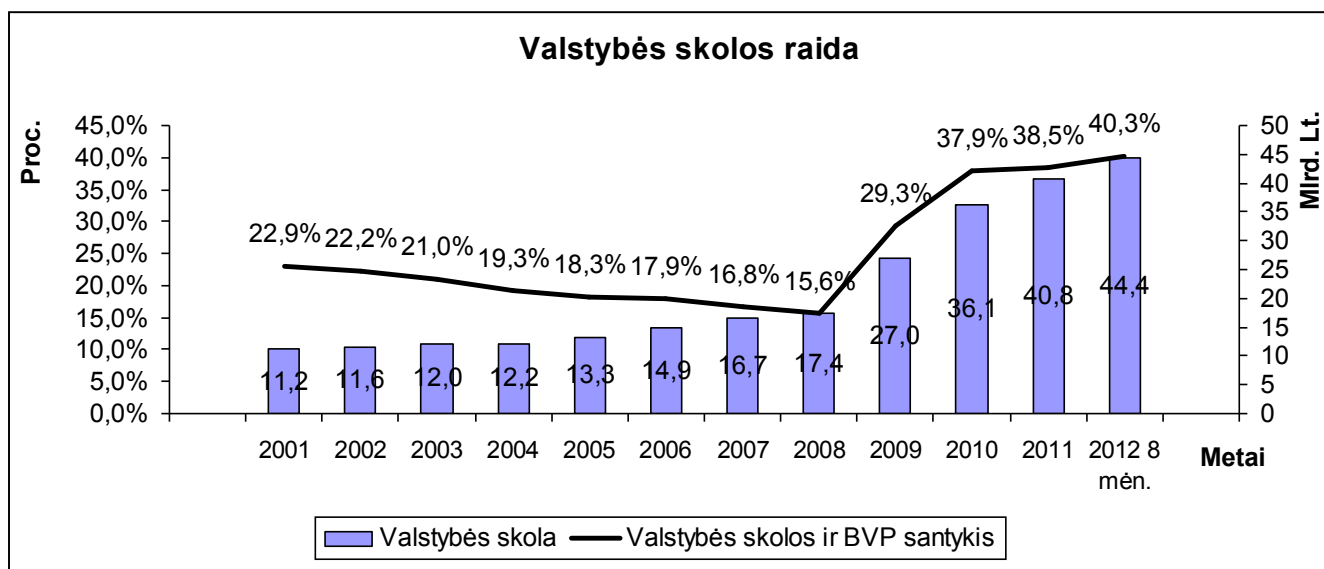
Nustatyti skolos valdymo vertinimo kriterijai ir limitai dažnai yra neambicingi, didžioji dalis jų jau dabar yra vykdomi, todėl siekiant tobulinti valstybės skolos valdymą, reikėtų peržiūrėti šiuos rodiklius. Detali šių tikslų analizė padaryta analitinėje dalyje, taip pat pateikti siūlymai kaip vykdyti užsibrėžtus tikslus.

Pagrindinis dokumentas reglamentuojantis Lietuvos skolinimąsi yra valstybės skolos įstatymas. Tačiau jame nėra nustatytų detalesnių skolos valdymo uždavinių, tikslų ir kriterijų. Šį trūkumą ištaisė 2011 m. sukurtas dokumentas „2011-2014 m. skolinimosi ir skolos valdymo gairių aprašas“. Gairėse numatytais uždaviniais norima mažinti su valdymu susijusias rizikas, be to jose pirmą kartą paminėtas tikslas - vidaus skolos rinkos formavimas ir vystymas. Ši sritis yra svarbi tuo, kad leidžia diversifikuoti skolinimosi šaltinius, bei taip sumažinti galimas rizikas. Valstybės skolos valdymo rodiklių peržiūrėjimas yra viena iš tobulintinų sričių.

## 2.4 Lietuvos Respublikos skolos pokyčio tendencijos

Remiantis FM duomenimis 2012 m. rugpjūtį valstybės skola sudarė 46 mlrd. Lt, įvertinus tai, kad VP denominuoti JAV doleriais yra apsaugoti nuo valiutos kurso kitimo rizikos naudojantis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, tai valstybės skolos dydį sumažino virš 1,5 mlrd. Lt. - visa skola sudarė 40,3 proc. to meto BVP. Per dešimtmetį valstybės skola padidėjo keturis kartus nuo 11,2 mlrd. Lt. 2001 m. iki 44,4 mlrd. Lt. 2012 m. rugpjūtį. Iš pateiktų duomenų matyti, kad valstybės skola

augo netgi ekonominio pakilimo laikotarpiu (2004-2008 m.). Tačiau didžiausias valstybės skolos didėjimas fiksuojamas prasidėjus finansiniam nuosmukiui, kai per 3 metus nuo 2008 m. pab. iki 2011 m. pab. valstybės skola padidėjo daugiau nei dvigubai. Tiesa, per tiriamą laikotarpį ir valstybės bendrasis vidaus produktas ženkliai augo. Todėl, lyginant valstybės skolos ir BVP santykį, situacija neatrodo tokia kritinė. Lyginant valstybės skolos ir BVP santykį, kuris yra pavaizduotas 8 pav. matyti, kad santykis per dešimtmetį padidėjo apie 75 proc. nuo 22,9 proc. 2001 m. iki 40,3 proc. 2012 m. rugpjūčio, o per ekonominį pakilimą yra fiksuojamas netgi valstybės skolos ir BVP santykio mažėjimas, kuris iki 2008 m. sumažėjo apie 7,3 p.p. iki 15,6 proc. t.y. žemiausio per tiriamą laikotarpį užfiksuoto lygio.



Šaltinis: sudaryta autorės remiantis Finansų Ministerijos duomenimis

8 pav. Valstybės skolos dinamika 2001-2012 m.

Reikšminga palyginti 2009 m. ir 2008 m. valstybės skolos ir BVP santykį. Per metus santykis paaugo apie 88 proc. - nors pati valstybės skola paaugo apie 55 proc. Tokį didelį valstybės skolos ir BVP santykio padidėjimą lėmė 2009 m. apie 15 proc. smukusi šalies ekonomika. Tai puikiai iliustruoja kokią didelę įtaką valstybės skolai turi šalies ekonomika arba statistiškai žiūrint – jos įvertis BVP. Atėjus ekonominiam nuosmukiui valstybės skolos ir BVP santykis padidėjo daugiau nei 2,5 karto.

Remiantis 2011 m. vyriausybės patvirtintomis biudžeto deficito finansavimo gairėmis ir ateityje išliks ženklus poreikis skolintis. Planuojama, kad 2012 m. ir 2013 m. reikės skolintis po 9,5 mlrd. Lt, o 2014 m. skolinimosi poreikis sudarys apie 6 mlrd. Lt. 2012 m. ir 2013 m. bus išperkamos 1 mlrd. eurų obligacijų emisijos, todėl skolinimosi poreikis šiais metais bus didesnis nei įprasta. Skolinimosi našta turėtų didėti, tačiau dėl augančios ekonomikos, skolos ir BVP santykis 2014 m. turėtų sumažėti iki 35,4 proc. (Valstybės skolos valdymo gairės, 2011).

Pagal subsektorius 2011 m. pabaigoje didžiausią valstybės skolos dalį sudarė centrinės valdžios



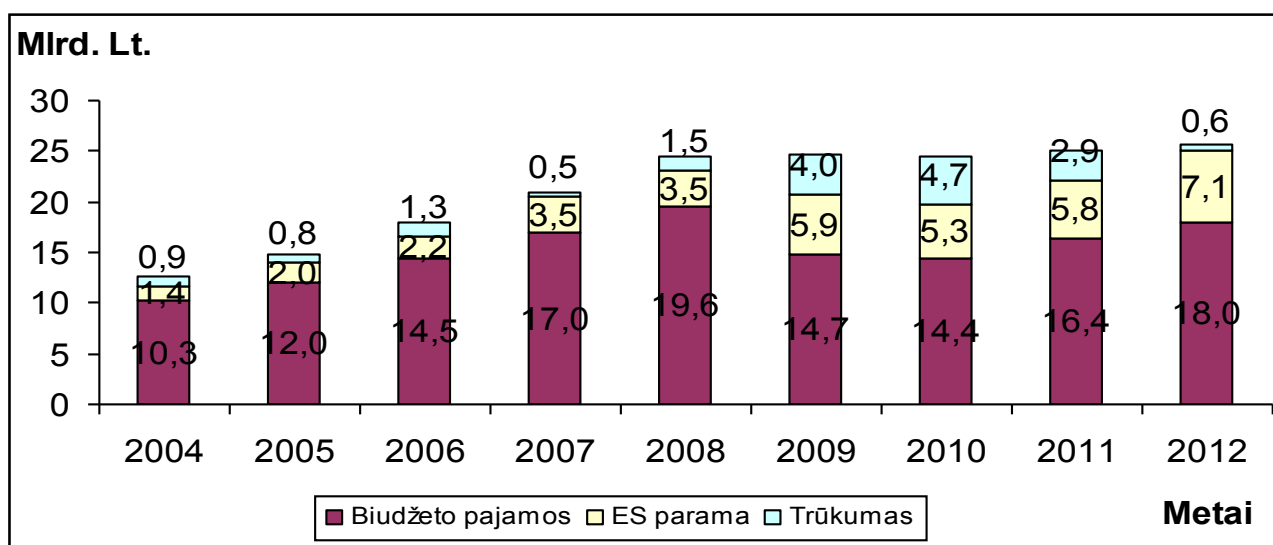
skola – ji sudarė 92 proc. visos valstybės skolos (žr. 2 lent.).

**2 lentelė Valstybės skola pagal subsektorius 2009-2011 m.**

	Skola mln. Lt.			2010 lyginant su 2009		2011 lyginant su 2010	
	2009	2010	2011	Pokytis vnt.	Pokytis %	Pokytis vnt.	Pokytis %
<b>Valstybės skola</b>	<b>27.106</b>	<b>36.607</b>	<b>41.773</b>	<b>9.500</b>	<b>35,0%</b>	<b>5.166</b>	<b>14,1%</b>
Centrinės valdžios skola	25.662	34.130	38.505	8.467	33,0%	4.375	12,8%
Socialinės apsaugos fondo skola*	90	1.108	1.590	1.018	1131,2%	482	43,5%
Vietos valdžios skola*	1.354	1.369	1.678	15	1,1%	309	22,6%
Socialinės apsaugos fondo skola	3.010	5.688	7.610	2.678	89,0%	1.922	33,8%
Vietos valdžios skola	1.449	1.492	1.837	44	3,0%	345	23,1%

Šaltinis: remiantis leidiniais „Valstybės skola“ 2009, 2010, 2011 m. duomenimis<sup>1</sup>

Socialinio apsaugos fondo skola per paskutinius metus augo labiausiai – per du metus ji padidėjo 2,5 karto arba 4,6 mlrd. Lt. Iš šių lėšų daugiau nei du trečdalius skolos perskolino centrinė valdžia. Centrinės valdžios skola per du metus padidėjo beveik 13 mlrd. Lt. Iš 9 pav. matyti, kad centrinės valdžios skolos augimą lėmė tai, kad iki 2008 metų valstybės pajamos nuolatos augo, o tuo pačiu buvo auginamos ir išlaidos.



Šaltinis: parengta autorės remiantis Finansų ministerijos duomenimis

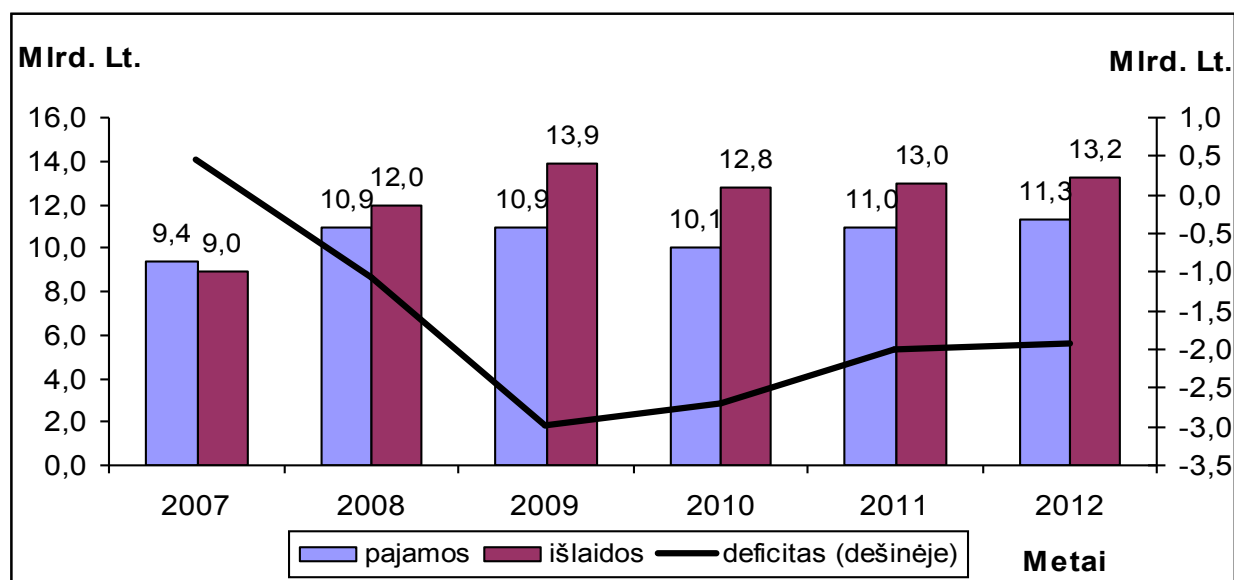
**9 pav. Centrinės valdžios biudžeto dinamika 2004-2012 m.**

2009 m. valstybės biudžeto išlaidos dėl pasaulinio finansinio nuosmukio ženkliai susitraukė, o išlaidos išliko tame pačiame lygyje, todėl susidarė didžiulis biudžeto deficitas. Atsiradusį biudžeto deficitą teko dengti skolintomis lėšomis. Vėlesniais metais išlaidos išliko beveik tame pačiame lygyje, o pajamos vėl pradėjo augti. Tokiu būdu biudžeto deficitas pradėjo mažėti.

<sup>1</sup> 2 lentelėje pateikti konsoliduoti duomenys – eliminuotos valstybės suteiktos paskolos.

Tačiau centrinės valdžios skola didėja ne tik dėl to kad centrinės valdžios pajamos yra mažesnės nei išlaidos. Centrinė valdžia skolina pasiskolintas lėšas tiek socialinės apsaugos fondui, tiek vietos valdžiai. 2011 m. pab. centrinė valdžia socialinės apsaugos fondui buvo perskolinusi virš 6 mlrd. Lt., o vietos valdžiai buvo perskolinusi apie 160 mln. Lt. (Valstybės skola, 2011).

Socialinės apsaugos fonde didžiausią dalį sudaro Sodros biudžetas. Iš 10 pav. matyti, kad Sodros pajamas taip pat ženkliai įtakojo ekonominio pakilimo laikotarpis – tada Sodros pajamos augo, o 2007 m. netgi Sodros biudžetas turėjo teigiamą balansą.



Šaltinis: sudaryta pagal sodros 2007-2012 m. ataskaitų duomenis

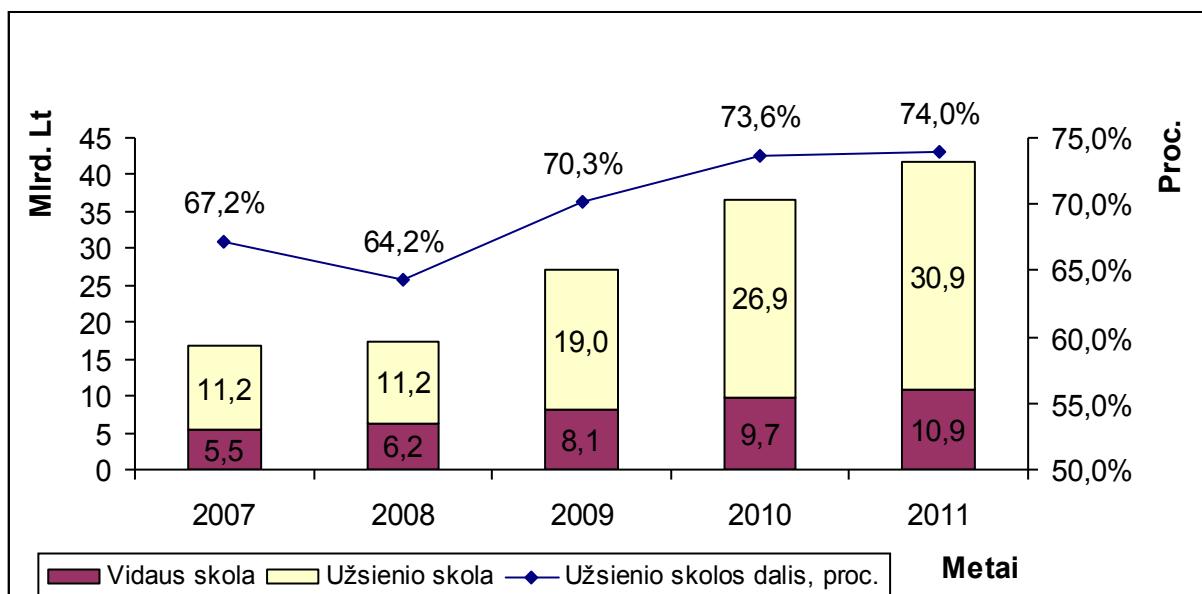
10 pav. **Sodros biudžeto dinamika 2007-2012 m.**

Skirtingai nei centrinės valdžios biudžete, čia biudžeto deficitas atsirado dėl per didelių išsipareigojimų, kurių našta didėjo ir 2009 m. kai ekonomika jau traukėsi. Per 2010 m. pavyko sumažinti išlaidas apkarplant pervedimus į privačius pensijų fondus, sumažinant ligos, motinystės pašalpas, bei laikinai sumažinant pensijas. Vėliau Sodros asignavimai išliko panašiam lygyje, o bendras išlaidas augino augančios skolos aptarnavimo išlaidos. 2009 m. palūkanų ir paskolų administravimo sąnaudos sudarė virš 96 mln. Lt. o 2010 m. palūkanų ir paskolų administravimo sąnaudos padidėjo iki 334 mln. Lt. (Sodros finansinės ataskaitos, 2009, 2010). Augančios sąnaudos aptarnauti augančią skolą yra pagrindinė priežastis, kodėl auga Sodros biudžeto išlaidos. Iš Sodros biudžeto balanso dinamikos matyti, kad biudžeto deficitas artimiausiu metu ženkliai nesumažės ir ateityje tai bus viena iš pagrindinių sričių, kodėl didės valstybės skola.

Vietos valdžios skola yra pakankamai stabili ir santykinai maža palyginti su centrinės valdžios ar socialinės apsaugos fondų skolomis, todėl dėl mažos įtakos bendram portfeliui detaliau analizuojama šiame darbe ji nebus (žr. 2 lent.).

Remiantis FM duomenimis (žr. 11 pav.) valstybės skola užsienio kreditoriams nuo ekonominio nuosmukio pradžios padidėjo beveik 20 mlrd. Lt. arba 1,8 karto, o užsienio skolos dalis visoje skoloje

padidėjo beveik 10 p.p. Tuo tarpu vidaus skola nuo 2008 m. pab. padidėjo 75 proc. arba 4,7 mlrd. Lt. Akivaizdu, kad atėjus ekonominiam nuosmukiui užsienio skolos dalis ženkliai išaugo, tuo pačiu išaugo ir užsienio kreditoriams atitenkanti skolos aptarnavimo išlaidų dalis, o tai yra visiškai šalies ekonomikos „kraujo nuleidimas“ (R. Kuodis, 2010). Užsienio skolos dalies didėjimas daro neigiamą poveikį šalies ekonomikai, nes palūkanos, mokamos už VVP neįsilieja į šalies ekonomiką.



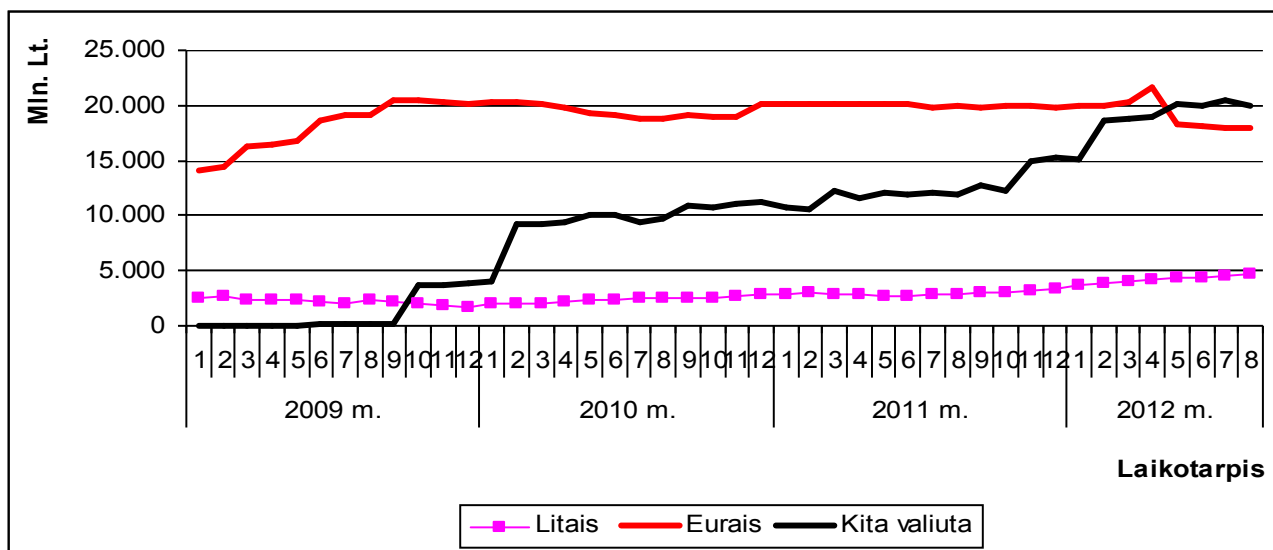
Šaltinis: sudaryta pagal prieigą per internetą: [http://www.finmin.lt/web/finmin/skola\\_pagal\\_priemones\\_tipa](http://www.finmin.lt/web/finmin/skola_pagal_priemones_tipa) [žiūrėta 2012-09-02].

#### 11 pav. Valdžios sektoriaus vidaus ir užsienio skolos dinamika 2007-2011 m.

Iš detalesnės analizės matyti, kad didžioji dalis naujos skolos sudarė užsienio rinkose išleidžiami VVP. Nuo 2008 m. pab. VVP užsienio rinkose buvo išleista už daugiau nei 16 mlrd. Lt. Šis skolinimosi būdas dėl didžiulės tarptautinės pasiūlos yra vienas populiariausių tarp vyriausybių. Užsienio rinkose galima tikėtis pasiskolinti pigiau nei vidaus rinkoje, nes čia pasiūla yra gerokai didesnė, nei vidaus rinkoje. Tiesa, dėl didelių administravimo sąnaudų tarptautinėse rinkose yra skolinamasi ilgesniam laikotarpiui. Palūkanų norma priklauso nuo tuo metu esančių tarptautinių tendencijų ir kreditų reitingų, kurie gali ženkliai įtakoti investuotojų prašomus rizikos priedus už VVP. Siekiant sumažinti palūkanų normas už VVP, Lietuva 2009 m. spalį pirmą kartą išleido VVP denominuotus JAV doleriais, o iki 2012 m. JAV doleriais denominuotų VVP dalis sudarė daugiau nei trečdalį visos valstybės skolos. (Finansų ministerija, 2012). 2012 m. rugsėjį reaguodama į besikeičiančią situaciją tarptautinėje rinkoje Lietuva pirmą kartą pasiskolino Šveicarijos frankais. Šveicarijos frankais buvo pasiskolinta siekiant to paties tikslo – pasiskolinti kaip įmanoma mažesnėmis sąnaudomis. Už 5 metų VVP mokama 2 proc. metinė kupono norma (žr. 7 priedą).

Iš grafinės centrinės valdžios sektoriaus skolos pagal valiutas analizės (žr. 12 pav.) matyti, kad iki 2009 m. valstybės skola buvo tik litais ir eurais - buvo valdoma valiutos kurso kitimo rizika. 2009

m. pradžioje užsienio rinkose buvo skolinamasi eurais, tačiau antroje metų pusėje dėl didesnio likvidumo, mažesnių palūkanų normų pradėta skolintis JAV doleriais. Siekiant išvengti valiutos kurso apsikeitimo rizikos obligacijų emisijos JAV doleriais apdraustos naudojant išvestines finansines priemones.



Šaltinis: remiantis Finansų ministerija [http://www.finmin.lt/web/finmin/aktualus\\_duomenys/cv\\_skola/valiuta](http://www.finmin.lt/web/finmin/aktualus_duomenys/cv_skola/valiuta)  
[žiūrėta 2012 06 23]

### 12. pav. Centrinės valdžios skola pagal valiutas 2009-2012 m.

2012 m. sausio 1 d. Lietuvos valstybės turimi skoliniai įsipareigojimai buvo litais ir eurais. Valstybės skolos portfelio struktūrą pagal valiutą 2011 m. pab. sudarė priimtose paskolos 91,1 proc. eurais ir 8,9 proc. litais. Per metus šis santykis pasikeitė nežymiai: skolos portfelio dalis litais padidėjo 0,4 proc. punktais (Valstybės skola, 2011). Taigi galima teigti, kad centrinės valdžios skola buvo visiškai apdrausta nuo valiutų kursų svyravimo rizikos.

3 lentelėje pateikta ilgalaikių ir trumpalaikių valdžios sektoriaus skolos įsipareigojimų sudėtis.

**3 lentelė. Valstybės skolos sudėtis pagal priemones ir kreditorius, tūkst. Lt**

	2007.12.31	2008.12.31	2009.12.31	2010.12.31	2011.12.31
<b>Valdžios sektoriaus skola</b>	16.698.018	17.374.786	27.106.218	36.604.285	41.779.314
Vidaus skola	5.471.477	6.213.506	8.062.718	9.674.045	10.870.029
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai</b>	5.060.881	4.840.607	6.863.349	7.384.802	8.412.487
Indėliai	0	0	0	0	8.419
VP	4.217.550	3.677.565	5.561.306	6.038.373	6.795.243
Paskolos	843.331	1.163.042	1.302.043	1.346.429	1.608.824
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai</b>	410.596	1.372.899	1.199.369	2.289.243	2.457.543
Indėliai	0	0	6.428	16.566	17.768
Vertybinių popierių	375.096	1.029.766	1.141.741	1.249.477	912.575
Paskolos	35.500	343.133	51.200	1.023.200	1.527.200
Užsienio skola	11.226.541	11.161.280	19.043.500	26.930.240	30.909.285
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai</b>	11.226.541	11.161.280	19.043.500	26.930.240	30.909.285
Vertybinių popierių	10.865.651	10.501.434	16.117.761	22.806.554	26.736.337
Paskolos	360.890	659.847	2.925.739	4.123.685	4.172.948

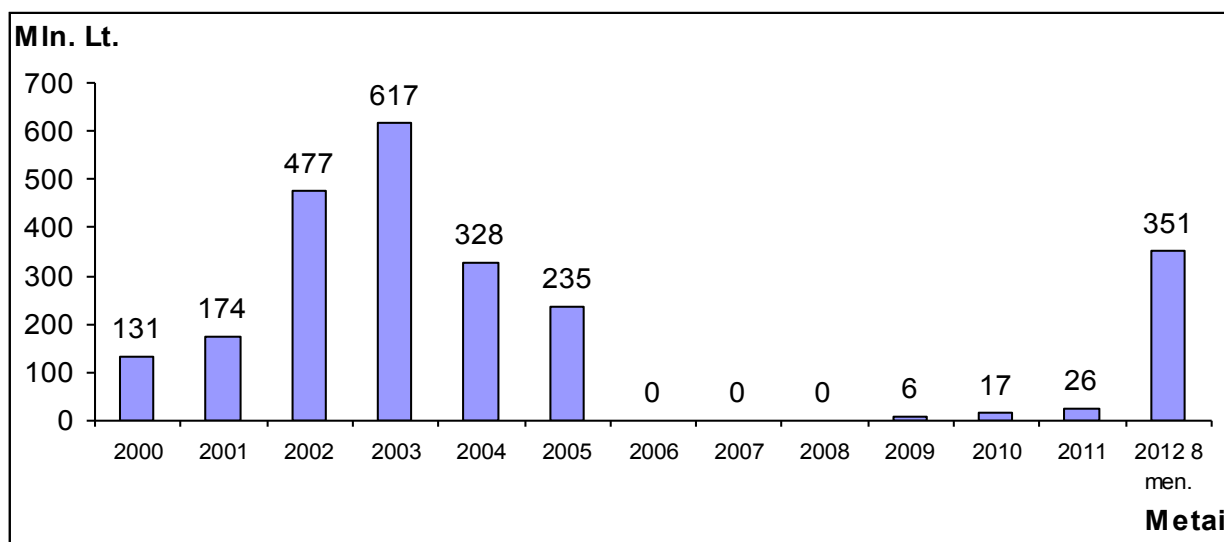
Šaltinis: parengta remiantis Finansų ministerija. [http://www.finmin.lt/web/finmin/skola\\_pagal\\_priemones\\_tipa](http://www.finmin.lt/web/finmin/skola_pagal_priemones_tipa)  
[žiūrėta 2012-02-05]

Analizuojant valstybės skolą pagal priemones ir kreditorius matyti, kad praktiškai nėra valstybės skolos indėlių pavidalu. Lietuvos indėliais traktuojami yra taupymo lakštai – investavimo priemonė, kur leidžia be tarpininkų tiesiogiai pasiskolinti iš gyventojų ar nefinansinių juridinių asmenų.

Analizuojant ilgalaikę užsienio skolą matyti, kad Lietuva skolinasi, ne tik išleisdama VVP, bet ir paskolų pavidalu. Lietuva iš Europos Investicinio banko (toliau EIB) nuo 2009 m. keturiais daliniais mokėjimais gavo beveik 4 mlrd. Lt. paskolą skirtą ES projektų bendrajam finansavimui.

Šios paskolos palūkanų norma buvo dvigubai mažesnė nei užsienio rinkoje leidžiamų VVP. Remiantis FM 2012 m. duomenimis ketvirtosios dalies palūkanų norma buvo 3,365%. Ši paskola ir sudaro didžiąją dalį paskolos užsienio kreditoriams (Pranešimas spaudai, 2009).

TVF atlikęs valstybių skolos valdymo institucijų apklausą (Guidelines for debt management, 2011) teigė, kad net 13 valstybių (taip pat ir Lietuva) iš 18 valstybių VVP platina per aukciono dalyvių sistemą. Lietuvos Vyriausybė skolinasi ir kitu būdu – nuo 1999 m. išleisdama taupymo lakštus, kuriuos nusipirkti gali individualios įmonės, visuomeninės organizacijos bei piliečiai. Finansų ministerija taupymo lakštus priskiria indėliams. Iki 2003 m. buvo išplatintos 43 emisijos nuo vienerių iki trijų metų trukmės, vėliau jų platinimas buvo sustabdytas (žr. 13 pav.), tačiau 2009 m. pasaulį užklupus ekonominei finansinei krizei, o Lietuvai esant dideliame skolinimosi poreikiui ir atpigus taupymo lakštų tvarkymui, Lietuvos vyriausybė atnaujino taupymo lakštų platinimą.



Šaltinis: parengta remiantis Finansų ministerijos duomenimis

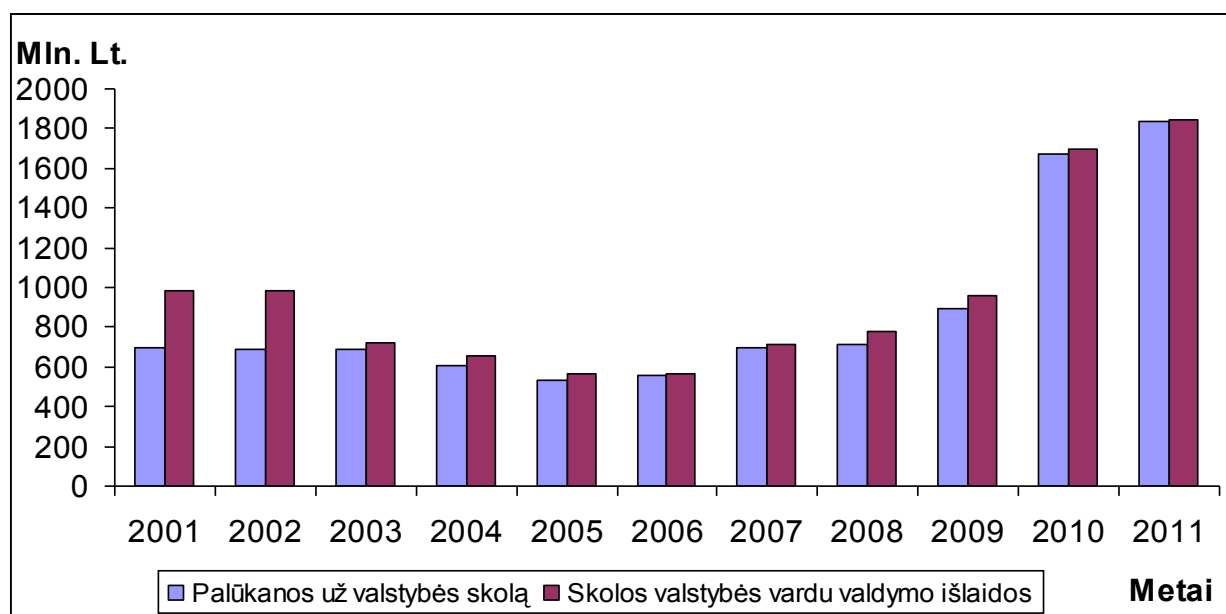
13 pav. Taupymo lakštų dinamika 2000-2012 m.

Iki 2012 m. taupymo lakštų pavidalu nebuvo pasiskolinta daug lėšų, tačiau iš ankstesnės patirties ir iš 2012 m. rezultatų galima teigti, kad jų potencialas dar nėra išnaudotas. Taupymo lakštų proveržiui įtakos turėjo naujas taupymo lakštų platinimo kanalas – bankai. Taupymo lakštus iki tol buvo galima įsigyti tik Lietuvos pašto skyriuose.

Iki 2012 m. spalio taupymo lakštų emisijos buvo platinamos du kartus per mėnesį ir buvo galima

pasirinkti iš dviejų terminų taupymo lakštų – vienerių ir dvejų metų trukmės. Remiantis FM duomenimis populiariesni buvo vienerių metų trukmės taupymo lakštai. Tačiau dvejų metų trukmės populiarumas didėjo ir 2012 m. rugpjūtį jie sudarė beveik 40 proc. visų išleistų taupymo lakštų. Ši ilgesnio laikotarpio taupymo lakštų populiarumą iš esmės lėmė padidėjęs skirtumas tarp siūlomų palūkanų normų už vienerių metų ir dvejų metų trukmės taupymo lakštų (žr. 4 priedą). Tikėtina, kad dėl pakankamo dvejų metų trukmės taupymo lakštų populiarumo, nuo 2012 m. lapkričio pradėti platinti ir trejų metų trukmės taupymo lakštai. Tai yra naujiena, todėl vertinti ar jie turėjo pasisekimą dar nėra galimybių, tačiau tai turėtų turėti nemažą potencialą.

Augant valstybės skolai augo ir valstybės skolos aptarnavimo sąnaudos. Iš skolos valstybės vardu sudėties (žr. 14 pav.) matyti, kad didžioji dalis išlaidų sudaro palūkanos už valstybės skolą.



Šaltinis: parengta pagal Finansų Ministerijos valstybės skolos leidinių informaciją 2001-2011 m.

#### 14 pav. Valstybės skolos valstybės vardu valdymo išlaidos ir palūkanos<sup>2</sup> 2001-2011 m.

Į su valstybės valdymu susijusias išlaidas iki 2004 m. buvo įtrauktos ir paskolos suteiktos valstybės vardu, ar su valstybės garantija, kurių kreditoriai nebuvo pajėgūs gražinti. Nuo 2004 m. visa tai buvo ir yra įtraukta į valstybės skolą (Valstybės skolos leidinys, 2011). Valstybės skolos leidiniuose akcentuojama, kad finansinio nuosmukio laikotarpio metu išlaidos skolos valstybės vardu valdymui (eliminavus palūkanų mokėjimus) mažėjo. Eliminavus palūkanų mokėjimus ir pagal turimą paskutinę 2006 m. skelbtą viešą informaciją, valstybės skolos valdymo išlaidas sudarydavo mokesčiai už finansines paslaugas<sup>3</sup>, kitos paslaugos<sup>4</sup>, išankstinio gražinimo mokesčiai ir valiutų kursų skirtumai

<sup>2</sup> 2006 m. skolos valdymo palūkanų ir išlaidų duomenys pavaizduoti neįvertinus sukauptų palūkanų ir gautos premijos – 244 mln. Lt. už 2006 m. vasario mėn. ir lapkričio mėn. išleistas 400mln. ir 600mln. eurų nominaliosios vertės euroobligacijų emisija.

<sup>3</sup> Į finansines paslaugas įeina samdomų ekspertų, konsultantų, darbo užmokestis, mokesčiai LB, komisinių išlaidos.

<sup>4</sup> Į kitas paslaugas įeina mokėjimai už VP saugojimą, tvarkymą, platinimą, mokesčiai už paskolų administravimą.

(Valstybės Kontrolė, 2006). Finansinės paslaugos ir kitos paslaugos sudarė atitinkamai 35 proc. ir 28 proc. valdymo išlaidų neįtraukiant palūkanų mokėjimų. Valiutų kurso skirtumai ir išankstinio grąžinimo mokesčiai sudarė 43 proc. (Valstybės skola, 2011). Nuo 2008 m. iki 2011 m. šios skolos valstybės vardu valdymo išlaidos sumažėjo beveik 5 kartus nuo 70 mln. Lt. 2008 m. iki 15 mln. Lt. 2011 m. (Valstybės skola, 2011). Todėl dėl per menkos reikšmės ir mažėjimo tendencijų skolos, bei turimos paskutinės 2006 m. viešos informacijos, valstybės valdymo išlaidos (be palūkanų mokėjimų) detalčiau nenagrinėjamos. Pagrindinis analizės objektas bus palūkanos mokamos už valstybės skolą, kurių išlaidos, lyginant 2011 m. su 2010 metais išaugo 9 proc., o lyginant su prieškriziniu laikotarpiu palūkanos mokamos už valstybės skolą padidėjo daugiau nei 2,5 karto. Šią neigiamą dinamiką labiausiai įtakoją išaugusi valstybės skola.

Iš grafines analizės (žr. 14 pav) kaip kito palūkanos už valstybės skolą matyti, kad net ir ekonominio pakilimo laikotarpiu išlaidos palūkanoms už valstybės skolą ženkliai nemažėjo. Palūkanų augimą lėmė nesubalansuotas valstybės biudžetas ir dėl to didėjanti valstybės skola. Didžiausias valstybės skolos valdymo išlaidų augimas buvo 2010 m., nors panašaus dydžio skolinimasis buvo tiek 2009 m., tiek 2010 m. Tačiau 2008 m. - 2009 m. rinkoje buvo ženkliai didesnės palūkanų normos dėl 2008 m. JAV banko „Lehman Brothers“ bankroto ir tai lėmė, kad 2010 m. taip ženkliai augo skolos aptarnavimo išlaidos. Šį augimą lėmė ir žymus 2008 m. Latvijos skolinimosi reitingų sumažėjimas, nes Baltijos šalys yra prilyginimos vienam regionui ir tai, kad prasidėjus ekonominiam nuosmūkiui tvyrojo nepasitikėjimas tarp kreditorių ir emitentų, kuris įtakoją mažą skolinimosi šaltinių įvairovę. Visa tai lėmė, kad vidutinės metinės palūkanų normos litais 2009 m. pakilo iki 8 proc. ir net viršijo šią ribą. 2010 m. grįžus pasitikėjimui į finansų rinkas metinė palūkanų norma už naujai Lietuvos išleistas emisijas reikšmingai sumažėjo ir jau sudarė tik apie 3-4 proc. (žr. 9 priedą).

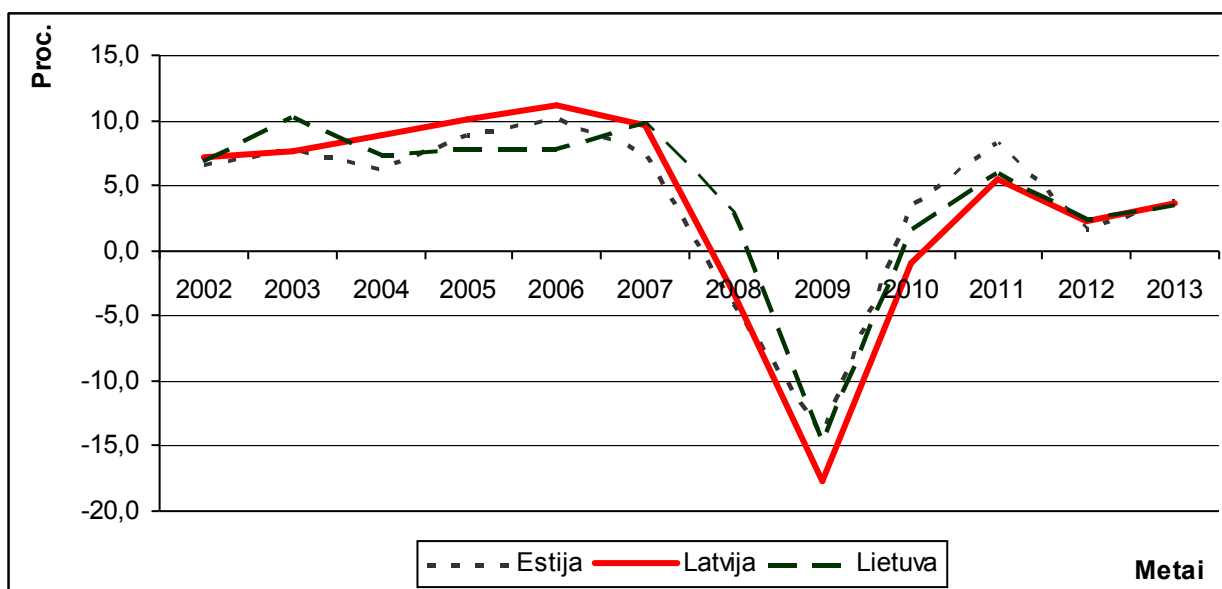
2012 m. rugpjūtį valstybės skola sudarė 44,4 mlrd. Lt. ir tai buvo lygu 40,3% to meto BVP. Didžiausias valstybės skolos didėjimas fiksuotas prasidėjus finansiniam nuosmūkiui, kai per 3 metus nuo 2008 m. pab. iki 2011 m. pab. valstybės skola padidėjo daugiau nei dvigubai nuo 15,6% BVP iki 37,9% BVP. Atėjus ekonominiam nuosmūkiui ženkliai išaugo užsienio skolos dalis, tuo pačiu išaugo ir užsienio kreditoriams atitenkanti skolos aptarnavimo išlaidų dalis. Tuo tarpu iki įstojant į ES populiarūs buvę taupymo lakštai visiškai buvo nebeplatinami ir tik atėjus sunkmečiui pradėti vėl platinti. Tačiau jų potencialas dar nėra iki galo išnaudotas. Augant valstybės skolai augo ir su ja susijusios skolos aptarnavimo išlaidos. Išlaidos ypač didėjo 2010 metais, kai dėl pablogėjusios šalies ekonominės situacijos padidėjo palūkanų normos už naujai išleidžiamus VP. Tai puikus pavyzdys, kaip tinkamas valstybės skolos ir su ja susijusių rizikų valdymas gali įtakoti skolos aptarnavimo sąnaudas.

### 3. VALSTYBĖS SKOLOS APTARNAVIMO IŠLAIDŲ OPTIMIZAVIMAS

#### 3.1. Lietuvos ir užsienio šalių skolos rodiklių lyginamoji analizė

Valstybės ekonominę situaciją lemia ne tik ekonominė situacija šalies viduje, bet ir situacija užsienio rinkose. Didžiausią įtaką šalies ekonomikai daro tos užsienio šalys, su kuriomis labiausiai prekiaujama, bei su kuriomis ribojasi valstybinė siena. Remiantis statistikos departamento duomenimis vienos pagrindinių eksporto ir importo partnerių yra Latvija ir Estija. (žr. 6 priedą). Investuotojų akyse Lietuva ir šios šalys yra traktuojamos kaip posovietinės šalys, kuriose ekonominė ir politinė situacija yra panašiam lygyje. Be to, visos šalys tapusios nepriklausomomis nuo 1991 m. neperėmė buvusių Tarybos Sąjungos įsipareigojimų. Todėl, būtent su šiomis šalimis ir atlikta skolos lyginamoji analizė.

Analizuojant šalis pagal BVP pokytį matyti, kad ekonominio pakilimo laikotarpiu visos atrinktos šalys sėkmingai augo, jų BVP stabiliai didėjo (žr. 15 pav.). Geriausiai sekėsi Latvijai, kurios BVP augimas buvo didžiausias. Latvijos BVP 2006 m. augo netgi 11,2 proc., o 2005-2007 m. laikotarpiu vidutinis BVP augimas buvo didesnis nei 10%. Tačiau atėjus finansinio nuosmukio laikotarpiui tapo akivaizdu, kad Latvijos ekonomika augo dėka besiformuojančio ekonominio burbulo.



Šaltinis: parengta remiantis Eurostat BVP pokyčio duomenimis

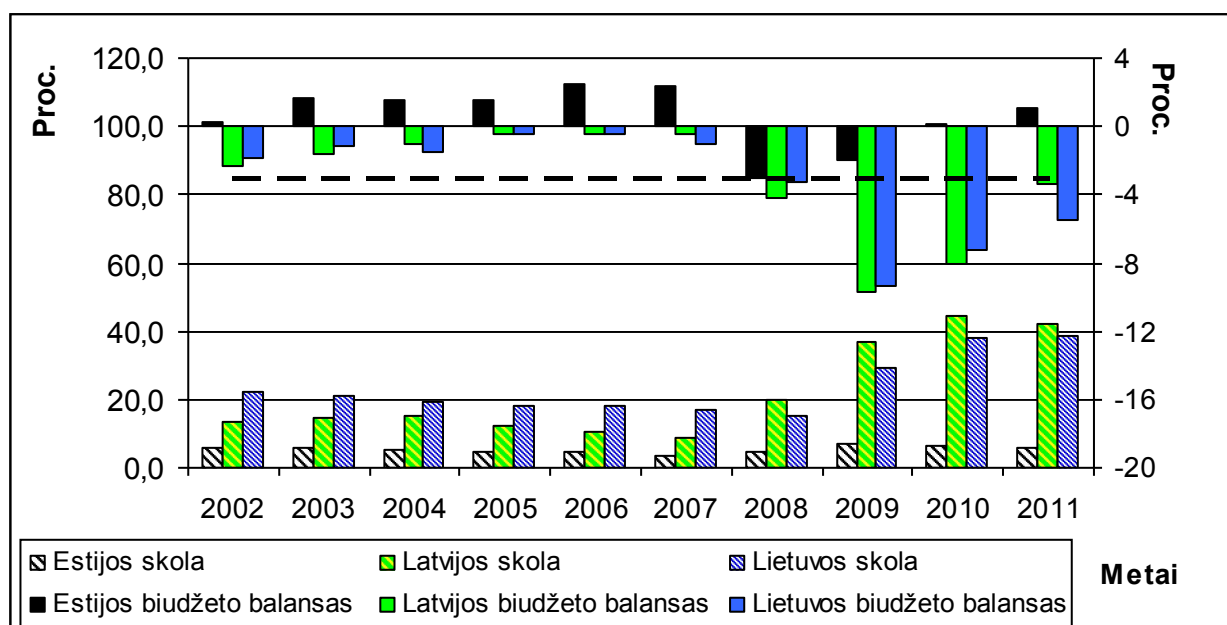
15 pav. BVP pokytis lyginant su praėjusiu laikotarpiu 2002-2012 m.

To pasekoje, Latvijos BVP iš visų Pabaltijo šalių sumažėjo daugiausiai – 2009 m. Latvijos BVP sumažėjo 17,7 proc., kai tuo tarpu Lietuvos ir Estijos BVP sumažėjo mažiau – atitinkamai 14,8 proc. ir 14,1 proc. Po finansinio nuosmukio visos Pabaltijo šalys greitai atsigavo – jau 2010 m. tik Latvijoje buvo fiksuotas BVP sumažėjimais 0,9 proc. Tuo tarpu Estijoje ekonomika augo 3,3 proc., o Lietuvoje



1,5 proc. Dėka didėjančio eksporto Pabaltijo ūalių ekonomika augo daugiau nei 5 proc. Labiausiai 2011 m. augo Estijos ekonomika, kurios BVP per metus padidėjo 8,3 proc. Remiantis Eurostat prognozėmis tiek 2012 m., tiek 2013 m. Pabaltijo ūalių ekonomikos turėtu toliau augti, o augimas visose ūalyse turėtu bti panašus ir 2012 m. sudarytu apie 2 proc., 2013 m. - nuo 3,5 proc. iki 3,8 proc.

Lyginant Pabaltijo ūalių biudžeto deficitu, bei valstybės skolą (žr. 16 pav.) matyti, kad Estijoje valstybės biudžeto balansas ekonominio pakilimo laikotarpiu buvo teigiamas, kai tuo tarpu Lietuvos ir Latvijos biudžeto balansas, nors nedaug, bet visada buvo neigiamas. Prieš prasidedant finansiniam nuosmukiui Estijos biudžeto perteklius sudarė net 2,5 proc. BVP, kai tuo tarpu Lietuvoje 2007 m. biudžeto deficitas sudarė 1 proc. BVP, o Latvijoje 0,4 proc. BVP.



Šaltinis: parengta remiantis Eurostat duomenimis

#### 16 pav. Valstybių skolos santykio ir valstybės biudžeto balanso santykio su BVP dinamika

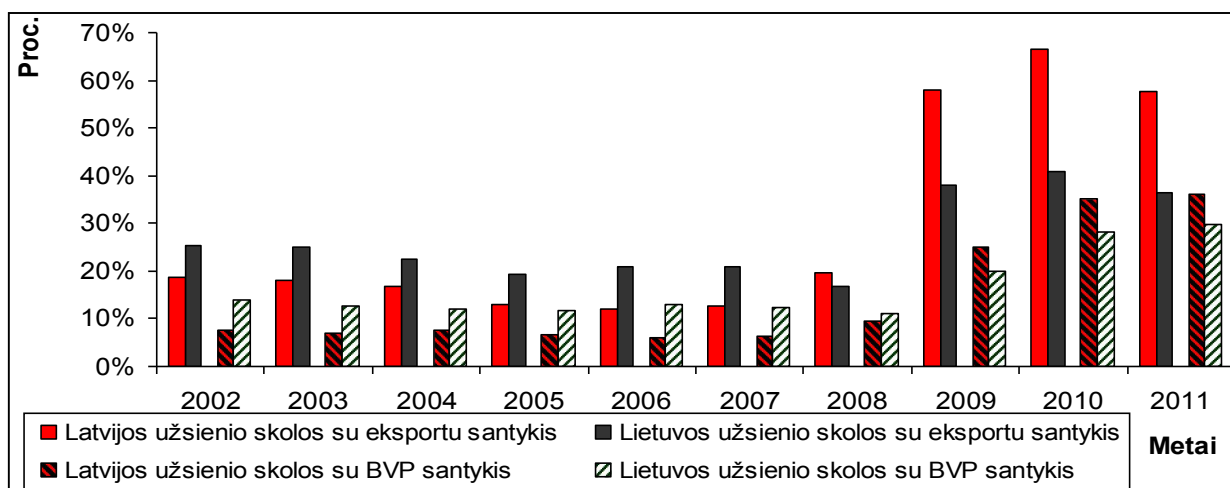
Valstybės skolos santykis su BVP ekonominio pakilimo laikotarpiu nuolatos mažėjo visose Pabaltijo ūalyse. Estijoje ūis santykis mažėjo, nes ekonomika stabiliai augo, biudžetas buvo perteklinis. Lietuvos, Latvijos valstybių skolos santykis su BVP mažėjo, nes ūių ūalių ekonomika augo labiau nei augo jų skola. Atėjus finansiniam nuosmukiui situacija iš esmės pasikeitė. Visos Pabaltijo ūalys susidūrė su ekonominiu nuosmukiu ir visų ūalių BVP 2009 metais mažėjo daugiau nei 14 proc., o valstybių biudžetuose pajamų trūkumas ženkliai padidėjo. Susidariusi pinigų trūkumą visos ūalys dengė skirtingais būdais.

Estijos situacija buvo dėkingiausia, nes dėl perteklinio biudžeto buvo sukauptas rezervas, kuris buvo panaudotas susidariusiam lėšų poreikiui iš dalies patenkinti. Likusi dalis lėšų buvo pasiskolinta finansų rinkose. Todėl skolos ir BVP santykis 2009 m. Estijoje padidėjo 2,7 p.p. iki 7,2 proc. Tačiau Estijai pavyko išlaikyti pakankamai subalansuota biudžetą ir neviršyti 3 proc. ribos. 2008 m. Estijos biudžeto deficitas buvo 3 proc., o jau 2010 m. Estijos valstybės biudžeto deficitas buvo perteklinis (0,1

proc. BVP) ir valstybės skolos ir BVP santykis pradėjo mažėti ir 2011 pab. buvo tik 6,1%. Todėl galima teigti, kad Estijai nėra aktuali skolos valdymo tobulinimo problema.

Lietuva ir Latvija pasirinko skirtingus scenarijus. Lietuva susidariusį lėšų poreikį 2009-2010 m. dengė skolindamasi užsienio finansų rinkose už 7-9 proc. palūkanas (žr. 3 priedą), už ženkliai didesnes palūkanas nei tai darė Latvija. Tuo tarpu Latvija nusprendė pasinaudoti finansine parama iš TVF ir ES bei skolinosi su 3-4 proc. palūkanomis. Mainais į pigesnę skolinimąsi Latvija turėjo ženkliai sumažinti savo biudžeto deficitą. To pasekoje 2011 m. Latvijos biudžeto deficitas buvo tik 3,4 proc. Lietuvos biudžeto deficitas buvo 5,5 proc. 2011 m. vienintelės Lietuvos skolos ir BVP santykis didėjo. Latvijos valstybės skolos ir BVP santykis 2011 m. dėka labiau nei skola augusios ekonomikos sumažėjo 2,3 p.p. iki 42,2 proc. Tuo tarpu Lietuvos skola 2011 m. padidėjo 0,6 p.p. iki 38,5 proc., tiesa apie 2 mlrd. Lt. valstybės skola padidėjo dėl poreikio gražinti indėlius buvusius Snoro banke. Tikėtina, kad skolos ir BVP santykis būtų mažėjęs apie 1 p.p. iki 37 proc. BVP, tačiau Latvijoje santykis būtų vis tiek mažėjęs labiau. Nepaisant to, kad Lietuvos valstybės skolos santykio su BVP pokytis buvo blogesnis nei Latvijos, tačiau Lietuvos valstybės skolos santykis - 38,5 proc. - buvo geresnis nei Latvijos valstybės skolos ir BVP santykis, kuris buvo 42,2 proc. Abiejų šalių skolos su BVP santykis buvo ženkliai geresnis nei Maastrichto sutartyje numatyti 60 proc., tačiau reiktų atsižvelgti į tai, kad nei viena šalis nepaveldėjo valstybės skolos žlugus Sovietų Sąjungai. Atėjus ekonominiam nuosmukiui, Lietuvos ir Latvijos biudžeto deficitas ženkliai viršijo Maastrichto numatytą 3 proc. ribą.

Užsienio skolos pagrindinis minusas yra, kad palūkanos mokamos už skolą atitenka užsienio skolintojams ir taip yra mažinamas lėšų kiekis šalies viduje. Tai yra tarsi pinigų importas, kurį reikia atsverti prekybos eksportu. Remiantis Eurostat duomenimis Lietuvoje ir Latvijoje eksportas yra ženkliai didesnis už užsienio valstybės skolą (žr. 17 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal Eurostat duomenų bazę

17 pav. Užsienio skolos santykio su eksportu ir BVP dinamika 2002-2011 m.

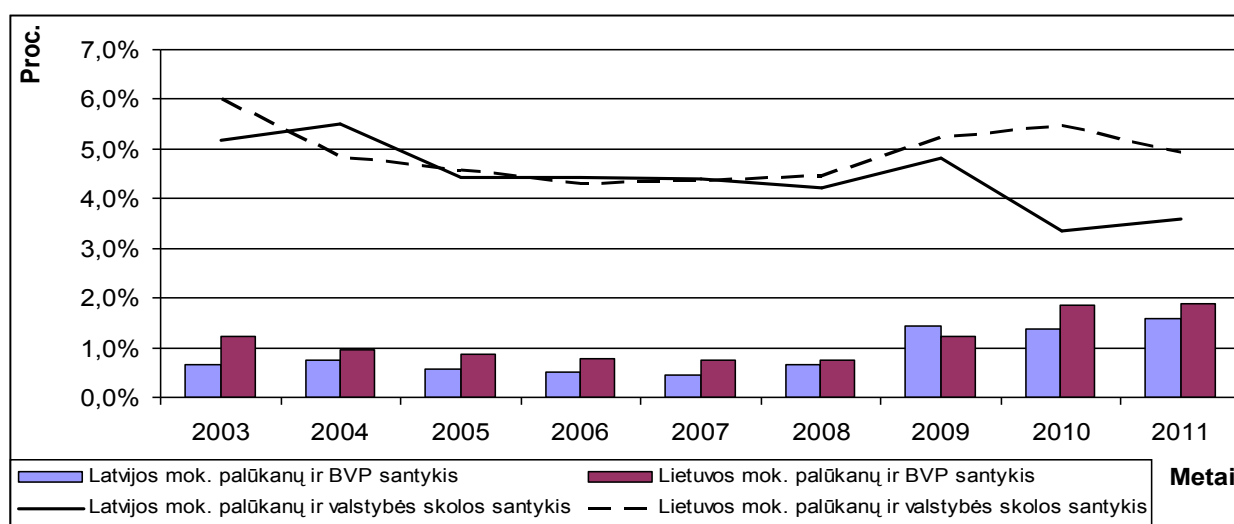
Iki 2007 m. Latvijoje užsienio skolos ir eksporto santykis buvo geresnis nei Lietuvoje. Prasidėjus

finansiniam nuosmukiui situacija iš esmės pasikeitė. Latvijos užsienio skolos ir eksporto santykis dėl skolinimosi iš TVF ir ES pradėjo ženkliai augti. 2010 m. užsienio skolos ir eksporto santykis buvo 66 proc. 2011 m. šį santykį, dėl augusio eksporto, pavyko sumažinti iki 58 proc. Lietuvoje užsienio skolos ir eksporto santykis ženkliai padidėjo 2009 m., kai Lietuva pradėjo skolintis tarptautinėse rinkose, bei eksportas susitraukė beveik 25 proc. 2010 m. užsienio skolos ir eksporto santykis buvo didžiausias per stebimą laikotarpį ir sudarė 41%. 2011 m. dėl toliau augančio eksporto šis santykis sumažėjo 5 p.p. iki 36 proc.

Iš 17 pav. matyti, kad prasidėjus ekonominiam nuosmukiui Lietuvai pavyko geriau suvaldyti užsienio skolos ir eksporto santykį. Pagrindinė priežastis - labiau nei Latvijoje augęs eksportas. Lietuvoje remiantis Eurostat duomenimis nuo 2009 m. eksportas kas metus augo vidutiniškai beveik 30 proc., kai tuo tarpu Latvijoje vidutinis eksporto augimas buvo didesnis nei 20 proc.

Užsienio skolos ir BVP santykis iki 2008 m. kito panašiai kaip ir užsienio skolos ir eksporto santykis. Nuo 2009 m. užsienio skolos ir BVP santykis augo Lietuvoje ir Latvijoje. Augimą lėmė tai, kad atėjus ekonominiam nuosmukiui didžioji dalis reikalingų lėšų buvo pasiskolinta užsienio rinkose. Be to, 2009 m. buvo fiksuotas BVP mažėjimas (žr. 15 pav.), o tai lėmė užsienio skolos ir BVP santykio padidėjimą. 2011 m. Lietuvoje ir Latvijoje užsienio skolos ir BVP augimas buvo minimalus ir sudarė atitinkamai 1,6 p.p. ir 0,9 p.p. Tais metais buvo fiksuotas didžiausias užsienio skolos ir BVP santykis, kuris Lietuvoje buvo 29,9 proc., o Latvijoje - 36 proc. Remiantis dabartinėmis tendencijomis, jei situacija vidaus rinkoje iš esmės nesikeis, tai užsienio skolos ir BVP santykis toliau turėtų didėti.

Už skolą sumokamų palūkanų santykis su visa skola rodo, kad iki ekonominio nuosmukio pradžios Lietuvoje, Latvijoje skolos aptarnavimo sąnaudos buvo panašiam lygyje ir sudarė 4-5 proc. visos skolos (žr. 18 pav.).



Šaltinis: parengta remiantis Eurostat duomenimis

18 pav. Už skolą sumokamų palūkanų santykis su BVP ir visa valstybės skola 2003-2011 m.

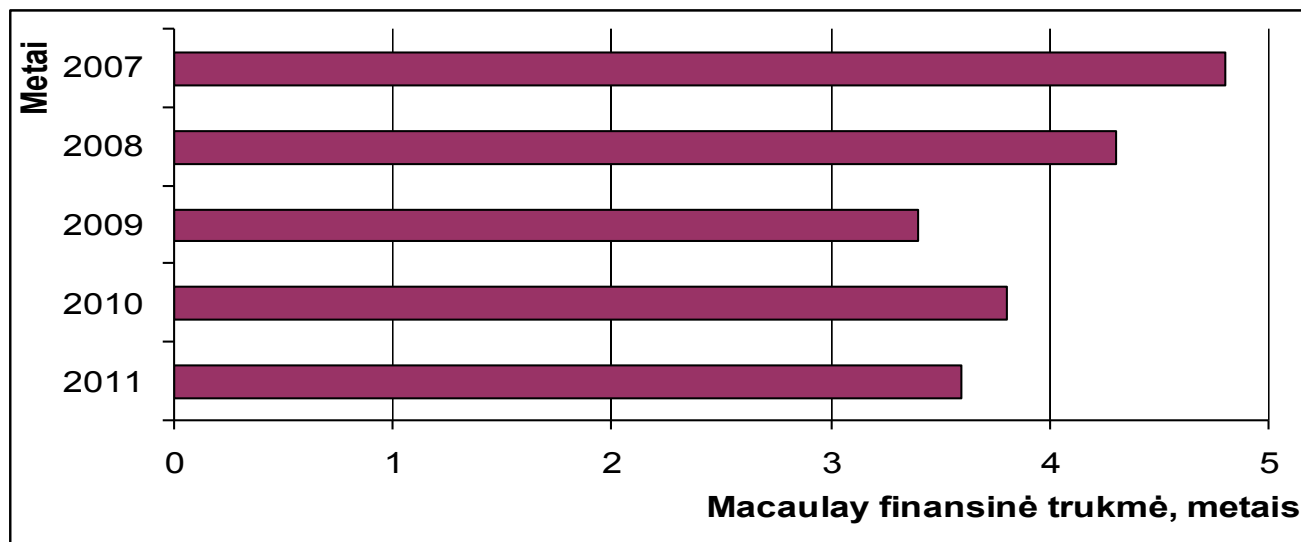
Tuo tarpu už skolą sumokamų palūkanų normų ir BVP santykis Latvijoje iki ekonominio nuosmukio pradžios buvo geresnis dėl mažesnio skolos lygio Latvijoje (žr. 16 pav.). Tik 2009 m. Latvijoje buvo didesnis mokamų palūkanų su BVP santykis. Tai lėmė, kad Latvijoje ekonominis nuosmukis prasidėjo apie pusę metų anksčiau nei Lietuvoje, be to Latvijoje valstybės skolos ir BVP santykis didėjo sparčiau nei Lietuvoje. Tačiau jau 2010 m. Latvijoje palūkanų našta ekonomikai buvo mažesnė nei Lietuvoje. Tai lėmė skirtinga skolinimosi strategija – Latvija pasinaudojo TVF ir ES paskola, o Lietuva skolinosi iš rinkų už ženkliai didesnes palūkanas. Tai rodo ir mokamų palūkanų su valstybės skolos santykis. 2010 m. vidutinė palūkanų norma Latvijoje ženkliai sumažėjo ir sudarė mažiau nei 3,4 proc., tuo tarpu Lietuvoje vidutinė palūkanų norma padidėjo iki beveik 5,5 proc. 2011 m. Latvijos skolos vidutinė palūkanų norma padidėjo 0,2 p.p. iki 3,6 proc. tuo tarpu Lietuvoje vidutinė palūkanų norma už skolą sumažėjo 0,6 p.p. iki 4,9 proc.

Latvija 2011 m. birželį grįžo į finansų rinkas ir tai lėmė, kad išaugo jos vidutinė palūkanų norma už skolą. Lietuva 2009 m. vengdama skolinosi iš TVF skolinosi ir vidaus rinkoje trumpalaikiam laikotarpiui už vidutinės 8,05 proc. palūkanas (žr. 5 priedą). Šie išleisti VVP ženkliai padidino vidutinę palūkanų normą 2010 m., tačiau kai jie buvo išpirkti, 2011 m. vidutinė palūkanų norma ženkliai sumažėjo. 2011 m. vidutinė palūkanų norma Lietuvoje ir Latvijoje vis dar ženkliai skyrėsi ir skirtumas sudarė 1,3 p.p. Tai reiškia, kad jei Lietuvos skolos vidutinis pelningumas būtų 1,3 p.p. mažesnis tai valstybės skolos aptarnavimo išlaidos 2011 m. būtų apie 0,5 mlrd. Lt mažesnės. Tačiau Lietuvos skolos aptarnavimo išlaidos 2011 m. sudarė 1,9 proc. BVP, o 2012 m. FM prognozuoja, kad skolos aptarnavimo išlaidos bus didesnės nei 2 proc. BVP. Taigi, nors Latvijos skolos ir BVP santykis yra didesnis nei Lietuvos, tačiau dėl mažesnių vidutinių mokamų palūkanų normų Lietuvos už skolą mokamų palūkanų ir BVP santykis yra didesnis nei Latvijos. Panašios tendencijos matosi ir nagrinėjant mokamų palūkanų santykį su valstybės biudžeto pajamomis bei išlaidomis – Lietuvos biudžetui tenka didesnė našta nei Latvijoje (žr. 7 priedą).

Macaulay finansinės trukmės rodiklio reikšmė padidėjo po finansinio nuosmukio, kai daugelyje šalių pradėjo didėti valstybių skolos ir vis aktualesnė tapo valstybės skolos valdymo problema. Macaulay trukmė parodo, kokia yra refinansavimo rizika. Kuo Macaulay finansinė trukmė yra trumpesnė, tuo greičiau reikės refinansuoti visą skolą ir bus susidurta su rizika, kad padidėjusi palūkanų norma gali neigiamai paveikti skolos aptarnavimo sąnaudas. Priešingu atveju, kai trukmė yra didelė, tai yra minimizuota refinansavimo rizika, tačiau išvengiant šios rizikos mokamos didesnės palūkanos už valstybės skolą. FM nustatytas Macaulay trukmės tikslas 2012 m. yra tarp 2,5 m. ir 5 m. Tai ribos, kuriose laikoma, kad Macaulay trukmė yra priimtina. Latvijoje šios ribos yra siauresnės – nuo 3,4 m. iki 5 m.. Nors Latviai ir turi nusistatę Macaulay trukmės ribas, tačiau neskelbia viešojoje erdvėje duomenų nurodančių šio rodiklio kitimą.

Iš 19 pav. matyti, kad iki finansinio nuosmukio pradžios Macaulay finansinė trukmė LR buvo

didesnė nei 4 metai. 2009 m. Macaulay finansinė trukmė sumažėjo 0,9 m. ir buvo tik 3,4 m. Mažėjimą lėmė tai, kad tais metais buvo ženkliai išaugusios palūkanų normos, bei dėl šios priežasties vidaus rinkoje buvo skolinamasi trumpam laikotarpiui.



Šaltinis: sudaryta pagal valstybės skolos leidinius, 2007-2011 m.

#### 19 pav. Lietuvos valstybės skolos Macaulay finansinės trukmės dinamika 2007-2011 m.

Macaulay finansinė trukmė mažėja savaime, jei nėra naujai skolinamasi ilgam laikotarpiui. 2010 m. Macaulay finansinė trukmė padidėjo dėl tų pačių priežasčių, kodėl 2009 m. ji staigiai sumažėjo – buvo išpirkti 2009 m. išleisti trumpalaikiai VVP, o naujieji VVP buvo leidžiami ilgesniam laikotarpiui. 2011 m. šis rodiklis sudarė 3,6 metų ir atitiko FM tikslus.

Remiantis Tarptautinės ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos duomenimis (toliau OECD) Macaulay finansinė trukmė 2010 m. Austrijoje buvo 6,9 m., Italijoje – 4,9 m., Lenkijoje – 3,7 m., Slovakijoje – 4,7 m., o Ispanijoje – 4,3 m.. (OECD, 2010). Taigi Lietuvos Macaulay finansinės trukmės rodiklio reikšmė nuo ES šalių kardinaliai nesiskyrė, tačiau buvo tarp turinčių vieną mažesnių rodiklių. Šio darbo antrame skyriuje aptarti ir skolos valdymo gairėse apibūdinti limitai (žr. 4 lentelę). parodo, kad svarbu ne tik Macaulay finansinė trukmė, bet ir svertinė vidutinė likutinė skolos trukmė.

#### 4 lentelė. Valstybės skolos valdymo gairėse nustatytų limitų vykdymo dinamika 2009-2011 m.

Apibūdinimas	Limitas	Rodiklis		
		2009	2010	2011
Trumpalaikės skolos (pagal likutinę trukmę) ir visos skolos santykis	<25%	13,40%	5,60%	15,20%
Skolos kintamomis palūkanomis ir visos skolos santykis	<10%	4,30%	2,80%	2,10%
Svertinė vidutinė likutinė skolos trukmė	>4 m.	5,1 m.	5,7 m.	5,3 m.
Valstybės vardu garantuotų paskolų ir BVP santykis	<3 %	1,40%	1,40%	1%
Prisiimti įsipareigojimai eurai, litais, įskaitant išvestines priemones	100%	100%	100%	100%

Šaltinis: parengta remiantis Finansų Ministerijos leidiniais „Valstybės skola“ 2009-2011 m.

Tai reiškia, kad visa skola turi būti refinansuojama vidutiniškai kas ketverius metus. Šiuo metu Lietuvos vidutinė likutinė skolos trukmė yra ženkliai ilgesnė ir 2011 m. pab. limitą viršijo 1,3 punkto.

Kitas rodiklis, susijęs su VVP trukme yra trumpalaikės skolos (pagal likutinę trukmę) ir visos skolos santykis. Pagal dabartinį limitą trumpalaikės skolos saugi riba yra iki 25 proc. visos skolos. Šis santykis toks pats yra ir Latvijoje. Šis rodiklis yra susijęs su svertine likutine skolos trukme – jei trukmė 4 m., tai kaip tik kas metus vidutiniškai reikės grąžinti 25 proc. visos skolos. 2011 m. pab. šis rodiklis buvo vykdomas – 2011 m. trumpalaikės skolos dalis sudarė šiek tiek daugiau nei 15 proc. Pabrėžtina, kad Latvijoje yra nustatytas 35 proc. limitas, kurio Latvijos centrinė skola latais neturi viršyti, o tai yra 15 proc. daugiau negu Lietuvoje (Latvian central government debt management strategy, 2012). Latvijoje 2010 ir 2011 m. šis rodiklis sudarė atitinkamai 16,1 proc. ir 13,7 proc. visos centrinės skolos. Latvijos valstybės skolos leidinyje pabrėžiama, kad Latvija neįvykdė šio kriterijaus, nes nebuvo galimybės skolintis iš EK ir TVF ir kitų tarptautinių skolintojų savo valiuta. (Latvia public report, 2011). Latvijos skolos strategijoje nustatytas ir iki 3 m. trukmės centrinės skolos limitas – ne daugiau 50 proc. visos skolos.

Nuo 2008 m. valstybės skolos santykis su BVP padidėjo daugiau nei dvigubai – nuo 15,6 proc. 2008 m. iki 38,5 proc. 2011 m. – todėl su paskolos trukme susijusius limitus reiktų keisti, Nors limitai ir nepakito, bet rizikos mastas šalies BVP dėl didėjančios skolos reikšmingai padidėjo. Dabartiniai rodikliai jau yra geresni nei nustatyti limitai todėl, limitų sugriežtinimas dabar būtų tik formalumas, kuris ateityje sumažintų refinansavimo riziką.

Siekiant valdyti palūkanų normų svyravimo riziką yra nustatytas skolos kintamomis palūkanomis limitas, kuris lygus 10%. Valstybė šiuo metu nesiskolina kintamomis palūkanomis, todėl šios rizikos svarba kasmet mažėjo. 2011 m. skola kintamomis palūkanomis sudarė tik 2,2% mažiau visos centrinės valdžios skolos, lyginant su 2009 m. Siekiant valdyti valiutos kurso kitimo riziką yra numatyta, kad galima skolintis tik litais ar eurais, o jei skolinamasi kita valiuta, tai nuo valiutos kurso turi būti apsidrausta per išvestines finansines priemones eliminuojant valiutos kurso kitimo riziką.

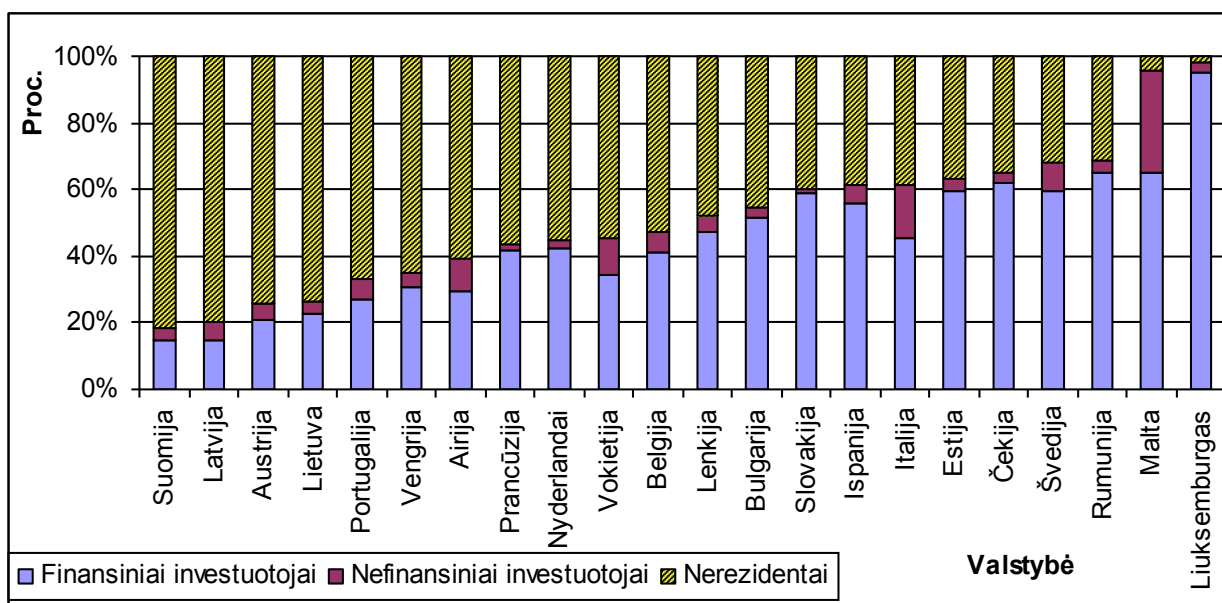
Apibendrinant pagrindinius Lietuvos, Latvijos ir Estijos skolos rodiklius matyti, kad ištikus ekonominiam nuosmukiui ženkliai pablogėjo valstybių biudžetų balansai. Estijos biudžetas iki krizės buvo perviršinis, todėl nuosmukio metu atsiradęs biudžeto deficitas buvo finansuojamas iš sukaupto rezervo ir tai lėmė, kad Estijos valstybės skola beveik neaugo ir jai nėra aktuali valstybės skolos valdymo problema. Lietuvoje ir Latvijoje susidariusį biudžeto deficitą teko dengti skolintomis lėšomis. Latvija pasirinko pigesnę skolinimąsi iš TVF ir ES mainais į griežtą konsolidavimą, o Lietuva skolinosi tarptautinėse rinkose už ženkliai didesnes palūkanas ir pati mažino biudžeto deficitą, bet ne taip griežtai, kaip tai vyko Latvijoje. Įvertinus mokamų palūkanų skirtumus nustatyta, kad Lietuvai savarankiškumas 2011 m. kainavo apie 0,5 mlrd. Lt. Tačiau dėl griežtesnio biudžeto subalansavimo

Latvijos BVP augo lėčiau. Tiek Lietuvoje, tiek Latvijoje ženkliai augo užsienio skolos ir BVP santykis, Latvijoje užsienio skolos ir BVP santykio augimas buvo didesnis.

Išanalizavus nustatyta, kad Lietuva atitinka su skolinimosi trukme ir refinansavimo rizika nustatytus limitus, tačiau palyginus su tarptautine praktika, Macaulay finansinė trukmės rodiklis buvo vienas mažesnių tarp lygintų valstybių. Pasikeitus valstybės skolos dydžiui skolos refinansavimo rizika tapo dar aktualesnė, todėl reiktų sugriežtinti numatytus skolinimosi rodiklių tinkamumo limitus. Macaulay finansinės trukmės ribas reiktų sumažinti nuo 2,5-5 metų iki 3,5-5 metų ir tada jos būtų tokios pat kaip ir Latvijoje, svertinę vidutinę likutinę skolos trukmę padidinti vienais metais iki 5 metų, o trumpalaikės skolos dalį visoje skoloje atitinkamai sumažinti nuo 25 proc. iki 20 proc. ribos.

### 3.2. Vidaus skolinimosi rinkos plėtojimas

Prasidėjus finansiniam nuosmukiui ir prireikus skolintis Lietuva didžiąją dalį reikiamų lėšų skolinosi užsienio rinkose, todėl Lietuvos valstybės skolos struktūroje reikšmingai sumažėjo vidaus skolos dalis. 2011 m. vidaus skolos dalis Lietuvoje buvo viena mažiausių Europoje (žr. 20 pav.).



Šaltinis: Eurostat duomenų bazė

20 pav. Valstybės skolos pasiskirstymas pagal skolintojus Europos šalyse 2012-08-28

Tik trijose Europos šalyse 2011 m. buvo fiksuota mažesnė vidaus valstybės skolos dalis nei Lietuvoje. Lietuvoje 2011 m. finansinių investuotojų dalis visoje skoloje sudarė 22,9 proc. Suomijoje, Latvijoje ir Austrijoje ši dalis buvo mažesnė. Nefinansinių investuotojų – fizinių asmenų, bei nefinansinių įmonių – skolos dalis Lietuvos skoloje 2011 m. sudarė 3,3 proc. 6 šalyse šis rodiklis buvo mažesnis.

Remiantis FM duomenimis *vidaus* skolos vertybinių popierių finansinė Macaulay trukmė 2011 m. buvo 1,7 m. (Valstybės skola, 2011). Palyginti su 2009 m. kai šis rodiklis buvo 1,1 m., finansinė Macaulay trukmė buvo pailginta, tačiau palyginus su kitomis ES šalimis finansinė Macaulay trukmė buvo viena trumpiausių. 2010 m. vidaus skolos finansinė Macaulay trukmė Suomijoje buvo 2,0 m., Vengrijoje - 2,7 m., Italijoje – 4,9 m., Lenkijoje –3,0 m., o Ispanijoje – 4,3 m. (OECD, 2010). Palyginimui Lietuvoje 2010 m. finansinė Macaulay trukmė buvo 1,8 m. (Valstybės skola, 2010). Valstybės skolos valdymo gairėse (2011) numatytas vidaus skolos finansinės Macaulay trukmės tikslas – 1,9 metų. Tai bene vienintelis rodiklis, kurio FM valdoma valstybės skola neatitiko.

Skolintis vidaus finansų rinkoje galima dviem būdais – tiesiogiai iš gyventojų ar įmonių arba per finansines įmones, kurios gali dalyvauti viešai skelbiamuose VP platinimo aukcionuose.

Skolintis tiesiogiai iš gyventojų galima išleidžiant taupymo lakštus – didžiausias taupymo lakštų populiarumas buvo 2003 m. Tais metais skola taupymo lakštų pavidalu sudarė 617 mln. Lt. arba daugiau nei 5 proc. visos valstybės skolos. Palyginimui 2011 m. pab. taupymo lakštai sudarė tik 0,1 proc. visos skolos. Jei būtų norima pasiekti 5 proc. ribą, tai taupymo lakštai valstybės skolos portfelyje turi sudaryti apie 2 mlrd. Lt. Tačiau pasiekti 5 proc. ribą, kai valstybės skola yra 21 proc. BVP yra daug lengviau nei kai valstybės skola yra daugiau nei 40 proc. BVP. Taupymo lakštų potencialą geriausia skaičiuoti įvertinant kokią rinkos dalį ši taupymo priemonė gali turėti tarp visų taupymo priemonių, kuriomis naudojasi šalies įmonės ir gyventojai.

Lietuvoje, tiek 2003 m., tiek 2011 m. pagrindinis gyventojų bei įmonių investavimo būdas buvo investavimas į indėlius. 5 lentelėje pateikiami investavimo į valstybės skolą ir pinigų kiekio duomenys.

**5 lentelė. Taupymo lakštų potencialas**

	Nefinansinės įmonės		Gyventojai	
	Indėliai	Terminuoti indėliai	Indėliai	Terminuoti indėliai
2003 m. mln. Lt.	9098,0	4451,1	7887,4	4441,4
2011 m. mln. Lt.	17567,6	7530,8	25076,7	14718,8
Kiek padaugėjo pinigų, kartais (x1)	1,93	1,69	<b>3,18</b>	<b>3,31</b>
2003 m. investavimas į valstybės skolą, mln. Lt (x2)	34,5		620,1	
2011 m. investavimas į valstybės skolą, mln. Lt	435,4		924,3	
Potencialas 2011 m. investuoti į valstybės skolą pagal 2003 m. lygį, mln. Lt (x1*x2)	66,7	58,4	<b>1971,6</b>	<b>2055,1</b>
Neišnaudotas potencialas 2011 m., mln. Lt.	-368,7	-377,0	<b>1047,3</b>	<b>1130,8</b>

**Šaltinis:** parengta remiantis LBA, LB ir Eurostat duomenimis

Remiantis Lietuvos Banko (LB) ir Lietuvos Bankų asociacijos duomenimis (LBA) per 8 m. nefinansinių įmonių indėlių ir taupomųjų indėlių Lietuvoje padaugėjo iki 2 kartų. Tuo tarpu gyventojų indėlių ir taupomųjų indėlių kiekis bankuose padaugėjo daugiau nei 3 kartus. Tikėtina, kad panašiai galėjo padidėti ir į taupymo lakštus investuotas pinigų kiekis (žr. 5 lentelė). Indėliai yra ne tik taupomieji indėliai, kurie skirti taupymui, bet taip pat ir indėliai iki pareikalavimo. T.y. lėšos banko



einamosiose sąskaitose, kurios dažniausiai yra skirtos ne taupyti, o kasdienėms išlaidoms finansuoti. Tikėtina, kad lėšų kiekis einamosiose sąskaitose nelabai įtakoja taupymo lėšų potencialą ir tik lėšos terminuotuose indėliuose parodo, kiek potencialiai gyventojai ir nefinansinės institucijos gali investuoti į šią investavimo priemonę. 2003 m. gyventojų lėšos sudarė 5,1 proc. visos valstybės skolos. 2011 m. ši dalis sumažėjo ir sudarė jau tik 2,3 proc. Tuo tarpu nefinansinių įmonių investicijos per 8 m. padidėjo. 2003 m. jos sudarė 0,3 proc. visos skolos, o 2011 m. jau 1,1 proc. visos valstybės skolos.

Remiantis 2003 m. investicijomis, bei taupymu ir pagal tai projektuojant 2011 m. galimą lygi matyti, kad nefinansinės įmonės ženkliai padidino investicijų apimtį į valstybės leidžiamas skolas VP. 2011 m. nefinansinės įmonės investavo į valstybės skolą daugiau nei 350 mln. Lt. nei tai būtų dariusios įmonės, jei jos būtų investavusios pagal 2003 m. mastus.

Iš 5 lentelės matyti, kad gyventojų investicijos į valstybės leidžiamas skolas VP per 8 m. ženkliai sumažėjo. Galima daryti prielaidą, kad 2003 m. beveik visa investicijų suma buvo investuota į taupymo lėšas – 2003 m. į taupymo lėšas buvo investuota 617 mln. Lt., o visa gyventojų investicija į valstybės skolą sudarė apie 620 mln. Lt. Taigi taupymo lėšų panaikinimas kaip tik labiausiai ir įtakojo gyventojų investavimo apimtį į valstybės skolą. Nors 2011 m. gyventojų investicijos į valstybės skolą sudarė virš 900 mln. Lt. tačiau remiantis 2003 m. investavimo duomenimis (žr. 5 lentelę) galima teigti, kad gyventojai tuo metu dar galėjo investuoti papildomai daugiau nei 1 mlrd. Lt. Tam buvo palankios ir tuo metu mokamos palūkanų normos. Lietuvos Banko duomenimis, 2003 m. vidutinė palūkanų norma už terminuotus indėlius iki 2 m. buvo 3,23 proc. (LB, 2003), tuo tarpu už skolas VP mokamos palūkanos sudarė 3,65 (FM, 2003). 2011 m. palūkanų normos investavimui į skolas VP buvo dar patrauklesnės – už terminuotą indėlį iki 2 m. buvo vidutiniškai mokama tik 1,95 proc. (LB, 2011), o valstybės leidžiami skolas VP buvo su vidutiniu 3,02 proc. pelningumu (Valstybės skola, 2011).

Tačiau taupymo lėšos 2011 m. sudarė tik 0,1 proc. visos skolos. Iš 2012 m. rezultatų matyti, kad didelę svarbą taupymo lėšų populiarumui turėjo jų prieinamumas – iki tol kol jie buvo platinami tik per Lietuvos pašta, jų populiarumas buvo nedidelis. Tačiau kai juos pradėjo platinti pagrindiniai šalies komerciniai bankai taupymo lėšų pirkimas didėjo kartais, o 2012 m. rugpjūtį taupymo lėšos jau sudarė 0,8 proc. visos skolos. Per tris mėnesius taupymo lėšų pavidalu investuota beveik 300 mln. Lt.

Lietuvoje 2012 m. buvo platinamos taupymo lėšų emisijos, kurių trukmė buvo iki 3 m. Siekiant prailginti vidutinę svertinę taupymo lėšų trukmę reikia išleisti ilgesnio laikotarpio taupymo lėšų emisijas. Pirmoji 3 m. taupymo lėšų emisija pabaigta platinti tik 2012 m. lapkritį 26d. (žr. 4 priedą) su 2,20 proc. metine palūkanų norma, todėl vidutinė trukmė yra nedidelė. Svarbu akcentuoti, kad 2012 m. lapkričio 26 d. pabaigti platinti ir vienerių metų trukmės taupymo lėšos, kurių palūkanų norma buvo 0,60 proc. Šių išplatintų taupymo lėšų vertė buvo 14 mln. Lt mažesnė negu 3 m.

trukmės emisijos (žr. 4 priedą), o tai parodė, kad po ilgos pertraukos išleista 3 m. trukmės taupymo lakštų emisija atitiko investuotojų poreikius, todėl jie noriai investavo į taupymo lakštus ilgesniam laikotarpiui. Lietuvos Vyriausybė atsižvelgdama į savo siekiamybes ilginti vidaus isipareigojimų trukmę ir į sėkmingą 3 m. taupymo lakštų platinimą, taupymo lakštų platinimo tvarkaraštyje jau yra paskelbusi ketinanti platinėti 3 m. taupymo lakštus 2012 m. gruodžio 25 ir 2013 m. sausio 11 d. Ši praktika sėkmingai įgyvendinama kitose šalyse. Pavyzdžiui, Vokietijoje yra leidžiami taupymo lakštai, kurių trukmė yra ir 6 m. ir 7 m. (ICFB, 2012). Lietuva turėtų apsvarstyti galimybę pradėti leisti ilgesnės trukmės nei 3 m. taupymo lakštus.

Šiuo metu finansų įmonės gali dalyvauti VP aukcionuose per NASDAQ OMX<sup>5</sup> ir ten investuoti savo lėšas ilgesniam laikotarpiui. Tačiau tiesiogiai į Lietuvos VP aukcionuose gali investuoti tik 9 finansų įmonės. O likusios turi investuoti antrinėje rinkoje į VP ilgesniam laikotarpiui arba tenkintis taupymo lakštais ir trumpesniu laikotarpiu.

Vieni didžiausių investuotojų į valstybių leidžiamus VP yra investiciniai fondai, bei privatūs pensijų kaupimo fondai. Remiantis LB duomenimis 2012 m. Lietuvoje veikė 9 privačius pensijų kaupimo fondus valdančios bendrovės, kurios valdė 4,7 mlrd. Lt turto (žr. 8 priedą). Privataus pensijų kaupimo rinka yra auganti rinka, nes dabar nėra beveik jokių išmokų, o yra tik reguliarios įmokos į pensijų fondus. Dalyvaujant pensijų kaupimo sistemoje dažniausiai galima rinktis 4 rūšių skirtingų rizikingumų kryptis. Remiantis LB duomenimis populiariausi 2012 m. buvo vidutinės akcijų dalies pensijų fondai (žr. 8 priedą). Čia 2012 m. rugsėjį buvo sukaupta daugiau nei 51 proc. visų pensijų fonduose sukaupėtų lėšų (Lietuvos Bankas, 2010).

Pensijų kaupimo bendrovės investuoja ir į Lietuvos išleistas obligacijas. Investicijų dydis į Lietuvos išleistus VVP priklauso nuo pasirinkto pensijų fondo rizikos lygio. Remiantis Swedbank pateiktomis pensijų kaupimo ataskaitomis konservatyvaus investavimo fondas – „Pensija 1“ 60 proc savo turto yra investavęs į Lietuvos VP. Tačiau neefektyvu yra tai, kad yra investuojama ir į Lietuvos VVP išleistus užsienio rinkose (žr. 8 priedą). Tai reiškia, kad šalyje pensijų fondai yra priversti investuoti per tarpininkus ir taip nukenčia investicijų efektyvumas. Analizuojant kitų kryptių Swedbank pensijų fondų, SEB investicijų valdymo ir Aviva ataskaitas matyti, kad visų kryčių fonduose yra investuojama į Lietuvos vidaus ir užsienio VVP. Iš analizuotų pensijų fondų ataskaitų matyti, kad ilgesnio laikotarpio VVP yra paklausūs, nes Swedbank „Pensija 4“ ir „Pensija 5“ 2011 m. sėkmingai investavo į 8 m. LR vidaus rinkoje platintus VVP. Šie VP atitinkamai sudarė 43 proc į vidaus VVP investuotos sumos (Swedbank pensijų fondų metinė ataskaita, 2011) SEB valdomas „Pensija 1“ fondas sėkmingai investavo 7 m. ir 10 m. į užsienio rinkoje platinamas LR VVP ir tai sudarė atitinkamai 2,85 proc . portfelio ir 0,16 proc . portfelio (SEB ataskaita, 2011). Todėl matyti, kad ilgesnio laikotarpio vidaus VVP būtų paklausūs, nes pensijų fondų valdytojai nuolatos yra

---

<sup>5</sup> Vertybinių popierių birža užsiimanti prekyba įvairiomis finansinėmis priemonėmis, įskaitant skolos vertybinius popierius.

sinteresuoti investuoti lėšas ilgam laikotarpiui. Be to pensijų fondams investuojant tiesiogiai į vidaus VVP padidėtų vidaus skolos dalis, nes dabar pensijų fondai investuoja į Lietuvos užsienio skolos VVP antrinėse rinkose, kadangi jiems neužtenka Lietuvos vidaus VVP pasiūlos. Išanalizavus trijų didžiausių pensijų fondų dalyvių (Swedbank, SEB, AVIVA) pensijų fondų ataskaitas nustatyta, kad į Lietuvos VVP buvo investuota visose kryptyse (žr. 8 priedą). Šių trijų pensijų fondų valdomas turtas sudaro beveik 80 proc. viso pensijų kaupimo sistemoje esančio turto, todėl šių įmonių rezultatai reprezentatyviai parodo bendrą situaciją. Iš analizės nustatyta, kad į vidaus rinkoje išleistus VVP 2011 pabaigoje buvo investuota 426 mln. Lt, o į užsienio rinkoje išleistus Lietuvos VVP buvo investuota 345 mln Lt. Tikėtina, kad beveik visa ši suma būtų investuota į vidaus VVP, jei būtų pakankama jų pasiūla. Jei būtų labiau išvystyta vidaus VVP rinka tai iš pensijų fondų į Lietuvos vidaus VVP būtų investuota bent 300 mln. Lt. daugiau.

Lietuvos vidaus skolos didžiąją dalį sudaro obligacijos išleistos vidaus rinkoje. Jos dažniausiai leidžiamos yra aukciono būdu. VVP aukcionai yra skelbiami per NASDAQ OMX Baltic biržą, kurios dalyviai yra ne tik Pabaltijo šalių bankai bei investicinės bendrovės, bet ir bankai bei investicinės bendrovės iš Švedijos, Suomijos, Danijos ar Islandijos. Kaip tik 2012 m. čia nusistovėjo žemos palūkanų normos, o investicijos į Lietuvos VVP, kurios yra pelningesnės ir pakankamai saugios, gali būti patrauklus variantas. Todėl būtina plėsti vidaus VVP aukcionų dalyvių skaičių. Aukcionų metu pavyksta pasiskolinti norimą sumą bei sėkmingai išlaikyti pasiūlos ir paklausos santykį ties 2, tačiau to nepakanka, kad būtų galima pasikliauti tik skolinimusi vidaus rinkoje ar bent išlaikyti stabilų vidaus ir užsienio skolos santykį. Tikėtina, kad išplėtus dalyvių sąrašą bus galima leisti didesnės apimties VVP išlaikant pasiūlos ir paklausos santykį ties 2 riba ir taip vidutiniu laikotarpiu padidinti vidaus skolos dalį visoje skoloje.

Remiantis LB duomenimis 2012 m. Lietuvoje veikė 8 LB licenciją turintys komerciniai bankai, bei 12 užsienio bankų filialų. Iš bankų tik Medicinos bankas nėra VVP aukcionų dalyvis, tačiau jo dalyvavimas VVP aukcionuose ženkliai nepadidintų VVP paklausos. Iš 12 registruotų filialų tik Danske bankas yra VVP aukciono dalyvis. Iš likusių veikiančių filialų ženkliai pasiūlą galėtų padidinti stiprūs užsienio kapitalo bankai – kaip pavyzdys, Nordea banko filialas. Tai yra didžiausio Švedijos banko, kurio turtas yra vertinamas apie 2500 mlrd. Lt.(Nordea banko finansinė ataskaita, 2011). Jis veikia NASDAQ OMX Nordic biržoje, todėl pradėti veiklą NASDAQ OMX Baltic biržoje nebūtų sunku. Kitas didelis Švedijos bankas, kuris taip pat turi filialą Lietuvoje yra Svenska Handelsbanken. Jo turtas yra vertinamas apie 1000 mlrd. Lt.(Handelsbanken, 2012). Jis taip pat veikia NASDAQ OMX Nordic biržoje. Palyginimui dabar didžiausių Lietuvos bankų SEB ir Swedbank motininių įmonių turtas yra vertinamas atitinkamai beveik 950 mlrd. Lt. bei beveik 750 mlrd. Lt.(Swedbank ir SEB bankų ataskaita, 2011). Todėl Nordea ir Handelsbanken bankai ženkliai galėtų padidinti VP paklausą VVP aukcionų metu. Suomijos kapitalo banko Pohjola turtas vertinamas daugiau nei 130 mlrd. Lt.

(Pohjola banko ataskaita, 2011), o islandų kapitalo banko MP Bank turtas vertinamas daugiau nei 1,2 mlrd. Lt. (MP Bank ataskaita, 2011) Be to, šis bankas specializuojasi investavime į pensijų fondus, bei kitokius investavimo būdus, todėl turėti platesnį instrumentų pasiūlymą jam yra aktualu.

Jei pavyktų pritraukti bent 0,1 proc. šių bankų turto lėšų per VVP aukcionus, tai vidaus rinkoje išleistų VVP skaičius galėtų padidėti apie 3,5 mlrd. Lt. Padidėjęs VVP aukcionų dalyvių skaičius lemtų skaidresnę konkurenciją.

Pritraukus papildomai 1 mlrd. Lt. iš gyventojų, 0,3 mlrd. Lt. iš pensijų fondų bei 3.5 mlrd. Lt. iš naujų VVP aukciono dalyvių būtų galima vidaus rinkoje pasiskolinti apie 5 mlrd. Lt. daugiau. Jei darytume prielaidą, kad ši suma būtų buvusi 2011 m., tai 2011 m. Lietuvos skola užsieniui galėjo būti 5 mlrd. Lt. mažesnė, o vidaus 5 mlrd. Lt. didesnė. Vadinasi Lietuvoje vidaus skola 2011 m. galėjo sudaryti ne 26 proc. visos skolos kaip dabar yra, o sudaryti 12 p.p. daugiau – 38 proc. visos skolos.

2011 m. Lietuvoje vidaus skolos dalis visoje skoloje buvo viena mažiausių ES. Pagal gyventojų ir nefinansinių įmonių paskolintų lėšų dalį visoje skoloje bei pagal vietos rinkoje išleistų VVP dalį visoje skoloje Lietuva buvo atitinkamai 4 ir 7 nuo galo tarp tirtų valstybių. Vidaus skolos finansinė Macaulay trukmė buvo mažesnė nei reikalauja valstybės nustatytas 1,9 m. tikslas, faktas - 1,7 m.

Siekiant didinti gyventojų rinkos dalį visoje skoloje reiktų populiarinti investavimą į taupymo lėšas. Iš padarytos analizės galima daryti išvadą, kad iš gyventojų galima papildomai pritraukti apie 1 mlrd. Lt. Norint prailginti vidaus skolos trukmę reiktų leisti ilgesnio laikotarpio taupymo lėšas ar VVP. Vien iš Lietuvoje veikiančių pensijų kaupimo fondų galima papildomai pritraukti apie 0,3 mlrd. Lt. lėšų. Be to, ši rinka yra auganti, todėl ateityje ši suma reguliariai didėtų.

Norint padidinti vidaus VVP aukcionų rinką reiktų pritraukti daugiau investuotojų. Šiuo metu Lietuvoje veikia 8 bankai ir 12 bankų filialų. Tik 8 iš jų buvo VVP aukcionų dalyviai. Lietuvoje veikia stiprūs Švedijos kapitalo bankai - Nordea, Handelsbanken. Šių bankų valdomas turtas yra apie 3500 mlrd. Lt. ir iš jų pritraukus 0.1 proc. jų valdomo turto į VVP susidarytų apie 3.5 mlrd. Lt. suma.

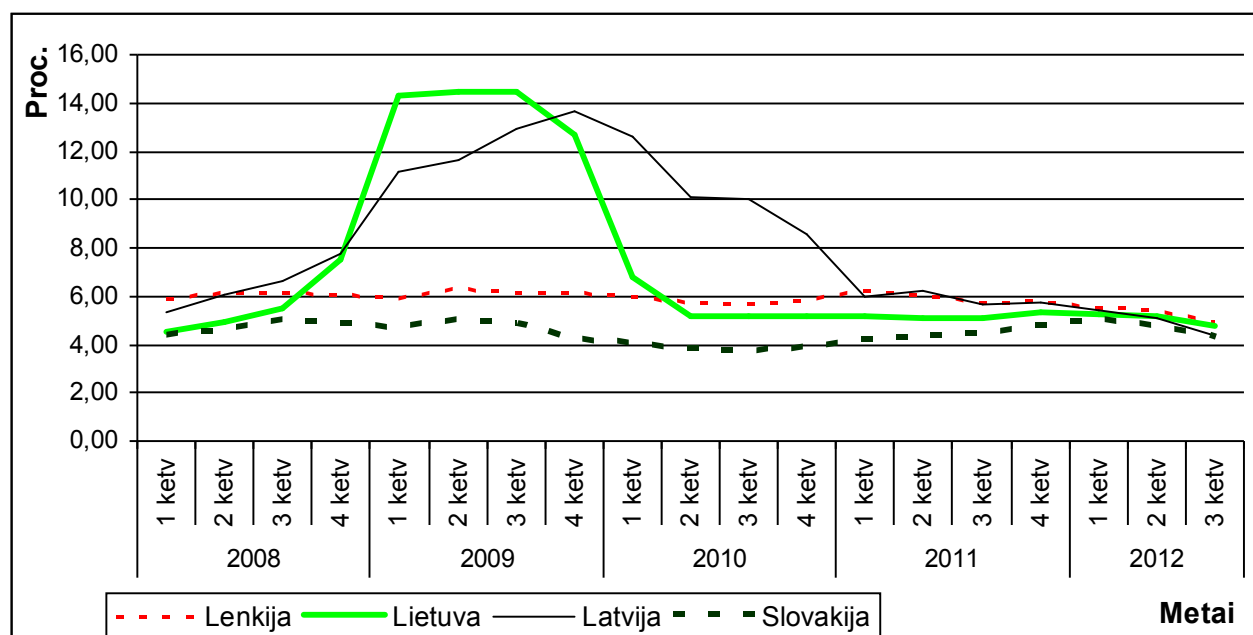
Įgyvendinus visas šias priemones vidaus rinkoje būtų galima pasiskolinti apie 4,8 mlrd. Lt. tai vidaus skolos dalį galėtų padidinti apie 12 p.p. ir ji būtų jau ne 26 proc., kaip buvo 2011 m. bet 38 proc. visos skolos.

### **3.3. Užsienio skolos aptarnavimo sąnaudų optimizavimas, alternatyvūs skolinimosi būdai**

Atėjus ekonominiam nuosmukiui Lietuvoje nuspręsta augantį biudžeto deficitą finansuoti užsienio rinkose skolintomis lėšomis. Skolinamasi užsienio rinkose buvo, nes vidaus rinkoje tuo metu beveik nefunkcionavo vidaus VVP rinka ir ji nebuvo pajėgi paskolinti reikiamos sumos už priimtinas palūkanas.

Laikotarpį nuo ekonominio nuosmukio pradžios galima skirti į dvi dalis: 2009 m. ir 2010 m. pradžia. Tuo metu Lietuvoje buvo didžiulis ekonomikos nuosmukis ir ilgalaikių VVP pelningumas antrinėje rinkoje buvo vienas didžiausių ES ir kurį laiką net viršijo 14 proc. (žr. 21 pav.) Be to, Lietuvos ilgalaikių paskolų palūkanų norma antrinėje rinkoje svyravo apie 5 proc. ir Lietuva galėjo skolintis panašiomis sąlygomis kaip ir kitos ES šalys. Pirmu laikotarpiu investuotojai būtų investavę į Lietuvos VVP tik su didele rizikos premija. Tai atsispindėjo ir tuo metu leistose VVP emisijose ir kredito reitinguose, kuriuos visos trys reitingavimo agentūros pakeitė iš A į B (žr. 1 lentelę). 2009 m. pradžioje ir viduryje buvo išleistos dvi eurai denominuotos obligacijų emisijos, kurių kupono norma buvo daugiau nei 9 proc. (žr. 3 priedą).

Siekiant išleisti VVP su mažesne kupono norma 2009 m. pab. buvo išleisti 5 m. trukmės VVP denominuoti JAV doleriais, kurių vidutinis pajamingumas išleidimo momentu buvo 6,812 proc., o kupono norma – 6,75 proc.



Šaltinis: sudaryta pagal Eurostat duomenis

21 pav. Maastrichto kriterijaus ilgalaikių palūkanų normų raida 2008-2012 m.

2010 m. vasario mėnesį Lietuva išleido dar vieną JAV doleriais denominuotą 10 m. trukmės obligacijų emisiją su vidutiniu 7,625 proc. pajamingumu bei 7,375 proc. kupono norma (žr. 3 priedas). Vertinant iš dabartinės perspektyvos galima teigti, kad obligacijų emisija buvo išleista šiek tiek per anksti – jau kitą ketvirtį ženkliai mažėjo Lietuvos ilgalaikių obligacijų pelningumas antrinėje rinkoje. 2009 m. bei 2010 m. pradžioje iš ES šalių tik Latvijos ilgalaikė palūkanų norma buvo panašiam lygyje, bet ji iš tarptautinių rinkų nesiskolino (žr. 9 priedą). Latvija paskutinį kartą buvo išleidusi VVP 2008 m. 1 ketvirtį, kai jos ilgalaikių VVP pelningumas antrinėje rinkoje siekė tik 5,36 proc. Tuo metu 10 m. trukmės VVP denominuoti eurai buvo išleisti su 5,7 proc. vidutiniu pajamingumu ir 5,5 proc.

kupono norma. 2008 m. pabaigoje Latvija pasinaudojo TVF ir EK lengvatine paskola už ženkliai mažesnes palūkanas. Iš Latvijos už skolą sumokėtų palūkanų ir visos skolos santykio (žr. 18 pav.) galima teigti, kad šios lengvatinės paskolos galėjo būti suteiktos su 3 proc. palūkanomis. Tuo tarpu Lietuvos skolinimasi tarptautinėse rinkose galima įvardinti kaip pakankamai sėkmingą, atsižvelgiant į tuo metu vyravusias nuotaikas. Kaip gerą sprendimą galima įvardinti skolinimasi nauja valiuta – JAV doleriais. Tai leido sumažinti naujai leidžiamų emisijų kupono normą ir tuo pačiu skolos aptarnavimo sąnaudas.

Nuo 2010 m. pradžios stabiliai gerėjo Lietuvos ekonominė situacija, kartu gerėjo ir užsienio investuotojų vertinimas. Dėl šios priežasties ilgalaikių palūkanų norma antrinėje rinkoje pradėjo pastebimai mažėti. Tai lėmė, kad naujai leidžiamas obligacijų emisijas pavyko išplatinti su mažesne kupono norma.

2010 m. trečią ketvirtį Lietuvos VVP ilgalaikė palūkanų norma antrinėje rinkoje buvo 5,15 proc. Ir tai lėmė, kad 2010 m. rugsėjį išleista nauja 7 m. trukmės obligacijų emisija denominuota JAV doleriais buvo jau tik su 5,249 proc. pajamingumu ir 5,125 proc. kupono norma. Taip pat 2010 m. rugsėjį kaimyninėje Lenkijoje buvo išleista 10 m. trukmės 2 mlrd. eurų vertės eurais denominuotų VVP emisiją, kurių pajamingumas buvo 4,016 proc., o kupono norma buvo tik 4 proc., nors tuo metu Lenkijos ilgalaikių obligacijų palūkanų normų pajamingumas antrinėje rinkoje buvo 0,5 p.p. didesnis nei Lietuvos.

Pagrindinė priežastis, kodėl investuotojai skolino Lenkijai pigiau nei antrinėje rinkoje galėjo būti tai, kad Lenkija tuo metu turėjo alternatyvaus skolinimosi galimybę – lanksčią TVF kredito liniją (toliau - FCL). Šis produktas kaip tik buvo sukurtas norint padėti stiprių ekonomikų šalims susidūrus su laikiniais sunkumais susijusiais su pasauliniu ekonominiu nuosmukiu. Pagrindiniai lanksčios kredito linijos pranašumai yra tai, kad metus laiko yra užsitikrinamas finansavimas su galimybe panaudotas lėšas gražinti per reikiamą laikotarpį, kuris gali būti iki 5 m. Tai yra savotiškas draudimas nuo aukštų palūkanų normų išleidžiant naujas VVP emisijas. Investuotojai žino, kad jei siūlomas pajamingumas netenkins valstybės, tai ji turi alternatyvą skolintis iš FCL (TVF, 2009). Lenkija dar nėra paėmusi lėšų iš FCL, tačiau jau tris kartus pratęsė jos galiojimą. Kaip pagrindinę priežastį Lenkijos Finansų ministras Jacek Rostowski nurodė, kad tai yra apsidraudimo priemonė. Remiantis Finansų ministro Jacek Rostowski pateikta informacija FCL sutartis Lenkijai 2010 m. kainavo apie 60 mln. JAV dolerių, tai yra 0,3 proc. sumos, kuria galėjo pasinaudoti visus metus (Traders, 2010). Už šią sumą Lenkija turėjo galimybę metus laiko pasinaudoti lėšomis iki 20 mlrd. JAV dolerių. Lenkijai ši investicija buvo efektyvi. 2010 m. rugsėjį Lietuvos ir Lenkijos išleistų emisijų pajamingumas skyrėsi daugiau nei 1 p.p. Tikėtina, kad jei Lenkija būtų neturėjusi šios kredito linijos, tai pajamingumas būtų buvęs panašus, kaip ir Lietuvos. Lenkija išleisdama 10 m. 2 mlrd. eurų vertės obligacijas su 1 p.p. mažesne kupono norma per metus sutaupė 26 mln. JAV dolerių, o per 10 metų sutaupys apie 260 mln.

JAV dolerių.

2011 m. Lietuva per du kartus išleido dar vieną 1,5 mlrd. JAV dolerių vertės obligacijų emisiją denominuotą JAV doleriais su 6,125 kupono norma. 2011 m. kovą pusė obligacijų emisijos buvo išplatinta su vidutiniu 6,375 proc. pajamingumu, o likusi emisijos dalis išplatinta spalio mėnesį su vidutiniu 5,947 proc. pajamingumu (žr. 3 priedą). 2011 m. birželį į tarptautines finansų rinkas po daugiau nei 3 m. pertraukos grįžo Latvija. Ji išleido 5 m. trukmės JAV doleriais denominuotus VVP, kurių pajamingumas pirkimo dieną buvo apie 5,491 proc., o kupono norma 5,25 proc. 2011 m. (žr. 9 priedą). Lietuvos ilgalaikių paskolų palūkanų normos antrinėje rinkoje buvo mažesnės nei Latvijos, tačiau Lietuva skolinosi apie 0,5 p.p. brangiau nei Latvija tam pačiam terminui ta pačia valiuta. Tuo metu Latvijos ilgalaikių paskolos užsienio valiuta reitingas buvo BBB neigiamas, o Lietuvos BBB. Tačiau 2011 m. Latvijos valstybės biudžetas buvo labiau subalansuotas nei Lietuvos ir tai lėmė mažesnes palūkanų normas. 2011 m. Latvijos biudžeto deficito ir BVP santykis buvo 3,4 proc. o Lietuvos – 5,5 proc. (žr. 16 pav.). Būsimi investuotojai tai įvertino, kas ir lėmė mažesnes palūkanų normas. Todėl galima teigti, kad Latvijos pasinaudojimas lengvatinėmis paskolomis ir TVF bei EK pagalba, žiūrint iš skolos valdymo perspektyvos, jai išėjo į naudą. Šalį ištikus ekonominiam nuosmukiui pavyko pasiskolinti mažomis palūkanomis, o per tą laiką, kol galėjo naudotis pigesniais pinigais, pavyko ženkliai sumažinti valstybės biudžeto deficitą ir stabilizuoti ekonominę šalies situaciją. Lietuva pasirinkusi savarankišką skolinimąsi tarptautinėse rinkose mažiau konsolidavo savo biudžeto deficitą, bei skolinosi ženkliai didesnėmis palūkanomis. Dėl šių priežasčių Latvijos ateitis atrodo geresnė.

2012 m. vasarį Lietuva dar kartą skolinosi JAV doleriais, tačiau 2012 m. balandį vėl pasiskolino eurai. 2012 m. balandį Lietuva papildė eurai denominuotą VVP emisiją su 4,85 proc. kupono norma ir 4,216 proc. vidutiniu pajamingumu (žr. 3 priedą). Latvija panašią emisiją tik denominuotą JAV doleriais išleido vasario mėnesį su 5,25 proc. kupono norma ir vidutiniu 5,375 proc. pajamingumu (žr. 8 priedą). 2012 m. rugsėjį Lietuva pirmą kartą pasiskolino Šveicarijos frankais. Už 5,5 m. trukmės VVP emisiją Lietuva turės mokėti 2 proc. kupono normą kasmet, taip pat rugsėjį buvo išleistos eurai denominuotos obligacijų emisijos – 10 m. trukmės laikotarpio obligacijų palūkanų norma sudarys 4,03 proc., o 6 m. laikotarpio obligacijų palūkanų norma sudarys 3,4 proc. (žr. 3 priedą). Taigi, skolinantis Šveicarijos frankais kupono norma buvo 1,4 p.p. mažesnė nei skolinantis eurai. Kita išvada, kad situacija rinkose keičiasi ir jei 2010 m. pigiau buvo skolintis JAV doleriais, tai 2012 m. pigiau jau buvo skolintis eurai, todėl nuolatos būtina stebėti situaciją išorės rinkose, kad būtų galima efektyviai skolintis ir taip optimizuoti su valstybės skolos valdymu susijusias sąnaudas.

Slovakija, kurios ilgalaikių obligacijų palūkanų norma antrinėje rinkoje buvo panašiam lygįje kaip ir Lietuvos, 2012 m. tarptautinėse rinkose irgi skolinosi skirtingomis valiutomis. 2012 m. kovo gale buvo išleistos VVP emisijos denominuotos Šveicarijos frankais (žr. 3 priedą), kurių trukmė buvo

6 ir 10 m. 10 m. trukmės emisija buvo išleista su 2,75 proc. kupono norma, o platinimo metu vidutinis pajamingumas siekė 2,798 proc. Po mėnesio Slovakija išleido 10 m. trukmės eurai denominuotą obligacijų emisiją su 4,375 proc. kupono norma (žr. 9 priedą). Slovakijos skirtingomis valiutomis išleistų VVP kuponų normų skirtumas buvo didesnis nei 1,5 p.p. Tiesa, tiek Lietuva, tiek Slovakija išleido santykinai nedideles obligacijų emisijas atitinkamai iki 500 milijonų ir 300 milijonų Lt., todėl yra tikimybė, kad norint išleisti didesnės apimties emisiją gali reikėti pasiūlyti didesnę kupono normą. Lenkija skolindamasi užsienio rinkose žengė dar toliau – 2012 m. Lenkija pradėjo leisti VVP denominuotus Japonijos jėnomis. 2012 m. gegužę buvo išleista 25 mlrd. Japonijos jėnų (0,8 mlrd. Lt.) vertės 5 m. trukmės jėnomis denominuotą obligacijų emisija su 1,49 proc. kupono norma, kurios vidutinis pajamingumas išleidimo momentu buvo 1,49 proc. Tikėtina, kad ši emisija laikoma išleista sėkmingai, nes Lenkija 2012 m. lapkritį vėl išleido naujas obligacijų emisijas denominuotas Japonijos jėnomis:– 5 m. ir 15 m. su kupono normomis atitinkamai 1,05 proc. ir 2,5 proc. 2012 m. Lenkija išleido obligacijų emisijas denominuotas JAV doleriais, eurai, tačiau jų kupono normos buvo didesnės (žr. 9 priedą).

Lietuvos ir kitų ES šalių pavyzdžiai rodo, kad tuo pačiu metu tokiam pačiam laikotarpiui tik skirtinga valiuta denominuotų VVP pajamingumas ir kupono norma gali ženkliai skirtis. Kupono normos dydis priklauso nuo valiutos, kuria išleista valstybės skola. Investuotojai skolindami vertina ne tik valstybės riziką, bet ir valiutos, kuria skolina riziką. 2012 m. dėl ES ištikusios skolos krizės, bei dėl neužtikrintumo JAV ekonomikos ateitimi šių regionų valiutos tapo ne tokios patrauklios. Investuotojai, norėdami diversifikuoti savo turimus finansinių priemonių portfelius, didina aktyvų dalį saugiomis valiutomis. Šiuo metu saugiomis valiutomis yra laikomos Šveicarijos frankai, Japonijos jėnos bei Švedijos kronos. Investuotojai investuodami į šiomis valiutomis denominuotus VVP pasirenkę tikėtis mažesnio pajamingumo, tačiau didesnio saugumo. Todėl Lietuvai verta bandyti ir toliau skolintis šiose rinkose.

Siekiant efektyviai skolintis užsienio rinkose reikia jas nuolat analizuoti, nes situacija užsienio rinkose keičiasi ženkliai greičiau nei vidaus rinkoje, be to, ją sunkiau prognozuoti, nes ne visi duomenys yra prieinami. Todėl rinkos, iš kurių buvo pigu skolintis prieš metus, dabar gali būti nebe tokios patrauklios ir gali būti atsiradusios kitos pigesnės alternatyvos.

Iš lyginamosios skolinimosi analizės matyti, kad skolinimasis iš TVF neturėjo neigiamų pasekmių tolimesniam Latvijos skolinimuisi. Investuotojai įvertino subalansuotą Latvijos valstybės finansų būklę ir tarptautinėse rinkose jiems pavyko pasiskolinti pigiau nei Lietuvai. Galima daryti išvadą, kad investuotojai mąsto racionaliai ir vertina tas valstybes, kurios mąsto taip pat racionaliai. Todėl skolinimąsi lengvatinėmis sąlygomis būtina visada apsvarstyti.

Nenorint prarasti sprendimo laisvės priimti sprendimus savarankiškai galima pasinaudoti



lanksčia kredito linija (FCL). Iš lyginamosios analizės matyti, kad ši priemonė veikia kaip draudimo priemonė nuo per didelių palūkanų normų. Nėra būtinybės ja naudotis - investuotojai įvertinę kad yra atsarginis skolinimosi variantas pasitenkina mažesniu pajamingumu. Tačiau reiktų įvertinti ir tą faktą, kad už FCL sutartį reikia mokėti - Lenkijai 2010 m. FCL kainavo 0,3 proc. kredito linijos sumos.

Iš lyginamosios analizės matyti, kad šiuo metu paskolos eurais ar doleriais yra santykinai brangesnės nei tokiais valiutomis kaip Šveicarijos frankais ar Japonijos jenomis. Lietuvos skolinimasis Šveicarijos frankais šį faktą tik patvirtina. Verta detaliau išsianalizuoti galimybes leisti emisijas šiomis valiutomis.

## IŠVADOS IR SIŪLYMAI

Iš magistriniame darbe atliktos valstybės skolos valdymo analizės patvirtinama hipotezė, kad subalansuotas ir racionalus skolos valdymas mažina skolos aptarnavimo sąnaudas. Gauti rezultatai parodė, kad nėra pilnai išnaudotos skolinimosi vidaus rinkoje galimybės, kurias išnaudojus būtų papildomai skatinama šalies ekonomika ir būtų sumažinta refinansavimo rizika. Iš atliktos skolinimosi užsienio rinkose lyginamosios analizės nustatyta, kad norint sumažinti skolos aptarnavimo sąnaudas, būtina diversifikuoti skolinimosi šaltinius.

Iš gautų darbo rezultatų, formuluojamos išvados ir siūlymai:

1. Išnagrinėjus mokslininkų, ekonomistų nuomones apie valstybės skolos svarbą, galima teigti, kad vieningos nuomonės dėl valstybės skolos svarbos ir skolos naštos nėra. Tačiau didžioji dauguma mokslininkų pasisako prieš skolos naštos perkėlimą ateities kartoms. Pasak mokslininkų, svarbiausia investuoti į pelningus investicinius projektus tada, kai valstybės skolos dydis yra negrėsmingas ekonomikos stabilumui, iš kurių ateityje duodamų pajamų bus dengiamos valstybės skolos aptarnavimo išlaidos.
2. Pagrindinis rodiklis nurodantis valstybės skolos būklę yra valstybės skolos santykis su BVP. Norint turėti tvarią ekonomikos situaciją, valstybės biudžetas turi būti subalansuotas arba bent deficitas turi būti mažesnis nei auga visa ekonomika. Priešingu atveju, valstybės skolos, su ja susijusių išlaidų augimas sulėtina ekonomikos augimą. Galimą prisiimti skolos našta įtakoja už skolą mokamos palūkanos: jei jos yra santykinai žemame lygyje, galima prisiimti didesnę skolinimosi našta.
3. TVF, EK ir PB pažymi, kad valstybės skolos valdyme yra svarbi ekonominė, politinė šalies situacija. Taip pat pabrėžiama, kad nepaprastai svarbi yra finansinė aplinka – nuolatos turi būti vystoma tiek pirminė, tiek antrinė VP prekybos rinkos, kad galėtų tinkamai funkcionuoti naujų VP platinimas ir prekiavimas jau išplatintais VP.
4. Didžiausias valstybės skolos didėjimas fiksuotas prasidėjus finansiniam nuosmukiui. Nuo 2008 m. pab. iki 2011 m. pab. valstybės skola padidėjo daugiau nei dvigubai nuo 15,6 proc. BVP iki 37,9 proc. BVP, o užsienio skolos dalis sudarė 2011 m. pab. 74 proc. visos skolos. Dominuojanti užsienio skolos dalis visoje valstybės skoloje daugumos mokslininkų vertinama neigiamai. Tuo pačiu išaugo ir užsienio kreditoriams atitenkanti skolos aptarnavimo išlaidų dalis. Lietuvos teisės aktuose numatyta, kad pagrindiniai uždaviniai 2011-2014 m. laikotarpiui yra su valdymu susijusių rizikų mažinimas bei vidaus skolos rinkos formavimas ir vystymas.
5. Išanalizavus santykinį skolos vertinimo rodiklių tinkamumo režius siūloma Macaulay finansinės trukmės ribas sumažinti nuo 2,5-5 m. iki 3,5-5 m. Svertinę vidutinę likutinę skolos trukmę padidinti vienais metais iki 5 m., o trumpalaikės skolos dalį visoje skoloje atitinkamai sumažinti nuo 25 proc. iki

20 proc. ribos.

6. Lietuva dėl skolinimosi tarptautinėse rinkose 2011 m. skolos aptarnavimui išleido apie 0,5 mlrd. Lt. daugiau lėšų nei būtų išleidusi skolindamasi su lengvatinėmis palūkanomis. Latvija mainais į lengvatinę paskolą turėjo atlikti griežtesnį biudžeto subalansavimą ir tai lėmė, kad Latvijos BVP augo lėčiau nei Lietuvos.

7. 2011 m. Lietuvoje vidaus skolos dalis visoje skoloje buvo viena mažiausių ES. Pagal gyventojų ir nefinansinių įmonių paskolintų lėšų dalį bei pagal vietos rinkoje išleistų VVP dalį visoje skoloje, Lietuva buvo atitinkamai 4 ir 7 nuo galo tarp tirtų valstybių. Vidaus skolos finansinė Macaulay trukmė buvo mažesnė nei reikalauja valstybės nustatyti tikslai. Siekiant prailginti vidaus skolos trukmę reikia leisti ilgesnio laikotarpio taupymo lėšas ar VVP. Vien iš pensijų kaupimo fondų galima pritraukti apie 0,3 mlrd. Lt. Be to ši rinka yra nuolatos auganti, todėl ši suma ateityje didėtų.

8. Siekiant didinti gyventojų rinkos dalį visoje skoloje reikia populiarinti investavimą į taupymo lėšas. Iš padarytos analizės galima daryti išvadą, kad iš gyventojų galima papildomai pritraukti apie 1 mlrd. Lt. Norint padidinti vidaus VVP aukcionų rinką reiktų pritraukti daugiau investuotojų. Lietuvoje veikia stiprūs Švedijos kapitalo bankai Nordea, Handelsbanken, kurie nedalyvauja VVP aukcionuose. Pritraukus 0.1 proc. šių bankų valdomo turto į VVP rinką susidarytų apie 3.5 mlrd. Lt. suma.

9. Įgyvendinus vidaus rinkos didinimo priemones vidaus rinkoje būtų galima pasiskolinti apie 4,8 mlrd. Lt. daugiau lėšų. Tai vidaus skolos dalį galėtų padidinti apie 12 p.p. ir ji būtų jau ne 26 proc., kaip buvo 2011 m. bet 38 proc. visos skolos.

10. Iš lyginamosios skolinimosi analizės matyti, kad skolinimasis iš TVF neturėjo neigiamų pasekmių tolimesniam Latvijos skolinimuisi. Investuotojai įvertino subalansuotą Latvijos valstybės finansų būklę ir tarptautinėse rinkose jiems pavyko pasiskolinti pigiau nei Lietuvai. Todėl skolinimąsi lengvatinėmis sąlygomis, bet su papildomais reikalavimais būtina apsvarstyti.

11. Nenorint prarasti sprendimo laisvės priimti sprendimus savarankiškai galima pasinaudoti TVF lanksčia kredito linija. Iš lyginamosios analizės matyti, kad ši priemonė veikia kaip draudimo priemonė nuo per didelių palūkanų normų. Nėra būtinybės ja naudotis, nes investuotojai įvertinę faktą, kad yra atsarginis skolinimosi variantas, pasitenkina mažesniu pajamingumu.

12. Lyginamoji analizė parodė, kad šiuo metu paskolos eurais ar doleriais yra santykinai brangesnės nei Šveicarijos frankais ar Japonijos jenomis. Todėl verta detaliau išsianalizuoti galimybes dažniau leisti emisijas šiomis bei kitomis patikimomis valiutomis ir kitais būdais diversifikuoti skolos portfelį. Siekiant efektyviai skolintis užsienio rinkose būtina jas nuolat analizuoti, nes situacija užsienio rinkos yra labai dinamiška – rinkos iš kurių buvo pigu skolintis prieš metus, dabar gali būti nebe tokios patrauklios ir gali būti atsiradusios kitos pigesnės alternatyvos.

## LITERATŪRA

1. Adam S., Bevan D. Fiscal deficits and growth in developing countries // Journal of Public Economics, 2005. p. 571-597. <http://economics.ouls.ox.ac.uk/12116/1/paper120.pdf> [žiūrėta 2011-12-15]
2. Alexopoulou I, Bunda I, Ferrando A. Determinants of government bond spreads in new EU countries // ECB Working Paper, 2009. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1093.pdf> [žiūrėta 2011 12 05]
3. Arvai Z, Heenan G. A. Framework of developing secondary markets for government securities // IMF Working Paper, 2008, no. Wp/08/174. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08174.pdf> [žiūrėta 2012 10 25]
4. Bangura, S. et al. External debt management in low-income countries, 2000, Working paper. IMF. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00196.pdf> [žiūrėta 2011 12 21]
5. Barro R. Are government bonds net wealth? // Journal of political economy 82(6), 1974. [http://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3451399/Barro\\_AreGovernment.pdf?sequence=4](http://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3451399/Barro_AreGovernment.pdf?sequence=4) [žiūrėta 2012 02 10]
6. Budrytė A., Tursa L. Valstybės skolos raida, rizika ir priimtimumo lygis // Pinigų studijos, 2002, Nr. 4, p. 37-62.
7. Buškevičiūtė E. Viešieji finansai, - Kaunas: Technologija, 2006. – 441 p.
8. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff. Growth in a time of debt // American Economic Review, American Economic Association, vol. 100(2), p. 73-78.
9. Checherita C., Rother P. The Impact of high and growing government debt on economic Growth // European central bank, 2010, no. 1237. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1237.pdf> [žiūrėta 2011-10-25]
10. Codogno, L, Favero, C, Missale A. Yield spreads on EMU government bonds // Economic Policy, 2003, p. 505–532.
11. Cohen, D. Low Investment and Large LDC Debt in the 1980s // American Economic Review, 1993, no. 83 (3), p. 437–490.
12. Čiburienė J, Povilaitis M. Valstybės skolos poveikis ekonomikai // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai,- Kaunas: Vytauto Didžiojo Universitetas 2005, Nr. 33. p. 23-36.
13. Europos Komisija. Metinė augimo apžvalga. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2\\_lt\\_annexe\\_part1.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2_lt_annexe_part1.pdf) [žiūrėta 2012 06 18]
14. Eurostat duomenų bazė. Valdžios sektoriaus skola, nefinanciniai ir finansiniai investuotojai, nerezidentai. [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_dd\\_ggd&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_dd_ggd&lang=en)

- duomenų bazę [žiūrėta 2012 11 01]
15. Eurostato duomenų bazė. Požymiai: Lietuvos ir Latvijos eksportas, importas, užsienio skola, BVP, biudžeto pajamos, išlaidos, valstybės skola, ilgalaikės palūkanų normos 2002-2011.
  16. Finansų Ministerija. 2009-2012 m. vyriausybės taupymo lakštų platinimo rezultatai. [http://www.finmin.lt/web/finmin/vyriausybes\\_vertybiniai\\_popieriai/tl\\_rez](http://www.finmin.lt/web/finmin/vyriausybes_vertybiniai_popieriai/tl_rez) [žiūrėta 2012 12 05]
  17. Finansų Ministerija. Leidinys „Valstybės skola“ 2001-2011 m. <http://www.finmin.lt/web/finmin/leidiniai/skola> [žiūrėta 2012 09 21]
  18. Finansų Ministerija. Lietuvos konvergencijos 2012 m. programa. [http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/vykdoma\\_politika/Konvergencijos\\_programa\\_2012.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/vykdoma_politika/Konvergencijos_programa_2012.pdf) [žiūrėta 2012 08 05]
  19. Finansų Ministerija. Pranešimai žiniasklaidai. ES projektų bendrajam finansavimui – paskutinė EIB paskolos dalis, 2012 [http://www.finmin.lt/web/finmin/pranesimai\\_spaudai?erp\\_item=naujiena\\_001774](http://www.finmin.lt/web/finmin/pranesimai_spaudai?erp_item=naujiena_001774) [žiūrėta 2012 08 21]
  20. Finansų Ministerija. Pranešimai žiniasklaidai. Per bankus taupymo lakštų išplatinta už beveik 70 mln. litų, 2012 [http://www.finmin.lt/web/finmin/pranesimai\\_spaudai?erp\\_item=naujiena\\_001816](http://www.finmin.lt/web/finmin/pranesimai_spaudai?erp_item=naujiena_001816) [žiūrėta 2012 08 30]
  21. Finansų Ministerijos pažyma „Papildomos priemonės ūkio stabilumui užtikrinti“, 2006. <http://www.tspanevzys.lt/files/dokumentai2009/pazyma1.pdf> [žiūrėta 2012-04-27]
  22. Finansų Ministerijos pranešimas spaudai. ES projektų bendrajam finansavimui – paskutinė EIB paskolos dalis 2012 03 29 [http://www.finmin.lt/web/finmin/pranesimai\\_spaudai?erp\\_item=naujiena\\_001774](http://www.finmin.lt/web/finmin/pranesimai_spaudai?erp_item=naujiena_001774) [žiūrėta 2012 04 25]
  23. Greinei A., Fincke B. Public debt and economics growth //Springer, 2009. <http://www.springer.com/economics/macroeconomics/book/978-3-642-01744-5> [žiūrėta 2012 02 03]
  24. Guidelines for public debt management // Ministry of the Economy and Finance Department of Treasury Directorate, 2011. [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_en/debito\\_publico/presentazioni\\_studi\\_relazioni/Guidelines\\_for\\_Public\\_Debt\\_Management\\_2011.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_publico/presentazioni_studi_relazioni/Guidelines_for_Public_Debt_Management_2011.pdf) [žiūrėta 2012 03 17]
  25. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document, Country Case Study, International Monetary Fund, World Bank, 2002. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdm/eng/guide/pdf/080403.pdf> [žiūrėta 2012-02-10]
  26. Hauner D., J. Jonas and S. Kumar, (2007), Policy credibility and sovereign credit: The Case of

- the New EU Member States, IMF
27. Hull, John C. (1993), Options, futures, and other derivative securities, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-hall, Inc., p. 99–101.
  28. ICFB. German federal savings bonds as well as other savings bonds are secure investment instruments. <http://www.icfb.de/en/investment/fixed-income-bond/schatzbriefe-long-term-savings-bonds.html>. [žiūrėta 2012 11 11]
  29. IMF. Executive Board Approves New Two-Year US\$30 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Poland. No. 11/15 January, 2011 <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr1115.htm>. [žiūrėta 2012 10 25]
  30. Irons J. Bivens J. Government debt and economic growth // Briefing paper, Economic Policy Institute, 2010. <http://www.epi.org/publication/bp271> [žiūrėta 2011 11 16]
  31. Jadvyga Čiburienė. Lietuvos ekonomikos augimo veiksniai eurointegracijos sąlygomis // habilitacijos procedūrai teikiamų mokslo darbų apžvalga, socialiniai mokslai, ekonomika, - Kaunas: Kauno Technologijos universitetas, 2005. <http://internet.ktu.lt/habilitacija/ciburienne/jadvyga%20ciburienne%20apzvalga.pdf>. [žiūrėta 2011 12 13]
  32. Jakeliūnas S., Nausėda G. Lietuva šiandien gali pasigirti pakankamai padoriu valstybės skolos ir BVP santykiu. <http://ekonomika.atn.lt/straipsnis/109358/gnauseda-lietuva-siandien-gali-pasigirti-pakankamai-padoriu-valstybes-skolos-ir-bvp-santykiu> [žiūrėta 2012 06 25]
  33. Janužytė R. Pasaulio šalys su siaubu laukia kovo – skolų grąžinimo mėnesio // Veidas, 2012, sausio 9 d., Nr. 02, p. 36-37.
  34. Karazijienė Ž. Sabonienė A. 2009. Valstybės skolos struktūra ir valstybės skolinimosi įtaka Lietuvos ekonomikai, Ekonomika ir vadyba. Kaunas: technologija, 2009, Nr. 14, p. 271-279.
  35. Karazijienė Ž. Valstybės skolos dydžio prognozavimo galimybės, Ekonomika ir vadyba – Kaunas: Kauno Technologijos universitetas, 2011, Nr. 16, p. 527-533. ISSN 1882-6515. <http://www.ktu.lt/lt/mokslas/zurnalai/ekovad/16/1822-6515-2011-0527.pdf>. [žiūrėta 2011 09 10]
  36. Karazijienė Ž. Valstybinio sektoriaus skolinimosi poreikio interpretavimas ir nustatymas Lietuvoje // ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos, Kaunas: technologija, 2008, Nr. 4 (13) p. 188-196. - ISSN 1648-9098. - URL: <http://su.lt/filemanager/download/6352/Karazijiene.pdf> [žiūrėta 2012 02 01]
  37. Kuodis R. Antroji krizės banga – išsivysčiusiems šalims grėsia bankrotai, 2010. [http://neris.mii.lt/~ekonomika/Econlib/rk\\_antroji\\_krizes\\_banga.pdf](http://neris.mii.lt/~ekonomika/Econlib/rk_antroji_krizes_banga.pdf) [žiūrėta 2012 08 12]
  38. Kuodis R. Graikija – tik ledkalnio viršūnė daugeliui išsivysčiusių valstybių gresia bankrotai // Valstybė, 2011-05-03, Nr. 5(37), p. 60-53.
  39. Kuodis R. Kaip spręsti Europos skolų/bankų krizę: kuklus pasiūlymas, 2011.

- [http://neris.mii.lt/~ekonomika/Econlib/rk\\_daugyb\\_pus.pdf](http://neris.mii.lt/~ekonomika/Econlib/rk_daugyb_pus.pdf) [žiūrėta 2012 07 23]
40. Lenkija norėtų pratęsti TVF kredito linijos galiojimą <http://www.traders.lt/page.php?id=9720> [žiūrėta 2012-11-02]
  41. Levišauskaitė K., Ruškys G. Valstybės finansai. – Kaunas. Technologija. 2003. – 179 p. – ISBN 9955-530-91-X
  42. Lietuvos Bankas. Pagrindiniai bankų veiklos rodikliai. Požymiai: Pinigų kiekis bankuose, 2003 m. [http://www.lb.lt/2004\\_nr\\_\\_1\\_1\\_1](http://www.lb.lt/2004_nr__1_1_1) [žiūrėta 2012-09-21]
  43. Lietuvos Bankas. Pensijų fondai: [http://www.lb.lt/ii\\_pf\\_2012-09-30](http://www.lb.lt/ii_pf_2012-09-30) [žiūrėta 2012 09 23]
  44. Lietuvos Bankų asociacija. Pagrindiniai bankų veiklos rodikliai 2011 m. [http://www.lba.lt/go.php/lit/Pagrindiniai\\_banku\\_veiklos\\_rodikliai/121](http://www.lba.lt/go.php/lit/Pagrindiniai_banku_veiklos_rodikliai/121) [žiūrėta 2012 09 23]
  45. Lietuvos Respublikos seimas: Nutarimas dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi ir skolos valdymo strategijos patvirtinimo. [http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=354198](http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=354198) [žiūrėta 2012 08 25]
  46. Lietuvos Respublikos seimas: Nutarimas dėl Vyriausybės 2011-2014 metų skolinimosi ir skolos valdymo gairių aprašo patvirtinimas. [http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=407843](http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=407843) [žiūrėta: 2012 06 10]
  47. Lietuvos Respublikos valstybės kontrolė. Valstybinio audito ataskaita - Valstybės skolos valdymas. 2007-07-30. Nr. VA-60-5P-12, 66 pls.
  48. Lietuvos Respublikos valstybės kontrolė. Valstybinio audito ataskaita. Lietuvos vyriausybė sėkmingai skolinasi vidaus rinkoje: kaip šį procesą optimizuoti ir sumažinti skolos valdymo išlaidas (2011-05-24). [www.vkontrolė.lt/failas\\_senas.aspx?id=5206](http://www.vkontrolė.lt/failas_senas.aspx?id=5206) [2012 10 24]
  49. Lietuvos Respublikos valstybės kontrolės išvada dėl 2007 m. valstybės skolos valdymo. Nr. VA060-5.-12. [www.vkontrolė.lt/failas\\_senas.aspx?id=1901](http://www.vkontrolė.lt/failas_senas.aspx?id=1901) [žiūrėta 2012 10 15]
  50. Lietuvos Respublikos valstybės kontrolės išvada dėl Lietuvos Respublikos 2006 m. suteiktų paskolų iš valstybės vardu skolintų lėšų ir suteiktų garantijų ataskaita. 2007-10-01 Nr. 9-53. 23 pls.
  51. Lietuvos Respublikos valstybės skolos įstatymas. [http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=413986](http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=413986) [žiūrėta 2012 10 21]
  52. Manganelli, S, Wolswijk G. (2009). What drives spreads in the euro area government bond market? *Economic Policy*, Vol, 24 (58): 191-240
  53. Minister of Finance. Latvian central government debt management strategy 2012. [http://www.kase.gov.lv/texts\\_files/Debt\\_Management\\_Strategy\\_2012.pdf](http://www.kase.gov.lv/texts_files/Debt_Management_Strategy_2012.pdf) [žiūrėta 2012 09 24]
  54. Naraškevičiūtė V., Lakštutienė A. Valstybės finansai. – Kaunas: Technologija, 2003. – 72 p. – ISBN 9985-09-395X
  55. OECD. Tarptautinės ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija. Žiūrėta: Macaulio

- trukmė. <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=53#> [žiūrėta 2012 11 02]
56. Panizza. U. Domestic and external public debt in developing countries, 2008; no 188. Prieiga per internetą: [http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20083\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20083_en.pdf) [žiūrėta 2012 10 04]
  57. Pattilo, C., Poirson H., Ricci L. 2004. What are the channels through which external debt affects growth // IMF Working Paper No. 04/15. Prieiga per internetą: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0415.pdf> [žiūrėta 2012-02-21]
  58. Rėklaitis P. Valstybės skola, jos pasekmės, mažinimo būdai ir problemos, 2009. <http://www.politikosaktualijos.lt/2009/06/17/valstybes-skola-jos-pasekmes-mazinimo-budai-ir-problemos> [žiūrėta 2011-09-29]
  59. Sławomir I. Bukowski, The Maastricht Convergence Criteria and Economic Growth in the EMU, 2006. <http://www.ec.unipg.it/DEFS/uploads/quad24.pdf> [žiūrėta 2012 05 21]
  60. Štuopytė Ž. Valstybės skolinimosi poreikio verslo aplinkai prognozavimas – Kaunas: Technologija, 2004. – 104 p. - ISBN 9955-09-723-X
  61. Štuopytė, Ž. Valstybės skolos struktūra ir valstybės skolinimosi įtaka Lietuvos ekonomikai (rankraštis): daktaro disertacija: socialiniai mokslai, ekonomika. – Vilniaus universitetas, 2001.
  62. Vaškėlaitis V. Pinigai: centriniai bankai ir jų funkcijos. - Vilnius, 2006. - 181 p. - ISBN9986-795-41-9
  63. Wyplosz C. Debt Sustainability Assessment // The IMF Approach and Alternatives // Working Paper 03/2007, Economics Section, The Graduate Institute of International Studies, 2007: [http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working\\_papers/HEIWP03-2007.pdf](http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working_papers/HEIWP03-2007.pdf) [žiūrėta 2012 09 25]
  64. Wyplosz C. European Debt crisis: What is the way Out // CASE Network E-briefs 04, CASE-center for social and economic research, 2011. <http://www.case-research.eu/en/node/55894> [žiūrėta 2012 03 25]



**Petkevičiūtė A.** Valstybės skolos valdymo tobulinimas / Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovas doc. dr. Liucija Birškytė. – Vilnius: Mykolo Riomerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2012.- 68 p.

### ANOTACIJA

*Pirmoje dalyje* apibrėžiama valstybės skolos samprata, su ja susijusios rizikos, skolos struktūra. *Antroje dalyje* apibrėžiami valstybės skolos vertinimo rodikliai, susistemintos Lietuvos teisės aktuose apibrėžtos svarbiausios valstybės skolos valdymo siekiamybės, analizuojama valstybės skolos pokyčių dinamika. *Trečioje dalyje* atsižvelgiant į antroje dalyje pateiktus skolos vertinimo rodiklius, siekiamybės analizuojamas Lietuvos ir kitų valstybių skolos rodiklių dydžių tinkamumas, tiriamos vidaus rinkos plėtros ir skolos diversifikavimo galimybės, nagrinėjami skolos rizikų valdymo ypatumai ir analizuojamos efektyvesnio skolinimosi galimybės užsienio rinkose.

**Pagrindiniai žodžiai:** valstybės skola, skolos valdymo rizikos, santykiniai rodikliai, vidaus rinka, skolinimosi palūkanų optimizavimas, valstybės skolos valdymas, vidaus skola, užsienio skola.

**Petkevičiūtė A.** Possible improvements in the debt management of the Republic of Lithuania / Finance management masters thesis. Head doc dr. Liucija Birškytė. - Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2012. – 68 p.

#### ANOTATION

In the *first part* defines conception of public debt and risks of the debt structure. *The second part* defines the public debt indicators and main law acts in which are defined the main public debt management aspirational, analysis of public debt dynamics. *The third part* according to the view of the second part of the debt indicators aspirational analyzed Lithuania and other sovereign debt indicator suitability, domestic debt market development and diversification opportunities, the debt risk management features and effective borrowing opportunities in foreign markets.

**Key Words:** public debt, debt management risk, the internal market, the lending rate, public debt management, domestic debt and foreign debt.

**Petkevičiūtė A.** Valstybės skolos valdymo tobulinimas / Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovas doc. dr. Liucija Birškytė. – Vilnius: Mykolo Riomerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2012.- 68 p.

## SANTRAUKA

Finansų valdymo magistro baigiamojo darbo tema yra aktuali, nes valstybių skolos pastaruoju metu ženkliai augo, be to nuolatos reikia refinansuoti senas skolas, todėl valstybės skolinimasis yra nenutrūkstamas procesas, kuris bus itin aktualus visada. Didėjant valstybės skolai, kartu auga ir palūkanos mokamos už valstybės skolą. ES valstybių: Italijos, Graikijos, Kipro skolų didėjimas ir blogas valdymas privedė prie to, kad visos Europos finansinė sistema ir euras susidūrė su kardinaliomis problemomis. Todėl kiekvienai valstybei aktualus tikslas yra efektyvus skolos aptarnavimo išlaidų dydžio optimizavimas.

Darbe bus išnagrinėta Lietuvos Respublikos (LR) skolos sandaros pokyčių dinamika, su skolinimusi susijusios rizikos, galimybės optimizuoti valstybės skolos dydį. Taip pat išanalizuotos teorinės skolinimosi galimybės vidaus ir užsienio rinkose. Bus tiriama *hipotezė*: – Subalansuotas ir racionalus skolos valdymas mažina skolos valdymo sąnaudas.

*Tyrimo objektas* – Lietuvos Respublikos skola ir jos valdymas.

*Tyrimo tikslas* - išanalizuoti valstybės skolos valdymo tobulinimo galimybes diversifikuojant skolinimosi šaltinius.

Iškeltam darbo tikslui pasiekti yra suformuluojami šie *uždaviniai*: išnagrinėti mokslinius darbus skolos sampratos klausimais, išanalizuoti valstybės skolos valdymo ypatumus, rizikas; išnagrinėti tarptautinių organizacijų požiūrį apie skolos valdymą, bei jų rekomendacijas skolos valdymo tikslais; apžvelgti valstybės skolos vertinimo kriterijus, reguliavimo būdus; pateikti LR ir užsienio valstybių skolos rodiklių lyginamąją analizę; išanalizuoti Lietuvos vidaus skolinimosi rinkos vystymo galimybes, bei numatyti gaires efektyvesniam skolinimuisi užsienio rinkose. Darbo tikslui pasiekti yra naudojami šie *tyrimo metodai* - mokslinės literatūros ir teisės aktų susijusių su valstybės skola analizė ir sintezė; horizontali, lyginamoji, santykinė, grafinė ir vertikali statistinių duomenų analizė.

Gauti tyrimo rezultatai parodo *neefektyvų* vidaus skolinimosi rinkos išnaudojimą – joje įmanoma pasiskolinti 4,8 mlrd. Lt. Pateikti pasiūlymai skolos riziką vertininių rodiklių ribų pakeitimui, siekiant efektyviau valdyti valstybės skolos rizikas. Norint sumažinti refinansavimo riziką, siūloma leisti ilgesnio laikotarpio LR taupymo ląštus, VVP, o valstybės skolos diversifikavimui ir kartu skolos aptarnavimo išlaidų mažinimui apsvaistyti galimybę skolintis Šveicarijos frankais ir Japonijos jenomis. Atliktas tyrimas *patvirtino* darbo pradžioje išsikelto hipotezę, kad įmanoma sumažinti skolos aptarnavimo sąnaudas.

**Petkevičiūtė A.** Possible improvements in the debt management of the Republic of Lithuania / Finance management masters thesis. Head doc dr. Liucija Birškytė. - Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2012. – 68 p.

## SUMMARY

Master's thesis topic is important because the debt is growing and it is necessary to refinance old debt. Government borrowing is a continuous process, which will be particularly relevant always. With the increasing public debt together is growing interest rate on the public debt. taly, Greece debt and poor management led to the fact that European financial system and the euro faced with serious problems. Therefore, the purpose of each state is the cost of borrowing optimization.

At work will be examined the Lithuania debt structure dynamics, borrowing risks, the possibility of optimizing public debt, analyzed theoretical possibility of borrowing in domestic, foreign markets. Will be investigated in *hipothesis*: Balanced and reasonable use of debt management reduce costs of interest rate. The *object* of the analysis is the Republic of Lithuania debt and its management. The *main purpose* is to analyze the public debt management improvement opportunities for diversifying the sources of borrowing.

To achieve the purpose has formulated the following *tasks*: to analyze the scientific work of debt conception issues, investigate the public debt management risks; examine international organizations recommendations about the debt management, to review the debt rating criteria, regulatory techniques; to present comparative analysis of Lithuanian and foreign debt indicators, to analyze the Lithuanian domestic lending market development opportunities; to provide guidelines for more effective borrowing. Thesis *methods*: analysis and synthesis of research literature and legislation associated with public debt; horizontal, graphical, comparative, relative and vertical information analysis.

Results of a study indicates inefficient use of Lithuanian domestic borrowing market: it is possible to borrow up to 4,8 million. LtL. Offered proposals for the debt risk indicators confines replacement. In order to reduce the refinancing risk, it is proposed to allow longer-term savings bonds, government debt diversification and at the same reducing debt service costs to consider to borrow Swiss francs and Japanese yen. The research *confirms* the mentioned hypothesis that balanced, reasonable use of debt management reduce costs of interest rate.

## PRIEDAI

## 1 PRIEDAS

## 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
-	SD	-	Atrankinis įsipareigojimų nevykdymas
-	-	DDD	Įsipareigojimų nevykdymas
-	-	DD	
-	D	D	

Šaltinis: Finansų Ministerija

## CENTRINĖS IR RYTŲ EUROPOS ŠALIŲ REITINGAI

Valstybė	Moody's	Standard&Poor's	Fitch Ratings
	Užsienio valiuta	Užsienio valiuta	Užsienio valiuta
	Ilgalaikėms paskoloms	Ilgalaikėms paskoloms	Ilgalaikėms paskoloms
Slovėnija	A2	A	A-
Slovakija	A2	A	A+
Čekija	A1	AA-	A-
<b>Estija</b>	<b>A1</b>	<b>AA-</b>	<b>A+</b>
Lenkija	A2	A-	A-
<b>Lietuva</b>	<b>Baa1</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>
Rusija	Baa1	BBB	BBB
Kazachstanas	Baa2	BBB+	BBB
Bulgarija	Baa2	BBB	BBB-
<b>Latvija</b>	<b>Baa3</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>
Kroatija	Baa3	BBB-	BBB-
Rumunija	Baa3	BB+	BBB-
Vengrija	Ba1	BB+	BB+

Šaltinis: Finansų Ministerija, 2012-11-05. Lietuvos kreditų reitingų raida; centrinės ir rytų Europos šalių reitingai  
[http://www.finmin.lt/c/portal/layout?p\\_1\\_id=PUB.1.69](http://www.finmin.lt/c/portal/layout?p_1_id=PUB.1.69) [žiūrėta 2012 12 01]

## LIETUVOS UŽSIENIO RINKOSE IŠLEISTI VVP

Bendra emisijos apimtis (mln.)	Valiuta	Išleidimo data	Išpirkimo data	Kupono dydis %
1 000	EUR	2002-05-10	2012-05-10	5,875
1 000	EUR	2003-03-05	2013-03-05	4,500
1 000	EUR	2005-02-10	2016-02-10	3,75
600	EUR	2007-10-29	2018-02-07	4,85
600	EUR	2007-10-29	2018-02-07	4,85
<b>500</b>	<b>EUR</b>	<b>2009-06-22</b>	<b>2014-06-22</b>	<b>9,375</b>
<b>152,5</b>	<b>EUR</b>	<b>2009-01-29</b>	<b>2015-12-09</b>	<b>9,95</b>
49	EUR	2008-12-23	2021-12-20	Kintamas
<b>2 000</b>	USD	2010-02-11	2020-02-11	7,375
1 500	USD	2009-10-15	2015-01-14	6,75
750	USD	2010-09-14	2017-09-14	5,125
1 500	USD	2011-03-09	2021-03-09	6,125
750	USD	2011-11-16	2022-03-09	6,625
1 500	USD	2012-02-01	2022-02-01	6,625
400	USD	2012-04-24	2018-02-07	4,85
167	EUR	2012-09-11	2018-09-11/ 2022-09-11	3,40/ 4,03
<b>175</b>	<b>CHF</b>	<b>2012-10-11</b>	<b>2018-04-11</b>	<b>2</b>

Šaltinis: remiantis Finansų ministerijos;Cbonds duomenų baze [http://www.finmin.lt/web/finmin/pranesimai\\_spaudai](http://www.finmin.lt/web/finmin/pranesimai_spaudai)  
[http://www.cbonds.info/eng/news/index.phtml/params/report\\_type/s\\_date\\_hidden/1/form/newsForm/keywords\\_substring/keyword\\_method/1/section\\_id/0/period\\_id/0/importance\\_method/1/country\\_id/20](http://www.cbonds.info/eng/news/index.phtml/params/report_type/s_date_hidden/1/form/newsForm/keywords_substring/keyword_method/1/section_id/0/period_id/0/importance_method/1/country_id/20)

## 2012 M. VYRIAUSYBĖS TAUPYMO LAKŠTŲ PLATINIMO REZULTATAI

ISIN kodas	Platinimo pabaigos data	Išpirkimo data	Nominali vertė (Lt)	TL trukmė (dienos)	Išplatinta TL pagal nominalą (Lt)	Gauta lėšų suma (Lt)	Palūkanų norma (%)
LT0000830069 *	2012.11.26	2015.11.27	100	1123	16.029.200,00	16.013.682,01	2,20
LT0000820490*	2012.11.26	2013.11.26	100	365	2.186.200,00	2.185.909,22	0,60
LT0000820417*	2012.10.30	2013.09.18	100	365	21.005.900,00	20.997.689,31	1,90
LT0000820433*	2012.10.01	2014.10.02	100	744	23.672.200,00	23.664.948,69	2,30
LT0000820391*	2012.09.17	2013.09.04	100	365	13.065.100,00	13.059.322,64	1,90
LT0000820425*	2012.09.17	2014.09.18	100	744	30.967.200,00	30.951.932,17	2,40
LT0000820375*	2012.09.03	2013.08.21	100	365	13.905.600,00	13.899.477,76	1,90
LT0000820409*	2012.09.03	2014.09.04	100	744	23.105.200,00	23.094.488,69	2,50
LT0000820359*	2012.08.20	2013.08.07	100	365	19.955.200,00	19.946.257,84	1,90
LT0000820383*	2012.08.20	2014.08.21	100	744	30.137.300,00	30.120.883,07	2,50
LT0000820334*	2012.08.06	2013.07.24	100	365	12.579.800,00	12.574.117,20	1,90
LT0000820367*	2012.08.06	2014.08.07	100	744	25.315.500,00	25.301.569,63	2,50
LT0000820318*	2012.07.23	2013.07.10	100	365	20.216.500,00	20.208.023,43	2,10
LT0000820342*	2012.07.23	2014.07.24	100	744	10.841.500,00	10.836.970,73	2,50
LT0000820292*	2012.07.09	2013.06.26	100	365	21.007.000,00	20.996.952,22	2,10
LT0000820326*	2012.07.09	2014.07.10	100	744	9.886.200,00	9.880.649,82	2,50
LT0000820276*	2012.06.25	2013.06.12	100	365	34.358.200,00	34.341.985,46	2,20
LT0000820300*	2012.06.25	2014.06.26	100	744	8.599.800,00	8.594.680,35	2,50
LT0000820250*	2012.06.11	2013.05.29	100	365	60.374.400,00	60.342.079,06	2,30
LT0000820284*	2012.06.11	2014.06.12	100	744	9.369.100,00	9.363.276,33	2,50
LT0000820235*	2012.05.28	2013.05.15	100	365	678.800,00	678.418,36	2,30
LT0000820268*	2012.05.28	2014.05.29	100	744	476.400,00	476.104,10	2,50
LT0000820219*	2012.05.14	2013.05.01	100	365	1.184.600,00	1.183.911,85	2,40
LT0000820243*	2012.05.14	2014.05.15	100	744	163.600,00	163.515,31	2,60
LT0000820193*	2012.04.30	2013.04.17	100	365	618.900,00	618.509,24	2,40
LT0000820227*	2012.04.30	2014.05.01	100	744	241.800,00	241.656,64	2,70
LT0000820177*	2012.04.16	2013.04.03	100	365	780.700,00	780.274,00	2,40

**Saltinis:** sudaryta pagal Lietuvos Vyriausybės taupymo lakštų emisijų rezultatus

[http://www.finmin.lt/web/finmin/vyriausybes\\_vertybiniai\\_popieriai/tl\\_rez](http://www.finmin.lt/web/finmin/vyriausybes_vertybiniai_popieriai/tl_rez) [žiūrėta 2012 08 20]



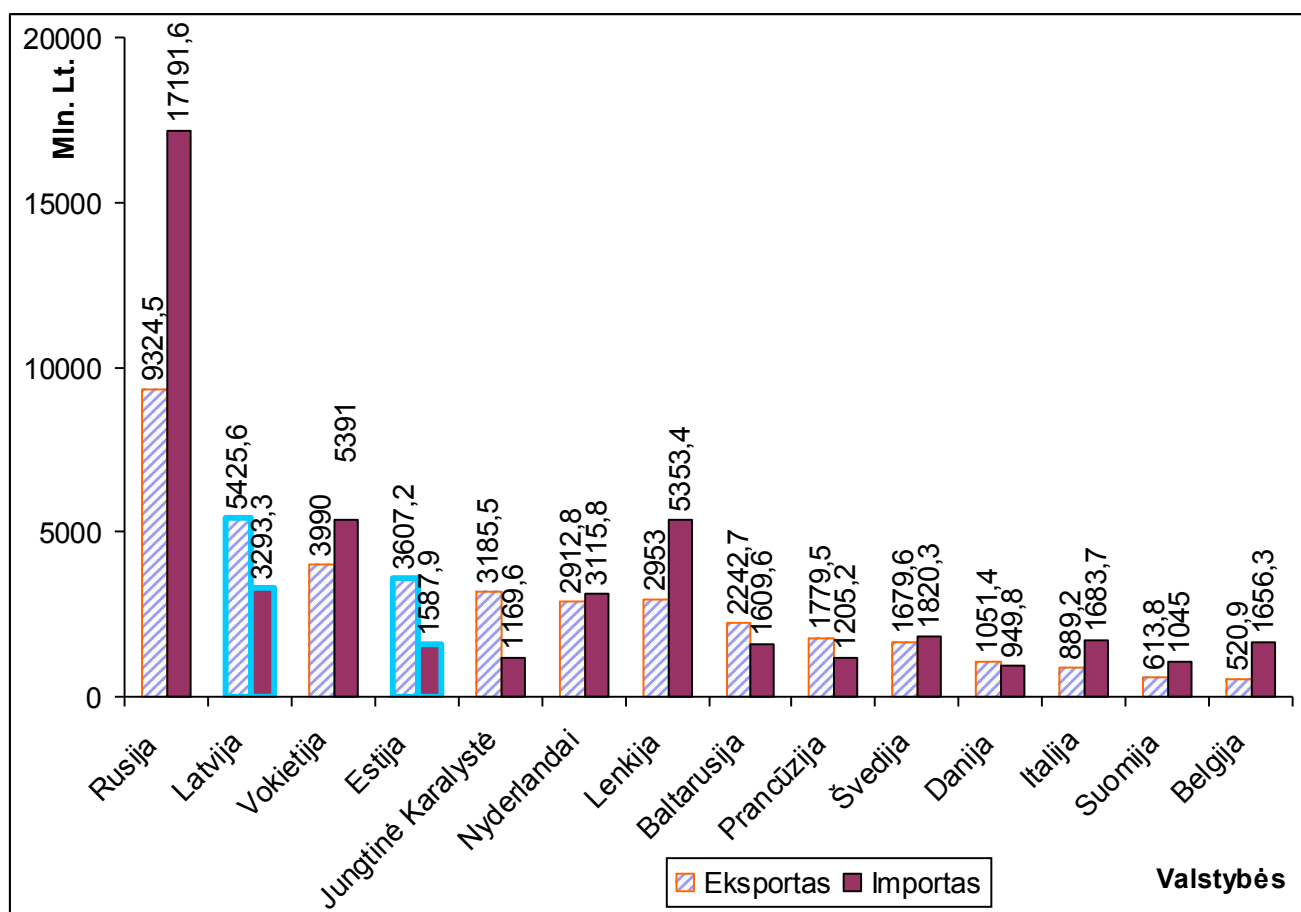
## 5 PRIEDAS

## VVP DENOMINUOTŲ LIT AIS PALŪKANŲ NORMŲ SVERTINIAI VIDURKIAI (PROC.).

Metai	Iždo vekseliai ir obligacijos	Obligacijos, taupymo lakštai
2001	6,41	6,46
2002	4,57	4,62
2003	3,65	3,74
2004	3,02	3,02
2005	2,66	2,66
2006	3,13	3,13
2007	4,41	4,25
2008	6,23	6,23
2009	8,05	8,05
2010	3,45	3,46
2011	3,02	3,02

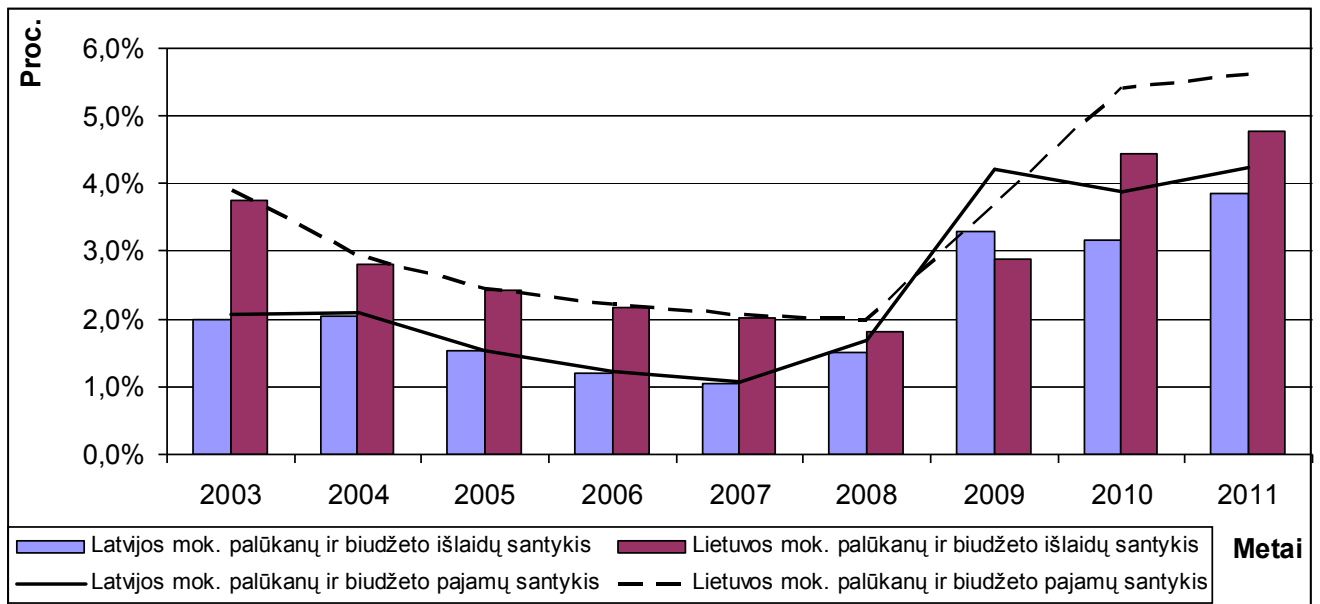
**Šaltinis:** sudaryta pagal Finansų Ministerijos duomenis, [http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/vvp/Apzv2011\\_Li.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/vvp/Apzv2011_Li.pdf)  
[žiūrėta 2012-11-21]

## EKSPORTAS IR IMPORTAS 2011 M.



Šaltinis: sudaryta pagal Statistikos departamento duomenų bazę: <http://www.stat.gov.lt/lt/pages/view/?id=3729> [žiūrėta 2011-12-01]

### LIETUVOS IR LATVIJOS MOKAMŲ PALŪKANŲ IR BIUDŽETO IŠLAIDŲ, PAJAMŲ SANTYKIS



Šaltinis: sudaryta pagal Eurostat duomenų bazę

## PENSIJŲ FONDUOSE SUKAUPTAS TURTAS, TŪKST. Lt., 2011-12-31

Pensijų fondai	Konservatyvaus investavimo	Mažos akcijų dalies (iki 30 proc.)	Vidutinės akcijų dalies (iki 70 proc.)	Akcijų (iki 100 proc.)	Viso
UAB "Swedbank investicijų valdymas"	142.483	630.127	904.312	16.569	1.693.490
UAB "SEB investicijų valdymas"	234.289	0	993.081	139.748	1.367.118
UAGDPB "AVIVA Lietuva"	130.156	416.577	83.588	0	630.321
UAB "DNB investicijų valdymas"	37.198	181.749	165.443	0	384.391
UAB "Finasta Asset Management"	21.771	10.754	69.901	56.971	159.396
UAB "MP Pension Funds Baltic"	3.203	0	57.954	90.955	152.113
ERGO Life Insurance SE	42.298	0	101.632	0	143.931
UAB "Danske Capital investicijų valdymas"	6.458	0	33.216	89.662	129.336
UAB "Citadele investicijų valdymas"	224	0	1.017	0	1.241
Viso	618.081	1.239.207	2.410.144	393.905	4.661.337

Šaltinis: Lietuvos Bankas. II pakopos pensijų fondų rezultatai: [http://www.lb.lt/ii\\_pf\\_2012-09-30](http://www.lb.lt/ii_pf_2012-09-30) -

[žiūrėta 2012 09 30]

## Lietuvos VVP esantys pensijų fonduose, Lt.

Pensijų fondo pavadinimas	Vidaus rinkoje platinti VVP. 2011-12-31	Užsienio rinkose platinti VVP 2011-12-31	Visas turtas 2011-12-31
Swedbank Pensija 1	57.355.484	25.844.519	138.205.986
Swedbank Pensija 2	85.754.031	0	571.693.542
Swedbank Pensija 3	64.083.648	0	610.320.461
Swedbank Pensija 4	11.038.395	0	187.409.088
Swedbank Pensija 5	316.794	0	8.314.800
SEB Pensija 1	54.509.630	24.638.353	218.038.520
SEB Pensija 2	44.459.435	28.833.886	863.290.000
SEB Pensija 3	0	0	116.284.757
Aviva Europensija	24.130.069	71.885.670	109.682.133
Aviva Europensija plus	64.937.643	173.167.048	360.764.683
Aviva Europensija ekstra	19.436.269	21.595.855	71.986.182
Viso:	426.021.399	345.965.331	3.255.990.153

Šaltinis: Pensijų fondų 2011 m. metinės ataskaitos.

[http://www.swedbank.lt/lt/pages/privatiems/ataskaitos\\_ir\\_taisykles](http://www.swedbank.lt/lt/pages/privatiems/ataskaitos_ir_taisykles);

<http://www.seb.lt/pow/wcp/seblt.asp>

[žiūrėta 2012 12 01]; [http://aviva.lt/lt/pensiju\\_fondai](http://aviva.lt/lt/pensiju_fondai) [žiūrėta 2012 12 01]

## Užsienio rinkose valstybių platintos obligacijos

Valstybė	Numeris	Kuponas	Valiuta/Dydis	Išleidimo data	Išpirkimo data
Slovakija	XS0782720402	4,375%	USD1 500 000 000	05/10/2012	05/21/2022
<b>Slovakija</b>	CH0181379774	2,125%	CHF325 000 000	03/28/2012	04/25/2018
Slovakija	CH0181915585	2,750%	CHF100 000 000	03/28/2012	04/25/2022
<b>Slovakija</b>	XS0430015742	4,375%	EUR2 000 000 000	05/14/2009	01/21/2015
Slovakija	XS0299989813	4,375%	EUR1 000 000 000	05/15/2007	05/15/2017
Slovakija	XS0249239830	4%	EUR1 000 000 000	03/27/2006	03/26/2021
Slovakija	XS0192595873	4,50%	EUR1 000 000 000	05/20/2004	05/20/2014
<b>Bulgarija</b>	XS0802005289	4,25%	EUR950 000 000	07/02/2012	07/09/2017
<b>Bulgarija</b>	XS0145624432	7.50%	EUR835 465 000	04/10/2002	01/15/2013
<b>Bulgarija</b>	XS0145623624	8,25%	USD1 270 551 000	04/10/2002	01/15/2015
<b>Latvija</b>	XS0747927746	5,25%	USD1 000 000 000	02/14/2012	02/22/2017
Latvija	XS0638326263	5,25%	USD500 000 000	06/09/2011	06/16/2021
<b>Latvija</b>	XS0350977244	5,50%	EUR400 000 000	02/29/2008	03/05/2018
Latvija	XS0189713992	4,25%	EUR400 000 000	04/25/2004	04/02/2014
<b>Lenkija</b>	-	1,05%	JPY56 000 000 000	11/02/2012	11/08/2017
<b>Lenkija</b>	-	2,50%	JPY10 000 000 000	11/02/2012	11/08/2027
Lenkija	XS0841073793	3,375%	EUR1 750 000 000	10/02/2012	07/09/2024
Lenkija	US731011AT95	3%	USD2 000 000 000	09/10/2012	03/17/2023
Lenkija	XS0794399674	3,75%	EUR1 500 000 000	06/11/2012	01/19/2023
Lenkija	JP561600AC58	1,49%	JPY25 000 000 000	05/11/2012	05/30/2017
Lenkija	-	5,250%	EUR3,000,000,000	01/20/2010	01/20/2025
Lenkija	-	5,125%	USD2 000 000 000	04/21/2011	04/21/2021
Lenkija	-	4%	EUR2 000 000 000	09/23/2010	03/23/2021
Lenkija	-	5%	USD3 000 000 000	11/03/2011	03/23/2022
Lenkija	-	3,750%	EUR1 000 000 000	03/29/2010	03/29/2017
Lenkija	-	6,375%	USD3,5000000 000	07/15/2009	07/15/2019
Lenkija	-	4,675%	EUR0,5000000000	10/15/2009	10/15/2019
Lenkija	-	5,875%	EUR1,75000000000	02/02/2009	02/03/2014
Lenkija	-	3,875%	USD1,5 000000000	07/16/2010	07/16/2015
Lenkija	-	3,375%	EUR1,75000000000	10/09/2012	07/09/2024
Lenkija	-	3,750%	EUR1,5000000000	06/19/2012	01/19/2023
Lenkija	-	3%	USD2 000 000 000	09/17/2012	03/17/2023

Šaltinis: sudaryta pagal cbonds duomenų bazę <http://em.cbonds.com/emissions> [žiūrėta 2012 11 23]