



PALŪKANŲ NORMŲ KAITOS IR JOS VEIKSNIŲ TYRIMAS LIETUVOJE 1994–2006 m.

Meilė Jasienė¹, Giedrius Čapskas²

^{1,2}*Vilniaus universitetas, Saulėtekio al. 9, 10222 Vilnius, Lietuva*
El. paštas ¹jasiene@takas.lt

Įteikta 2007-04-15; priimta 2007-11-25

Santrauka. Šio straipsnio tikslas – pamėginti ištirti viso pahirperinflacinio laikotarpio palūkanų normos dinamiką, atlikti jos periodizaciją, nustatyti buvusius dėsningumus, išskirti pagrindinius veiksnius. Tai galėtų būti naudinga prognozuojant palūkanų normų pokyčius ateityje, ypač kartojantis ekonomikos ciklui.

Palūkanų normos vaidina svarbų vaidmenį skatinant verslo aktyvumą. Skolinimo sandoriuose nustatomos palūkanų normos. Bankai moka palūkanas už indėlius ir gauna palūkanas už suteiktas paskolas. Palūkanų normų kaitos ir jos veiksmų analizė leidžia geriau pažinti palūkanų normos susiformavimo mechanizmą ir ją prognozuoti. Straipsnyje aptariami palūkanų normų analizės teoriniai pagrindai, analizuojama palūkanų normų kaita Lietuvoje 1994–2006 m. laikotarpiu, išskiriami penki laikotarpiai ir jiems būdingi palūkanų normos dinamikos dėsningumai, nustatomi ir kiekybiškai įvertinami pagrindiniai veiksniai, darę įtaką palūkanų normų kaitai. Pamėginta pateikti palūkanų normų prognozę artimiausiam laikotarpiui.

Reikšminiai žodžiai: palūkanų norma, infliacija, veiksniai, indėliai, paskolos, bankai.

INVESTIGATION OF DYNAMICS AND ITS FACTORS OF INTEREST RATES IN LITHUANIA IN 1994–2006

Meilė Jasienė¹, Giedrius Čapskas²

^{1,2}*Vilnius University, Saulėtekio al. 9, 10222 Vilnius, Lithuania*
E-mail: ¹jasiene@takas.lt

Received 15 April 2007; accepted 25 November 2007

Abstract. Interest is the amount paid by a borrower to a lender in exchange for the use of the lender's money for a certain period. Interest rate is the price of lending money. Investigation of interest rates dynamics and its factors can be carried out according to three main theories: unbiased expectations, liquidity preference, and market segmentation theory. Interest rates' factors are divided into three groups: economical, political, and social factors.

Lithuanian banks' loan and time deposit interest rates analysis shows, that there were decreasing interest rates and net interest margin in the period of 1994–2006. The main reason, which influenced interest rates to fall, was decreasing price level. Crisis in Russia caused sharp increase in loan and time deposit interest rates in 1999. On the other hand, competition in the loan and time deposit markets became more severe and it led to a decrease in interest rates. Economic cycle in Lithuania and general interest rates level have the opposite relation, which was confirmed by correlation analysis. As a result of analysis the authors make the interest rates forecast. As history of last years shows – ECB will increase the minimum bid rate on the main refinancing operations within limits of 0.25–0.5 p. p. This would effect interest rates level in Lithuania from 0.4 to 0.7 p.p. in 2007. For the reason that inflation in fast growing country will reach 4.5 percent (forecast), real interest rate of deposits in most banks will be negative.

Keywords: interest rates, inflation, factors, deposits, loans, banks.

1. Įvadas

Palūkanų normoms, jų kaitai ir rizikai Lietuvoje visą laiką buvo skiriama daug mažiau dėmesio nei, pavyzdžiui, paskolų sumoms, terminams, jų teikimo sąlygoms, kredito rizikai. Ir tai suprantama, kadangi didelė blogų paskolų apimtis ir kredito rizika buvo vienas iš pagrindinių veiksnių, lėmusių bankų nuostolius ir bankrotus bei krizę 1995–1996 m. Palūkanų normos, nors ir buvo aukštos didelės infliacijos laikotarpiu, tačiau kredito paklausai reikšmingai viršijant pasiūlą bankų klientai neturėjo didelio pasirinkimo ir privalėjo susitaikyti su didele palūkanų norma. Tai iš dalies ir lėmė, kad Lietuvoje joms nebuvo skiriama daug dėmesio nei teoriniuose, nei analitiniuose darbuose. Daugiausia informacijos apie palūkanų normas randame Lietuvos banko skelbiamoje statistinėje ir analitinėje medžiagoje (Lietuvos... 1995–2004; Lietuvos banko pranešimas... 2005a, 2005b, 2006a, 2006b; Lietuvos finansų rinkų apžvalga 2002, 2003, 2004; Lietuvos banko mėnesinis biuletenis 2006a, 2006b), o moksliniuose darbuose ši problema paliečiama tik vienu ar kitu aspektu (Rutkauskas 1998; Jasienė 2002; 1998; Laumenskaitė 1997, 1999; Uosis 1994), nagrinėjami tik tam tikro laikotarpio duomenys ar kaip šalutinė tema (Terleckas 1992, 1997, 2000; Garbaravičius, Kuodis 2002; Kuodis, Vetlov 2002). Taigi palūkanų normų analizė yra gana nauja ir mažai iširta sritis Lietuvoje. Užsienio šaltiniuose palūkanų normų klausimams, ypač teoriniams, nagrinėti skiriama nepalyginti daugiau dėmesio (Douch 1998; Kidwell *et al.* 1993; Koch, MacDonald 2000; Roch 1995; Mishkin 2004).

Didėjanti palūkanų normų įtaka verslo aktyvumui, palūkanų normų tarpusavio priklausomybė, veiksnių, veikiančių palūkanų normą, analizavimas vis aktualesni tampa ir Lietuvoje. Pastaraisiais metais į palūkanų normas ir jų riziką vis dažniau krypta rinkos dalyvių žvilgsniai, ypač skolininkų, turinčių ilgalaikių, dažniausiai būsto, paskolų, ir analitikų, nagrinėjančių ūkio būklę ir galimą palūkanų normų kitimo poveikį.

Palūkanos – pinigų suma, kurią moka skolininkas skolintojiui už naudojimąsi tam tikrą laikotarpį skolintojo pinigais. Palūkanas geriausiai apibūdina palūkanų norma, kitaip dar vadinama skolinimosi kaina. Finansų rinkose kiekvieną dieną nustatoma daug įvairių palūkanų normų. Finansinio tarpininkavimo procese palūkanų norma vaidina svarbų vaidmenį, nes bet koks skolinimo sandoris yra susijęs su palūkanų mokėjimu ir jų gavimu. Kitas labai svarbus palūkanų normų bruožas – paskirstomoji funkcija ekonomikoje. Vertinant teoriškai palūkanos skolintojiui padeda gauti daugiau pajamų, o skolininkui palūkanos reiškia papildomas išlaidas. Tačiau praktikoje taip būna ne visuomet, kadangi realiosios palūkanos kartais būna neigiamos, o dėl didelės kredito rizikos indėliai gali būti negražinami ar kiti finansiniai įsipareigojimai gali būti nevykdomi.

Kadangi pagrindinis bankų kredito išteklių formavimo šaltinis – terminuotieji indėliai, o naudojimo – paskolos, ana-

lizuosime jų palūkanų normų kaitą. Tyrimų objektas – 1994–2006 m. terminuotųjų indėlių ir paskolų vidutinės metų palūkanų normos Lietuvoje.

Nagrinėjant palūkanų normų dinamiką, tiriamasis laikotarpis suskirstytas į penkis etapus. Kiekvienam etapui būdinga skirtinga ekonominė aplinka, todėl toks suskirstymas padeda geriau išaiškinti palūkanų normoms įtaką dariusius veiksnius ir dėsningumus: 1) 1994–1997 m. laikotarpiui būdinga dar aukšta, tačiau mažėjanti infliacija ir labai mažėjanti palūkanų normos; 2) 1998–2001 m. išsiskiria stabilizacijos procesais, taip pat šiuo laikotarpiu įdomus ir Rusijos krizės poveikis palūkanų normų dinamikai; 3) 2002–2004 m. Lietuva įstoja į Europos Sąjungą, įvedamas valiutos kurso mechanizmas II; 4) 2005–2006 m. detali analizė gali būti naudinga numatant palūkanų normų kitimą artimiausiu laikotarpiu; 5) 2007 m. palūkanų normos prognozė.

Taikyti metodai: teorinė problemos analizė, statistinio grupavimo ir lyginamosios analizės metodai, koreliacinė-regresinė analizė.

2. Palūkanų normų analizės teorinės prielaidos

Palūkanų norma yra skolinamų pinigų kaina už naudojimąsi jų perkamąja galia. Pagal skolinamųjų lėšų teoriją, esant šiai kainai, visos ekonomikos mastu visuminė skolinamųjų lėšų pasiūla atitinka jų paklausą.

Palūkanų normos atlieka svarbias ekonomines funkcijas: 1) jos padeda užtikrinti, kad santaupos taps investicijomis ir skatins ekonomikos augimą; 2) palūkanų normos normuoja kredito pasiūlą, skolinamas lėšas paprastai paskirstant investiciniams projektams su didžiausiais planuojamais pelningumais; 3) subalansuoja šalies pinigų pasiūlą su paklausa; 4) palūkanų normos yra svarbi vyriausybės politikos priemonė, veikianti per taupymo ir investicijų apimtis.

Išskiriamos trys pagrindinės teorijos, aiškinančios palūkanų normų kaitą: racionalių lūkesčių teorija, likvidumo preferencijos teorija, rinkos segmentavimo teorija (Jasienė 2002; Kirwell *et al.* 1993; Koch 1995).

Racionalių lūkesčių teorija teigia, kad jei yra numatomas palūkanų normų didėjimas ateityje, ilgo termino palūkanų normos bus didesnės nei trumpo. Pagal likvidumo preferencijos teoriją, jei numatomos pajamos iš kelių trumpalaikių investavimo priemonių yra lygios numatomoms pajamoms iš vienos ilgalaikės priemonės, investuotojai pirmenybę teikia trumpalaikėms priemonėms; taigi palūkanų norma gali būti išskaidoma į dvi dalis: trumpalaikę palūkanų normą ir likvidumo priedą. Rinkos segmentavimo teorija grindžiama prielaida, kad investuotojai ir skolininkai mano, jog skirtingų terminų priemonės negali vienos kitų pakeisti ir kad skirtingų segmentų palūkanų normas lemia jų specifinės pasiūlos ir paklausos sąlygos.

Palūkanų normą veikiančius veiksnius galima suskirstyti į tris grupes: ekonominius, politinius ir socialinius (Jasienė 2002; Douch 1998).

Makroekonominiai veiksniai

1. Infliacija (esama ir numatoma). Infliacijos lygis tiesiogiai veikia palūkanų normas: mažėjant infliacijai, mažėja ir palūkanų normos, ir atvirkščiai – kainų lygiui kylant, kyla palūkanų normos. Ši teorija paprastai pasitvirtina, tačiau galėtų būti ir visai priešingai: jeigu visuomenė svarbiausiu taupymo tikslu laiko prekių įsigijimą ateityje, tuomet padidėjęs kainų lygis sumažins realias žmonių pajamas. Dėl šios priežasties žmonės privalės taupyti dar daugiau ir taip padidins skolinamųjų lėšų pasiūlą. Dėl padidėjusios pasiūlos palūkanų norma nukris. Tokia situacija yra daugiau teorinė nei praktinė, tačiau pasaulinėje praktikoje yra buvę atvejų, kai infliacijai didėjant palūkanų normos krito.

2. Šalies ekonomikos aktyvumo laipsnis. Dauguma teorijų teigia, kad palūkanų normos lygis ir ekonomikos ciklas yra labai susiję ir kinta vienu metu. Palūkanų normų lygis pakyla kartu su padidėjusiomis bendrosiomis išlaidomis ir krinta, kai bendrosios išlaidos mažėja. Taip atsitinka, nes taupymas labiau padidėja ekonominio nuosmukio metu, o sumažėja ekonominio augimo metu. Tačiau realiai augimo laikotarpiai paprastai yra ilgesni už smukimo laikotarpius, todėl ekonomikos ciklas kinta kitaip, nei apibrėžta teoriškai. Be to, kartais ekonomikoje aktyviai pasireiškiant kitiems veiksniams, šis dėsniumas visai nepasitvirtina. Todėl ekonomikos ciklo ir palūkanų normos priklausomybė yra matoma tik nagrinėjant ilgų laikotarpių duomenis.

3. Užsienio finansų rinkų įtaka. Minėtose palūkanų normų teorijose neatsižvelgiama į kitų šalių palūkanų normų įtaką. Tikrovėje kintant palūkanų normai užsienio finansų rinkose kinta ir vietinės palūkanų normos. Kylant palūkanų normų lygiui užsienyje, vietiniam kapitalui patrauklesnės taps užsienio finansinės priemonės. Dėl šios priežasties vietinės palūkanų normos artės prie globalių.

4. Vyriausybės vertybinių popierių (VVP) paklausos ir pasiūlos pokyčiai.

Politiniai veiksniai, nulemti vyriausybės ir centrinio banko veiksmų

1. Pinigų kiekio kontrolė. Centrinis bankas, siekdamas išlaikyti tam tikrą infliacijos lygį, kontroliuoja pinigų kiekį.

2. Pokyčiai mokesčių srityje. Palūkanų pajamų apmokesstinimas ir mokesčių lengvatos turi įtakos palūkanų normos pokyčiams.

3. Privalomųjų atsargų norma. Centrinis bankas per privalomųjų atsargų normą (arba apskaičiavimo bazę) gali padidinti arba sumažinti skolinamųjų lėšų pasiūlą, o tai turės įtakos palūkanų normos lygiui.

4. Politiniai veiksmai, rinkimų rezultatai. Palūkanų normos susijusios ir su politiniu ciklu. Pastebima, kad palūkanų normos mažėja prieš rinkimus ir didėja po jų.

Socialiniai veiksniai

1. Visuomenės amžiaus struktūra. Keičiantis visuomenės amžiaus struktūrai keičiasi ir vidutinis polinkis taupyti. Paprastai pagrindiniai namų ūkio sektoriaus taupytojai yra vidutinio amžiaus žmonės. Pensinio amžiaus ir jauni žmonės

yra linkę daugiau vartoti ir mažiau taupyti. Taigi kintant visuomenės sudėčiai pagal amžių, kinta ir skolinamųjų lėšų pasiūlos ir paklausos apimtys, todėl kinta ir palūkanų norma.

2. Gyventojų užimtumo lygis palūkanų normas gali veikti priešingai: viena vertus, didėjantis užimtumas skatina vartojimo apimtį kartu ir santykiškai mažina santaupoms skirtą pajamų dalį, t. y. santykiškai mažina skolinamųjų lėšų pasiūlą ir didina jų paklausą, t. y. didina palūkanų normą. Antra vertus, didėjantis nedarbas absoliučiai mažina skolinamųjų lėšų pasiūlą, ir jei jų paklausa nemažės arba mažės mažiau nei pasiūla, palūkanų normą tai taip pat didins, ir atvirkščiai.

Aptarti veiksniai taip pat turi įtakos ir *šalies skolinimosi reitingams*, kurie ne tik lemia skolinimosi sąnaudas tarptautinėse rinkose, tos šalies verslo paskolų sąnaudas, bet ir suteikia naudingos analitinės informacijos investuotojams, nukreipiantiems savo finansines lėšas į skolos vertybinius popierius. Kaip patvirtina ir autorių atlikti skaičiavimai, nepriklausomų reitingavimo agentūrų šaliai suteiktas skolinimosi reitingas turi tiesioginę ir reikšmingą koreliaciją su palūkanų normomis. Reikia atkreipti dėmesį į tai, kad paprastai šalies verslo įmonėms paskolos suteikiamos, atsižvelgiant į VVP pajamingumą. Galima teigti, kad valstybės skolinimosi sąnaudos atspindi nerizikingą palūkanų normos komponentą. Galutinę palūkanų normą lemia nerizikingos atitinkamo laikotarpio palūkanų normos dydis ir rizikos priedas, atsižvelgiant į konkretaus skolininko galimybes vykdyti prisiimtus skolinius įsipareigojimus (Jasiene 2002). Taigi kuo didesnės palūkanų normos valstybei, tuo didesnės palūkanų normos ir privačioms kompanijoms bei asmenims.

3. Palūkanų normų dinamikos analizė

Tyrinėjamas 1994–2004 m. laikotarpis pasižymi vidutinių metų palūkanų normų mažėjimo tendencijomis. Per šį laikotarpį palūkanų normos už terminuotuosius indėlius litais komerciniuose bankuose sumažėjo nuo 79,9 proc. 1993 m. pabaigoje iki 1,46 proc. 2004 m. metų pabaigoje. Vidutinės metų palūkanų normos už paskolas litais sumažėjo nuo 88,3 proc. 1993 m. gruodžio mėn. iki 5,7 proc. 2004 m. pabaigoje. Būdinga, kad 2005–2006 m. laikotarpiu prasidėjo palūkanų normų augimas.

3.1. Terminuotųjų indėlių ir paskolų palūkanų normų analizė 1994–1997 m.

Nagrinėjamas 1994–1997 m. laikotarpis išsiskiria žymių vidutinių metų palūkanų normų kritimu.

1994 m. vidutinės metų palūkanų normos už terminuotus indėlius litais sumažėjo nuo 79,9 proc. iki 19,7 proc.; skirtumas sudaro 60,2 proc. punkto. Palūkanų normos už terminuotuosius indėlius užsienio valiutomis mažėjo ne taip sparčiai ir per nagrinėjamus metus sudarė 17,6 proc. punkto, t. y. vidutinės metų palūkanų normos už terminuotuosius indėlius užsienio valiuta sumažėjo nuo 31,8 proc. iki 14,2 proc. Skirtumas tarp vidutinės metų palūkanų normos

už indėlius litais ir užsienio valiutomis sumažėjo nuo 48,1 proc. punkto iki 5,5. Toks didelis skirtumas tarp palūkanų normų litais ir užsienio valiuta parodo buvusį rinkos neefektyvumą ir devalvavimo riziką.

Paskolų rinkoje palūkanų normos taip pat labai mažėjo. Per 1994 m. paskolų litais vidutinė metų palūkanų norma sumažėjo nuo 88,3 iki 29,8 proc., o paskolų užsienio valiutomis – nuo 69,2 iki 33,4 proc.

Pagrindinės palūkanų normų mažėjimo 1994 m. priežastys buvo: 1) sulėtėję infliacijos tempai: 1994 m. infliacija Lietuvoje sudarė 45,1 proc.¹ (1993 m. – 189 proc.); 2) nuo 1994 m. sausio mėn. komerciniams bankams nustatomas ne kiekvienos dienos privalomųjų atsargų kiekis, o vidutinė jų suma kontroliuojamam laikotarpiui (Lietuvos... 1995: 13); 3) sumažėjusi VVP palūkanų norma aukcionuose; staigų VVP palūkanų normos kritimą lėmė tai, kad komerciniai bankai aukcionuose siūlė mažas palūkanų normas, konkuruoti su vietiniais komerciniais bankais galėjo tik užsienio investuotojai (Lietuvos... 1995: 22).

1994 m. balandžio 1 d. litą susiejus su JAV doleriu ir įsigaliojus Lietuvos Respublikos lito patikimumo įstatymui, Lietuvos bankas prarado galimybę taikyti klasikinės pinigų politikos priemones (išskyrus privalomas atsargas), kuriomis buvo daromas poveikis palūkanų normoms ir infliacijai.

1995 m. pabaigoje smarkiai pablogėjo Lietuvos bankų sistemos likvidumas. Kilus didelėms finansinėms problemoms Lietuvos akciniame inovaciniame ir „Litimpeks“ bankuose ir paskelbus jų moratoriumą, žmonės masiškai atsiėmė indėlius iš kitų bankų (Lietuvos... 1996: 14). Bankams prireikė laisvų lėšų ir centrinis bankas panaikino baudas už privalomųjų atsargų nevykdymą.

1995 m. palūkanų normos mažėjimo jau ne taip smarkiai. Per metus vidutinės metų terminuotųjų indėlių litais palūkanų normos nukrito tik 2,9 punkto – nuo 19,7 iki 16,8 proc. Pažymėtina tai, kad pirmojoje metų pusėje terminuotųjų indėlių palūkanų normos kilo ir tik nuo liepos jos ėmė mažėti. Terminuotųjų indėlių užsienio valiutomis palūkanų norma sumažėjo 1,1 proc. punkto. Paskolų litais vidutinė metų palūkanų norma sumažėjo 5,9 proc. punkto ir metų pabaigoje siekė 23,9 proc. Vidutinės metų paskolų užsienio valiuta palūkanų normos nukrito 13 proc. punktu ir metų pabaigoje buvo lygios 20,4 proc. (Lietuvos finansų rinkų apžvalga... 2003).

1995 m. pagrindinės palūkanų normos mažėjimo priežastys liko nepakitusios (Lietuvos... 1996: 13): 1) infliacijos lygis sumažėjo nuo 45,1 proc. 1994 m. iki 35,7 proc. 1995 m.; 2) VVP palūkanų normos dydis aukcionuose kilo iki liepos mėn. ir smarkiai ėmė mažėti antroje metų pusėje; 3) terminuotųjų indėlių ir paskolų palūkanų normos mažėjimui įtakos turėjo ir tai, kad didžiausi bankai turėjo gana pigių užsienio paskolų, kurios buvo gautos iš tarptautinių finansinių

organizacijų ir užsienio bankų; 4) 1995 m. balandžio mėn. privalomųjų atsargų norma sumažinta nuo 12 iki 10 proc.; tai padidino skolinamųjų lėšų kiekį bankuose.

1996 m. pradžioje, kaip ir 1995 m. pabaigoje, bankų likvidumas išliko nepatenkinamas. Lietuvos bankas, siekdamas padidinti komercinių bankų likvidumą, supirko iš jų VVP nominaliąją vertę. 1996 m. kovo mėn. VVP pasižymėjo labai maža paklausa. 1996 m. kovo mėn. Lietuvos Respublikos Seime buvo siūlomos Lito patikimumo įstatymo pataisos, kurios įtikino investuotojus, kad litas nebus devaluotas (Lietuvos... 1999: 18). Dėl šios priežasties investuotojai pradėjo pirkti VVP, jų paklausa padidėjo, tai sumažino palūkanų normas. Reikia pažymėti, kad siūlomos pataisos taip ir nebuvo priimtos, tačiau pasiektas politinis susitarimas dėl lito kurso stabilumo turėjo teigiamą įtaką finansų rinkai.

1996 m. vidutinės metų terminuotųjų indėlių palūkanos litais sumažėjo nuo 16,8 iki 11,1 proc., skirtumas sudarė 5,7 proc. punkto. Terminuotųjų indėlių užsienio valiutomis palūkanų norma sumažėjo nuo 13,1 iki 7,9 proc., skirtumas – 5,2 proc. punkto. Vidutinė metų paskolų litais palūkanų norma turėjo bendrą tendenciją mažėti. Per nagrinėjamus metus palūkanų norma nukrito 7,9 proc. punkto, tačiau kovo, liepos ir spalio mėn. pastebimas palūkanų normų kilimas.

Palūkanų normos kilimui 1996 m. įtakos turėjo keli veiksniai: 1) kovo mėn. palūkanų normos šuoliui įtakos turėjo bankų krizės padariniai; 2) visuomenės abejonės dėl stabilizacijos proceso; 3) visuomenės nepasitikėjimas bankais; 4) komercinių bankų likvidumo problemos sukėlė paskolų ir terminuotųjų indėlių palūkanų šuolį liepos mėn.; 5) gandai dėl lito devalvavimo ir valiutų valdybos modelio atsisakymo padidino palūkanų normas 1996 m. pabaigoje.

Palūkanų normos bendros mažėjimo tendencijos 1996 m. veiksniai buvo: 1) sumažėjęs infliacijos lygis šalyje iki 13,1 proc.; tai buvo pagrindinis nominaliųjų palūkanų normų mažėjimą lemiantis veiksnys; 2) politinių partijų bendradarbiavimas tariantis dėl lito stabilumo garantijų.

1997 m. vidutinės terminuotųjų indėlių litais metų palūkanų normos mažėjo. Nedideli palūkanų normų pakilimai buvo pastebėti tik gegužės ir lapkričio mėn. Palūkanų norma nukrito nuo 11,1 iki 6,00 proc. Vidutinė terminuotųjų indėlių užsienio valiutomis palūkanų norma sumažėjo nuo 7,9 proc. 1996 m. gruodžio mėn. iki 4,8 proc. 1997 m. gruodžio mėn.

Vidutinė paskolų litais palūkanų norma, nors ir išlaikė mažėjimo tendencijas, tačiau kito netolygiai. Pirmąjį pusmetį palūkanų norma kito priešingai praėjusiam mėnesiui. Rugpjūčio – spalio mėn. palūkanų norma mažėjo, o lapkričio ir gruodžio mėn. užfiksuotas 0,4 proc. punkto padidėjimas. Vidutinė paskolų užsienio valiutomis palūkanų norma taip pat mažėjo. Sausio – birželio mėn. ši palūkanų norma svyravo priešingai paskolų litais palūkanų normai. Liepos–lapkričio mėn. ir paskolų, ir indėlių palūkanų normos stabiliai mažėjo.

1997 m. palūkanų normos mažėjimą nulėmė šios priežastys, iš kurių dvi pirmosios – naujos: 1) stabilizuojantis palū-

¹ Infliacijos ir BVP rodikliai straipsnyje pateikti remiantis Statistikos departamento duomenimis (www.std.lt).

kanų normų padėčiai Lietuvoje vis didesnę įtaką turėjo užsienio investuotojai; 2) 1997 m. sėkmingai funkcionavo akcijų rinka, didžiosios Lietuvos įmonės sugebėjo pritraukti lėšų platindamos akcijas ir obligacijas užsienio investuotojams, tai neigiamai paveikė paskolų paklausą, o kartu ir sumažino nominaliąsias palūkanų normas (Lietuvos... 1998: 49); 3) kainų lygis šalyje ir toliau mažėjo bei pasiekė 8,4 proc. lygį.

Apibendrinant 1994–1997 m. laikotarpį, galima išskirti pagrindinį jo bruožą – palūkanų normų mažėjimą. 1994 m. lito susiejimas su JAV doleriu sumažino didelius iki tol buvusius skirtumus tarp palūkanų normų litais ir užsienio valiutomis. Mažėjanti infliacija, didėjančios užsienio investicijos teigiamai veikė pinigų rinkas, tačiau bankų krizės padariniai atsiliepė ir palūkanų normos lygiui. Nepaisant to, jau 1996–1997 m. ypač buvo ryškūs stabilizacijos procesai, kurie padidino pasitikėjimą Lietuvos finansų rinkomis ir sumažino palūkanų normas.

3.2. Terminuotųjų indėlių ir paskolų palūkanų normų analizė 1998–2001 m.

1998 m., palyginti su 1997 m. pabaiga, pastebimas palūkanų normos didėjimas. Metų pradžioje vidutinė paskolų litais metų palūkanų norma, palyginti su 1997 m. gruodžio mėn., pakilo 1,7 proc. punkto ir buvo lygi 13,7 proc. Sausio–balandžio mėn. palūkanų norma nukrito iki 11,4 proc. Gegužės ir birželio mėn. buvo pastebimas palūkanų normos kilimas, po kurio sekė staigus kritimas. Liepos mėn. paskolų litais palūkanų norma pasiekė mažiausią 10,8 proc. reikšmę. 1998 m. rugpjūčio–lapkričio mėn. paskolų palūkanų norma judėjo aukštyn ir tik gruodžio mėn. sumažėjo 1 proc. punktu bei pasiekė 12,6 proc. (Terminuotųjų...).

Analizuojant vidutinę terminuotųjų indėlių litais metų palūkanų normą 1998 m. matyti, kad kitimas nebuvo pastovus ir varijavo apie 0,5 proc. punktą. Lyginant 1997 m. ir 1998 m. gruodžio mėnesius, galima konstatuoti, kad palūkanų norma nukrito 0,4 proc. punkto.

Pagrindinis veiksnys, kuris sukėlė palūkanų normų kilimą, buvo Rusijos krizė. Rusijos rublio devalvavimas 1998 m. rugpjūčio 17 d. neigiamai paveikė finansų rinkas. Prasidėjusi Rusijos krizė sumažino terminuotųjų indėlių apimtį komerciniuose bankuose, nors masinio indėlių atsiėmimo ir buvo išvengta. Tai turėjo įtakos palūkanų normos kilimui. Situaciją pagerino 1998 m. gruodžio mėn. prasidėjęs Lietuvos gyventojų santaupų atkūrimas. Padidėjusi lėšų pasiūla sumažino palūkanų normas (Lietuvos... 1999: 82).

1999 m. vidutinė paskolų litais ir užsienio valiutomis metų palūkanų norma padidėjo. Paskolų litais palūkanų norma pasiekė 13 proc. (padidėjimas sudarė 0,4 proc. punkto). Pagrindinė palūkanų normų kilimo priežastis buvo dėl Rusijos krizės padidėjusi verslo rizika.

Terminuotųjų indėlių litais vidutinė metų palūkanų norma 1999 m. gruodžio mėn. buvo 5,6 proc. Per metus ji nukrito 0,4 proc. punkto. Terminuotųjų indėlių litais palūkanų nor-

mų kritimą lėmė dar 1998 m. prasidėjęs gyventojų santaupų atkūrimas. Lapkričio mėn. fiksuotas gana žymus 1,7 proc. punkto palūkanų normos pakilimas. Jo priežastis greičiausiai buvo ta, kad bankai, bijodami galimos 2000 m. datos problemos, norėjo padidinti savo likvidumą. Padidėjusi konkurencija tarp komercinių bankų ir sukėlė palūkanų normos už terminuotuosius indėlius šuolį. Vidutinės terminuotųjų indėlių eurais ir JAV doleriais metų palūkanų normos mažėjo. Palūkanų normos eurais sumažėjo nuo 2,8 iki 1,4 proc., JAV doleriais – nuo 4,5 iki 4,4 proc.

Vidutinės paskolų litais metų palūkanų normos 2000 m. sumažėjo nuo 13 iki 11,03 proc., paskolų JAV doleriais palūkanų norma nukrito nuo 11,75 iki 10,78 proc., eurais palūkanų normos sumažėjimas nebuvo toks didelis – nuo 8,95 iki 8,71 proc. Apskritai vidutinė paskolų užsienio valiutomis metų palūkanų norma nukrito nuo 11,45 iki 10,62 proc.

Vidutinės terminuotųjų indėlių litais palūkanų normos sumažėjo nuo 5,6 proc. 1999 m. gruodžio mėn. iki 3,37 proc. 2000 m. gruodžio mėn. Realiai situaciją galėjo iškraipyti įmonių iki 1 mėn. indėliai, kurie sudarė didelę dalį visų indėlių. Lietuvos įmonės trumpalaikius indėlius sėkmingai panaudojo likvidžioms lėšoms valdyti. Indėlių užsienio valiutomis palūkanų norma padidėjo 0,2 proc. punkto nuo 4,6 iki 4,8 proc. Šį kilimą galima paaiškinti tuo, kad 2000 m. kilo indėlių palūkanų normos JAV ir ES. Palūkanų kilimas minėtuose regionuose sukėlė terminuotųjų indėlių užsienio valiutomis palūkanų normų kilimą Lietuvoje.

2001 m. paskolos litais, eurais ir JAV doleriais atpigo. Vidutinė palūkanų norma už paskolas litais nukrito nuo 11,03 proc. iki 8,13 proc., eurais – nuo 8,7 proc. iki 5,45 proc., JAV doleriais – nuo 10,78 proc. iki 5,93 proc. 2001 m. pastebimas dar glaudesnis ryšys tarp paskolų palūkanų normų ir JAV bei euro zonos centrinių bankų bazinių palūkanų normų. Paskolų palūkanų normų mažėjimui įtakos turėjo ir padidėjusi konkurencija paskolų rinkoje, kurią rodo Hirschman-Herfindahl indekso² (HHI) kitimas. HHI per 2001 m. sumažėjo nuo 2 720 iki 2 434 (Lietuvos... 2004). Tam didžiausią įtaką turėjo užsienio bankų skyrių suteiktų paskolų dalis, kuri padidėjo nuo 5 proc. iki 10 proc.

Vidutinės terminuotųjų indėlių litais metų palūkanų normos sumažėjo nuo 3,37 iki 2,8 proc., JAV doleriais – net 2,9 proc. punkto ir pasiekė 1,95 proc. Tokiam palūkanų normų kritimui įtakos turėjo Federalinių rezervų banko reakcija į sulėtėjusią ekonomikos plėtrą, kuri pasireiškė bazinės palūkanų normos mažinimu.

Terminuotųjų indėlių ir paskolų palūkanų normų litais ir užsienio valiutomis skirtumai 1996–2001 m. nuolat mažėjo. Mažiausias skirtumas buvo tarp paskolų litais ir paskolų JAV doleriais palūkanų normų ir 2000 m. sudarė 1, o 2001 m. –

² HHI lygus rinkos dalių kvadratų sumai. Indekso reikšmės varijuoja intervale (0;10000]. Didesnė HHI reikšmė rodo mažesnę konkurenciją rinkoje.

1,2 proc. punkto (Lietuvos... 2003; Lietuvos finansų rinkų apžvalga... 2002).

Terminuotųjų indėlių rinkoje, kaip ir paskolų rinkoje, 2001 m. konkurencija padidėjo: HHI indeksas sumažėjo nuo 2 929 iki 2 790 (Lietuvos... 2004). Palyginus su paskolų rinka, galima daryti išvadą, kad konkurencija terminuotųjų indėlių rinkoje buvo mažesnė.

Apibendrinant 1998–2001 m. laikotarpį, reikia pažymėti, kad palūkanų normų mažėjimo tendencijos išliko, išskyrus 1999 m. pabaigą. Rusijos krizė ir rublio devalvacija padidino palūkanų normas 1999 m. Stiprėjanti konkurencija tarp komercinių bankų paskolų ir terminuotųjų indėlių rinkose buvo dar vienas veiksnys, dėl kurio mažėjo palūkanų normos. Infliacija 1998–1999 m. mažėjo, o 1999–2001 m. padidėjo. Kainų lygio kilimas neveikė palūkanų normų didėjimo. Didesnę įtaką palūkanų normų lygiui darė Federalinių rezervų banko ir euro zonos centrinių bankų bazinių palūkanų normų kaita.

3.3. Terminuotųjų indėlių ir paskolų palūkanų normų analizė 2002–2004 m.

2002 m. vidutinės terminuotųjų indėlių litais metų palūkanų normos sumažėjo nuo 2,8 iki 1,46 proc., JAV doleriais atitinkamai nuo 1,95 iki 1,21 proc. ir eurais – nuo 2,75 iki 2,31 proc. Šių palūkanų normų mažėjimą paveikė JAV ir euro zonos centriniai bankai, kurie bazines palūkanų normas sumažino 50 bazinių punktų, tačiau Lietuvoje terminuotųjų indėlių palūkanų normos sumažėjimas buvo didesnis (Terminuotųjų...).

Paskolų litais vidutinės metų palūkanų normos sumažėjo nuo 8,13 iki 6,08 proc. Paskolų JAV doleriais palūkanų norma sumažėjo 0,81 proc. punkto, t. y. nuo 5,93 iki 5,12 proc., tačiau jos mažėjimas nebuvo tolygus ir palūkanų norma dažnai kilo ir krito. Tokių palūkanų normos nepastovumą galima susieti su JAV dolerio kurso kritimu euro atžvilgiu. Paskolų eurais palūkanų norma sumažėjo nuo 5,45 iki 5,12 proc.

2002 m. vasario 2 d. litas buvo susietas su euru. Šis įvykis labai svarbus nagrinėjant palūkanų dinamiką, nes tai reiškia, kad tiek terminuotųjų indėlių, tiek paskolų palūkanų normoms vis didesnę įtaką turės Europos centrinio banko (ECB) bazinės palūkanų normos.

2003 m. terminuotųjų indėlių litais, JAV doleriais ir eurais palūkanų normos mažėjo. Vidutinė terminuotųjų indėlių litais metų palūkanų norma sumažėjo 0,29 proc. punkto. Terminuotųjų indėlių eurais palūkanų normos sumažėjo 0,7 proc. punkto. Tokio sumažėjimo priežastis yra ta, kad ECB 75 baziniais punktais sumažino bazinę palūkanų normą. Federalinių rezervų bankas bazinę palūkanų normą sumažino 25 baziniais punktais ir tai paveikė vidutinės terminuotųjų indėlių JAV doleriais metų palūkanų normos kritimą 0,35 proc. punkto.

2003 m. suteiktų paskolų litais vidutinė palūkanų norma sumažėjo labiausiai – 1 proc. punktu ir buvo didžiausia, t. y. 5,07 proc. Paskolos eurais atpigo 0,36, o JAV doleriais – 0,77 proc. punkto.

2004 m. vidutinės terminuotųjų indėlių litais ir eurais metų palūkanų normos pirmąjį pusmetį praktiškai nepakito. Nuo 2004 m. vidurio sustiprėjo lūkesčiai, kad ECB padidins palūkanų normas. Tai nulėmė nežymų palūkanų normų kilimą. Palūkanų norma už terminuotuosius indėlius litais iki spalio mėn. padidėjo 0,29, eurais – 0,15 proc. punkto. 2004 m. birželio 30 d. Federalinių rezervų bankas 25 baziniais punktais padidino palūkanų normą, terminuotųjų indėlių JAV doleriais palūkanų norma Lietuvoje pakilo 0,72 proc. punkto.

Vidutinės paskolų litais ir JAV doleriais metų palūkanų normos iki 2004 m. spalio mėn. didėjo. 2004 m. spalio mėn., lyginant su 2003 m. gruodžio mėn., palūkanų norma už paskolas litais išaugo 0,7 proc. punkto ir pasiekė 5,2 proc., atitinkamai JAV doleriais palūkanų norma padidėjo 1,9 proc. punkto. Didelis palūkanų normų už paskolas JAV doleriais pakilimas siejamas su padidėjusia JAV dolerio kurso rizika. Paskolų eurais palūkanų normos nedaug sumažėjo iki 4,07 proc., t. y. 0,18 punkto (Terminuotųjų...).

2002–2004 m. laikotarpiu paskolų ir terminuotųjų indėlių rinkoje išliko palūkanų normų mažėjimo tendencija, tačiau laikotarpio pabaigoje palūkanų normos šiek tiek pakilo, išskyrus nežymų paskolų eurais palūkanų normos sumažėjimą.

3.4. Palūkanų normos dinamikos 1994–2004 m. pagrindiniai bruožai ir ekonomikos ciklas

1994–2004 m. laikotarpiui būdingos palūkanų normų mažėjimo tendencijos. Išanalizavus pasirinktą laikotarpį galima teigti, kad teorinėje dalyje išdėstytos palūkanų normų kitimo priežastys realiai paveikė palūkanų normų lygį Lietuvoje. Vienas iš pagrindinių veiksmų, lėmusių palūkanų normos mažėjimą šiuo laikotarpiu, buvo kainų lygio sumažėjimas. Didelis infliacijos mažėjimas 1994–1999 m. atitinka palūkanų normų mažėjimo tendencijas. Rusijos krizė 1999 m. paskatino laukiamą infliaciją, todėl pakilo palūkanų normos, o kainų lygio padidėjimas matomas 2000–2001 m.

Išnagrinėjus nominaliųjų palūkanų normų kaitą, dėmesį reikia atkreipti ir į investuotojams daug svarbesnę realiąją palūkanų normą. Paskolų rinkoje realiosios palūkanų normos litais iki 1996 m. pabaigos buvo neigiamos, o vėliau – teigiamos. Realioji paskolų palūkanų norma 1996–1999 m. nuolat mažėjo. Padidėjimas 1999 m. susijęs su Rusijos krize ir dėl to išaugusia verslo rizika. Nuo 1999 m. paskolų realioji palūkanų norma mažėjo ir 2004 m. siekė 2,7% (Terminuotųjų...).

Lietuvos ekonomikos augimo (BVP didėjimo) 1994–1998 m. laikotarpis sutampa su palūkanų normų mažėjimu. 1999 m. BVP kritimo metu palūkanų norma padidėjo, o nuo 2000 m. BVP kylant palūkanų norma su nedidelėmis išimtimis vėl mažėjo. Galima daryti svarbią išvadą, kad šiuo laikotarpiu Lietuvos ekonominio ciklo ir palūkanų normos priklausomybė neatitinka teorinio ciklo dėsningumo. Manytume, kad taip atsitiko todėl, kad finansų rinkas veikė kiti daug stip-

resni veiksniai: infliacijos mažėjimas, investuotojų elgesys, JAV Federalinių rezervų banko ir ECB palūkanų normos ir kt.

3.5. Terminuotųjų indėlių ir paskolų palūkanų norių analizė 2005–2006 m.

2005–2006 m. laikotarpis išskiriamas todėl, kad nuo 2004 m. birželio 27 d. šalyje buvo įvestas valiutos kurso mechanizmas II – tai tik dar labiau sustiprino ECB nustatomų palūkanų normų įtaką šalies viduje esančioms indėlių ir paskolų palūkanų normoms. Kita svarbi priežastis yra susijusi su Lietuvos banko skelbiama statistine informacija: nuo 1992 m. gruodžio iki 2004 m. gruodžio mėn. skelbė paskolų ir indėlių statistiką, o nuo 2005 m. ją pakeitė pinigų finansų institucijų indėlių ir paskolų palūkanų normų statistika, kurios tiesiogiai nėra sulyginamos.

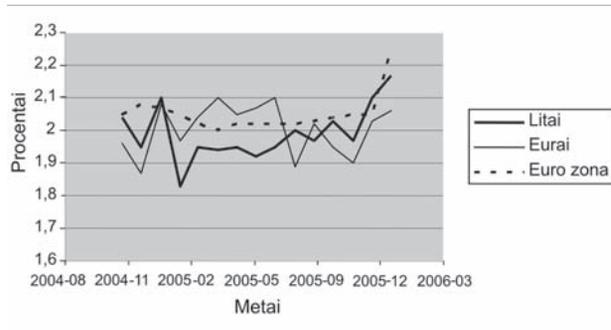
Analizuojant 2005 m. matyti, kad pirmus tris ketvirčius palūkanų normos kito nežymiai. Įmonių indėlių vidutinė palūkanų norma varijavo apie 0,27 proc. punkto, o namų ūkių – 0,42 (žr. 1 ir 2 pav.).

Metų paskutiniame ketvirtyje rinkos dalyviai numatė ECB planus didinti refinansavimo palūkanų normą ir tokie dalyvių lūkesčiai turėjo įtakos indėlių palūkanų normų didėjimui jau spalio mėn. Pagrindinių euro sistemos refinansavimo operacijų minimali siūloma palūkanų norma buvo padidinta 2005 m. gruodžio 1 d. 0,25 proc. punkto iki 2,25 proc. Palūkanų normų kėlimu ECB stengėsi vykdyti užsibrėžtą tikslą – palaikyti kainų stabilumą.

Remiantis Lietuvos banko duomenimis, vidutinė įmonių palūkanų norma eurais buvo 0,3 proc. punktais mažesnė, o namų ūkių 0,24 proc. punktais didesnė už euro zonos vidurkį (Terminuotųjų...). Iš 1 pav. matyti, kad per 2005 m. vidutinė įmonių palūkanų norma litais per metus padidėjo 0,34 proc. punkto, o eurais palūkanų norma padidėjo tik 0,09 bazinio punkto.

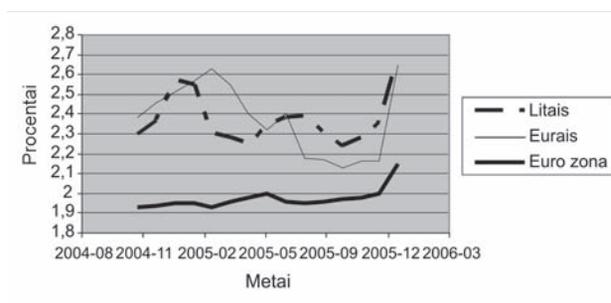
Vidutinės metų indėlių litais (ir įmonių, ir namų ūkių) palūkanų normos buvo lygios 2,1 proc., o eurais – 2,11 proc. Tokių palūkanų normų suvienodėjimą ekspertai aiškina tuo, kad 2004 m. buvo panaikintas atviros pozicijos eurais reikalavimas ir bankams nebeliko būtinybės indėlių litais ir eurais skirtingomis palūkanų normomis reguliuoti savo turto ir įsipareigojimų struktūros šiomis valiutomis (Lietuvos banko pranešimas... 2006a: 27).

Lyginant namų ūkių ir įmonių indėlių palūkanų normas (1 ir 2 pav.) matyti, kad įmonių indėlių palūkanų normos mažesnės už gyventojų. Skirtumas tarp vidutinių palūkanų normų už indėlius litais sudarė 0,3 proc. punkto, kadangi vidutiniai namų ūkių indėlių terminai buvo ilgesni už įmonių indėlių terminus. Sulyginus euro zonos ir Lietuvos namų ūkių palūkanų normas už indėlius eurais paaiškėjo, kad Lietuvoje jos buvo vidutiniškai 0,37 procentinio punkto aukštesnės. Tai galima aiškinti tuo, kad Lietuvos komerciniai bankai didėjantį paskolų portfelį finansuoja pritraukdami vis daugiau indėlių, o ne naudodamiesi alternatyviais lėšų pritraukimo šaltiniais.



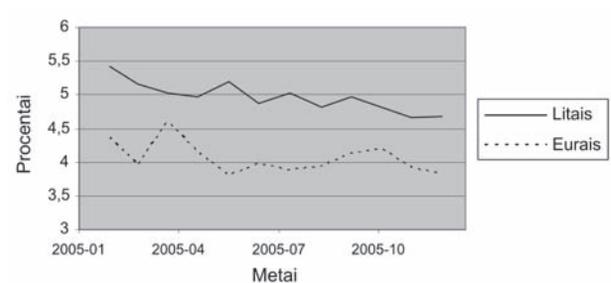
1 pav. Įmonių indėlių palūkanų normos Lietuvoje ir euro zonoje 2005 m.³

Fig. 1. Interest rates on deposits from corporations in Lithuania and Eurozone in 2005



2 pav. Namų ūkių indėlių palūkanų normos 2005 m.

Fig. 2. Interest rates on deposits from households in 2005



3 pav. Įmonių paskolų palūkanų normos 2005 m.

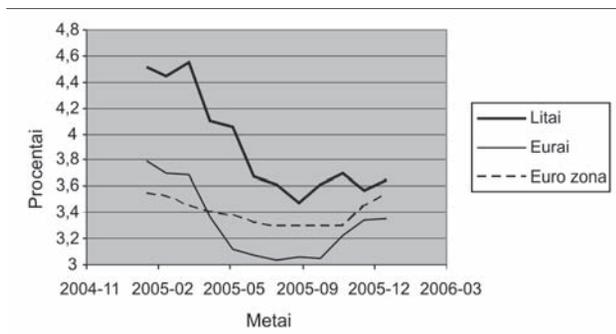
Fig. 3. Interest rates on loans to corporations in 2005

2005 m. įmonių paskolų palūkanų normos kito nedaug. Vidutinė įmonių paskolų palūkanų norma litais buvo 4,97, o eurais – 4,06 proc. Iš 3 pav. galime pastebėti, kad eurų ir litų palūkanų normų mažėjimo tendencijas 2005 m. Paskolų rinkos labai nepaveikė ECB 0,25 baziniais punktais padidinta bazinė palūkanų norma. Palūkanos ir litais, ir eurais padidėjo spalio mėn., bet po to tolydžiai mažėjo. Įmonių palūkanų normų eurais ir litais palūkanų normų mažėjimą galima būtų paaiškinti didėjusiu įmonių finansiniu patikimumu (Lietuvos banko pranešimas... 2006a: 32).

³ Visi paveikslai šiame darbe yra sudaryti autorių, remiantis Lietuvos banko pateikta palūkanų normų statistine medžiaga.

Daug stipriau būsiami euro įvedimo 2007 m. lūkesčiai (kurie vėliau nepasiteisino) atsiliepė gyventojų paskolų rinkoje. Namų ūkių paskolų litais portfelis per metus padidėjo tik apie 50 proc., o paskolų portfelis eurais išaugo 150 proc. Kita vertus, su paplitusiu teiginiu, kad būtent euro zonos narystės lūkesčiai ir buvo pagrindinė priežastis, vertusi gyventojus daug dažniau rinktis paskolas euras nei litais, galima ir nesutikti. Kaip matyti iš 4 pav., būtent paskolų būstui eurais palūkanų normos buvo 0,5 proc. punkto mažesnės už tokias pat paskolas litais. Nors pusės procentinio punkto skirtumas ir nėra labai didelis, tačiau gyventojai, imantys paskolas būstui, yra labai jautrūs palūkanų normoms ir net 0,5 proc. punkto skirtumas jiems padeda apsispręsti, kuria valiuta imti paskolą.

Lietuvos banko duomenimis, mažiau kaip 1 proc. gyventojų imdami paskolas fiksuoja palūkanų normas ilgesniam nei 1 metų laikotarpiui. Euro zonos šalyse daugumos paskolų palūkanų normos fiksuojamos ilgesniam nei vienerių metų laikotarpiui.



4 pav. Namų ūkių paskolų būstui įsigyti vidutinė palūkanų norma 2005 m.

Fig. 4. Interest rates on loans to households for house purchase in 2005

Iš 4 pav. matyti, kad palūkanų norma eurais nuo balandžio mėn. nukrito žemiau euro zonos lygio ir atsidūrė prie labai žemos 3 proc. ribos. Tokią žemą palūkanų normą galima paaiškinti ir tuo, kad komerciniai bankai iki 2005 m. pabaigos taikė specialias akcijas, kai klientui reikėjo sumokėti tik tarpbankines palūkanų normas be papildomos maržos (Lietuvos banko pranešimas... 2006a: 33).

2005 m. ketvirtame ketvirtyje palūkanų normai įtaką darė keli veiksniai: dėl ECB bazinės palūkanų normos didinimo kilo tarpbankinės palūkanų normos, o kartu tai turėjo įtakos paskolų palūkanų normų augimui. Kitas veiksnys buvo bankų aštrėjančios konkurencijos pasekmė – mažinamos maržos. Lietuvos banko duomenimis, paskolų maržos litais per 2005 m. sumažėjo 0,9, o paskolų eurais – 0,8 proc. punkto. Kaip matyti iš 4 pav., lūkesčiai dėl ECB palūkanų normos didinimo buvo pastebėti jau spalio mėn., ir jie pasireiškė stipriau nei palūkanų maržos mažinimas. Dėl šios priežasties

metų pabaigoje matomas palūkanų normų ir eurais, ir litais padidėjimas, nors, lyginant su metų pradžia, palūkanos liko gana sumažėjusios: litais – 0,87, eurais – 0,43 proc. punkto. Svarbu pažymėti ir tai, kad metų pabaigoje pastebimas aiškus palūkanų normų litais ir eurais skirtumo sumažėjimas, kuris buvo integracijos į euro zoną lūkesčių pasekmė.

Vartojimo paskolų palūkanų normų kaitą lėmė panašūs veiksniai kaip ir būsto paskolų atveju. Palūkanų normos litais buvo daug aukštesnės už atitinkamas palūkanų normas eurais. Nors eurais palūkanų normos nukrito 0,66 proc. punkto, o litais 3 proc. punktais, tačiau jos išliko kur kas didesnės (Lietuvos banko pranešimas... 2006a; Terminuotųjų...). Įdomu tai, kad palūkanų normos euro zonoje yra gerokai didesnės už palūkanų normas eurais Lietuvoje. Tai galima paaiškinti tuo, kad euro zonos šalyse yra populiarūs kreditinės kortelės perviršio paslauga, o palūkanų normos už šią paslaugą yra aukštesnės nei vartojimo paskolos.

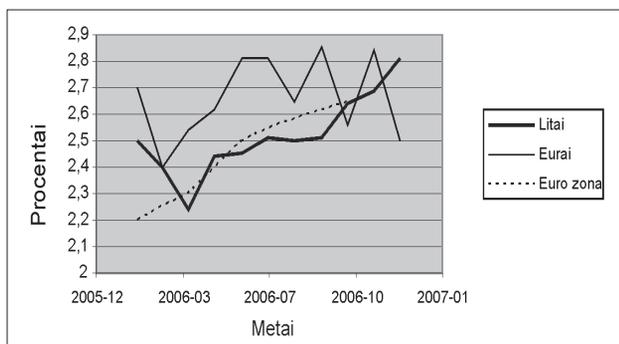
2006 m., skirtingai nei 2005 m., buvo pastebimos palūkanų normų didėjimo tendencijos. 2006 m. išsiskyrė taip pat dar ir tuo, kad net penkis kartus ECB valdančioji taryba kėlė bazinę palūkanų normą⁴.

Per nagrinėjamus metus įmonių indėlių palūkanų norma padidėjo 0,76 proc. punkto. Pirmojo pusmečio lėtas palūkanų normų augimas aiškinamas dar ir tuo, kad įmonės grąžino dideles prekybos skolas, kurios bendroje sumoje sudarė 868 mln. litų, taip pat nemažai lėšų buvo skirta darbo užmokesčiui išmokėti (Lietuvos banko pranešimas... 2006b: 25). Dėl šių priežasčių didesnioji dalis įmonių piniginių aktyvų buvo laikomi trumpalaikių indėlių pavidalu. ECB 2006 m. palūkanų normas didino 0,25 proc. punkto kovo, birželio, rugpjūčio, spalio ir gruodžio mėn. Euro zonos palūkanų normos į tokius centrinio banko veiksmus sureagavo greitai ir stipriai (palūkanų norma euro zonoje staigiai šoktelėjo 0,5 proc. punkto).

Gyventojų indėlių palūkanų normų dinamika šiais metais buvo daug intensyvesnė nei praėjusiais. Palūkanų normos litais, išskyrus staigų kritimą kovo mėn., nuolat kilo. Kritimą kovo mėn. galima paaiškinti tuo, kad nagrinėjama vidutinė palūkanų norma susideda iš skirtingų terminų palūkanų normų. 2006 m. per vasario ir kovo mėn. indėliai iki 1 mėn. padidėjo nuo 117 mln. Lt iki 376 mln. Lt (Terminuotųjų...). Kadangi šių indėlių terminas yra trumpiausias, tai ir palūkanų norma taip pat yra mažiausia. Dėl stipriai išaugusios šių indėlių apimties sumažėjo vidutinė palūkanų norma. Pastovus palūkanų normos kilimas buvo susijęs su kylančiu kainų lygiu, ECB didinamomis palūkanų normomis.

Palūkanų norma eurais kito dažnai ir sunkiai prognozuojamai. Nuo metų pradžios ji krito iki kovo mėn. (kovo mėn. ECB padidino bazinę palūkanų normą). Tolesnė namų ūkių indėlių eurais palūkanų normų kaita buvo labiau veikiamą to

⁴ Paskutinį kartą 2006 m. palūkanų norma padidinta gruodžio pradžioje, tačiau rinkos lūkesčiai pasireiškė jau spalio pabaigoje.



5 pav. Namų ūkių indėlių palūkanų normos 2006 m.

Fig. 5. Interest rates on deposits from households in 2006

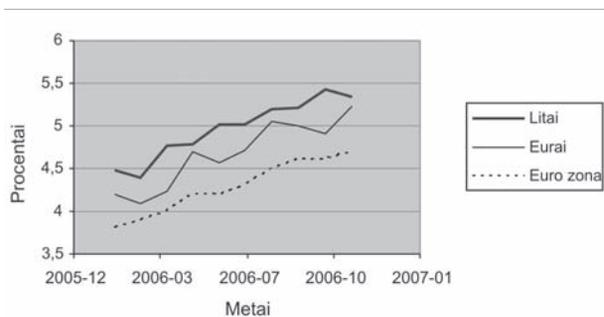
fakto, kad Lietuva netaps (netapo) euro zonos nare. Taip teigti galima pažvelgus į 5 pav., kuriame matyti, kad centrinio banko palūkanų normų pakėlimo nagrinėjamos palūkanų normos arba reagavo silpnai, arba greitu laiku vėl grįždavo į pradinę poziciją. Pakito indėlių struktūrinė išraiška: po birželio mėn. bendra indėlių apimtis eurais sumažėjo 61 proc. (Terminuotųjų...).

Įmonių paskolų sektoriuje palūkanų normos taip pat augo ir litais, ir eurais (6 pav.). Neigiamas sprendimas dėl euro įvedimo paveikė ir paskolų rinką: daugelis įmonių dažniau rinkosi paskolas litais nei eurais, nes paskolų skirtingomis valiutomis palūkanų normų skirtumas labai sumažėjo dėl palūkanų maržos litais mažinimo.

Paskolos būstui įsigyti yra labiausiai susijusios su tarpbankinėmis palūkanų normomis. ECB keliant bazinę palūkanų normą 2006 m. sparčiai augo ir tarpbankinės palūkanų normos, o su jomis kartu ir vidutinės palūkanų normos būstui įsigyti. Vidutinės palūkanų normos litais per analizuojamus metus išaugo net 1,11, eurais – 1,27 proc. punkto. Prie palūkanų normų kilimo priežasčių galime priskirti ir infliacijos augimą. 2005 m. kainų lygis pakilo 2,7 proc., ir daugelis finansų analitikų jau 2006 m. pradžioje prognozavo, kad infliacija šalyje bus didesnė kaip 3,5 proc. Lietuvos banko teigimu, komerciniai bankai nustojo mažinti palūkanų maržas, kurios per 2005 m. buvo rekordiškai sumažėjusios (Lietuvos banko pranešimas... 2005b: 31). Gyventojai taip pat daug gausiau ėmė skolintis litais nei eurais.

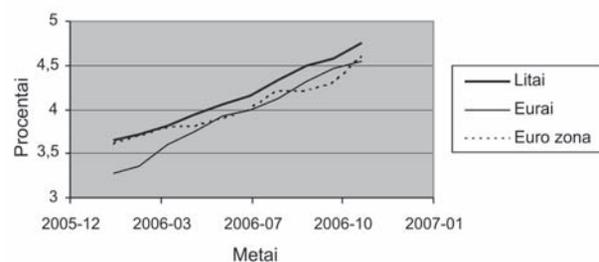
Vartojimo paskolų litais vidutinės palūkanų normos 2006 m. padidėjo 1,6 proc. punkto ir eurais 0,6 proc. punkto, nors jų teikimo sąlygas bankai švelnino (Lietuvos banko pranešimas... 2006a; Terminuotųjų...).

Apibendrinant šį skyrelį galima padaryti keletą išvadų: palūkanų normos 2005 m. mažėjo ir tik metų gale ECB paskelbus apie refinansavimo palūkanų normos didinimą jos padidėjo; 2006 m. palūkanų lygis augo ir to priežastys buvo kelios: 1) net penkis kartus padidinta bazinė palūkanų norma, 2) auganti infliacija šalyje, 3) Lietuvos neįstojimas į euro zoną ir su tuo susijęs lūkesčių pasikeitimas (7 pav.).



6 pav. Įmonių paskolų palūkanų normos 2006 m.

Fig. 6. Interest rates on loans to corporations in 2006



7 pav. Būsto paskolų palūkanų normos 2006 m.

Fig. 7. Interest rates on house purchase loans in 2006

4. Veiksnių poveikio palūkanų normoms kiekybinis įvertinimas ir palūkanų normų kitimo prognozė

Kiekybiškai įvertinsime, kiek konkretūs veiksniai veikė palūkanų normų lygį Lietuvoje. Ryšiai tirti naudojami jau anksčiau išskirti veiksniai (infliacija, BVP, šalies skolinimosi reitingai, ECB palūkanų normos) ir vidutinės paskolų ir indėlių palūkanų normos litais ir eurais⁵. Ryšio stiprumui nustatyti naudojamas koreliacijos koeficientas, o poveikio laipsniui įvertinti – determinacijos koeficientas⁶. Skaičiavimams panaudoti 1996–2006 m. laikotarpio duomenys. Autorių atliktų skaičiavimų rezultatai pateikti lentelėje⁷.

Infliacijos kitimas, kaip matyti iš lentelės, įtakos turėjo ir indėlių bei paskolų kainai nacionaline valiuta. Ryšį rodantis koreliacijos koeficientas yra aukštas: indėlių litais jis siekia net 0,94, o paskolų litais – 0,91. Įdomus rezultatas gautas apskaičiavus paskolų ir indėlių eurais palūkanų normos ir infliacijos ryšio koeficientus. Remdamiesi gautais rezultatais galime daryti prielaidą, kad infliacijos kitimas Lietuvoje nebuvo pagrindinis veiksnys, lėmęs atitinkamas palūkanų normų eurais tendencijas.

⁵ Vidutinės palūkanų normos yra apskaičiuojamos atsižvelgiant į konkrečių palūkanų dalį bendrame portfelyje.

⁶ Tiriamas tiesinis ryšys su 95 % patikimumo lygiu.

⁷ R – koreliacijos koeficientas; R² – determinacijos koeficientas.

Palūkanų normos kaitos priklausomybė nuo pagrindinių veiksnių 1996–2006 m.

Interest rate dynamics dependence on main factors in 1996–2006

Vidutinė palūkanų norma	Infliacija*	BVP**	Fitch Ratings reitingas**	ECB palūkanų norma*
Indėliai litais	$R = 0,94$ $R^2 = 0,88$	$R = 0,80$ $R^2 = 0,64$	$R = 0,62$ $R^2 = 0,38$	$R = 0,95$ $R^2 = 0,90$
Indėliai eurais	$R = 0,21$ $R^2 = 0,04$		$R = 0,50$ $R^2 = 0,25$	$R = 0,89$ $R^2 = 0,79$
Paskolos litais	$R = 0,91$ $R^2 = 0,83$	$R = -0,90$ $R^2 = 0,81$	$R = 0,55$ $R^2 = 0,30$	$R = 0,66$ $R^2 = 0,44$
Paskolos eurais	$R = 0,42$ $R^2 = 0,18$		$R = 0,44$ $R^2 = 0,19$	$R = 0,87$ $R^2 = 0,76$

Koeficientams apskaičiuoti naudoti: *mėnesių; **metų rodikliai (Terminuotųjų...; Lietuvos pinigų...; Infliacijos lygis...; Lietuvos makroekonomikos apžvalga... 2006; Lietuvo makroekonomikos rodikliai; Europos...; Lietuvos kredito reitingų raida).

Kaip buvo minėta, palūkanų normos ir BVP Lietuvoje kito priešingomis kryptimis. Atlikti apskaičiavimai rodo, kad koreliacijos koeficientas yra lygus $-0,9$, t. y. kad priklausomybė yra atvirkštinė. Pats ryšys yra stiprus, o poveikio laipsnis didelis. Tai dar kartą patvirtina, kad analizuojamu laikotarpiu Lietuvoje galiojo atvirkštinė stipri BVP ir palūkanų normų priklausomybė arba kad kiti veiksniai turėjo daug didesnę įtaką palūkanų normų lygiui nei BVP augimas.

Kredito reitingai, kaip matome iš gautų apskaičiavimų, neturėjo lemiamos įtakos palūkanų normų dinamikai. Koreliacijos koeficientai buvo apie $0,5$, tai parodo vidutinio stiprumo priklausomybės ryšį tarp kintamųjų; poveikio laipsnis nedidelis ($0,25$).

Didžiausi koreliacijos koeficientai, gauti šio tyrimo metu, yra tarp ECB bazinės palūkanų normos ir palūkanų normų Lietuvoje. Stipriausias ryšys fiksuotas tarp bazinės palūkanų normos ir indėlių litais palūkanų normos. Netikėtai žemas koreliacijos koeficientas gautas tarp nagrinėto veiksnio ir paskolų litais palūkanų normos. Tai patvirtina jau anksčiau nurodytus faktus, kad paskolų litais palūkanų normoms 2004–2006 m. daugiau įtakos turėjo komercinių bankų maržų keitimai (jos per minėtą laikotarpį dažniau buvo mažinamos) nei ECB veiksmas, susijęs su palūkanų normos keitimu.

Kaip matyti iš atlikto ryšio tyrimo, didžiausią įtaką palūkanų normų lygiui Lietuvoje turi infliacija ir ECB priimami sprendimai.

Atsižvelgdami į makroekonominės tendencijas ir prognozes ES bei euro zonoje ir Lietuvoje, remdamiesi ekonometriniais skaičiavimais pamėginsime įvertinti galimus palūkanų normų pokyčius 2007 m.

Žvelgiant į infliacijos prognozes 2007 m. Lietuvoje matyti, kad kainų lygio kilimui turės ne tik pasaulinės energetinių išteklių kainų tendencijos, bet ir vyriausybės priimami sprendimai, pirmiausia mokesčių ir darbo užmokesčio srity-

je. Gražinti rubliniai indėliai galėtų būti veiksnys, nulemsiantis skolinamų lėšų pasiūlos didėjimą. Šie veiksniai neabejotinai turės poveikį kainų lygio kilimui, kuris gali ir viršyti ekspertų prognozes.

Palūkanų normas Lietuvoje 2007 m. veiks dvi pagrindinių veiksnių grupės. Palūkanų normų *kilimą* paveiks: ECB didinama palūkanų norma, vyriausybės politika, skatinanti vartojimo apimtį augimą, didėjanti infliacija šalyje, žemesni Lietuvos skolinimosi reitingai. Palūkanų normų *mažėjimą* paveiks: auganti skolinamųjų lėšų pasiūla, mažinamos bankinės maržos. Pastarųjų metų palūkanų normų dinamikos analizė, koreliacijos koeficientų apskaičiavimai įrodė, kad kuo toliau, tuo labiau palūkanų normos Lietuvoje priklauso nuo ECB sprendimų. Tikint, kad ECB 2007 m. ir toliau aktyviai vykdys antiinfliacinę politiką, o ne sieks pagyvinti ekonominį augimą, palūkanų normos euro zonoje ir toliau kils.

Prognozuojant, kad ECB refinansavimo palūkanų normą pakels $0,25$ – $0,5$ bazinio punkto, o Lietuvos vyriausybė įvykdys mokesťines reformas, ir metų infliacija Lietuvoje pasieks $4,5$ proc., galima prognozuoti, kad palūkanų normos Lietuvoje 2007 m. išaugs vidutiniškai $0,4$ – $0,7$ proc. punkto. Toks palūkanų normų kilimas greičiausiai turės įtakos būsto paskolų rinkai, nes kaip buvo minėta, imantys paskolas būstui gyventojai jautriausiai reaguoja į palūkanų normų pokyčius. 2007 m., kaip ir 2006 m., realiosios palūkanų normos už indėlius greičiausiai išliks neigiamos, nes palūkanų normų padidėjimas neviršys padidėjusios infliacijos šalyje. Kad vidutinė palūkanų norma už indėlius taps teigiama, yra mažai galimybių, nes Lietuvos pinigų politika yra priklausoma nuo ECB priimamų sprendimų, tačiau atskiruose komerciniuose bankuose palūkanų normos už indėlius gali ir viršyti infliacijos normą. Tokiu atveju realioji palūkanų norma tuose bankuose taptų teigiama.

5. Išvados

Apibendrinant palūkanų normų dinamikos ir jos veiksnių analizę Lietuvoje, galima padaryti keletą esminių išvadų:

- 1994–1997 m. pastebimas didžiausias palūkanų normų kritimas, kai palūkanų norma sumažėjo 70 – 80 proc. punktu. Pagrindinės priežastys, lėmusios tokį staigų palūkanų normų kritimą, buvo: infliacijos lygio mažėjimas, mažinama privalomųjų atsargų norma, lito stabilumo garantijos.
- 1998–2001 m. palūkanų normos kito dažnai – tiek didėjimo, tiek mažėjimo kryptimis. Pagrindinė priežastis – Rusijos krizės sukeltas ekonominis nestabilumas šalyje. Nepaisant Rusijos krizės sukeltų pasekmių, palūkanų normų mažėjimo tendencija ir toliau išliko.
- Terminuotųjų indėlių ir paskolų skirtumai tarp palūkanų normų litais ir užsienio valiutomis 1996–2001 m. laikotarpiu nuolat mažėjo.
- HHI indeksas, parodantis konkurencijos lygį rinkoje, ir paskolų, ir terminuotųjų indėlių rinkoje nuola-

- tos mažėjo, o tai reiškia, kad konkurencija šiose rinkose stiprėjo.
5. Realioji paskolų palūkanų norma buvo neigiama iki 1996 m., o nuo 1996 m. – teigiama. Nuo 1996 m. ji tolydžio didėjo ir didžiausią reikšmę (12,7 proc.) pasiekė 1999 m. Nuo 1999 m. realioji paskolų palūkanų norma po truputį mažėjo ir 2004 m. buvo lygi 2,7 proc. Realiosios palūkanų normos išaugimas gali būti siejamas su padidėjusia besiskolinančiųjų rizika, o jos mažėjimui įtakos darė mažėjanti infliacija.
 6. 2005 m. pasireiškė palūkanų normų didėjimo tendencijos, kurios nebuvo būdingos iki tol nagrinėtiems laikotarpiams. Namų ūkių terminuotųjų indėlių palūkanų normos per metus padidėjo 0,42 proc. punkto.
 7. Per 2005–2006 m. ECB siekdamas pagrindinio tikslo (palaikyti kainų stabilumą), net penkis kartus padidino refinansavimo operacijų minimalią palūkanų normą. Tai lėmė palūkanų normų augimą Lietuvoje.
 8. Lūkesčiai, kad bus įvestas euras, paskatino ir imones, ir namų ūkius prisiimti finansinius įsipareigojimus eurai. Paskolų eurai portfelis per 2005 m. augo tris kartus sparčiau nei nacionaline valiuta, tačiau Lietuvai neprisijungus prie euro zonos, skolinančių eurai žmonių skaičius sumažėjo.
 9. Tik mažiau nei 1 proc. namų ūkių Lietuvoje imdami paskolas fiksuoja palūkanų normas ilgesniam nei vienerių metų laikotarpiui. Tai rodo, kad besiskolinantieji nemano, kad palūkanų norma artimiausiu metu labai kils.
 10. 2006 m. palūkanų normos augo ir to priežastys yra penkis kartus padidinta bazinė palūkanų norma, auganti infliacija šalyje, Lietuvos neįstojimas į euro zoną.
 11. Lietuvos terminuotųjų indėlių ir paskolų vidutinių metų palūkanų normų kaitos analizė patvirtino palūkanų normų priklausomybę nuo infliacijos lygio, tačiau nuo 2004 m. infliacijos įtaka yra mažesnė. Tai įrodo ir realiosios palūkanų normos, kurios 2006 m. buvo neigiamos.
 12. Palūkanų normų dinamikos analizė 1994–2006 m. rodo, kad Lietuvoje BVP lygiui kylant, palūkanų norma krinta ir atvirkščiai. Taip atsitiko dėl didesnės kitų veiksnių įtakos. Koreliacijos koeficientas taip pat parodė stiprią atvirkštinę priklausomybę. Lietuvos atvejis šiuo laikotarpiu neatitinka ekonomikos ciklo ir palūkanų normų priklausomybės teorinio dėningumo.
 13. ECB bazinių palūkanų normų kaita turėjo didelę įtaką vidutinėms terminuotųjų indėlių ir paskolų palūkanų normoms.
 14. Koreliacijos ir determinacijos koeficientų apskaičiavimai rodo, kad didžiausia priklausomybė yra tarp indėlių palūkanų normos litais ir infliacijos bei indė-

lių palūkanų normos litais bei ECB nustatomos bazinės palūkanų normos.

15. Palūkanų normos 2007 m. ir toliau turėtų augti, vidutinis palūkanų normų augimas per metus turėtų sudaryti 0,4–0,7 proc. punkto. Šis pakilimas galėtų sumažinti skolinančių būstui žmonių skaičių, nors paskolos būstui ir toliau bus aktualios. Vidutinės realiosios palūkanų normos indėliams ir toliau išliks neigiamos.

Literatūra

- Douch, N. 1998. *Managing Interest Rate Risk*. Paris: ICC Publishing S. A. 98 p.
- Europos centrinio banko pranešimai apie palūkanų normų padidinimą. Prieiga per internetą: <www.ecb.eu>.
- Garbaravičius, T.; Kuodis, R. 2002. Lietuvos finansų sektoriaus struktūra ir funkcionavimas, *Pinigų studijos* 1: 18–47.
- Infliacijos lygis Lietuvoje: Statistikos departamento pateikta informacija. Prieiga per internetą: <http://www.std.lt>.
- Jasienė, M. 2002. Palūkanų normos ir palūkanų normų rizika, *Ekonomika* 60(2): 49–61.
- Jasienė, M. 1998. *Palūkanų normos rizikos valdymas*. Vilnius: LBDFI. 59 p.
- Kidwell, D. S.; Peterson, R. L.; David, W.; Blackwell, D. W. 1993. *Financial Institutions, Markets, and Money*. Fort Worth: The Dryden Press. 840 p.
- Koch, T. W. 1995. *Bank Management*. Fort Worth: The Dryden Press. 947 p.
- Koch, T. W.; MacDonald, S. S. 2000. *Bank Management*. Fort Worth: The Dryden Press. 960 p.
- Laumenskaitė, E. 1997. Pinigai ir požiūris į pinigus Lietuvos Didžiojoje Kunigaikštystėje, *Pinigų studijos* 2: 5–14.
- Laumenskaitė, E. 1999. Lietuvos ekonominė mintis XVI a. pabaigoje–XVII a. pradžioje, *Pinigų studijos* 3: 48–56.
- Lietuvos banko 1994 metų ataskaita. 1995. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 1995 metų ataskaita. 1996. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 1996 metų ataskaita. 1997. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 1997 metų ataskaita. 1998. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 1998 metų ataskaita. 1999. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 1999 metų ataskaita. 2000. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 2000 metų ataskaita. 2001. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 2001 metų ataskaita. 2002. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 2002 metų ataskaita. 2003. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko 2003 metų ataskaita. 2004. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko pranešimas apie Lietuvos banko pagrindinio tikslo įgyvendinimą, funkcijų vykdymą ir bankų sistemos būklę

- 2004 m. Teikiamas Lietuvos Respublikos Seimui. 2005a. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko pranešimas apie Lietuvos banko pagrindinio tikslo įgyvendinimą, funkcijų vykdymą ir bankų sistemos būklę 2005 metų pirmąjį pusmetį. Teikiamas Lietuvos Respublikos Seimui. 2005b. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko pranešimas apie Lietuvos banko pagrindinio tikslo įgyvendinimą, funkcijų vykdymą ir bankų sistemos būklę 2006 metų pirmąjį pusmetį. Teikiamas Lietuvos Respublikos Seimui. 2006a. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko pranešimas apie Lietuvos banko pagrindinio tikslo įgyvendinimą, funkcijų vykdymą ir bankų sistemos būklę 2006 metų pirmąjį pusmetį. Teikiamas Lietuvos Respublikos Seimui. 2006b. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos finansų rinkų apžvalga 2001 m.* 2002. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos finansų rinkų apžvalga 2002 m.* 2003. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos finansų rinkų apžvalga 2003 m.* 2004. Vilnius: Lietuvos bankas.
- Lietuvos banko mėnesinis biuletenis.* 2006/10. Vilnius: Lietuvos bankas. Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/lt/leidiniai/menesinis/men06_10.pdf>.
- Lietuvos banko mėnesinis biuletenis.* 2006/11. Vilnius: Lietuvos bankas. Prieiga per internetą: <<http://www.lb.lt/lt/leidiniai/menesinis/menesinis.pdf>>.
- Lietuvos pinigų rinkos rodiklių statistika.* Lietuvos bankas. Prieiga per internetą: <<http://www.lb.lt/lt/statistika/index.htm>>.
- Lietuvos makroekonomikos apžvalga 1(25).* 2006 m. rugsėjis. SEB Vilniaus bankas AB. Prieiga per internetą: <<http://www.seb.lt/pdf/lt/lma25.pdf>>.
- Lietuvos makroekonominiai rodikliai.* Lietuvos statistikos departamentas. Prieiga per internetą: <<http://www.std.lt>>.
- Lietuvos kredito reitingų raida.* LR finansų ministerija. Prieiga per internetą: <<http://www.finmin.lt/finmin/>>.
- Rutkauskas, A. V. 1998. *Finansų rinkos ir institucijos.* Vilnius: Technika. 420 p.
- Mishkin, F. 2004. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets.* Seventh Edition. Addison-Wesley. 679 p.
- Terleckas, V. 1997. *Lietuvos bankas 1922–1943 m.* Vilnius: Lietuvos bankas. 263 p.
- Terleckas, V. 2000. *Lietuvos bankininkystės istorija 1918–1941.* Vilnius: Lietuvos bankas. 445 p.
- Terleckas, V. 1992. *Pinigai Lietuvoje 1915–1944.* Vilnius: Lietuvos rašytojų sąjungos leidykla. 196 p.
- Terminuotųjų indėlių ir paskolų palūkanų normos.* Prieiga per internetą: <<http://www.lbank.lt>>.
- Uosis, S. 1994. Tai privalome visi žinoti: rinkos palūkanos ir jų paradoksai Lietuvoje, *Vakarinės naujienos*, 1994 06 14, Nr. 113.

Meilė JASIENĖ. Doctor of Social Science. Associate Professor. Head of Department of Finance, Vilnius University. Research interests: banking, financial markets.

Giedrius ČAPSKAS. Master of Economics. Research interests: banking, financial markets.