

Dr. Gitanas Nausėda
SEB banko prezidento patarėjas
2010 m. kovo 23 d.

S|E|B

10
metų

**Lietuvos ekonomika 2010 metais:
kvėpuoti bus lengviau, bet ne
visiems...**

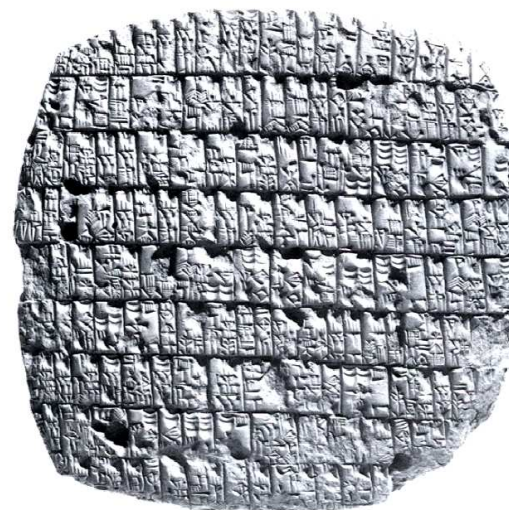
Deja vu dešimtmetį švenčiančios „Lietuvos makroekonomikos apžvalgos“ puslapiuose

Nr. 1, 2000 m. BALANDIS

Šiuo metu A. Kubiliaus vadovaujama koalicinė Tėvynės sąjungos ir Krikščionių demokratų partijos Vyriausybė turi stiprią Seimo valdančiosios daugumos paramą, kuri padeda įgyvendinti nepopuliarias taupymo priemones

<...>

Nors Vyriausybės ekonominės politikos prioritetas yra išdo konsolidavimas, griežtas taupymo režimas vis labiau konfliktuoja su poreikiu rinkimų metais priimti populiarius sprendimus.



2010 m. kovas, Nr. 39

Svarbiausia didesnio užsienio vertintojų pakantumo priežastis yra ta, kad jie, kaip ir A. Kubiliaus komanda, didžiausią prioritetą skiria makroekonominės situacijos suvaldymui ir fiskaliniam konsolidavimui

<...>

Blogiausia, kas gali atsitikti A. Kubiliui ir jo vadovaujamai vyriausybei – sužlugti iki tol, kol plačioji visuomenė galės įvertinti priežastinį ryšį tarp sudėtų aukų ir ekonomikos atsigavimo.

Deja vu dešimtmetį švenčiančios „Lietuvos makroekonomikos apžvalgos“ puslapiuose

Nr. 1, 2000 m. BALANDIS

Tolesnė šalies ūkio raida daugiausia priklausys nuo svarbiausių eksporto rinkų - Europos Sąjungos, Rusijos bei kitų Baltijos valstybių ekonomikos perspektyvų. Padidėjus eksporto pajamoms, pamažu atgytų 1998-1999 m. smukusi vidaus agreguota paklausa, kuri savo ruožtu pagyvintų gamybą ir į šalies rinką orientuotuose ūkio sektoriuose.

2010 m. kovas, Nr. 39

<...> antrosios praėjusių metų pusės BVP raida yra panaši į 1999–2000 m. pradžios makroekonominės tendencijas, kuomet eksportas pradėjo įsibėgėti vidaus rinkai tebesant nuosmukio arba, geriausiu atveju, sąstingio stadijoje.



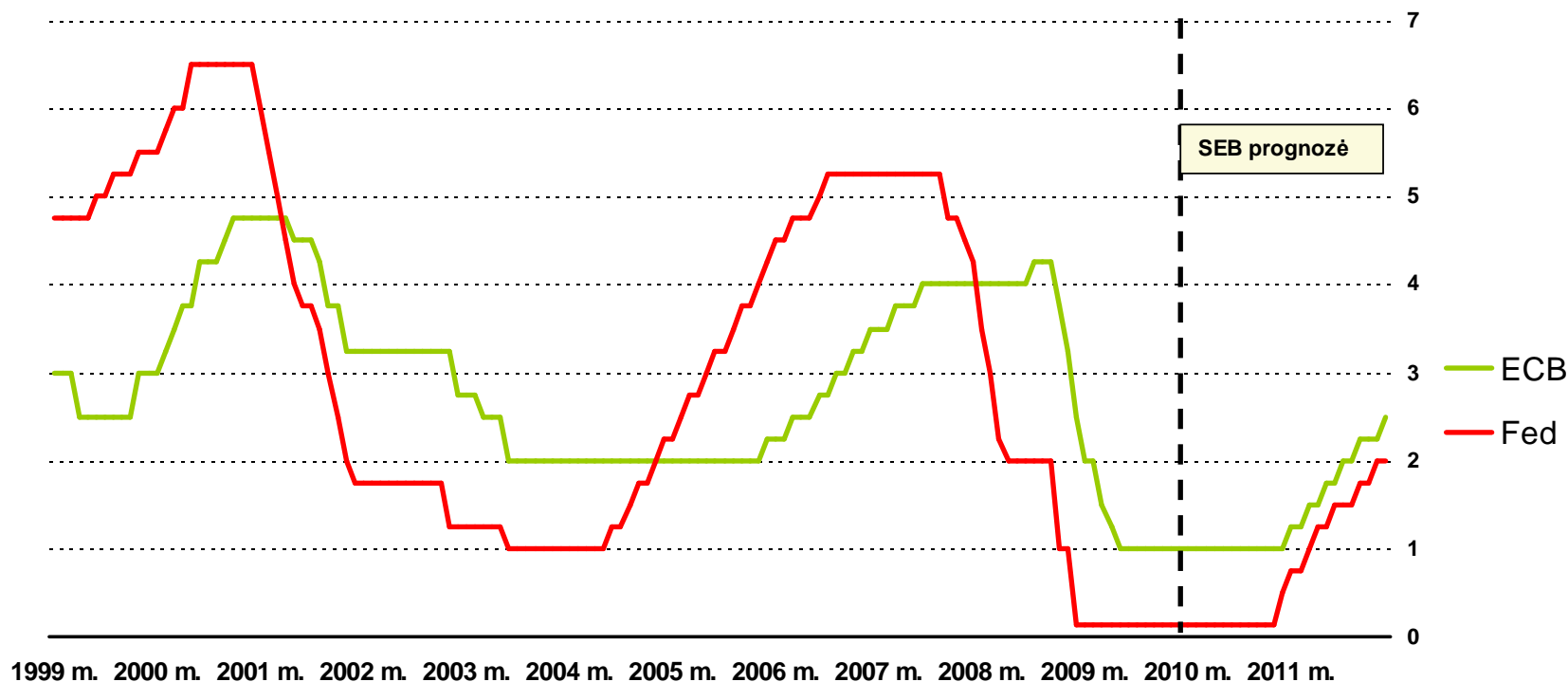
2009 m. Lenkija buvo viena iš nedaugelio šalių, išvengusi ekonomikos recesijos

	Realaus BVP metinis pokytis (proc.)			
	2008 m.	2009 m.	2010P	2011P
Pasaulis	3,0	-0,7	4,5	4,3
JAV	0,4	-2,4	3,4	2,2
Euro zona	0,5	-3,9	1,7	2,0
Japonija	-1,2	-5,0	1,5	1,8
Jungtinė Karalystė	0,5	-4,8	1,8	2,6
Kinija	9,6	8,7	10,5	9,0
Lenkija	4,9	1,7	3,5	4,5
Baltijos šalys	-1,0	-15,9	0,1	4,2
Rusija	5,9	-7,9	5,0	4,5
Ukraina	2,1	-15,0	2,5	4,5

Šaltinis: SEB.

Pirmasis ECB ir Fed'o palūkanų normų ėjimas atidedamas iki 2011 m.?

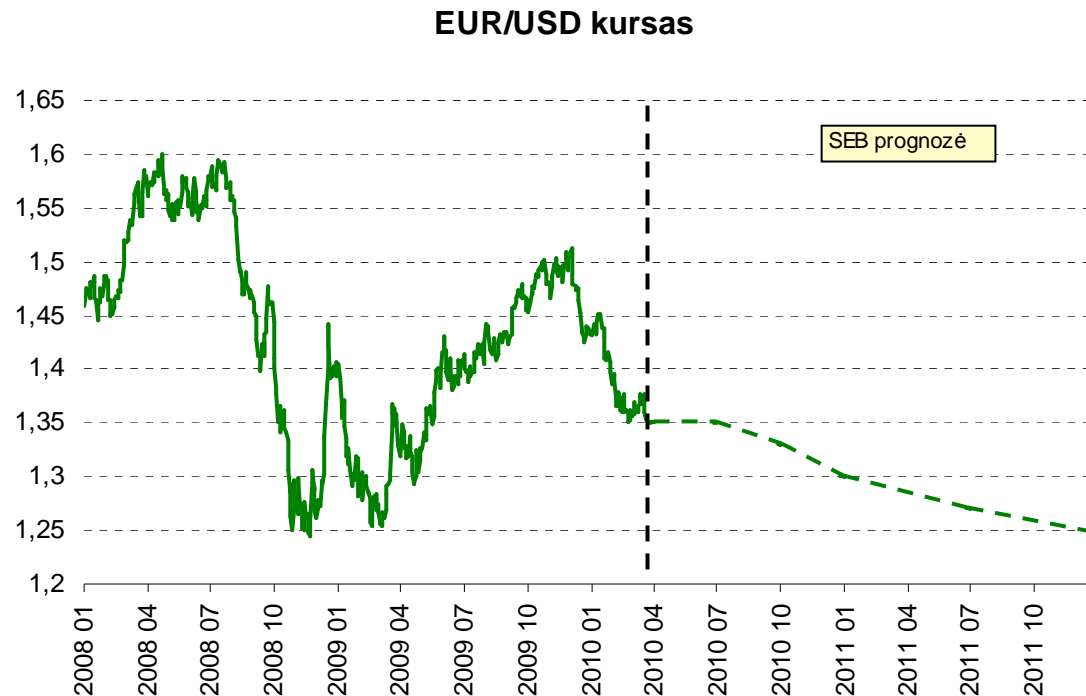
Bazinės palūkanų normos (proc.)



Šaltinis: ECB, Fed, SEB prognozės.

Euro „kojas“ pančioja tiek fundamentalūs veiksniai, tiek Graikijos bėdos

- 2010 m. JAV ekonomika atsities sparčiau nei euro zonos, nors 2011 m. augimo tempai supanašės
- Kitais metais mažės euro zonos ir JAV bazinių palūkanų atotrūkis



Šaltinis: Reuters Ecowin, SEB prognozės.

Euro zonai pagiriojantis po didelių, storų graikiškų vestuvių, svarstoma Europos valiutos fondo idėja (1)

- Pagrindinis Europos valiutos fondo (EVF) tikslas – ne gelbėti bėdoje atsidūrusius euro zonos narius, o užkirsti kelią, kad jie nenusigyventų iki tokios būklės
- Siekiant išvengti „moralinės rizikos“, daugiausia į EVF turėtų sumokėti tos šalys, kurios viršija 60 proc. BVP valstybės skolos ir 3 proc. BVP fiskalinio deficito rodiklius (moka tam tikrą procentą nuo skirtumo)
- EVF turėtų teisę skolintis rinkoje visiškai ir kartu garantuojant visoms fondo narėms

Euro zonai pagiriojantis po didelių, storų graikiškų vestuvių, svarstoma Europos valiutos fondo idėja (2)

- EVF vykdytų šalių-narių ekonomikos situacijos priežiūrą ir siūlytų priemones padėčiai stabilizuoti
- Kilus finansinei krizei ir prasidėjus investuotojų bėgimui, EVF galėtų konvertuoti kreditorių įsigytus šalies X vertybinius popierius į EVF vertybinius popierius, taikant nustatytą „plaukų kirpimo“ koeficientą. Spekuliantų išvestiniai vertybiniai popieriai nebūtų konvertuojami.

Akcijų rinkų perspektyvai šviesėjant, „bulių“ ir „meškų“ ginčas toli gražu nesibaigė (1)

„BULIŲ“ ARGUMENTAI

- Pastaraisiais metais viešpatavusi „meškų“ nuotaika nuvertino akcijas ir padarė jas patrauklias pirkti
- Vyriausybių ekonomikos skatinimo pastangos davė vaisių ir blogiausi laikai jau praeityje
- Artimiausioje ateityje laukia daug malonių siurprizų įmonių lygiu (pelningumas, nauji užsakymai ir t.t.)

Akcijų rinkų perspektyvai šviesėjant, „bulių“ ir „meškų“ ginčas toli gražu nesibaigė (2)

„MEŠKŲ“ ARGUMENTAI

- Valdžios intervencijos ekonomikai pagyvinti 1998 m., 2001 m. ir 2008 m. neleido įvykti šimtaprocentinei akcijų korekcijai
- Dirbtinis ekonomikos ir akcijų rinkos stimuliavimas kuria naujus finansinio turto „burbulus“, ypač besivystančių šalių rinkose (Kinija)

„Meškų“ ir „bulių“ diskusija dviejų rinkos guru – ekonomistų R.Shillerio ir J.Siegelio pavyzdžiu

Robertas Shilleris:

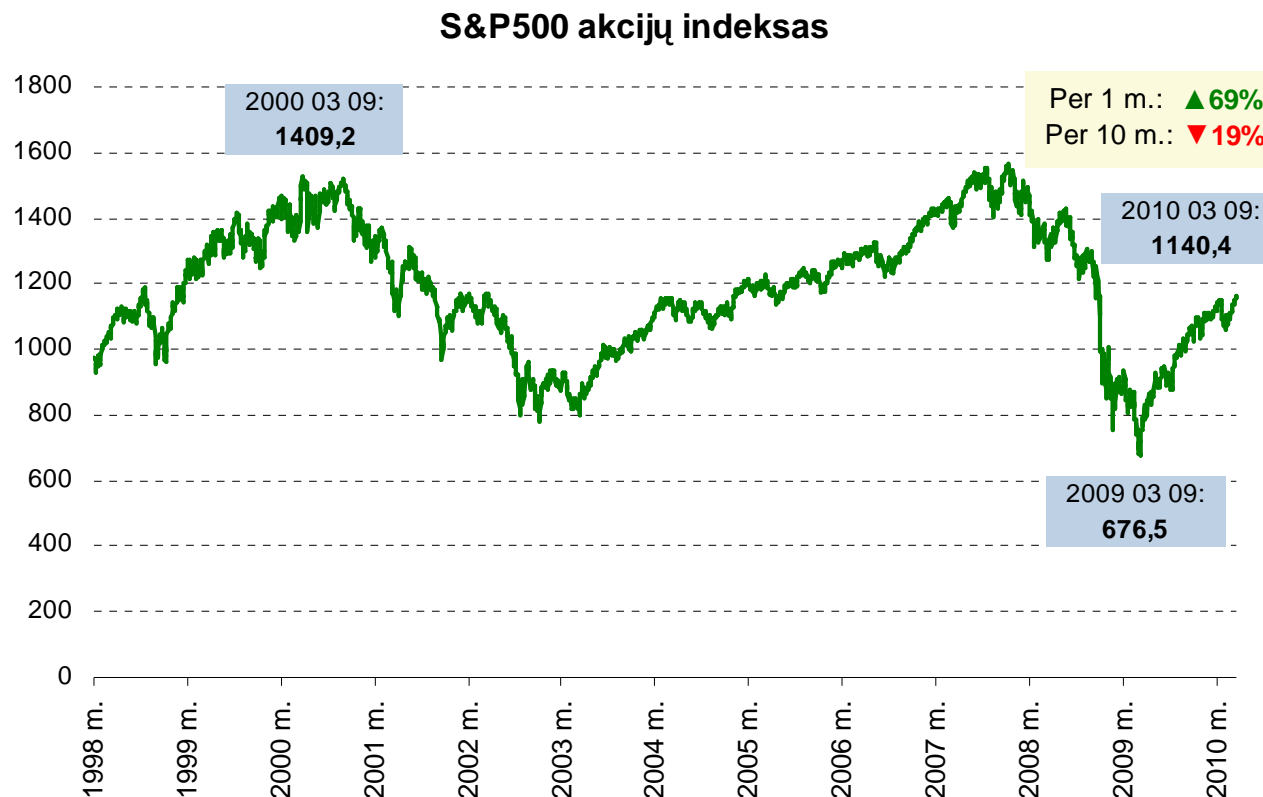
- JAV NT rinka gali vėl įkristi į „duobę“ po trumpo atsigavimo, patraukdama paskui save ir akcijų kursus
- Per ilgą laikotarpį nuo 1881 m. akcijų P/E santykis JAV vidutiniškai buvo 16, tuo tarpu dabar viršija 20
- Kuomet P/E viršydavo 20, sekantį dešimtmetį jų kursas vidutiniškai krisdavo 2 proc. kasmet (atsižvelgus į infliaciją)
- Interneto ir NT „burbulo“ dėka ilgalaikis istorinis įmonių pelningumas išaugo nuo 6 proc. iki 7 proc., arba 17 proc., o tai nėra tvaru



Jeremy Siegelis:

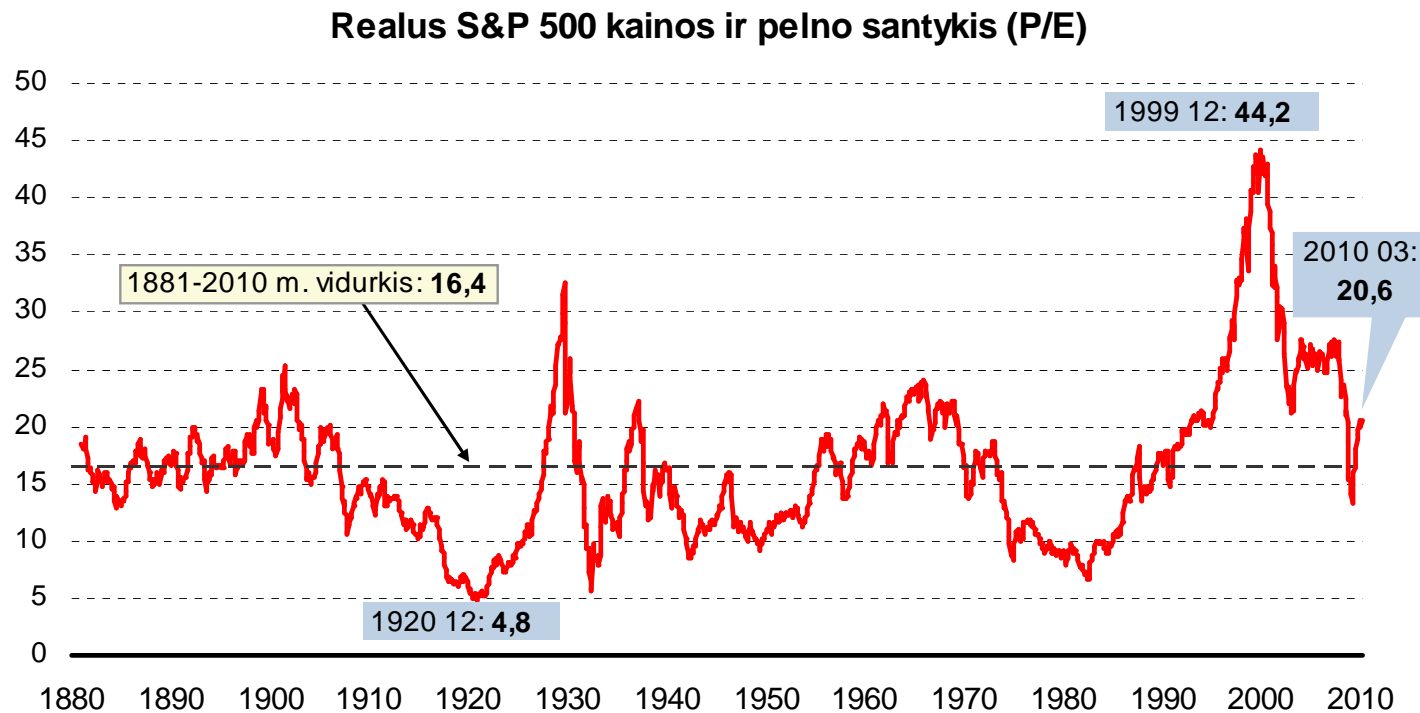
- Akcijos istoriškai žvelgiant šiuo metu yra itin pigios
- Ekonomikai paliekant recesijos zoną, normalus P/E yra 18,5, tuo tarpu dabartines akcijų kainas palyginus su 2010 m. prognozuojamu pelnu, P/E yra tik 14,5
- Pastarasis faktas sukuria erdvę S&P500 indeksui 2010 m. augti iki 1400, arba apie 20 proc.

„Meškų“ argumentas – skatindama ekonomiką ir finansų rinką, valdžia užkerta kelią sveikai akcijų kursų korekcijai, todėl rinkos temperatūra yra 37-38°C



Šaltinis: Reuters Ecowin.

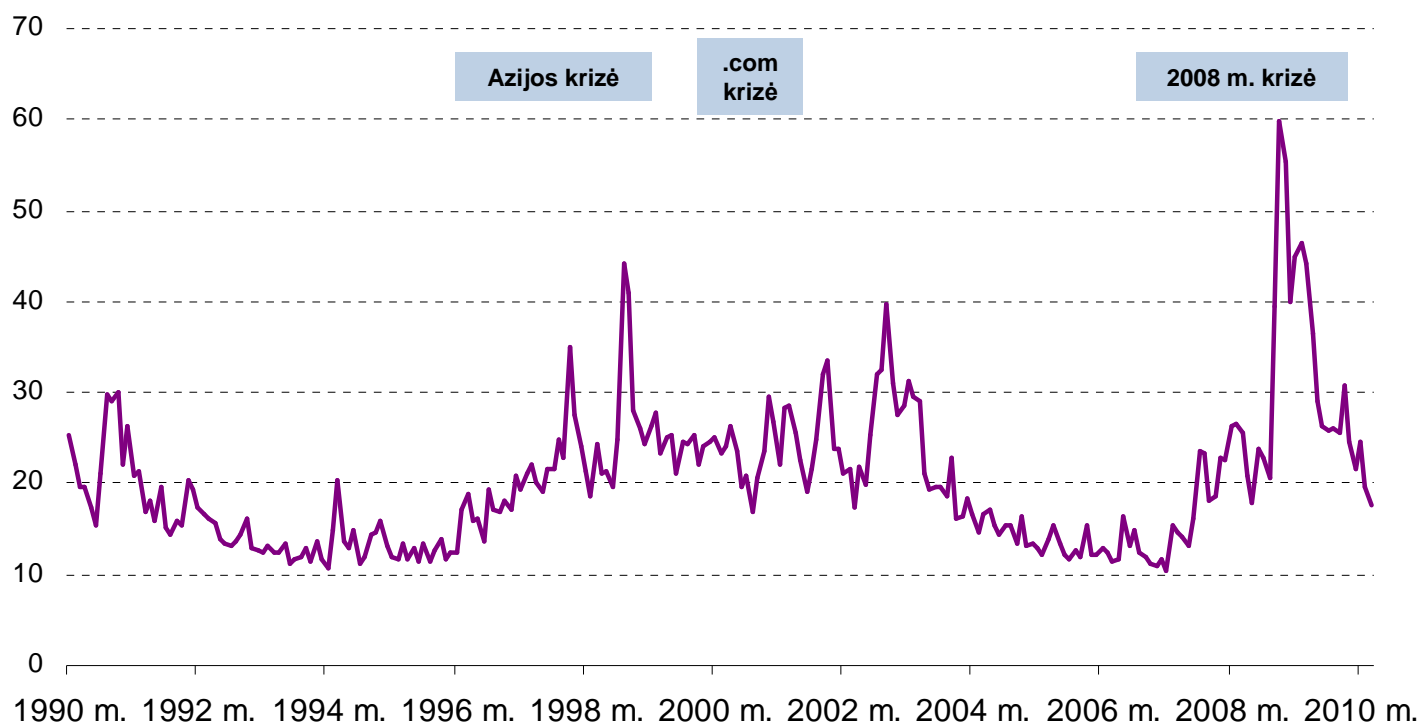
Šiuo metu akcijų P/E santykis nominaliai yra aukštas, tačiau jis apskaičiuotas, neatsižvelgiant į artimiausioje ateityje gerėsiantį bendrovių pelningumą



Šaltinis: Prof. R.Shillerio interneto tinklalapis.

Kad ir kaip bebūtų, akcijų rinka nebėra tokia nervinga kaip prieš dvejus metus ir tai yra bloga žinia „taktikams“, uždirbantiems pinigus iš trumpalaikių svyravimų

S&P500 kintamumo indeksas (VIX)



Šaltinis: Reuters Ecowin.

Norinčiųjų važiuoti į „eurolendą“ traukinys jau suformuotas, tačiau pirmasis vagonas kirs sieną 2011 m., o paskutinis – 2015 m.

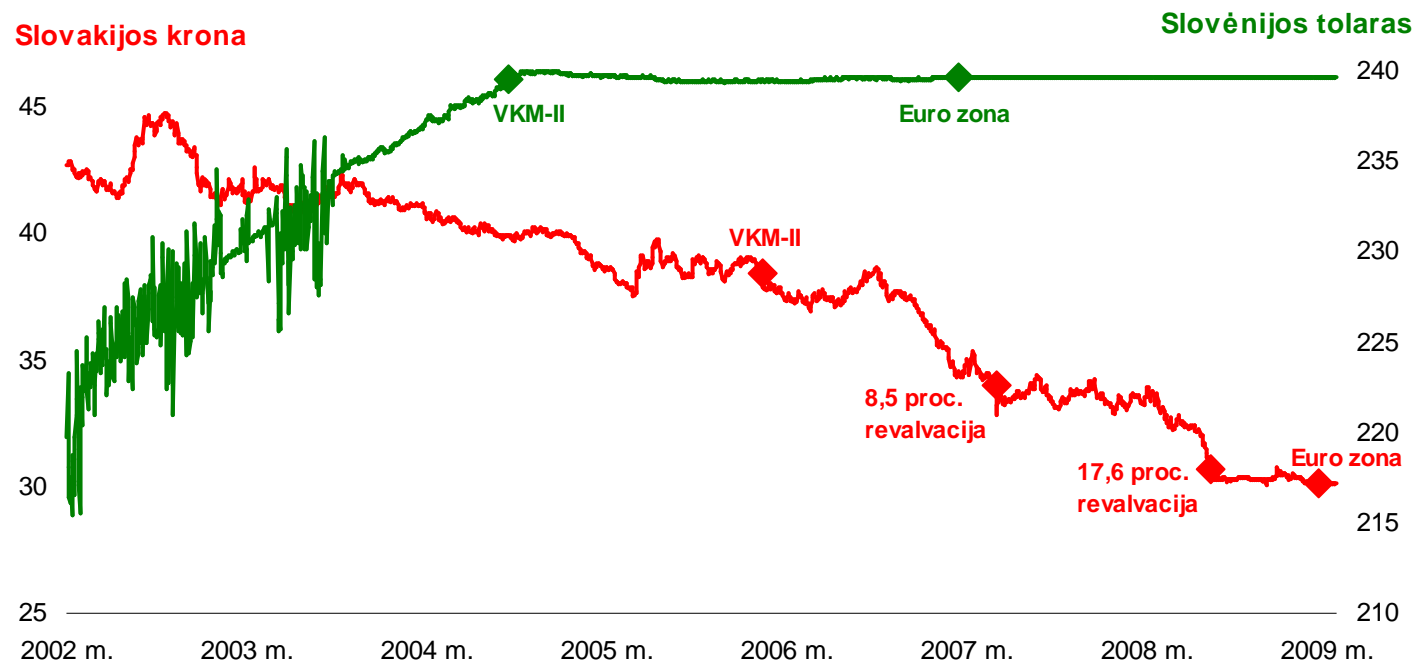


Valstybė	Tikėtini euro įvedimo metai	
<u>Estija</u>	2011 m.	2009 m. pademonstruota stulbinanti fiskalinė drausmė
<u>Lietuva</u>	2014 m.	Aukštas biudžeto deficitas
<u>Latvija</u>	2014 m.	Aukštas biudžeto deficitas
<u>Bulgarija</u>	2015 m.	Norėtų įvesti eurą 2013 m., bet trūksta politinio sutarimo su Europos Komisija
<u>Rumunija</u>	Ne anksčiau kaip 2015 m.	Aukštas biudžeto deficitas
<u>Vengrija</u>	Ne anksčiau kaip 2015 m.	Didelė valstybės skola ir aukštas biudžeto deficitas
<u>Čekija</u>	Ne anksčiau kaip 2015 m.	Politinio ryžto įvesti eurą stoka; aukštas biudžeto deficitas
<u>Lenkija</u>	Ne anksčiau kaip 2015 m.	Politinio ryžto įvesti eurą stoka; aukštas biudžeto deficitas

Kaip rodo VRE šalių patirtis, nacionalinė valiuta S|E|B iki euro įvedimo gali tiek stiprėti, tiek silpnėti

- Valiutos kurso politikos modelis nėra lemiamas veiksnys siekiant greitesnio euro įvedimo. Slovėnija (eurą įvedusi 2007 m.) ir Slovakija (2009 m.) praktikavo reguliuojamo valiutos kurso sistemą, tuo tarpu Estija (numanomai 2011 m.) nuo 1992 m. taiko valiutų valdybos modelį.

Slovėnijos tolaro ir Slovakijos kronos kursas euro atžvilgiu

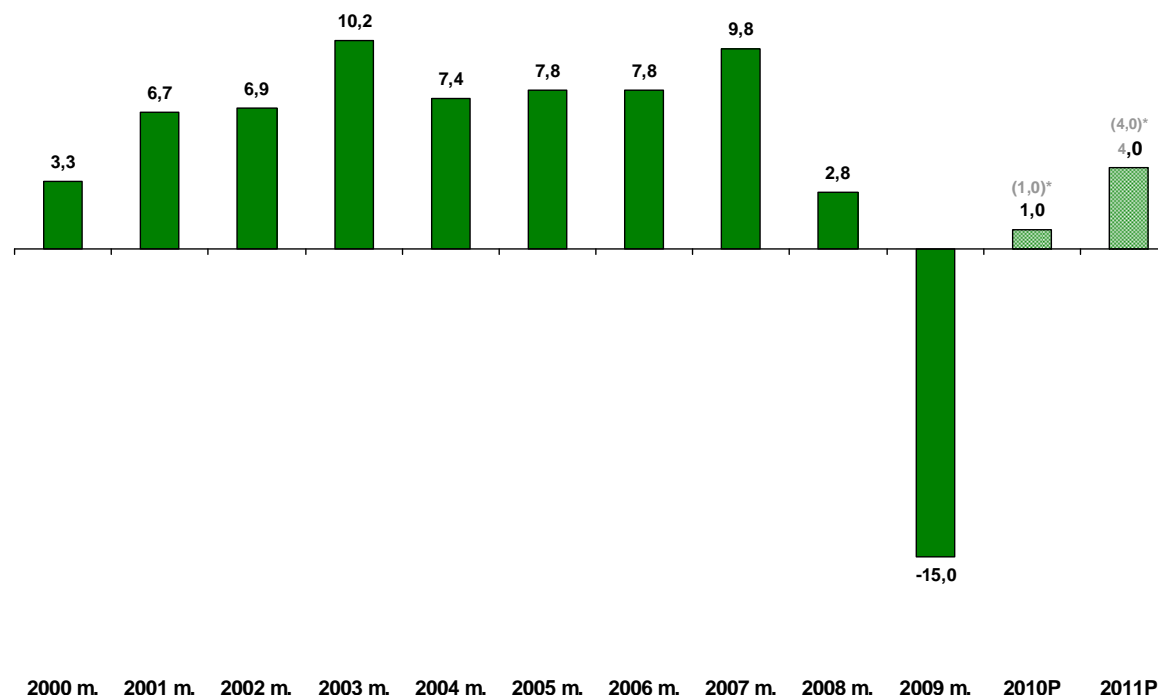


Šaltinis: ECB, Bloomberg.

Pirmasis 2010 m. pusmetis leis labiau pasireikšti niurgzliams, o antrasis – optimistams

- Pirmąjį 2010 m. ketvirtį vėl sugrįšime prie BVP „minuso“, bet neilgam
- IAE uždarymas pablogino vieną iš BVP veiksmų – grynojo eksporto rodiklį
- Namų ūkiai – vis dar užhipnotizuoti elektros šoko

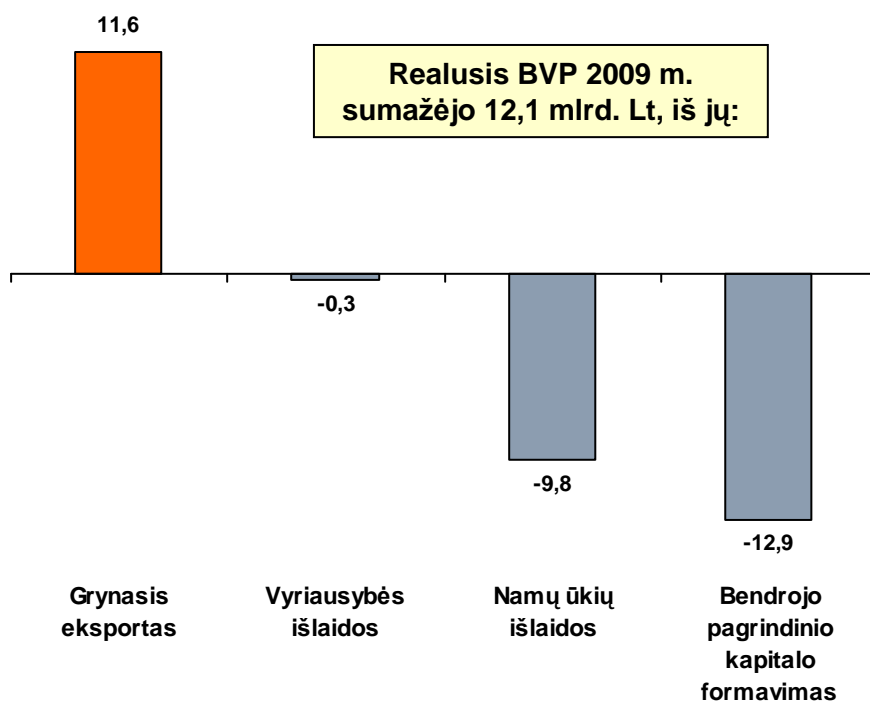
Metinis realaus BVP pokytis (proc.)



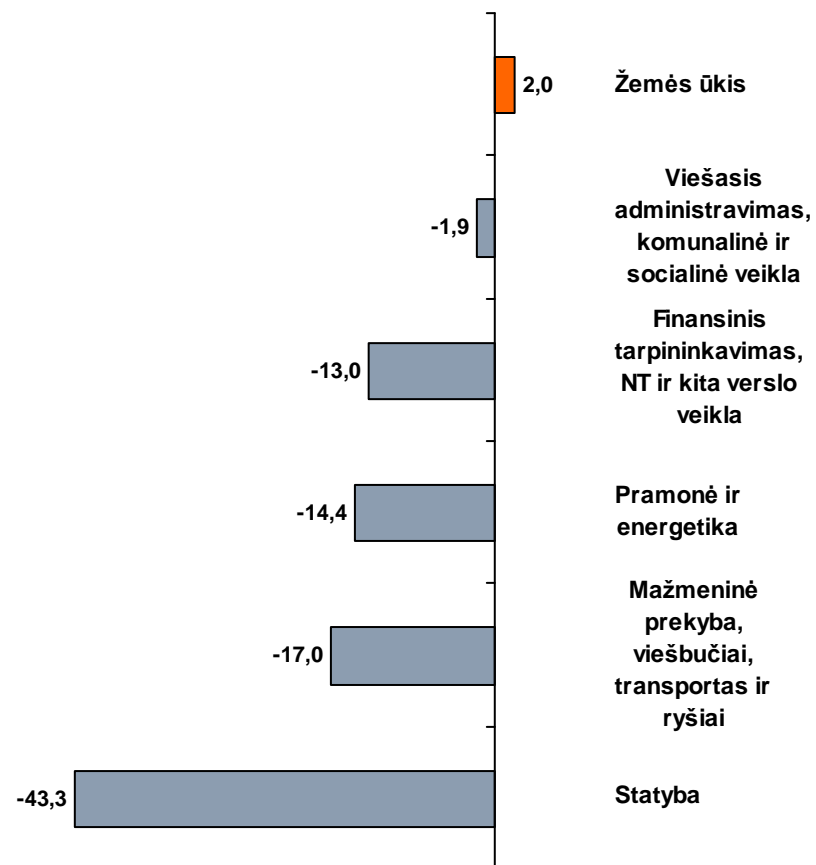
* Ankstesnė SEB banko prognozė.

Praėjusiais metais Lietuvos BVP gelbėjo grynasis eksportas ir žemės ūkis

Realiojo BVP komponentų išlaidų metodu metinis pokytis 2009 m. (mlrd. Lt)



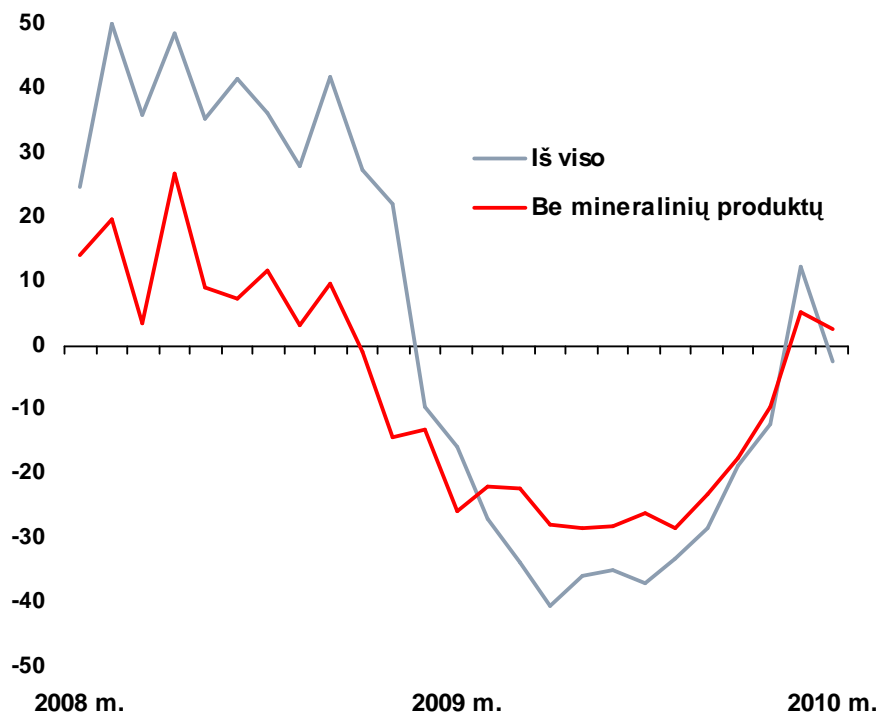
Realiojo BVP metinis pokytis gamybos metodu 2009 m. (proc.)



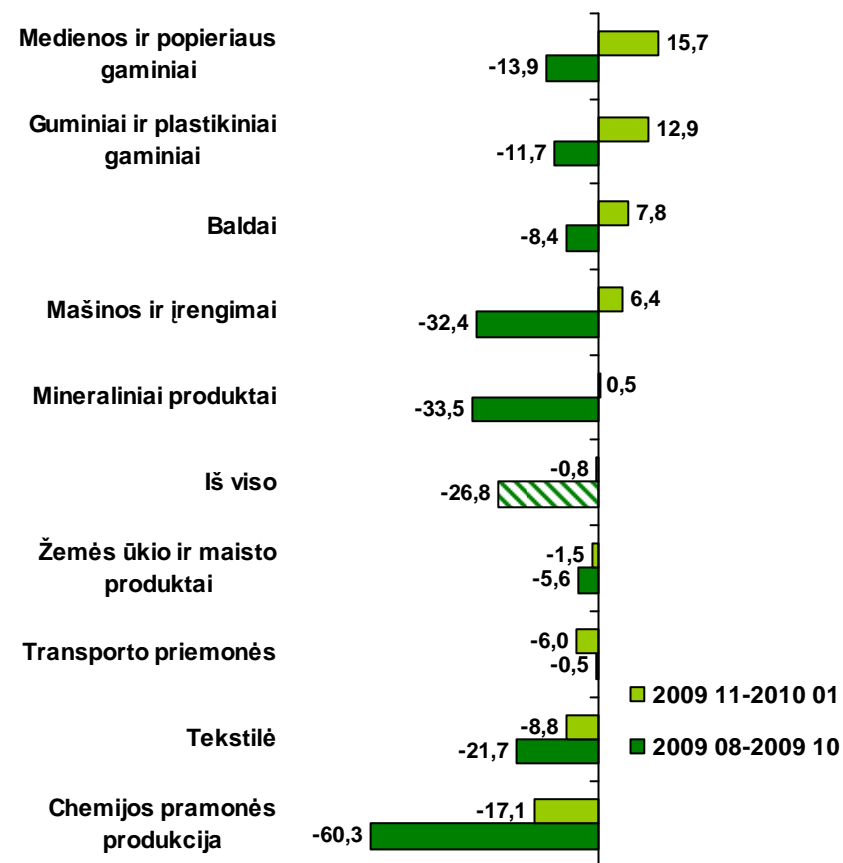
Šaltinis: Statistikos departamentas, SEB banko skaičiavimai.

2010 m. sausio mėn. eksporto plėtros tempai sumažėjo, tačiau to nereikėtų dramatiizuoti

Metinis lietuviškos kilmės eksporto pokytis (proc.)



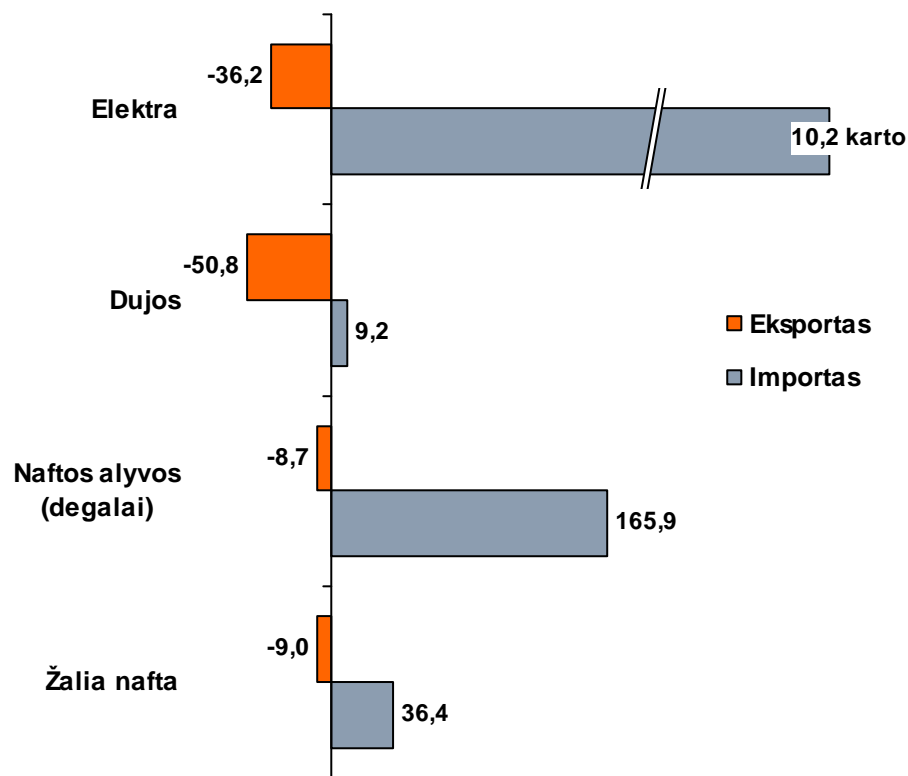
Lietuviškos kilmės eksporto metinis pokytis (proc.)



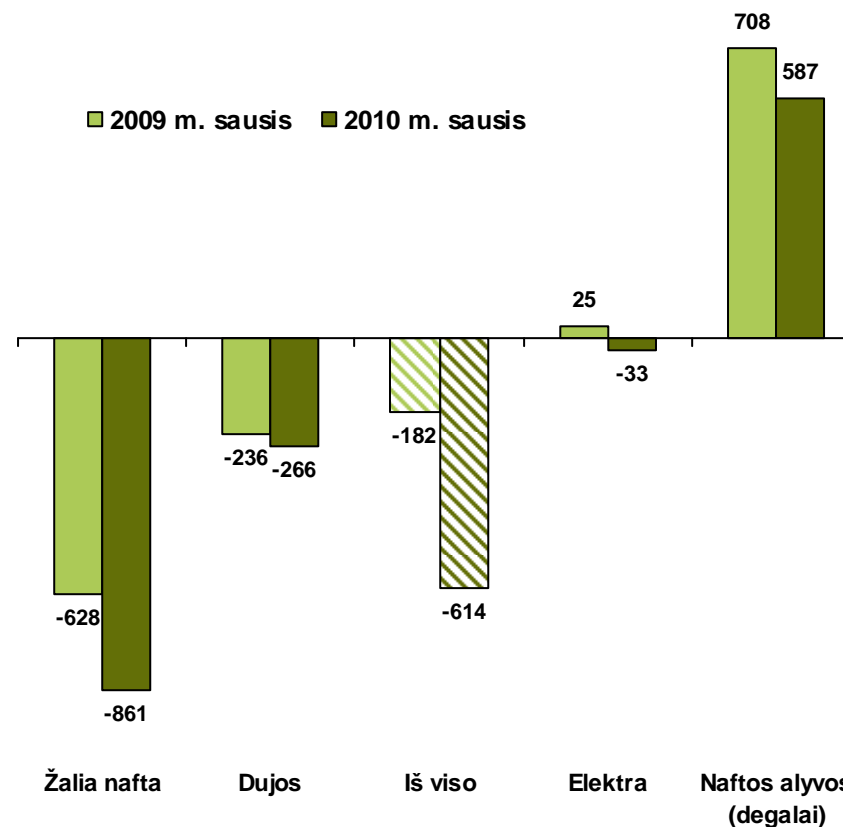
Šaltinis: Statistikos departamentas, SEB banko skaičiavimai.

2010 m. pradžioje pasitikome naują energetikos *status quo* – be IAE ir papildomų Lietuvos elektrinės generavimo pajėgumų, kuris užtruks iki 2012 m.

Metinis mineralinių produktų prekybos pokytis 2010 m. sausį (proc.)



Mineralinių produktų ir energijos išteklių prekybos balansas (mln. Lt)

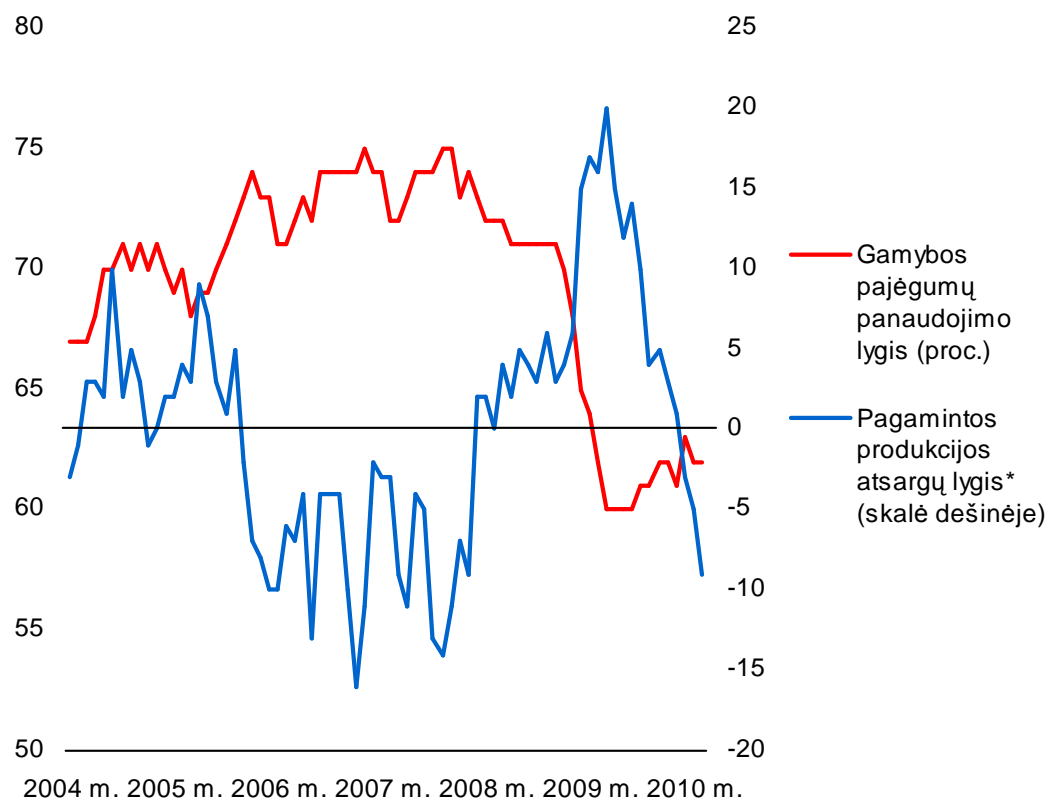


Šaltinis: Statistikos departamentas, SEB banko skaičiavimai.

Gamybos pajėgumų apkrovimo lygis ūgtelėjo, tačiau net nepriartėjo prie 65 proc.

- Įmonės toliau „be gailėsčio“ tuština sandėlių atsargas, tačiau gamybos pajėgumų apkrovimo lygis kyla saikingai
- Įmonių užsakymų portfelis pildosi lėčiau nei 2009 m. rudenį (blėsta ekonomikos skatinimo impulsai Vakaruose?)
- Didesniam gamybos pajėgumų apkrovimui pasiekti trukdo techninės kliūtys (neveikiantys įrengimai, išformuotas personalas)

Gamybos pajėgumų panaudojimas ir produkcijos atsargų lygis

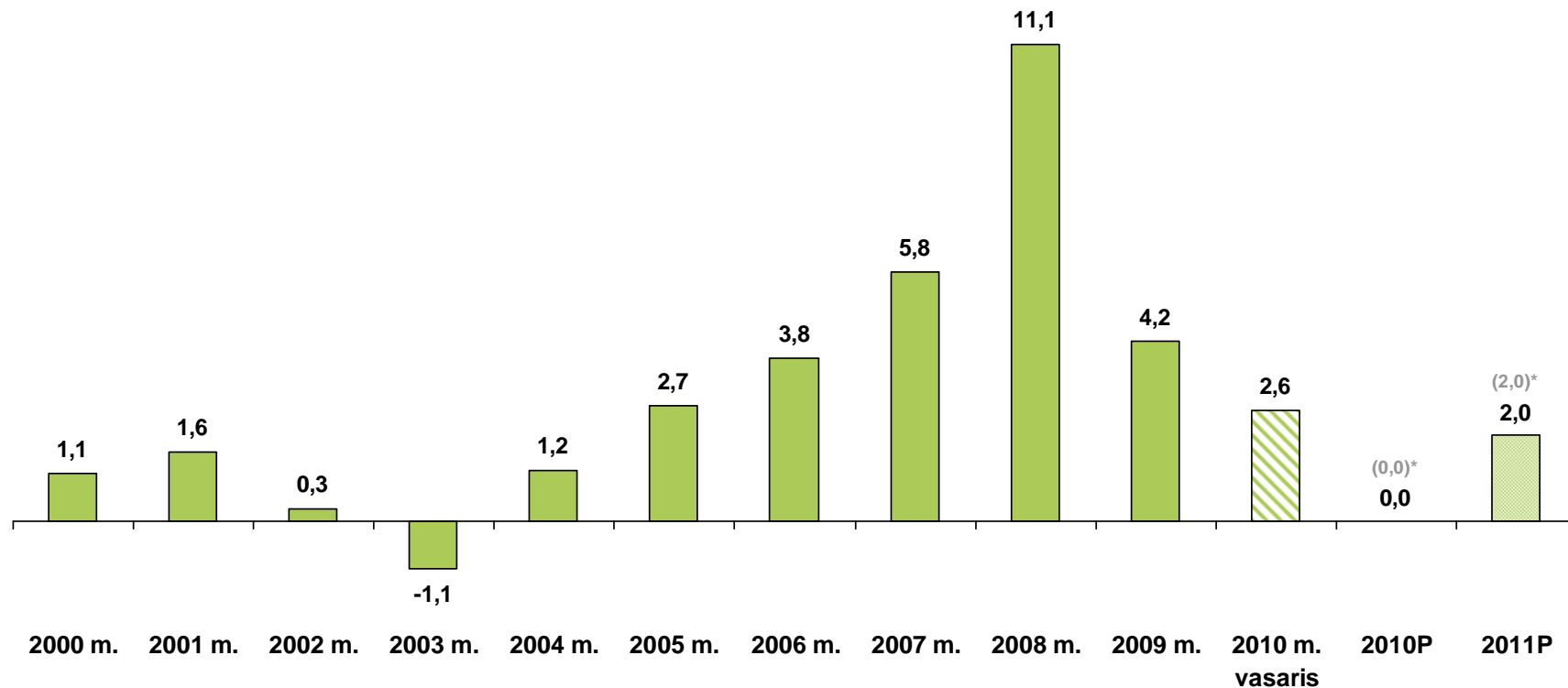


* Pramonės įmonių vadovų atsakymų į apklausos klausimą „Ar Jūsų pagamintos produkcijos atsargos yra per didelės, pakankamos ar nepakankamos?“ balansas.

Šaltinis: Statistikos departamentas.

Vidutinė metinė infliacija toliau nuosekliai artėja prie 0 proc., nepaisant elektros energijos ir degalų brangimo

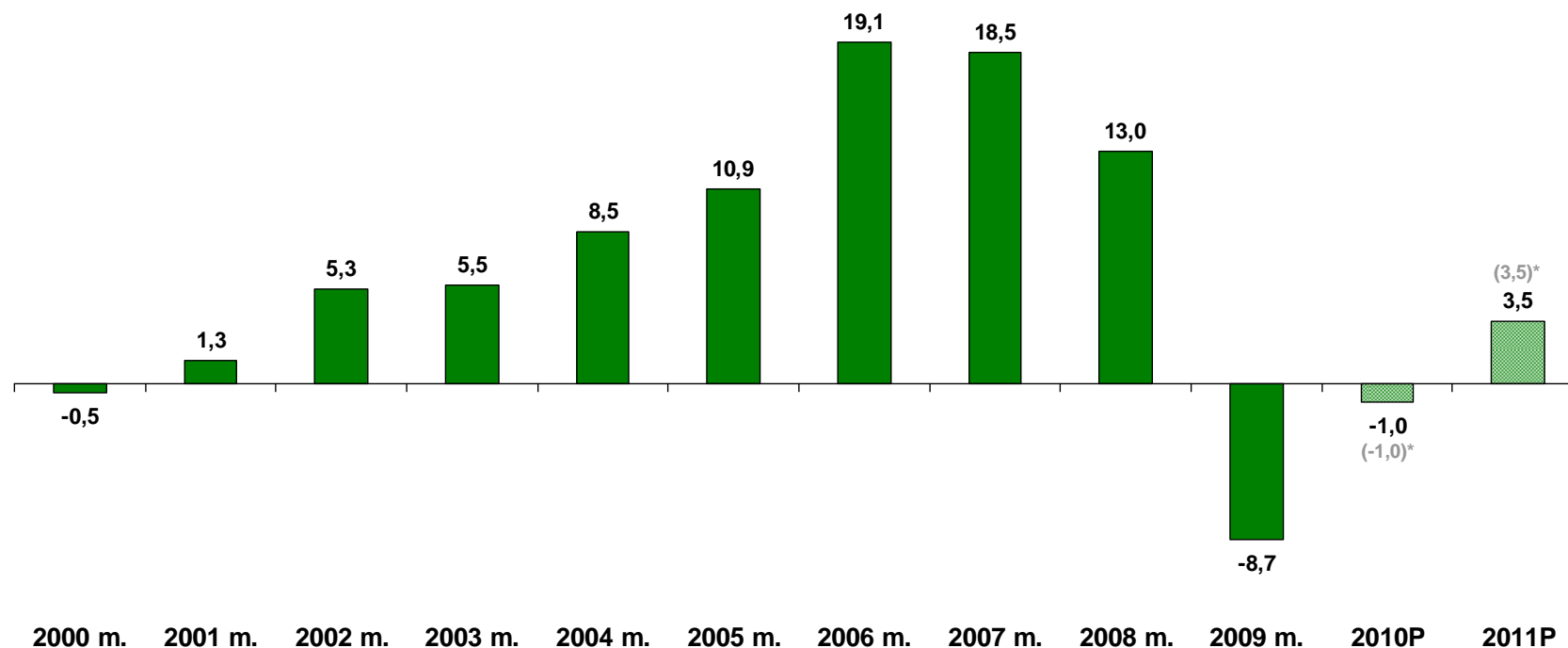
Vidutinė metinė SVKI infliacija (proc.)



* Ankstesnė SEB banko prognozė.

Į klausimą, ar „vidinės devalvacijos“ arba atlyginimų karpymo pakako konkurencingumui atstatyti, gali atsakyti tik pats verslas

Vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio metinis pokytis (IV ketv., be II, proc.)

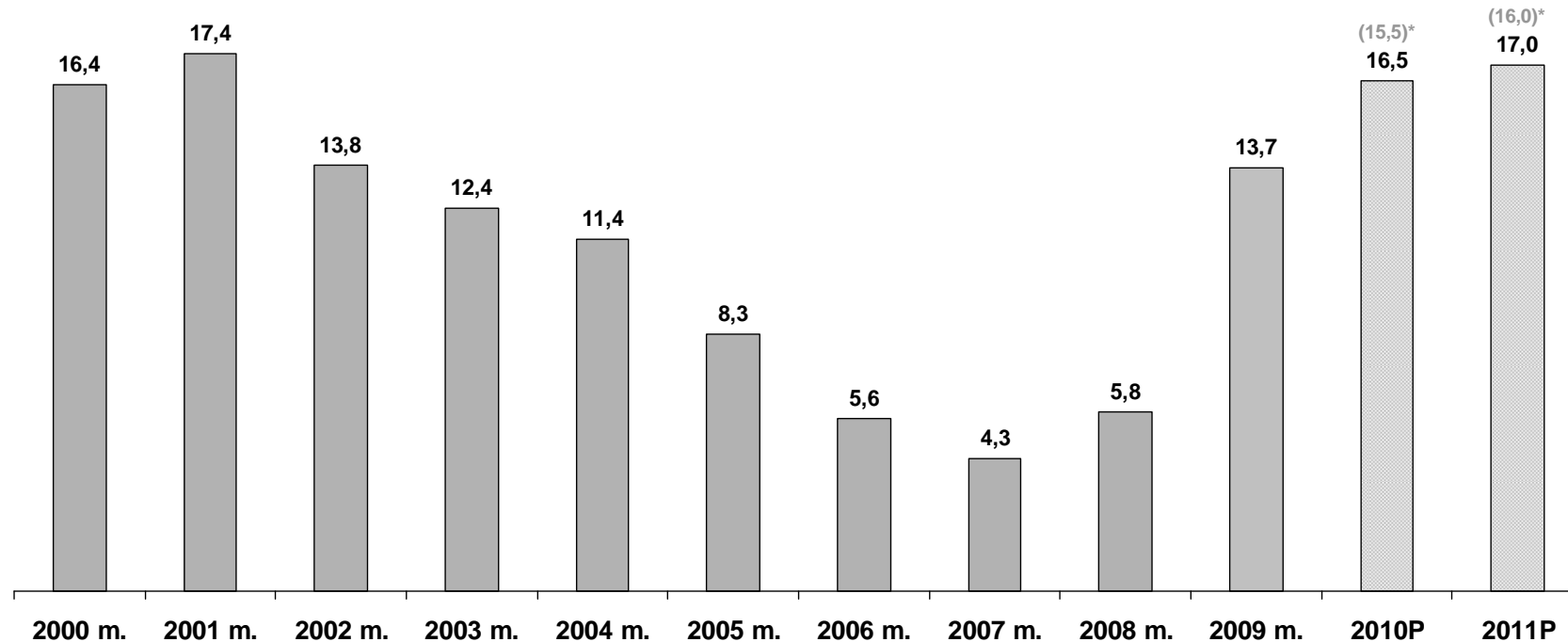


* Ankstesnė SEB banko prognozė.

Nedarbo kilimas kvepia rimtais nemalonusiais Sodrai, kurios problemų greito sprendimų recepto ir taip nėra



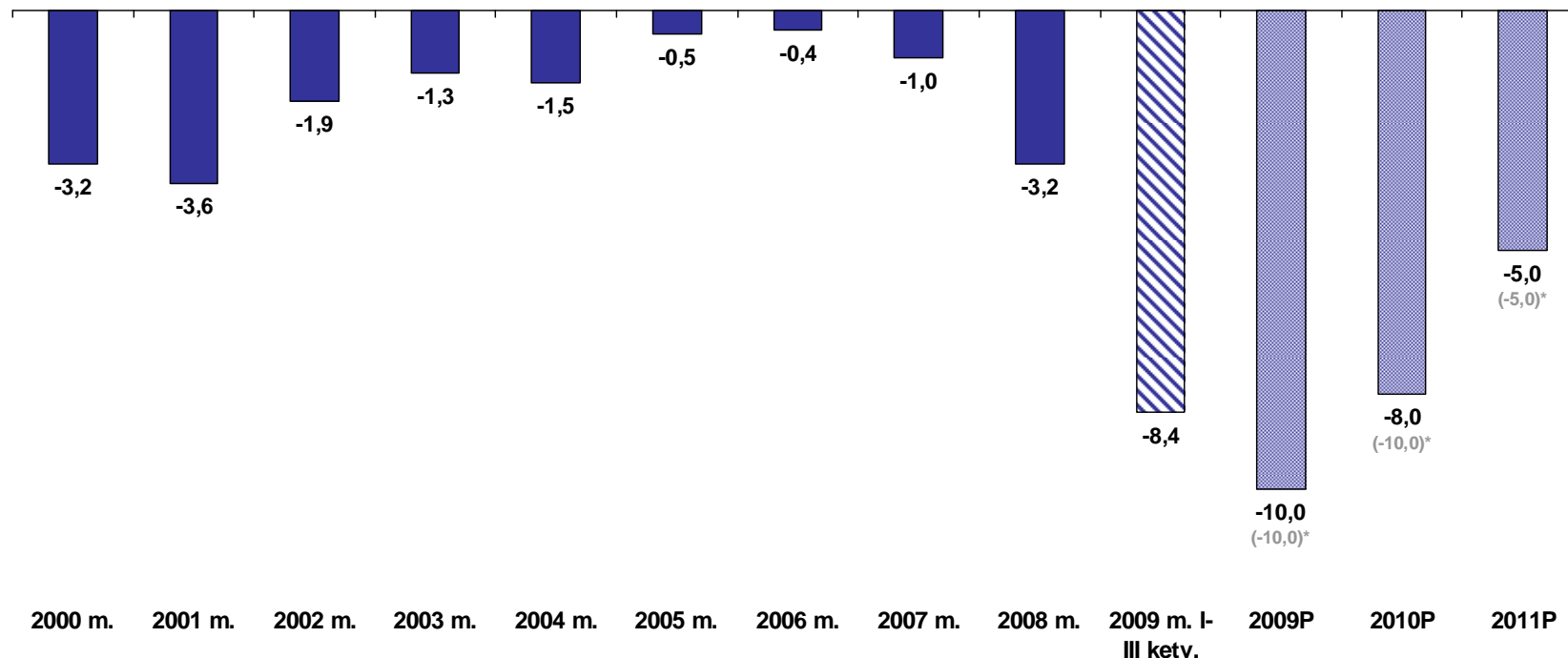
Nedarbo lygis (tyrimo duomenimis, vidutinis, proc.)



* Ankstesnė SEB banko prognozė.

Sumažinti prognozuojamą 2010 m. biudžeto deficitą ryžomės dėl konservatyvaus šių metų išdo pajamų plano, pagrįsto tolesnio ūkio nuosmukio lūkesčiais

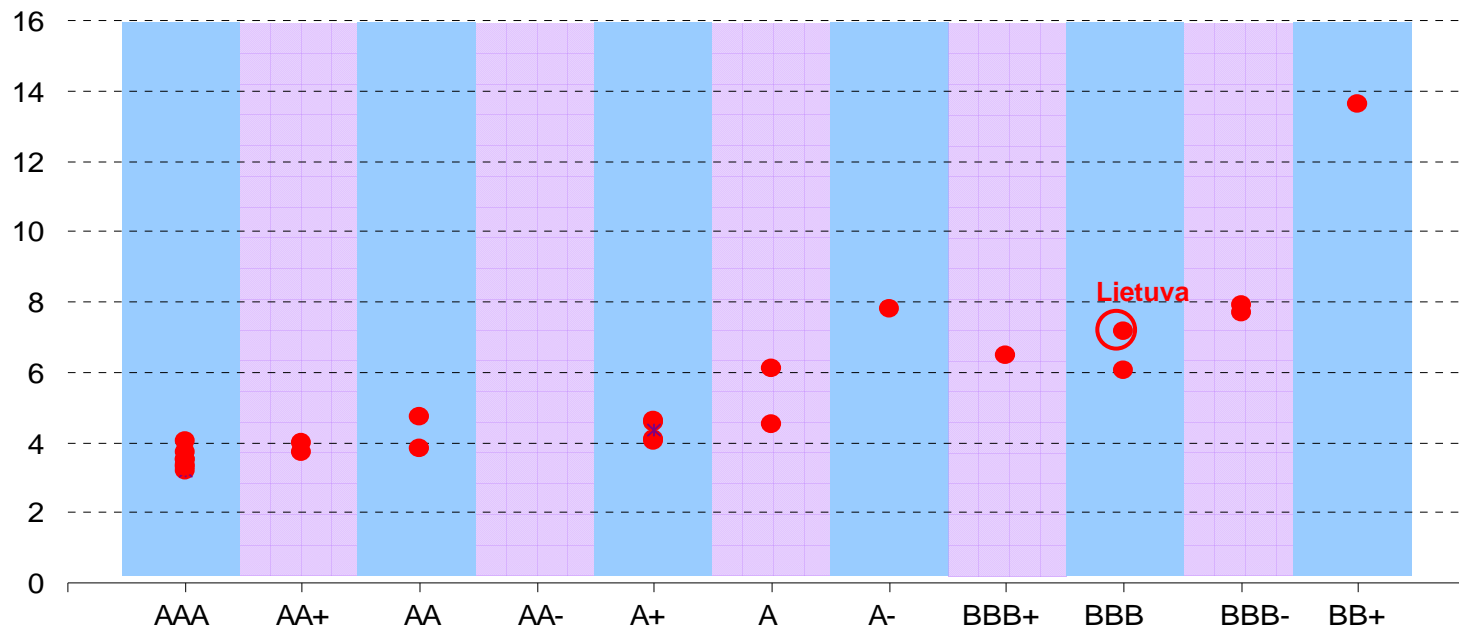
Valdžios sektoriaus balansas (proc. BVP, ESS'95)



* Ankstesnė SEB banko prognozė.

Per praėjusius metus Lietuva padarė didelę pažangą ir dabar jos vertybinių popierių pajamingumas atitinka jos reitingą

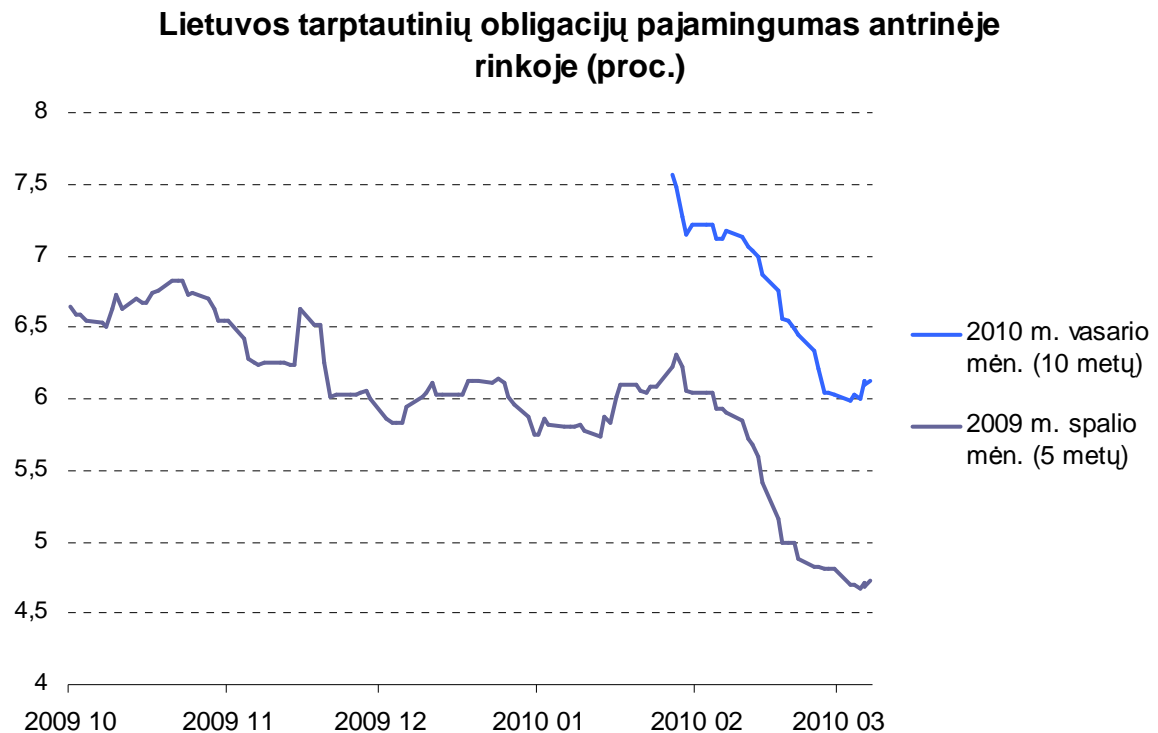
Europos Sąjungos šalių 10 m. vyriausybės obligacijų vidutinis pajamingumas antrinėje rinkoje 2010 m. vasario mėn. pagal S&P kredito reitingą (proc.)



Šaltinis: ECB, S&P.

Lietuvos obligacijų pajamingumas mažėja sparčiau nei gerėja šalies ekonominiai rodikliai, o tai atspindi tarptautinį stabilizavimo politikos pripažinimą

- Galima perti Lietuvos vyriausybę už tai, kad išplatino pastarąsias obligacijų emisijas už aukštesnę kainą nei būtų dabar, tačiau šių emisijų įvykdymas ir buvo esminė palūkanų mažėjimo priežastis



Šaltinis: Bloomberg.

Istorinė patirtis rodo, kad viešųjų išlaidų karpymu, o ne mokesčių didinimu, pagrįstos fiskalinio konsolidavimo programos buvo veiksmingesnės

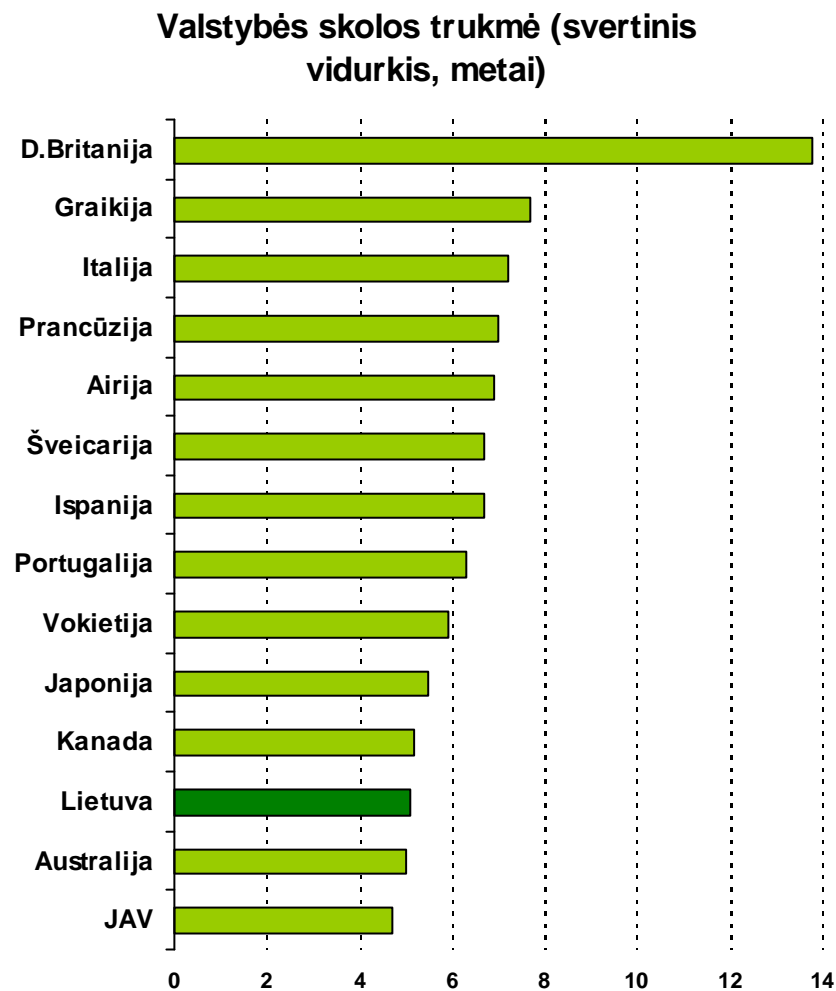
PRIEŽASTYS:

- Jos sukurdavo tinkamesnį pagrindą ilgalaikiam tvariam augimui
- Jos prisidėdavo prie infliacijos ir palūkanų normų mažėjimo (per didesnį investuotojų pasitikėjimą)

Valstybė	Laikotarpis	Pokytis (proc. BVP)		
		Mokesčių pajamų	Viešųjų išlaidų	Fiskalinio balanso
D.Britanija	1931-34 m.	-0,1	-3,7	3,6
D.Britanija	1975-79 m.	-2,2	-5,1	2,9
D.Britanija	1982-88 m.	-4,9	-9,2	4,3
Kanada	1992-99 m.	3,7	-5,8	9,5
Suomija	1994-2000 m.	5,3	-6,7	12,0
Vokietija	1996-2000 m.	0,7	-3,9	4,6
Airija	1985-96 m.	-3,7	-14,3	10,6
Nyderlandai	1993-97 m.	-2,5	-3,9	1,4
Švedija	1993-2000 m.	7,0	-7,8	14,8
Lietuva*	2009-10 m.	2,1	-10,0	12,1

* Duomenys yra išankstiniai. 2010 m. BVP – SEB banko prognozė.
Šaltinis: *The Economist*, LR finansų ministerija, SEB banko skaičiavimai.

Vidutinė Lietuvos valstybės skolos trukmė neiškrenta iš išsivysčiusių šalių konteksto



Šaltinis: *The Economist*, LR finansų ministerija.

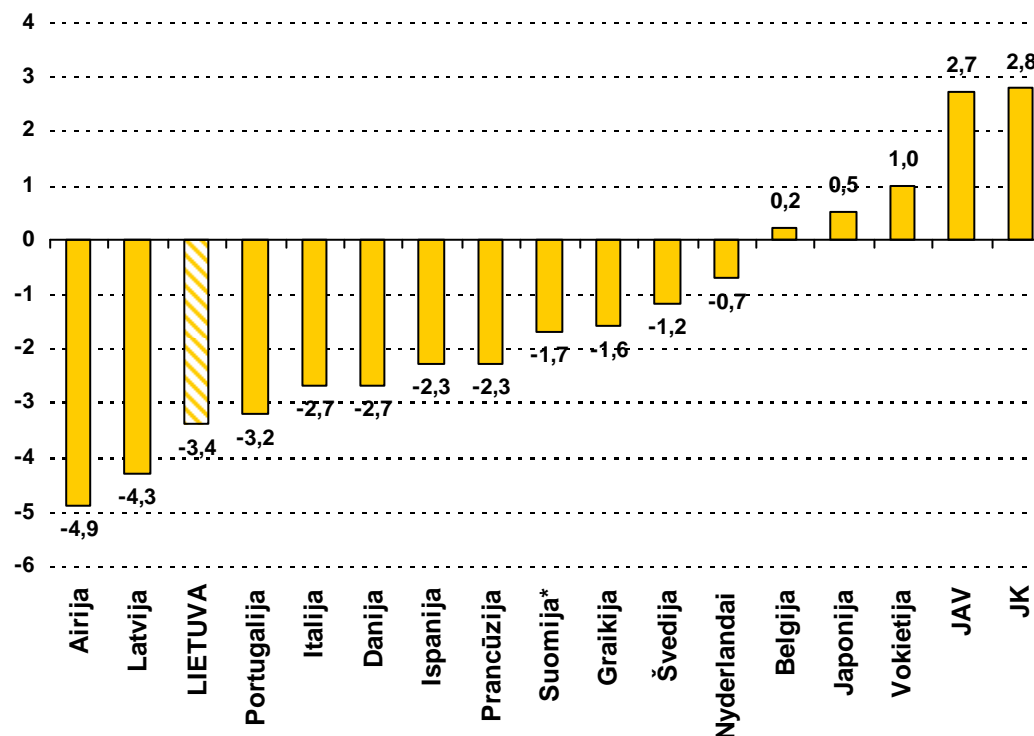
- Kuo didesnė vertybinių popierių masė yra išleista ankstesniųjų metų biudžeto deficitams finansuoti, tuo labiau valdžia toleruoja infliaciją
- Kuo daugiau vertybinių popierių emituojama „šviežiam“ deficitui padengti, tuo mažesnis infliacijos toleravimo lygis, nes ji atsispindėtų valdžios skolinimosi kaštuose

Pagal skolos „spąstų“ rodiklį Lietuvos padėtis atrodo nepavydėtina, tačiau mums padeda mažas valstybės skolos ir BVP santykis



- Skolos „spąstų“ rodiklis apskaičiuojamas kaip metinio nominalaus BVP augimo 2010-2011 m. ir 2 m. VVP kupono skirtumas
- Skolos „spąstų“ teorija yra korektiška, kai bendra valstybės skola maždaug prilygsta BVP, tuo tarpu Latvijoje ir Lietuvoje ji yra 3 kartus mažesnė

2010-2011 m. nominalaus BVP plėtros tempo ir 2 m. VVP kupono skirtumas (proc. punktai)



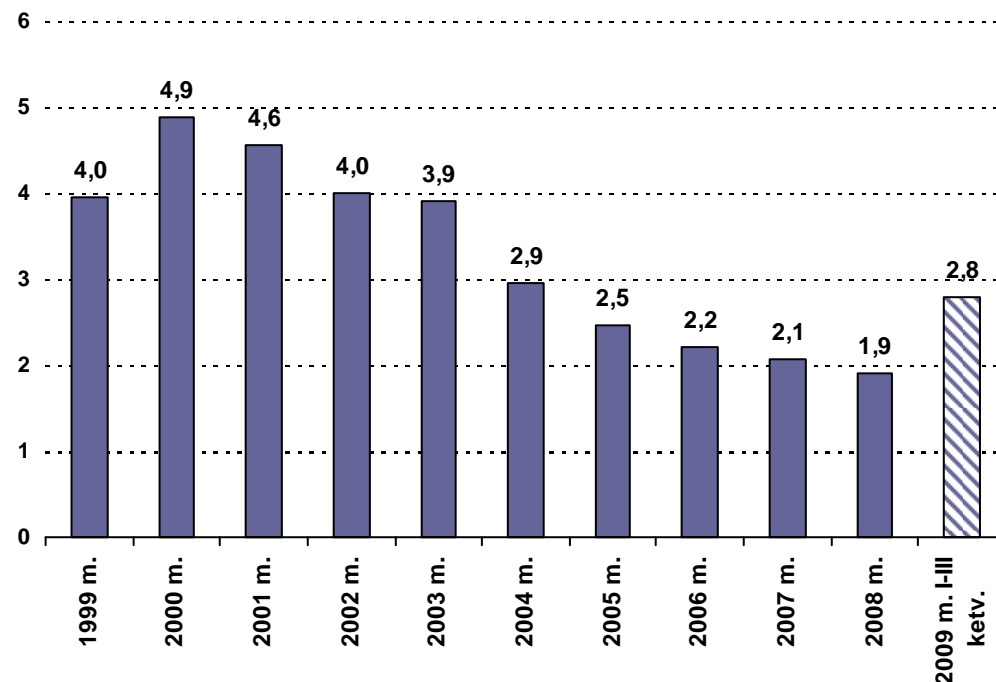
* 3 m. VVP kuponas.

Šaltinis: *The Economist*, Bloomberg, SEB banko skaičiavimai.

Tikslesnis skolos aptarnavimo naštos įvertinimo kriterijus – palūkanų už valstybės skolą ir valdžios sektoriaus pajamų santykis

- Tarptautinių kredito reitingų agentūrų duomenimis, kritinė šio rodiklio riba yra 10 proc.
- Minėtasis rodiklis Lietuvoje sudaro maždaug 5 proc. ir yra panašus kaip ir 2000 m.

Palūkanų už valstybės skolą ir valdžios sektoriaus pajamų santykis (proc.)



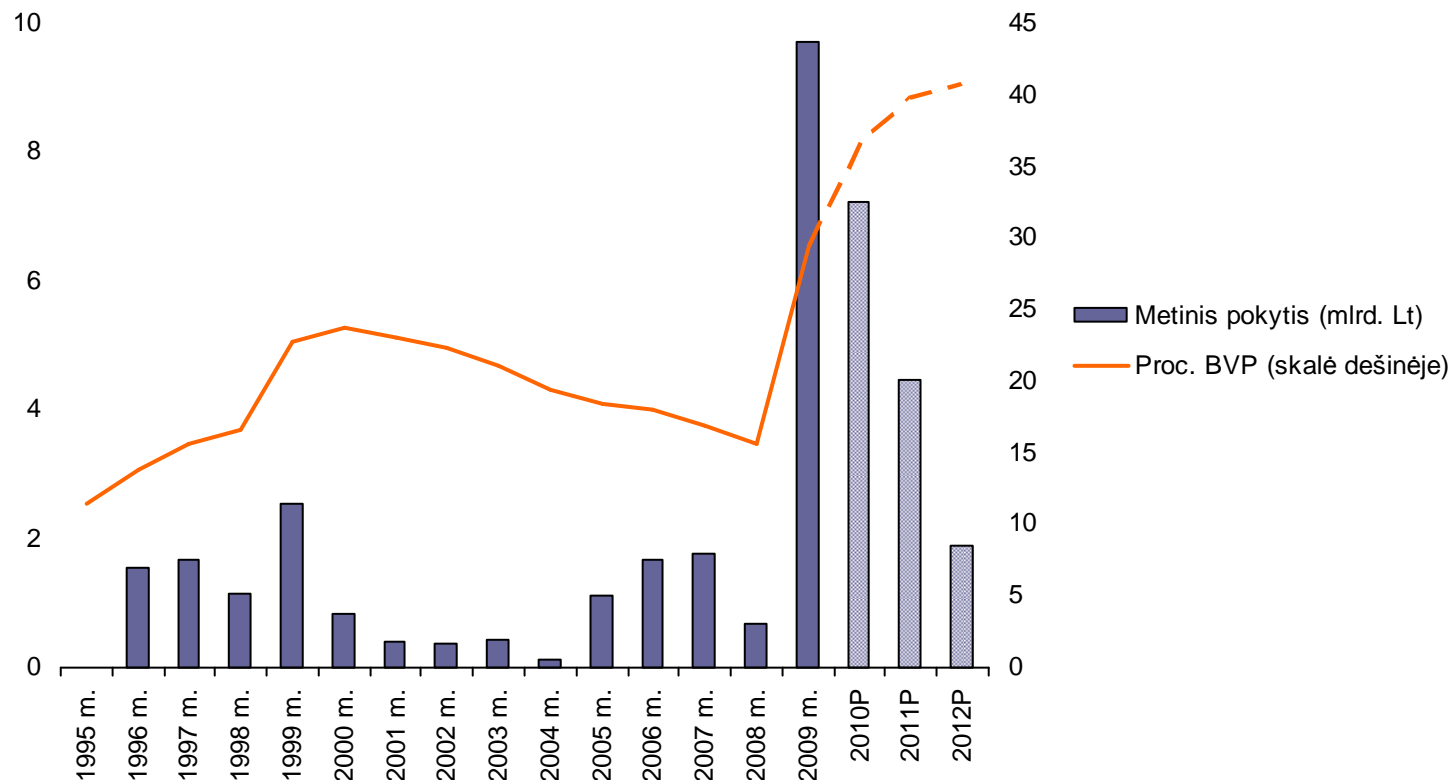
Šaltinis: Statistikos departamentas, LR finansų ministerija, SEB banko skaičiavimai.

Pirmasis pokrizinės mokesčių ir viešųjų išlaidų politikos testavimo etapas – priešrinkiminiai 2011-2012 m.

- Valdžiai teks mokesčių mokėtojams atsakyti į klausimą, kokie nepaprastomis aplinkybėmis 2009-2010 m. priimti sprendimai bus atšaukti, o kokie liks galioti (pvz., PVM tarifo sumažinimas)
- Ekonomikos augimo sąlygomis reikės atsiskaityti su tomis visuomenės grupėmis, kurios sudėjo santykinai daugiausia aukų ant finansinio stabilizavimo „aukuro“ (sumažintų pensijų kompensavimas)
- Artėjantys Seimo rinkimai lenks valdžią prie palankių sprendimų politiškai įtakingiausioms rinkėjų grupėms (pensininkai, asocijuotos verslininkų grupės ir pan.)

Valstybės skolos lygis iš esmės nustos didėti susilyginus fiskalinio deficito ir nominalaus BVP plėtros rodikliams

Valdžios sektoriaus skola



Šaltinis: LR finansų ministerija, SEB banko skaičiavimai.

Lėtesnis ekonomikos augimas artimiausią dešimtmetį aštrins BVP paskirstymo kovą (1)

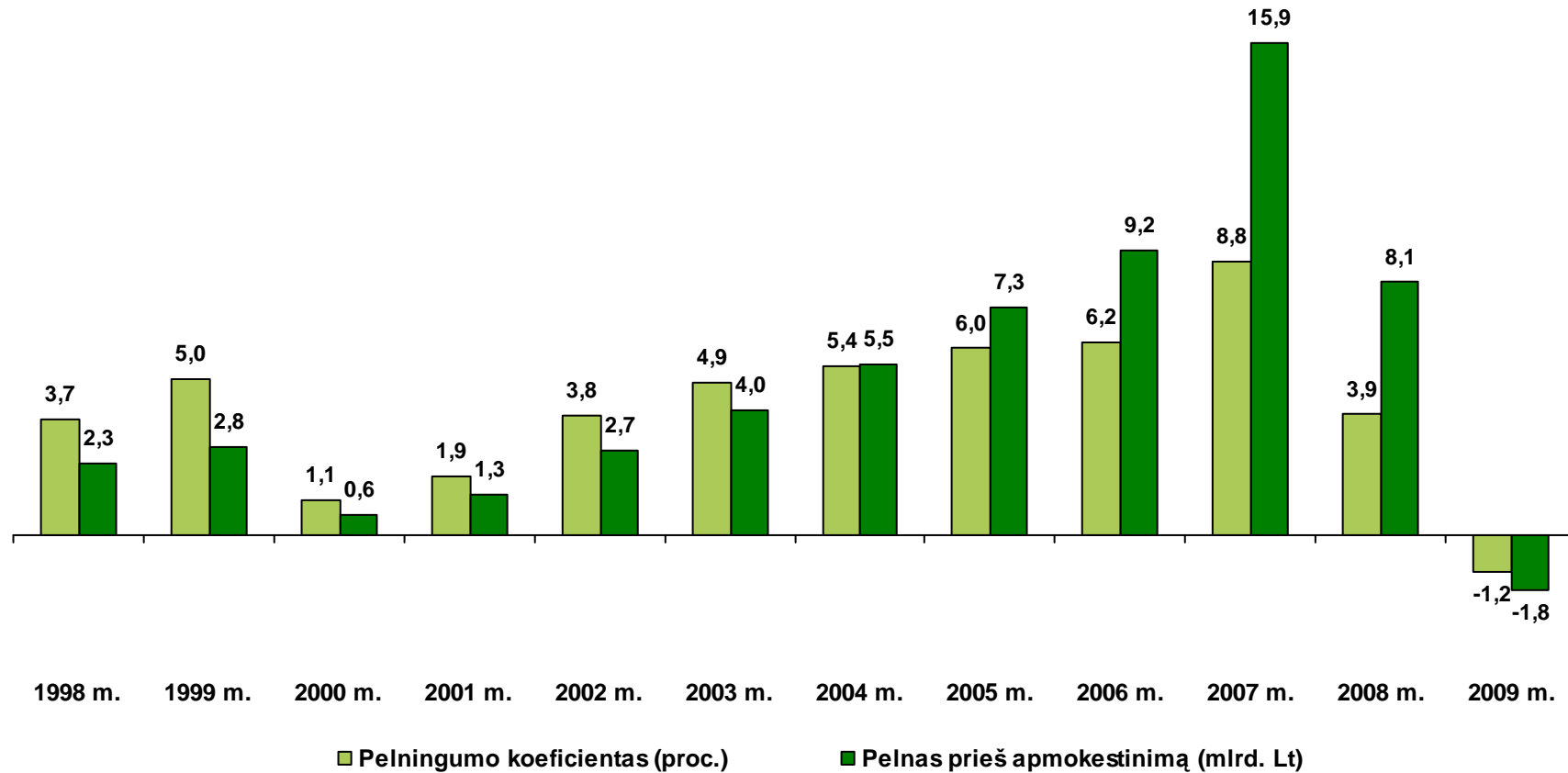
- Skirtingai nei po Rusijos krizės 1998 m., Lietuvos ekonomika neturi galimybių kasmet augti 7,5-8 proc.
 - Šį kartą į ekonomikos atsigavimo stadiją įžengsime turėdami ne 25 proc., o 40-45 proc. BVP valstybės skolą
 - Didelės skolos aptarnavimo išlaidos apsunkins grįžimą prie ikikrizinių mokesčių tarifų ir apribos valstybės investicijų politiką
 - Ne taip kaip prieš dešimtmetį, Lietuva vis labiau kenčia dėl darbingų žmonių emigracijos ir visuomenės senėjimo
 - Bankų kreditavimas leido mūsų ekonomikai 2003-2007 m. augti pranokstančiais potencialą tempais, tačiau vargu ar tai pasikartos
 - Potencialų BVP augimo tempą lėtins jau pasiektas aukštesnis konvergencijos su išsivysčiusiomis šalimis lygis

Lėtesnis ekonomikos augimas artimiausią dešimtmetį aštrins BVP paskirstymo kovą (2)

- Jau dabar užprogramuoti ateities nacionalinių pajamų paskirstymo konfliktai tarp:
 - Mokesčių mokėtojų ir biudžetinio sektoriaus tarnautojų
 - Jaunesniosios (įplaukas pensijoms generuojančios) ir vyresniosios (pensijas gaunančios ar pensinį amžių pasitinkančios) kartų
- Konfliktą komplikuos valdžios ketinimai kaip galima greičiau įsivesti eurą ir sumažinti biudžeto deficitą iki 3 proc. BVP

2009 m. Lietuvos verslo pelningumas įgriuvo į „duobę“, iš kurios išsikapstys nebent tik 2011 m.

Nefinansinių įmonių pelningumas



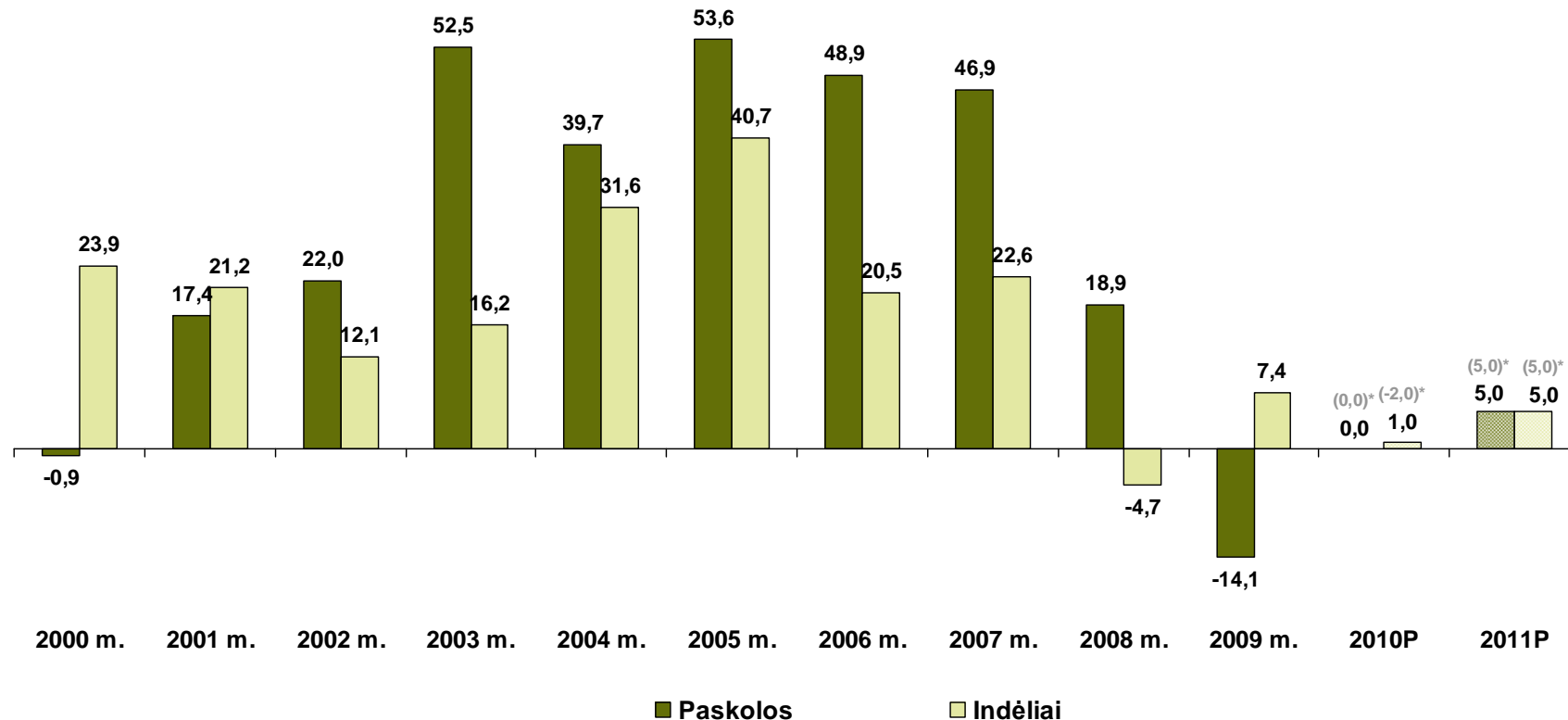
Šaltinis: Statistikos departamentas.

2010 m. įmonių pelningumo gerėjimą stabdys vidaus ir išorės veiksniai

- Prognozuojamas euro (lito) silpimas JAV dolerio atžvilgiu brangins žaliavinį-energetinį importą
- Silpna vidaus paklausa ir vyraujantis defliacinis klimatas trukdys įmonėms perkelti didėjančias sąnaudas į galutinę produktų bei paslaugų kainą
- Įtempta viešųjų finansų padėtis neleidžia tikėtis netiesioginių mokesčių (PVM, akcizų) naštos palengvinimo
- Bankų sistemos finansinio rezultato gerėjimą apsunkins smarkiai slegiantis blogų paskolų portfelis

Finansinio rezultato požiūriu bankų sistemai blogiausi buvo 2009 metai, tačiau šiais metais pagerėjimas dar nebus revoliucinis

Metinis paskolų ir indėlių pokytis (proc.)



2000-2007 m. ir 2008-2011 m. duomenys nėra griežtai palyginami dėl metodologijos skirtumų.

* Ankstesnė SEB banko prognozė.

Nekilnojamojo turto rinka – reikšmingų pokyčių išvakarėse

PAKLAUSA

- Pirkėjų psichologija verčiasi iš pesimistinės į neutralią ir net santūriai optimistinę
- Vis labiau pasireiškia motyvacija „pagauti“ būsto kainą žemiausiame taške
- Pradiniame etape pirkimas gali pagyvėti net be bankų dalyvavimo (perkama iš santaupų)
- Vidutiniu laikotarpiu aktyvesnis bankų kreditavimas yra būtinas NT rinkai palaikyti, tačiau jis nemažai priklausys nuo fundamentalių veiksnių
- Planai įvesti visuotinį NT mokestį kol kas pirkėjų elgesiui didelės įtakos neturi

PASIŪLA

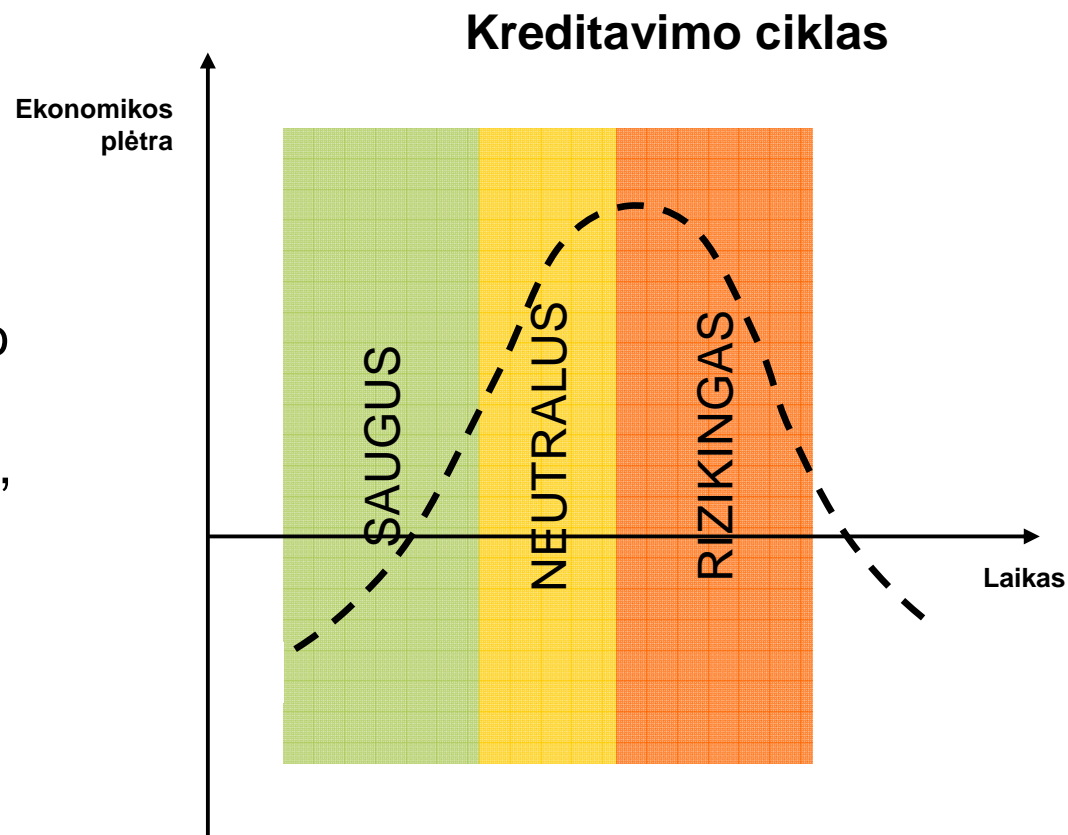
- Statybų bendrovės, NT vystytojai ir bankai laiko savo rankose pastatytą, bet neparduotą būstą
- Bankai sutiktų parduoti perimtą būstą ne bet kokiomis sąlygomis, todėl šios atsargos gali „kabėti“ rinkoje ilgiau

Būsto kreditavimo rizika verslo ciklo metu smarkiai kinta (1)

- Santykinai saugesnės yra paskolos, suteiktos pradinėje ekonomikos kilimo stadijoje, kadangi:
 - Gerėjanti kliento finansinė situacija leidžia tikėtis geros kredito istorijos artimiausius 5-6 metus
 - Paskolos sumos ir įkeisto nekilnojamojo turto rinkos vertės santykis taip pat yra „pasmerktas“ mažėti kylant NT kainoms.

Būsto kreditavimo rizika verslo ciklo metu smarkiai kinta (2)

- Bankai turėtų būti liberalesni (didesnis paskolos ir NT vertės santykis, mažesnė palūkanų marža) verslo ciklo pradžioje ir daug griežtesni baigiamojoje, pakilimo stadijoje.



S|E|B

10
metu

Ačiū už dėmesį!