

## LITO STABILUMO PROBLEMA LITO PATIKIMUMO ĮSTATYME IR PINIGŲ POLITIKOS PROGRAMOJE 1997-1999 m.

**Gitanas Nausėda**

*Straipsnyje nagrinėjami Lito patikimumo įstatymo veikimo rezultatai 1994-1996 m. Daug dėmesio skiriama Lietuvos banko pinigų politikos programai 1997-1999 m. ir valiutos kurso politikai mažoje šalyje. Autorius akcentuoja orientacijos į išorinį lito stabilumą svarbą, pagrįsdamas šį teiginį valiutų perkamosios galios pariteto teorija.*

*Pagrindiniai žodžiai: pinigų politika; valiutų valdyba; lito kursas; lito stabilumas; konkurencingumas; perkamosios galios paritetas.*

### 1. Lito patikimumo įstatymo struktūra

Pastaruoju metu Lietuvos pinigų sistema pergyvena permainų laukimo laikotarpį. Artėja momentas, kai bus pakoreguotas prieš trejus metus Lietuvos Respublikos Vyriausybės ir Tarptautinio valiutos fondo pasirašytas Lietuvos Respublikos Vyriausybės ekonominės politikos laikotarpis nuo 1994 m. spalio 1 d. iki 1997 m. rugsėjo 30 d. memorandumas. Šiuo dokumentu Lietuvai buvo pasiūlytas specialus pinigų politikos režimas, orientuotas į lito stabilumą, tačiau gerokai susiaurinęs Lietuvos banko veiklą ir vaidmenį šalies ekonominiame gyvenime.

1994 m. kovo mėn. priimtas Lito patikimumo įstatymas, kurio struktūra gana paprasta - 1 ir 2 straipsniais įteisintas automatinės pinigų emisijos, arba valiutų valdybos, modelis, o 3 straipsniu - fiksuoto lito kurso sistema [6, p. 31].

Įstatyme numatyta, kad Lietuvos banko išleisti į apyvartą litai turi būti visiškai padengti oficialiosiomis aukso ir konvertuojamosios valiutos atsargomis. Lietuvos bankas gali keisti bendrą litų kiekį apyvartoje, tik atitinkamai keisdamas turimas aukso ir konvertuojamosios valiutos atsargas. Praktikoje tai reiškia, kad Lietuvos banko galimybės emituoti pinigus apribojamos litų keitimo bazine užsienio valiuta operacijomis, t.y. bankas netenka kitų pinigų politikos priemonių.

Kitose šalyse, įdiegusiose valiutų valdybos modelį, minimalus nacionalinių pinigų padengimo procentas yra įvairus: Rytų Karibuose - 60 procentų, Brunėjaus Darusalame - 70, Džibutyje, Honkonge ir Estijoje - 100 procentų. Argentinoje vienas trečdalis pinigų gali būti padengta JAV doleriais nominuotais Argentinos vyriausybės vertybiniais popieriais, todėl centrinis bankas faktiškai privalo garantuoti 66 procentų padengimą užsienio aktyvais.

Lito patikimumo įstatyme išleisti į apyvartą litai apibrėžiami kaip rezerviniai pinigai (PO), kuriuos sudaro gryniesi pinigai ir Lietuvos banke laikomi bankų ir kitų sąskaitų turėtojų indėliai litais. Toks pat pinigų rodiklis taikomas Argentinoje, Estijoje, Rytų Karibuose ir Brunėjaus Darusalame, o Džibutyje ir Honkonge reikalaujama padengti tik grynuosius pinigus.

Kitaip negu daugelyje valiutų valdybos modelį taikančių šalių, Lietuvoje fiksuotas kursas nėra nustatytas paties įstatymo, tačiau jame numatyta, kad Lietuvos bankas, suderinęs su Vyriausybe, gali keisti bazinę valiutą ir oficialų lito kursą tik esant nepaprastoms aplinkybėms, žlugdančioms nacionalinės ekonomikos stabilumą [6, p. 31].

## 2. Lito patikimumo įstatymo priėmimo lūkesčiai ir rezultatai

Lito patikimumo įstatymu buvo tikimasi išspręsti keletą uždavinių: 1) atriboti Lietuvos banko vykdomą pinigų emisiją nuo įvairių interesų grupių įtakos; 2) garantuoti ilgalaikį visuomenės ir užsienio investuotojų pasitikėjimą fiksuoto valiutos kurso patvarumu; 3) garantuoti patenkinamą Lietuvos banko veiklą, kol jis nėra sukaukęs reikiamos centrinės bankininkystės patirties [3, p. 10-11]. Visi šie uždaviniai yra vienaip ar kitaip susiję su lito stabilumo klausimu.

Apibendrinant Lietuvos banko veiklą pastaraisiais metais, galima padaryti išvadą, kad politinės institucijos išties neteko įtakos pinigų emisijai, maža to, jos net "pamiršo", jog galima priversti centrinių bankų vykdyti infliacinę arba defliacinę pinigų politiką. Ši aplinkybė neabejotinai pravers ateityje kuriant civilizuotą Seimo, Vyriausybės ir Lietuvos banko santykių tradicijas.

Kita vertus, įdiegus valiutų valdybos modelį, ir pats centrinis bankas prarado svertus pinigų pasiūlai reguliuoti. Tuo laikotarpiu, kai užsienio valiutos, pateikiamos iškeisti į litus, apimtis buvo didelė, Lietuvos bankas automatiškai didindavo pinigų kiekį ir apsunkindavo kainų stabilizavimą (pvz., 1994 m. balandžio-gruodžio mėn. rezervinių pinigų kiekis padidėjo 49,6%), o prasidėjus valiutos nuotėkiui, centrinis bankas mažindavo litų kiekį ir sukeldavo jų deficitą (pvz., 1996 m. sausio-rugsėjo mėn. rezervinių pinigų kiekis sumažėjo 0,3%). Kai kuriais mėnesiais pinigų kiekio pokyčiai į vieną ar kitą pusę buvo itin drastiški, pavyzdžiui, 1996 m. sausio mėn. rezervinių pinigų kiekis sumažėjo 14 procentų, o 1996 m. gruodžio mėn. jis padidėjo 13,1 procentu [4, p. 14].

Tai leidžia daryti išvadą, kad Lietuvos banko pinigų politikos infliacinę ar anti-infliacinę pobūdį lėmė ne tiek Lito patikimumo įstatyme įtvirtintas visiško litų padengimo auksu ir užsienio valiuta principas, kiek tos valiutos srautų kryptis (įvežimas arba išvežimas). Lietuvos bankas mažai ką gali nuveikti infliacijos mažinimo srityje, jeigu šalis ilgą laiką susiduria su grynojo užsienio valiutos įvežimo problema.

Tiesa, šimtaprocentinis litų kiekio padengimas užsienio aktyvais gali padėti lito stabilumui jei ne ekonominiu, tai nors psichologiniu aspektu, žadindamas visuomenės pasitikėjimą centrinio banko sugebėjimu kiekvienu momentu neribotą litų kiekį iškeisti į bazinę valiutą.

Tačiau, kaip tiksliai pažymi žinomas bankininkystės specialistas A. Grina, Lietuvoje yra padengti tik centrinio banko pinigai P0, o ne P1 ar pinigai plačiaja prasme P2, apimantys įmonių ir gyventojų indėlius bankų sistemoje [2, p. 4].

A. Grinos nurodytą problemą švelnina tas faktas, kad didžiulio masto pinigų sistemos krizė įmanoma teoriškai, bet ne praktiškai. Nagrinėjant fiksuoto lito kurso išsaugojimo perspektyvas, tikslingiau centrinio banko užsienio aktyvus lyginti ne su rezervinių pinigų kiekiu, o su komercinių bankų mobilizuojamais aktyvais, kurie atspindi potencialią grėsmę oficialiosioms aukso ir valiutos atsargoms. Lietuvos banko užsienio aktyvai 1996 m. pabaigoje padengė komercinių bankų visus aktyvus net 49,2 procentu; apskaičiuota remiantis [4, p. 11,23]. Tai yra išpūdingai didelis rodiklis.

Valiutų valdybos modelis gali patenkinamai funkcionuoti tik vykdant griežtą kredito įstaigų priežiūrą, kuri garantuoja bankų sistemos stabilumą. Deja, 1994-1995 m. tarp įstatymų leidėjų viešpatavo pernelyg liberalios nuostatos bankų priežiūros klausimais (beje, Lito patikimumo įstatymas taip pat buvo karštai remiamas liberalizmo šalininkų), todėl 1994 m. gruodžio mėn. priimtas Komercinių bankų įstatymas turėjo nemažai spragų ir neužkirto kelio galimiems piktnaudžiavimams.

Logiškas to padarinys - kelių bankų krizė 1995 m. pabaigoje-1996 m. pradžioje. Ji ne tik paralyžiavo ūkio subjektų atsiskaitymus ir pažeidė indėlininkų interesus, bet ir sudavė smūgį pačiai valiutų valdybai. Iš esmės 1996 m. pirmąjį pusmetį valiutų valdybos veikimas būtent buvo sustabdytas, nes, susidarius kritiškam likvidumo trūkumui bankų sistemoje, Lietuvos bankas atšaukė sankcijas už privalomųjų atsargų

nevykdymą ir ėmėsi diskretiškos pinigų emisijos (teikė bankams paskolas likvidumui palaikyti ir pirkto iš jų Vyriausybės vertybinius popierius).

Taip pat sudėtinga vienareikšmiškai atsakyti į klausimą, ar Lito patikimumo įstatymas garantavo ilgalaikį visuomenės pasitikėjimą fiksuoto lito kurso patvarumu. Kaip jau minėta, tokiam pasitikėjimui buvo sukurtos būtinos prielaidos - centrinio banko į apyvartą išleidžiami pinigai buvo visiškai padengti auksu ir konvertuojamosiomis valiutomis.

Tačiau pažymėtina, kad valiutų valdybos modeliui priešinosi absoliuti dauguma Lietuvos ekonomistų ir finansininkų. Iš esmės Lito patikimumo įstatymas buvo priimtas tik tuometinės valdančiosios partijos balsais, nepritariant opozicijai. Todėl nenuostabu, kad valiutų valdybos funkcionavimo metu nenutilo jos kritika, kuri kartais sukeldavo neramumą valiutų rinkoje ir skatindavo gyventojus keisti litus į užsienio valiutą.

Palyginti menką visuomenės pasitikėjimą dabartiniu pinigų politikos režimu atspindi indėlių užsienio valiuta dalies visuose indėliuose didėjimas: valiutų valdybos modelio įdiegimo išvakarėse, 1994 m. kovo mėn., indėliai užsienio valiuta sudarė 45 procentus visų terminuotųjų indėlių, 1995 m. gruodžio mėn. - jau 59,9 procento, o 1996 m. gruodžio mėn. šiek tiek sumažėjo (iki 56,5%); apskaičiuota remiantis [4, p. 25]. Be to, reformų lūkesčiai ir ateities neapibrėžtumas nulėmė trumpalaikių Vyriausybės vertybinių popierių dominavimą, o jie apsunkino ilgalaikio kapitalo rinkos plėtrą.

Kaip matome, priėmus Lito patikimumo įstatymą, buvo sukurtos tik išorinės prielaidos įmonių ir gyventojų pasitikėjimui pinigų sistemos stabilumu. Jos pasirodė esą nepakankamos. Remiantis šia patirtimi, galima padaryti labai svarbią praktinei ekonominei politikai išvadą: **esminiai pertvarkymai ūkio ar finansų sektoriuje turi būti vykdomi kiek įmanoma platesniu įvairių visuomenės ir politinių jėgų sutarimu.**

Valiutų valdyba negali garantuoti didesnio pasitikėjimo pinigų bei finansų sistema ir kitu aspektu - bankų krizės metu ji neužkerta kelio krizės plitimui iš nelikvidžių ir nemokių bankų į nelikvidžius, tačiau mokius bankus. Tokiu atveju aktyvus centrinis bankas yra pajėgus lokalizuoti krizę, teikdamas pastariesiems bankams būtinas paskolas likvidumui palaikyti arba pirkdamas iš jų Vyriausybės vertybinius popierius [žr. 14, p. 27-30] ir taip nuramindamas indėlininkus bei kitus kreditorius.

Pagaliau būtina atsakyti į klausimą, ar valiutų valdyba buvo priimtina alternatyva, siekiant be didesnių praradimų įveikti laikotarpį, kol centrinio banko darbuotojai nesukauptė patirties specifinėje pinigų politikos srityje.

Iš tikrųjų valiutų valdyba įjungia "autopiloto" režimą pinigų politikoje ir sumažina klaidų dėl neprofesionalumo ar nepatyrimo tikimybę.

Kita vertus, "neįmanoma tapti geru šauliu neiššovus nė vieno šovinio". Valiutų valdybos modelis pernelyg supaprastino Lietuvos banko veiklą, stabdydamas šiuolaikinės pinigų politikos koncepcijos kūrimą ir demokratinėse šalyse sukauptos patirties perėmimą. Neatsitiktinai nuo 1994 m. iki 1996 m. vidurio Lietuvos bankas neparengė išsamesnių veiklos programų, buvo beveik neatliekami makroekonominiai tyrimai ir prognozės. Tam nebuvo ypatingo poreikio, kadangi centrinis bankas iš aktyvaus ekonominės politikos subjekto virto pasyviu stebėtoju.

Šiuo aspektu Lietuva atsiliko ne tik nuo daugelio Rytų ir Vidurio Europos, bet ir nuo kai kurių posovietinių valstybių.

Tik pastaruoju metu, susidarius realioms sąlygoms atkurti tradicinį centrinių bankų, Lietuvos bankas gerokai suaktyvino mokslinio tyrimo veiklą, kurios vienas iš pagrindinių rezultatų - Lietuvos banko pinigų politikos programa 1997-1999 m. [5, p. 34-41].

Kaip matome, Lito patikimumo įstatymas, nors turi ir tam tikrų teigiamų bruožų, iš esmės nepateisino jo iniciatorių puoselėtų lūkesčių ir neišsprendė lito bei bankų sistemos ilgalaikio stabilumo problemos.

### 3. Pinigų politikos programos strategija ir taktika

Pastaraisiais metais atsirado nauji svarbūs veiksniai, skatinantys keisti pinigų politikos kryptį. Čia turima galvoje ryškėjantys Europos ekonominės ir pinigų sąjungos (EPS) bei bendros valiutos euro kontūrai ir Lietuvos Respublikos strateginis tikslas - narystė Europos Sąjungoje, o kiek vėliau - ir EPS. Europos ekonominė ir pinigų sąjunga turi būti sukurta 1999 m., kai pirmosios joje ketinančios dalyvauti šalys atitiks Maastrichto sutartyje nustatytus konvergencijos kriterijus.

EPS pagrindą sudarys Europos centrinis bankas, kuris veiks kaip tradicinis centrinis bankas, naudojantis visas įprastas pinigų politikos priemones (bankų kreditavimo ir jų privalomųjų atsargų reguliavimo, atvirosios rinkos operacijų). Nors dabartiniai Europos Sąjungos šalių centriniai bankai ateityje veiks kaip bendros Europos centrinių bankų sistemos sudedamosios dalys, jiems taip pat bus deleguojama teisė naudoti nustatytas pinigų politikos priemones [12, p. 15].

Taigi Lietuva galėtų aktyviau dalyvauti Europos Sąjungos pinigų politikos harmonizavimo procese tik atkūrus šiuolaikinį centrinį banką.

Kita reikšminga narystės EPS prielaida, kuri įtvirtinta Maastrichto sutartyje, - šalių kandidačių nacionalinių valiutų kursas bent dvejus metus turi būti palyginti stabilus nustatytų fiksuotų paritetų atžvilgiu. Šalims, kurios norės prisijungti prie Europos ekonominės ir pinigų sąjungos vėliau, o to siekia ir Lietuva, teks užtikrinti savo nacionalinių valiutų stabilumą naujojo piniginio vieneto, euro, atžvilgiu [9, p. 29; 11, p. 23].

Tuo tarpu Lietuvos litas yra susietas su JAV doleriu, kurio kursas plaukioja palyginti su Europos Sąjungos valiutomis, todėl lito kursas pastebimai svyruoja Vokietijos markės ar valiutų krepšelio, ECU, atžvilgiu. Pavyzdžiui, 1997 m. sausį, palyginti su praėjusių metų atitinkamu laikotarpiu, lito kursas Vokietijos markės atžvilgiu pakilo apie 15 procentų.

Lito glaudesnis orientavimas į Europos Sąjungos valiutas šiuo metu yra neįmanomas, kadangi jis prieštarauja dabartinei valiutų valdybos sistemai ir Lito patikimumo įstatymo reikalavimui keisti bazinę valiutą ir oficialų lito kursą tik esant aplinkybėms, žlugdančioms Lietuvos ekonomikos stabilumą.

Egzistuoja dvi pagrindinės alternatyvos integruotis į EPS šalims, pasirinkusioms valiutų valdybos modelį:

1) atsisakyti valiutų valdybos ir iki įstojimo į EPS maksimaliai priderinti pinigų politikos priemones prie europietiško standartų ("išaugtų marškinėlių" strategija);

2) išsaugoti valiutų valdybą iki pat įstojimo į EPS ir pakeisti vieną riboto savarankiškumo pinigų sistemą kita ("marškinėlių pakeitimo" strategija).

Pirmajai strategijai prioritetą teikia Vokietija - jos centrinio banko atstovai yra ne kartą pareiškę, jog Baltijos valstybių pasirinkti pinigų ir valiutos kurso politikos modeliai yra nepakankamai lankstūs ir sudaro nemažai kliūčių sparčiau integruotis į EPS.

Kai kurie Tarptautinio valiutos fondo atstovai rekomenduoja antrąją strategiją, kadangi ji garantuoja tam tikrą pinigų politikos tęstinumą ir pastovumą. Šiai strategijai prioritetą teikia Estija (tai rodo jos dabartinės valdžios pareiškimai).

Mūsų nuomone, tokią pasirinkimą, pirmiausia, lemia tai, kad 1992 m. Estija iš karto savo nacionalinę valiutą, kroną, susiejo su Vokietijos marke, kurią 1999 m. automatiškai planuojama pakeisti į euro. Antra, Estijos bankų sistema yra labai priklausoma nuo užsienio kredito linijų, todėl visi ketinimai keisti pinigų politiką gali išgašdinti užsienio bankus bei kitas finansų institucijas ir sukelti kredito išteklių "badą" [1, p. 11].

Lietuvos Respublikos Vyriausybė ir Lietuvos bankas pasirinko pirmąją strategiją. Šį sprendimą lėmė ne tiek lito susiejimas su ne Europos Sąjungos valiuta (nors ir problemiška, galima pakeisti Lito patikimumo įstatymą ir litą susieti su ES valiuta, išsaugant valiutų valdybą), kiek įsitikinimas centrinio banko pranašumu prieš valiutų valdybą.

Be to, būsimame Europos centriniame banke daugeliu atveju sprendimai bus priimami pagal principą - "viena šalis - vienas balsas", todėl *de jure* Lietuva turės tokią pačią įtaką kaip ir didžiosios Europos Sąjungos valstybės. Mūsų šalis ateityje norėtų aktyviai dalyvauti formuojant bendrą Europos pinigų politiką, o tai bus įmanoma pasiekti tik turint tam tikrą monetarinio reguliavimo patirtį.

Lietuvos banko pinigų politikos programą 1997-1999 m. sudaro dvi dalys: pirmoje dalyje analizuojama dabartinė pinigų politika ir kritiniai veiksniai, verčiantys ją keisti (šios problemos jau buvo minėtos); antroje dalyje apibrėžiami Lietuvos banko tikslai ir pinigų politikos raidos etapai.

Lietuvos bankas savo programoje išskiria dvejopą lito stabilumo pobūdį: vidinį ir išorinį stabilumą. Vidinis lito stabilumas reiškia jo perkamosios galios stabilumą arba palyginti pastovias kainas, o išorinis stabilumas yra tvirtas lito kursas stiprių užsienio valiutų atžvilgiu.

#### 4. Pinigų politikos programa ir perkamosios galios pariteto teorija

Šalies ekonomikai strategiškai svarbus yra Lietuvos banko apsisprendimas ir ateityje orientuotis į išorinį lito stabilumą, siejant jį su stipresnėmis užsienio valiutomis arba valiutų krepšeliu. Pripažįstama, kad ne tiek valiutų valdyba, kiek fiksuotas lito kursas padėjo užtikrinti gana stabilią šalies monetarinę aplinką [5, p. 36].

Orientuojantis į išorinį lito stabilumą ir siejant jį su visuotinai pripažįstamomis užsienio valiutomis, galima veiksmingai prisidėti ir prie kainų stabilizavimo, kadangi valiutos kurso fiksavimas leidžia iš išsivysčiusių užsienio valstybių "importuoti" mažesnę infliaciją.

Pavyzdžiui, 1992 m. infliacija Lietuvoje sudarė 1162,6 procento, 1993 m. - 188,7, 1994 m. - 45,1, 1995 m. - 35,7, o 1996 m. - 13,1 procento. Vidutinė bankų paskolų palūkanų norma taip pat nuosekliai mažėjo: 1993 m. birželio mėn. ji sudarė 130,7 procento, 1995 m. viduryje - 27,4 procento, o 1996 m. pabaigoje - jau tik 16 procentų [4, p. 32]. Kartu mažėjo vidutinė terminuotųjų indėlių palūkanų norma: nuo 113,2 procento (1993 m. birželio mėn.), 21,5 procento (1995 m. viduryje) iki 11 procentų (1996 m. pabaigoje) [4, p. 31].

Fiksuotas lito kursas teigiamai atsiliepė ir 1994 m. pradėjusiai funkcionuoti Vyriausybės vertybinių popierių (VVP) rinkai. Palūkanų arbitražo galimybės, esant pastoviam lito ir bazinės valiutos santykiui, patraukė užsienio investuotojų dėmesį ir sudarė sąlygas VVP palūkanų mažėjimui bei jų trukmės ilgėjimui.

Pastaruoju metu pradėdama abejoti, ar fiksuotas lito kursas dar yra priimtinas šalies ūkiui, ypač eksporto pramonei, kai keletą metų iš eilės infliacija Lietuvoje pastebimai didesnė už analogišką rodiklį JAV. Išties finansų moksle neginčytina aksioma tapo teiginys, jog nekintantis valiutos kursas, sparčiai kylant žaliavų ir darbo jėgos kainoms vidaus rinkoje, pažeidžia šalies prekių konkurencingumą (santykinis konkurencingumas arba dinaminis konkurencingumo aspektas).

Lietuvos bankas grindžia savo poziciją valiutų perkamosios galios pariteto (PGP) teorija, kuri skelbia, jog įvairių šalių konkurencingumą tarptautinėje rinkoje, nesuvaržytoje kiekybinių apribojimų ir didelių muitų, lemia nacionalinės valiutos faktinio kurso nukrypimas nuo perkamosios galios pariteto (teorinio kurso) užsienio valiutų atžvilgiu. Jeigu vietos valiuta faktiškai yra brangesnė negu pagal PGP, šalies prekių konkurencingumas yra mažas ir, atvirkščiai, jeigu šalies valiuta nupiginta PGP atžvilgiu, jos prekių konkurencingumas yra didelis (absoliutus konkurencingumas arba statinis konkurencingumo aspektas).

Remiantis šia teorija, Lietuvos prekių konkurencingumo problemą reikėtų formuluoti kiek kitaip: ar dar neišsemtas lito neįvertinimo rezervas, užfiksuotas lito susiejimo su doleriu metu.

Kai litas buvo siejamas su JAV doleriu (tokia politika faktiškai pradėta vykdyti

keletą mėnesių anksčiau, negu buvo priimtas Lito patikimumo įstatymas), pastarojo rinkos kaina buvo ažiotažinė, nes tuo metu pagal perkamąją galią 1 Lt prilygo maždaug 1 dol. Per daugiau kaip trejus metus lito kursas, skaičiuojant pagal PGP, sumažėjo nuo 1 Lt iki 2,5-2,8 Lt už 1 dol. (pateikiami ir dar optimistiškesni PGP vertinimai, žr. [8, p. 28]), tačiau dar nepasiekė faktinio kurso - 4 Lt už 1 dol., t.y. litas tebėra nepakankamai įvertintas palyginti su konvertuojamosiomis valiutomis. Kitais žodžiais, pastarųjų metų infliacija Lietuvoje priartino, bet nesulygino vietinių kainų su pasaulinėmis [7, p. 23]. Kol egzistuoja PGP ir faktinio lito kurso skirtumas, išlieka ir infliacijos šaltinis.

Specialistai, ignoruojantys PGP veiksnį, remiasi neteisinga prielaida, kad 1994 m. pradžioje užfiksuotas lito rinkos kursas automatiškai atspindėjo jo tuometinę perkamąją galią. 1994-1996 m. infliacija nulėmė lito perkamosios galios kilimą virš faktinio kurso, įvairiais skaičiavimais, iki 6-8 Lt už 1 dol., t.y. litas, palyginti su doleriu, yra gerokai pervertintas.

Vadinasi, vietos kainos pasiekė ir pranoko pasaulines. Tačiau šios hipotezės nepatvirtina net elementariausi praktiniai stebėjimai, nekalbant jau apie išsamius tyrimus. Be to, minėtos pozicijos šalininkai neranda tinkamo paaiškinimo, kaip tokiais sąlygomis infliacija Lietuvoje yra didesnė negu užsienyje.

Taigi pagrįstesnė yra išvada, kad lito kursas, palyginti su PGP, kol kas yra nepakankamai įvertintas, todėl pastaraisiais metais vykstantį procesą galima vadinti tik santykinu šalies prekių konkurencingumo mažėjimu, tačiau ne absoliučiu nekonkurencingumu. Beje, tai įrodo ir šalies užsienio prekybos, ypač eksporto, rezultatai. 1995 ir 1996 m. mūsų įmonių eksportas palyginamosiomis kainomis (taip pat ir į Vakarų Europą bei JAV) didėjo.

Tačiau Lietuva privalo vykdyti atsargią užsienio prekybos liberalizavimo ir importo muitų mažinimo politiką, atsižvelgdama į dinaminį konkurencingumo aspektą - laipsnišką jo mažėjimą, lito perkamosios galios paritetui artėjant prie faktinio lito kurso.

Žinoma, visada egzistuoja alternatyva devaluoti litą nelaukiant, kol iškils ne tik santykinio, bet ir absoliutaus šalies ūkio nekonkurencingumo problema. Tačiau, prieš priimant tokį sprendimą, būtina kruopščiai išanalizuoti, ar lito devalvavimo nauda atsvers trūkumus.

Lietuvos banko pinigų politikos programoje šie trūkumai yra gana nuodugnai įvardyti: "<...> lito devalvavimas būtų nepriimtinas Lietuvos ekonomikai, kadangi apsunkintų įmonių veiklos planavimą, pabrangintų importuojamas žaliavas ir nulemtų aukštesnį paskolų palūkanų lygį. Kita vertus, laikinai pagerėtų Lietuvos prekių eksporto sąlygos. Tačiau dėl palyginti didelio Lietuvos importo kainų nelankstumo, eksporto padidėjimas gali neatsverti importo augimo, todėl pablogėtų užsienio prekybos balansas". Čia taip pat pažymėta, jog, "atsisakius fiksuoto lito kurso, kaip monetarinio "inkaro", būtų sudėtinga vykdyti nuoseklią ekonomikos stabilizavimo politiką" [5, p. 36].

Šis žingsnis būtų nelogiškas ir perkamosios galios pariteto teorijos atžvilgiu. Devalvavus litą, nutrūktų vykstantis laipsniškas jo perkamosios galios pariteto prisitakymas prie faktinio kurso ir vietos kainų susilyginimas su pasaulinėmis. Susidarius naujam atotrūkiui, vėl padidėtų infliacija ir sumažėtų gyventojų realiosios pajamos.

Neseniai Lietuvos banko specialistai atliko preliminarinius tyrimus, įvertindami galimo lito devalvavimo įtaką svarbiausiems makroekonominiams rodikliams. Rezultatai patvirtino anksčiau minėtus teorinius samprotavimus. Pavyzdžiui, devalvavus litą iki 6 Lt už 1 dol., arba 50 procentų, metinė infliacija sudarytų 17-24 procentus (priklausomai nuo darbo užmokesčio indeksavimo lygio), dėl vidaus paklausos sumažėjimo bendrasis vidaus produktas (BVP) per trejus metus sumažėtų nuo 0,1 iki 8,8 procento (kuo mažesnis pajamų indeksavimo lygis, tuo ryškesnis BVP sumažėjimas).

## 5. Valiutos kurso režimas mažoje ir atviroje ekonomikoje

Ekonomikos teorijoje paplitusi nuomonė, kad fiksuoto valiutos kurso režimas tinka mažoms valstybėms, turinčioms atvirą ekonomiką ir intensyviai prekiaujančioms su užsieniu [13, p. 113]. Ypač svarbu, kad darbo įstatymai, darbdavių ir samdomųjų darbuotojų organizacijų struktūra bei kolektyvinių derybų pobūdis garantuotų darbo užmokesčio lankstumą, leidžiantį įmonėms prisitaikyti prie ūkinės konjunktūros pokyčių. Lietuva atitinka visus šiuos kriterijus.

Alternatyvius pinigų politikos orientyrus mažoms ir didelėms valstybėms iliustruoja 1 lentelė. Jų tinkamumas įvertintas pagal tris požymius: 1) valdomumą; 2) įtaką galutiniam tikslui - kainų stabilumui ir 3) suprantamumą plačiajai visuomenei.

Kaip rodo įvairių centrinio banko veiklos gairių apžvalga pagal pateiktus kriterijus, didelėms valstybėms tikslingiausia pasirinkti pinigų kiekio [10, p. 61-62] arba tiesiogiai infliacijos rodiklius [13, p. 110], o mažoms valstybėms tinkamesnis valiutos kurso orientyras.

Žinoma, šią schemą būtina pritaikyti konkrečios šalies aplinkybėms, įvertinant jos bankininkystės tradicijas, ūkio ir finansų sistemos struktūrą, mokėjimų balanso, prekių bei kapitalo judėjimo savitumus, gyventojų mentalitetą ir pan.

1 lentelė

Pinigų politikos orientyrai\*

Orientyras	Tinkamumo požymis		
	valdomumas	įtaka galutiniam tikslui – kainų stabilumui	suprantamumas visuomenei
Palūkanų normos:			
trumpalaikės	+	-	0
ilgalaikės	-	0	+
Palūkanų struktūra	0	0	+
Valiutų kursas:			
mažoje ekonomikoje	+	+	+
didelėje ekonomikoje	0		0
Kreditų apimtis	-	-	-
Bendrasis vidaus produktas	-	-	-
Pinigų kiekis:			
mažoje ekonomikoje	+	0	0
didelėje ekonomikoje	+	0	+
Infliacija	0	+	+

(+) - tinkamas;

(-) - netinkamas;

(0) - neutralus arba prieštaringas.

Remiantis anksčiau išdėstytais samprotavimais ir Lietuvos pinigų sistemos raidos 1994-1996 m. analize, šį straipsnį norėtuši baigti apibendrinimu, kad lito stabilumas pirmiausia garantuojamas ne specialiai tuo tikslu sukurtais įstatymais ar kitais teisės aktais, o sąmoninga centrinio banko veikla.

\* Lentelė sudaryta autoriaus.

## Literatūra

1. *Ar Estėjai gresia bankų krizė?*//Respublika, 1997 01 21.
2. Grina A. *Valiutų valdybos modelis skurdina valstybę*//Litas, 1997 01 28.
3. Hanke S. H., Schuler K. *Valiutų taryba. Pasiūlymai Lietuvai, V., 1994.*
4. Lietuvos banko mėnesinis biuletenis, 1996, Nr. 12.
5. Lietuvos banko pinigų politikos programa 1997-1999 m.//Valstybės žinios, 1997 01 31, Nr. 10.
6. Lietuvos Respublikos lito patikimumo įstatymas//Teisės aktai, reglamentuojantys Lietuvos bankų veiklą, 1995/1 (5).
7. Mažeika P. A. *Atsakymas į mintį "Dolerio-lito kurso santykio realybė"*//Technikos žodis, 1996, Nr. 3-4.
8. Alejeva N. *Perkamosios galios paritetai*//Respublika, 1997 01 13.
9. Backe P., Lindner I. *European Monetary Union: Prospects for EU Member States and Selected Candidate Countries from Central and Eastern Europe*//Focus on Transition, 1996, Nr. 2.
10. *Die Geldmarktsteuerung der Deutschen Bundesbank*//Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Mai 1994.
11. Radzyner O., Riesinger S. *Exchange Rate Policy in Transition-Developments and Challenges in Central and Eastern Europe*//Focus on Transition, 1996, Nr. 1.
12. *The Latest EMI Report - More News and Speculation about EMU Stage Three*//Frankfurt Finance, 1997 01 31.
13. *The Rise and Fall of Inflation - Lessons from the Postwar Experience*//IMF World Economic Outlook, October 1996.
14. *Varieties of Monetary Policy Operating Procedures: Balancing Monetary Objectives with Market Efficiency, Bank for International Settlements, Working Paper, No. 35, July 1996.*

## Summary

### THE ISSUE OF THE LITAS STABILITY IN THE LAW ON THE CREDIBILITY OF THE LITAS AND MONETARY POLICY PROGRAMME FOR 1997-1999

#### Gitanas Nausėda

Presently the monetary system of Lithuania is getting ready for a new stage of development because the period of the Memorandum on the Economic Policy during 1994-1997, signed between the Government of the Republic of Lithuania and the International Monetary Fund, is close to the end. One of the most important parts of this document is a special monetary policy regime - the currency board arrangement, which was introduced at the beginning of 1994 after the Law of the Republic of Lithuania on the Credibility of the Litas entered into force. By this law, full backing of the national currency, the Litas, by gold and convertible foreign currency as well as the system of a fixed exchange rate of the Litas were legitimised.

The results of the efficiency of the Law on the Credibility of the Litas are analysed in the article according to three criteria: 1) the dissociation of money issue executed by the Bank of Lithuania from political influence; 2) the assurance of the public confidence in the stability of the fixed exchange rate; 3) the creation of pre-conditions for the successful activities of the Bank of Lithuania till it accumulates a necessary experience in the central banking activities.

After the analysis of different activities of the Bank of Lithuania in the period of 1994-1996, the conclusion stands out that the Law on the Credibility of the Litas, while having some advantages, as a matter of fact has not met its advocates' expectations and solved the problem of the long-term stability of the Litas and the banking system.

The article also deals with new factors, fostering the adoption of the monetary policy programme of the Bank of Lithuania for 1997-1999 and the change of the direction of the monetary policy, abandoning the currency board arrangement in due course. The process of the European monetary integration as well



as the preparation of the Republic of Lithuania to become a member of the European Union and later the European Monetary Union is discussed in the article. The author arrives to the conclusion that Lithuania will be able to participate in the process of harmonization of the monetary policy of the European Union only when a modern central bank is created.

In the opinion of the author a positive and strategically important step for the economy of the country is the decision of the Bank of Lithuania to further develop orientation to the external stability of the Litas. The theory of relative and absolute competitiveness in the international market and the problem of the purchasing power parity is presented in the article. The conclusion is drawn that the more rapid price growth in Lithuania as compared with that of abroad reveals the decrease of a relative competitiveness of goods, but not the absolute competitiveness, because in fact the Litas is still undervaluated in comparison with the PPP.

Under these conditions the devaluation of the Litas would be an illogical step, because the gradual approximation of the purchasing power parity to the actual exchange rate and the narrowing of domestic and world prices would disrupt.

The table, reflecting the suitability of different monetary policy instruments at small and large economy is presented at the end of the article.

# LITO KURSO REŽIMO PASIRINKIMAS: TEORINIAI IR PRAKTINIAI SPRENDIMO BUDAI

**Vaidievtis Geralavičius, Raimondas Kuodis**

*Straipsnyje aptariama daugelio pasaulio šalių patirtis renkantis fiksuotą, tarpinį ar laisvą nacionalinės valiutos kurso režimą. Remiantis šių šalių patirtimi ir teoriniais samprotavimais, nagrinėjamas ir vertinamas egzistuojantis valiutos kurso režimas Lietuvoje, galimi jo keitimo variantai bei padariniai. Pagrindiniai žodžiai: fiksuotas, tarpinis, laisvas valiutos kursas; valiutų krepšelis; infliacija; ekonominis augimas; valiutos devalvavimas; pinigų politika; valiutos kurso politika.*

## 1. Įvadas

Vienas iš svarbiausių klausimų, rengiantis reformuoti Lietuvos pinigų politiką ir Lietuvos banko veiklą, - valiutos kurso režimo pasirinkimas. Nuo šio sprendimo, be abejo, labai priklauso Lietuvos ekonomikos augimas, ūkininkavimo sąlygos ir žmonių gyvenimo lygio gerėjimas. Todėl bet kokius žingsnius šioje srityje reikėtų žengti tik atlikus rimtą analizę. Šiuo straipsniu norime prisidėti savo mintimis prie gausaus ekonomistų, politikų ir kitų besidominčių Lietuvos pinigų politika nuomonių lobyno.

Valiutos kursas nedidelėje atviroje ekonomikoje (tokioje kaip Lietuva) atlieka dvejopą vaidmenį. Viena vertus, jo lankstumas gali padėti pasiekti ir išlaikyti konkurencingumą tarptautinėse rinkose bei "sveiką" mokėjimų balansą. Antra vertus, fiksuotas kursas stabilizuojančiai veikia šalies nominaliuosius ekonominius dydžius.

Pasaulinėje ekonomikoje egzistuoja daugybė daugiau ar mažiau paplitusių valiutos kurso nustatymo variantų. Vienas iš šio straipsnio tikslų yra padėti suvokti valiutų keitimo mechanizmų įvairovę, aptarti visų kurso režimų įtaką pagrindiniams makroekonominiams rodikliams - augimui, infliacijai, mokėjimų balansui.

Be to, analizuojama ir politinė klausimo dimensija - Lietuvai siekiant tapti Europos Sąjungos (ES) nare, JAV doleris pamažu gali tapti nevisiškai tinkamas lito "inkaro" funkcijai atlikti, nes lito svyravimai, analogiškai JAV dolerio svyravimams pagrindinių ES valiutų atžvilgiu, kai kada peržengia ribas, numatytas kuriamos Europos ekonominės ir pinigų sąjungos (EPS) reikalavimų. Vien dėl šios priežasties kyla būtinybė peržiūrėti bazinės valiutos pasirinkimą.

Staigus perėjimas prie euro, būsimos bendros Europos valiutos, galėtų būti komplikotas dėl didelės JAV dolerio dalies užsienio mokėjimuose ir jo populiarumo tarp Lietuvos gyventojų ir ūkio subjektų. Todėl Lietuvos banko pinigų politikos programoje 1997-1999 m. yra numatytas tarpinis variantas, nuo 1999 m. planuojant pasitelkti bazinį valiutų krepšėlį, susidedantį iš JAV dolerio ir euro. Pabandėme panagrinėti, kokius padarinius Lietuvos ekonomikai galėtų sukelti bazinės valiutos, JAV dolerio, pakeitimas valiutų krepšeliu. Kadangi euro kol kas yra tik ateities valiuta, mes negalėjome įvertinti tokio pakeitimo nei retrospektyviai, nei perspektyviai. Dėl šios priežasties analizavome įvairių valiutų

- Vaidievtis Geralavičius - habilituotas matematikos mokslų daktaras, Lietuvos banko Banko politikos departamento direktoriaus pavaduotojas.  
Veiklos sritys: bendrosios pusiausvyros teorija, konkurencijos teorija ir taikymai, pinigų politika, makroekonominė analizė.
- Raimondas Kuodis - Lietuvos banko Banko politikos departamento Makroekonomikos ir prognozavimo skyriaus viršininkas.  
Veiklos sritys: taikomasis ekonomikos modeliavimas, pinigų politika, makroekonominė analizė.

krepselių, taip pat susidedančių iš JAV dolerio ir Vokietijos markės, padarinius, kadangi Vokietijos markė, kaip viena iš svarbiausių ir stabiliausių ES valiutų, yra tinkamiausias euro pakaitalas tokiuose tyrimuose.

Taigi šiame darbe, remdamiesi ekonomikos mokslu, tarptautine praktika ir Lietuvos ekonomikos charakteristikų analize pagal nusistovėjusius kriterijus, įvertinsime galimų lito kurso režimo alternatyvų plusus ir minusus, pateiksime savo nuomonę, kuris sprendimas ateityje būtų naudingiausias Lietuvai.

## 2. Nacionalinių valiutų kursų sistemų ir apribojimų apžvalga

Tarptautinis valiutos fondas (TVF) nuo 1950 m. publikuoja metinius pranešimus apie visų pasaulio šalių valiutų kursų mechanizmus ir keitimo apribojimus (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*). Šie pranešimai rengiami bendradarbiaujant su nacionalinėmis vyriausybėmis bei remiantis TVF misijų surinkta medžiaga.

Paskutinis toks dokumentas pasirodė 1996 m. rugsėjį [1]. Jame aprašoma šalių valiutų keitimo mechanizmų padėtis, buvusi 1995 m. pabaigoje ar 1996 m. pradžioje.

Toliau pateikiama statistinė suvestinė (žr. 1 lentelę), atspindinti pasaulinę valiutų kursų sistemų pasirinkimo praktiką ir keitimo bruožus. Atskirai pateikiamos įdomesnių, į Lietuvą raidos ar kitais atžvilgiais panašių šalių charakteristikos.

\*Šiame leidinyje Belgija ir Liuksemburgas parodomi kaip viena valstybė.

1 lentelė

### Pasaulio šalių pinigų sistemų bruožų statistika

	Pasaulio šalių pinigų sistemų charakteristikų suvestinė*														Iš viso šalių	Visų šalių dalis (%)			
	Argentina	Baltarusija	Bulgarija	Čekija	Kazachstanas	Estija	Latvija	Lietuva	Moldavija	Lenkija	Rumunija	Rusija	Slovakija	Slovėnija			Švedija	Vengrija	Vokietija
A. Atitinka TVF įstatų:																		131	73
VIII straipsnį																		49	27
XIV straipsnį																		180	100
Iš viso šalių																			
B. Valiutos kurso sistema																			
Valiutos kursas nustatomas remiantis:																			
susiejimu su:																		68	38
JAV doleriu																		23	13
Prancūzijos franku																		14	8
kita valiuta																		9	5
valiutų krepšeliu																		22	12
ribotu plaukiojimu:																		13	7
vienos valiutos atžvilgiu																		3	1
pagal kooperatinį susitarimą																		10	6
lankstesne sistema:																		99	55
koreguojamas atsivėlgiant į rodiklių rinkinį																		2	1
kitoks kontroliuojamas kurso kitimas																		44	24
laisvas plaukiojimas																		53	29
C. Mokėjimų uždelsimai																		52	29
D. Mokėjimų apribojimai																		71	39
Mokėjimų apribojimai einamosioms operacijoms																		59	33
Mokėjimų apribojimai kapitalo operacijoms																		12	7

Šaltinis: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, IMF Washington DC, 1996.

1996 m. iš 180 TVF apžvelgiamų šalių 68 šalys (38% visų šalių) savo valiutas susiejo su stipresnėmis užsienio valiutomis (iš jų 23 - su JAV doleriu, 14 - su Prancūzijos franku ir 9 - su kitomis valiutomis, tarp kurių yra Vokietijos markė, Italijos lira, Australijos doleris ir Indijos rupija), iš jų 22 šalys savo valiutas susiejo su įvairiais užsienio valiutų krepšeliais. 13 šalių (7%) valiutos sistemos pagrįstos ribotu plaukiojimu (*limited flexibility*), iš jų 10 šalių\*\* priklausė ES Valiutų kursų

\*\*1996 m. pabaigoje į ES Valiutų kursų mechanizmą vėl įsijungė Italija, taigi šiuo metu jį sudaro 11 ES valstybių.

mechanizmui (ERM - *Exchange Rate Mechanism*). Keturiuose šalyse - Lietuvoje, Estijoje, Argentinoje ir Honkonge veikė valiutų valdybos modelis, kuris, kaip fiksuoto kurso režimas, be to, pasižymi ir automatinio pinigų kiekio nusistatymo rinkoje savybe. Daugiau ar mažiau laisvą valiutos kursą pasirinko kitos 99 šalys (55%).

Taigi nacionalinės valiutos kurso griežtesnį ar mažiau griežtą fiksavimą pasirinko apie 45 procentai visų pasaulio šalių, todėl ši praktika nėra tokia reta, kaip dažnai išgirstame debatuose Lietuvos pinigų politikos klausimais.

Šalys, pasirinkusias tiek fiksuotą, tiek plaukiojantį valiutos kursą, gana retai taiko jų ekstremalius variantus, t. y. griežtai fiksuoto ir visiškai laisvo, tik rinkos reguliuojamo kurso režimą. Egzistuoja labai daug tarpinių variantų, ribojamų minėtais ekstremumais, kuriuos ir renkasi dauguma šalių.

Pirmiausia reikia paminėti, kad pagal TVF klasifikaciją valiutų kursas laikomas fiksuotu ir tada, jei šalies centrinis bankas nustato nedideles leistinių svyravimų ribas aplink fiksuotą kursą. Be to, svyravimų ribos gali būti nustatomos tiek bazinės valiutos, tiek ir bazinių valiutų krepšelio atžvilgiu. Kai kuriais atvejais šalys oficialiai deklaruoja fiksuoto valiutos kurso režimą, tačiau dažnai kaitalioja bazinę valiutą ir svyravimų intervalus.

Šalys, nedeklaruojančios fiksuoto nacionalinės valiutos kurso režimo, sąlyginai skirstomos į 2 grupes: tarpinę (*intermediate*), kada centrinis bankas kelia pakankamai konkrečius valiutos kurso reguliavimo tikslus ir administracinėmis priemonėmis bei veikla tarpbankinėje valiutų rinkoje siekia jų įgyvendinimo, ir laisvo kurso (*floating*), kada nacionalinės valiutos kursą iš esmės nulemia rinka, centriniam bankui vykdant minimalias intervencijas arba jų nevykdant visiškai.

Pirmai grupei pirmiausia priskiriamos valstybės, naudojančios vadinamąjį "šliaužiančio pririšimo" (*crawling peg*) principą, pagal kurį centrinis bankas tam tikru momentu fiksuoja nacionalinės valiutos kursą bazinės valiutos ar jų krepšelio atžvilgiu, kartu numatydamas kiekvieną mėnesį (kai kada rečiau) jos devalvavimo (dažniausiai) ar revalvavimo lygį. Neretai tokiu atveju nustatomos ir intervencinės svyravimų ribos (*crawling band*). Į minėtą grupę taip pat įtraukiamos šalys, kurios nors oficialiai nesieja savo valiutos su bazine valiuta ar jų krepšeliu, tačiau *de facto* intervencijomis valiutų rinkoje ir tam tikrais administraciniais apribojimais palaiko jos fiksuotą kursą arba leidžia tik nedidelius kurso svyravimus.

Antrai, laisvą valiutos kursą pasirinkusiai šalių grupei priskiriamos tos valstybės, kurių valiutų kursą lemia tarpbankinė valiutų rinka, o centrinis bankas tik kraštutiniais atvejais vykdo joje intervencijas ir (arba) nustato tam tikrus valiutinių sandorių apimties, kapitalo judėjimo už šalies ribų ir pan. apribojimus.

## 2.1. Besivystančios šalys ir kursų sistemos

Galima aptikti nemažai ekonominės literatūros, kuri atskirai analizuoja besivystančių šalių, o tokioms priskiriama ir Lietuva, praktiką valiutų kursų reguliavimo srityje.

Nuo 1970 m. tarp besivystančių šalių buvo pastebėta tendencija vis labiau atsisakyti valiutos susiejimo su viena valiuta. 1976 m. 63 procentai besivystančių šalių buvo susieję savo pinigus su kuria nors viena valiuta, o 1989 m. šis skaičius sumažėjo iki 38 procentų [2].

Kai kurios šalys (nuo 5 iki 10% 1979-1989 m.) vietoj vieno "inkaro" pasirinko galimybę susieti savo valiutas su valiutų krepšeliais (SDR ar ECU), kaip patogų būdą aproksimuoti santykinę valiutų svarbą tarptautinėse operacijose. Tačiau vis daugiau šalių ėmė sieti savo valiutas su prekybos struktūra pasvertu valiutų krepšeliu (nuo 13% 1979 m. iki 23% 1989 m.) [2]. Ši perėjimą labiausiai lėmė siekimas minimizuoti išsivysčiusių šalių valiutų kursų svyravimų neigiamus efektus.

Šie svyravimai buvo gana dideli dėl Bretton-Woods sistemos iširimo aštuntojo dešimtmečio pradžioje bei dėl didžiųjų naftos kainų šokų. Tai kėlė problemų besivystančioms šalims daugelyje sričių - pradėdant valstybės finansų, užsienio skolos bei oficialiųjų atsargų valdymu, baigiant dideliu užsienio investicijų pelningumo neapibrėžtumu.

1976-1989 m. taip pat padvigubėjo besivystančių šalių su laisvai plaukiojančiu kursu. Iš dalies dėl to devintąjį dešimtmetį labai padidėjo infliacijos tempas šiose šalyse. Jos, norėdamos išvengti išorinio konkurencingumo sumažėjimo, buvo priverstos dažnai nuvertinti savo valiutas. Faktiškai daugelyje šių šalių nominalusis valiutos kursas ir vidaus infliacija tapo sistemiškai susiję. Apibendrinantys tarptautiniai tyrimai parodė (tiesa, nenurodydami priežastingumo kryptį), kad kurso lankstumo, išorinio konkurencingumo didėjimo ir infliacijos koreliacija yra teigiama.

Tačiau, be infliacijos sumažinimo, egzistuoja daug kitų savarankiškų savo svarba ekonominės politikos uždavinių (ekonomikos augimas, priimtinas (*sustainable*) einamosios sąskaitos saldo ir kt.), kurių sprendimo sėkmė vienaip ar kitaip priklauso nuo valiutos keitimo mechanizmo pasirinkimo. Todėl kitame skyriuje pateikiame ekonominėje literatūroje apibendrintus empirinius duomenis, atspindinčius tiek išsivysčiusių, tiek besivystančių šalių laimėjimus minėtose ekonominės politikos srityse, ir pasirinktos valiutų kursų sistemos įtaką šiems procesams.

### 3. Valiutų kursų režimo, infliacijos ir ekonominio augimo ryšys

Neabejojama, kad pagrindinis fiksuoto valiutos kurso pranašumas siejamas su infliacijos mažėjimo tendencijomis, o to labiausiai siekia besivystančios ir pereinamosios ekonomikos šalys. Tuo tarpu ekonomistai, svarbiausiu tikslu laikantys ekonomikos augimą, pasisako už laisvesnį valiutos kurso režimą. Labai įdomius duomenis, iš esmės patvirtinančius minėtus teiginius, pateikia A. R. Ghosh ir kt. [3]. Buvo išanalizuotos 145 šalių TVF narių ekonomikos vystymosi tendencijos per 30 metų laikotarpį, pradėdant septintojo dešimtmečio pradžią. Autorių duomenimis, vidutinė infliacija šiose šalyse per tiriamąjį laikotarpį sudarė 10 procentų per metus. Valstybėse su fiksuotu valiutos kurso režimu metinė infliacija buvo 8 procentai, šalyse su tarpiniu režimu ji sudarė 14 procentų, o šalyse su laisvu režimu - net 16 procentų. Vadinasi, valstybės, pririšusios savo valiutą prie tam tikros bazinės valiutos ar jų krepšelio, aiškiai pirmuoja "infliacijos pažabojimo" varžybose. Tai, mūsų nuomone, galima paaiškinti keliomis priežastimis.

Pirma, didesnis pasitikėjimas nacionaline valiuta ir mažesni jos devalvavimo lūkesčiai stabilizuoja kaštus (ypač darbo) ir tuo mažina infliaciją.

Antra, o tai ypač būdinga šalims, turėjusioms santykinai didelę infliaciją, fiksuoto kurso įvedimas didina nacionalinės valiutos paklausą ir polinkį taupyti. Taigi mažėja pinigų apyvartos greitis ir didėja kreditų išteklių, lemiantys tiek infliacijos, tiek ir palūkanų kritimą. Palūkanų normos, esant pakankamam pasitikėjimui finansų sistema ir bankais, pradeda sparčiai artėti prie pasaulinio lygio.

Trečia, išnykus arba labai sumažėjus devalvavimo rizikai, ūkio subjektai nebekalkuliuoja jos į prekių ir paslaugų kainas. Ši antiinfliacinė aplinkybė ypač būdinga mažoms ir atviroms ekonomikoms.

Ketvirta, fiksuoto kurso apologetai teigia, kad toks keitimo režimas pakelia šalies vyriausybės finansinės drausmės laipsnį, sulaukia ją nuo infliacinio biudžeto deficito finansavimo. Tačiau didesnio kurso lankstumo šalininkai tvirtina, kad finansinę drausmę, jei jos nebuvo, nebūtinai išugdo kurso fiksavimas. Be to, kurso fiksavimas gali sukelti daugybę finansinių krizių, kurias nulemtų staigi

devalvacija, kartu destabilizuojant realaus valiutos kurso dinamiką, padidinant neapibrėžtumą ir nutraukiant prekybos ir investicijų srautus.

Kaip rodo A. R. Ghosh ir kt. duomenys, realios palūkanos šalyse su fiksuoto valiutos kurso režimu, kaip ir reikėjo tikėtis, buvo mažiausios ir sudarė vidutiniškai 0,2 procento per metus. Tarpinio ir laisvo kurso režimo šalyse jos buvo gerokai didesnės, atitinkamai 1,8 ir 2,3 procento. Nesunku suprasti, kad pagrindinę šio skirtumo dalį kaip tik ir sudaro kurso svyravimo rizikos kiekybinė išraiška.

Fiksuoto kurso, kaip infliacijos stabdžio, reikšmę pabrėžia ir tai, kad jį nustačiusiose šalyse infliacija vidutiniškai per pirmus metus sumažėjo 0,6 punkto, per antrus metus - 0,5 ir per trečius - taip pat 0,5 punkto, o valstybėse, pasirinkusiose laisvą kursą, vyko atvirkščias procesas: jį nustačius, per pirmus metus infliacija vidutiniškai padidėjo 3 punktais, per antrus metus - 1,8, per trečius - 2,3 punkto. Taigi, apibendrinant kurso režimo ir infliacijos sąryšį, galima teigti, kad fiksuotas kursas neabejotinai yra esminis infliacijos mažinimo veiksnys, o tai puikiai patvirtina ir Lietuvos atvejis. Iš tikrųjų, susiejus litą su JAV doleriu 1994 m. balandžio mėn., infliacija nuo 45,1 procento tais metais sumažėjo iki 35,7 procento 1995 m. (kritimas - 9,4 punkto) ir net iki 13,1 procento 1996 m. (kritimas - 22,6 punkto).

Kiek kitokia situacija išryškėja nagrinėjant kurso režimo ir ekonomikos augimo sąryšį. A. R. Ghosh ir kt. pateikia tokius duomenis: vidutiniai metiniai BVP augimo tempai didžiausi (2%) buvo šalyse su tarpiniu režimu, o valstybėse su fiksuotu režimu jie sudarė 1,4 procento, o laisvo kurso šalyse - 1,7 procento. Matome, kad teigiama koreliacija tarp mažiau lanksčių kurso režimų ir augimo tempų yra gerokai silpnesnė negu infliacijos atveju. Be to, išryškėja didelė pirmojo sąryšio priklausomybė nuo bendro šalių išsivystymo lygio. Iš tikrųjų tarp išsivysčiusių šalių didžiausią vidutinį BVP augimą (2,8% per metus) užtikrino fiksuotas kursas, o šalys su tarpiniu ir laisvu režimu pasiekė tik atitinkamai 2,4 procento ir 2 procentų ekonominį augimą. Aukščiau minėtą augimo vidurkį visoms šalims "sugadino" silpnai išsivysčiusios šalys, kuriose fiksuotas kursas davė netgi neigiamą (-0,5%) augimą, o kitų šalių rezultatai buvo tik šiek tiek geresni ir teigiami.

Kokios nevienareikšmiškos priklausomybės priežastys? Pirmiausia reikia atkreipti dėmesį į tai, kad pagal keinsistinę mokyklą reikėtų laukti didesnių investicijų fiksuoto kurso valstybėse, turinčiose mažiausias palūkanų normas, o tai turėtų garantuoti ir didžiausią ekonomikos augimą. Nagrinėjant išsivysčiusias šalis, investicijų lygis iš tikrųjų yra didžiausias fiksuoto kurso šalyse ir, kaip minėjome aukščiau, jose pasiekiamas ir didžiausias vidutinis ekonomikos augimas. O silpnai išsivysčiusiose fiksuoto kurso šalyse išryškėja aplinkybės, stabdančios investicijas: nepasitikėjimas ateitimi, politinis nestabilumas, neišvystyta infrastruktūra, nelanksti biurokratija ir pan. Dėl to investicijų dalis BVP šiose valstybėse yra ne tik vidutiniškai daugiau kaip 2 punktais mažesnė negu išsivysčiusiose fiksuoto kurso valstybėse, bet ir apie 1,5 punkto mažesnė negu silpnai išsivysčiusiose laisvo kurso valstybėse.

Augimo duomenys, kurie yra atitinkamai 3 ir 1,4 punkto mažesni, kaip matome, glaudžiai koreliuoja su investicijų lygiu. Tuo tarpu viena iš pagrindinių priežasčių, užtikrinančių spartesnį atsilikusių šalių su laisvu kurso režimu augimą, yra gana ryškus jų užsienio prekybos apimčių didėjimas. Reikia pripažinti, kad vietinės valiutos silpnėjimas (jis paprastai vyrauja egzistuojant rinkos keitimo kursui) teigiamai veikia eksportą ir iš dalies neutralizuoja aukščiau minėtus veiksnius, trukdančius ateiti užsienio investicijoms, o tai garantuoja tam tikrą besivystančių šalių su laisvu valiutos kursu pranašumą prieš tos pačios grupės fiksuoto kurso šalis.

Apibendrinami galime daryti išvadą, kad fiksuotas kursas yra labai svarbus antiinfliacinis veiksnys, taip pat darantis teigiamą poveikį ekonominiam augimui

daugelyje šalių, išskyrus silpnai išsivysčiusias valstybes. Nors Lietuva pagal BVP apimtį vienam gyventojui (1996 m. sudarė šiek tiek daugiau kaip 2000 JAV dolerių), atrodo, turėtų būti formaliai priskirta prie pastarųjų šalių, jos infrastruktūros išsivystymo lygis, ekonomikos atvirumas, darbo jėgos kvalifikacija bei BVP *per capita* atsižvelgiant į PGP\* leidžia, mūsų nuomone, ją laikyti gerokai priartėjusia prie išsivysčiusių šalių lygio. Todėl visiškai suprantama, kad fiksuotas lito kursas ne tik buvo efektyvus veiksnys, iš esmės sumažinęs infliaciją Lietuvoje, bet kartu ir teigiamai paveikė BVP didėjimą (atitinkamai 1% - 1994 m., 3% - 1995 m. ir apie 3,6% - 1996 m.).

Žinoma, empiriniai stebėjimai vis dėlto neduoda vienareikšmių receptų (o tai yra natūralu, nes antraip neegzistuotų pati keitimo režimų įvairovė), tačiau yra nusistovėję bendri valiutos režimo pasirinkimo principai, kurie teigia, kad šaliai, pasižyminčiai tam tikru charakteristikų rinkiniu, "su didele tikimybe naudingesnė bus ši sistema".

Toliau yra išdėstyti šie principai, o jų šviesoje įvertinus struktūrines Lietuvos ekonomikos charakteristikas, pateikiama autorių nuomonė\*\*, kokie galėtų būti Lietuvos valiutos kurso politikos pagrindiniai bruožai.

#### 4. Bendri patarimai šaliai, besirenkančiai valiutos kurso režimą

Nors apstu literatūros optimalios kursų sistemos pasirinkimo klausimais, plataus sutarimo tarp ekonomistų, koks kurso režimas yra geresnis, iki šiol nepasiekta, kadangi jo pasirinkimą lemia daugybė egzogeninių veiksnių ir veiksmai kitose ekonominės politikos srityse. Tačiau yra daugiau ar mažiau sutariama, kokiomis sąlygomis ir kokių charakteristikų šalys bus labiau linkusios ar verčiamos pasirinkti konkrečią kurso politiką.

Formaliai kalbant, keitimo režimo pasirinkimas priklauso nuo keturių pagrindinių dalykų:

- 1) ekonominės politikos tikslų;
- 2) stochastinės aplinkos pobūdžio;
- 3) šalies struktūrinių charakteristikų;
- 4) politikos vykdytojų patikimumo laipsnio.

Kiekviena besivystanti šalis susiduria su visais šiais klausimais, be to, jos pasirinkimas yra komplikuočiau dėl mokėjimų balanso problemos ir poreikio apsaugoti išorinį konkurencingumą.

##### 4.1. Ekonominės politikos tikslai ir aplinka

Norint, kad valiutos kursų ar pinigų politika būtų svarbi gamybos lygiui ar kitiems realiems kintamiesiems, anot bendrosios ekonomikos teorijos, turi egzistuoti tam tikra rinkos yda(os) (*market failure*). Dažniausiai šias ydas lemia tokios problemos kaip informacijos nepakankamumas, jos asimetriškumas ar, pavyzdžiui, kainų ir darbo užmokesčio nelankstumas. Tokiomis aplinkybėmis pirma geriausia politika būtų eliminuoti visas ekonomiką "kankinančias" ydas arba sukurti bendrą pasaulinę valiutinę erdvę. Tačiau nei viena, nei kita, deja, praktiškai yra neįmanoma. "Todėl tinkama politika užsienio valiutos rinkoje yra antra geriausia (*second best*) politika, kuri priklauso nuo rinkos ydos pobūdžio" [4].

Pakankamai plačiai sutariama, kad valiutos kurso režimo pasirinkimas nėra pirmajai reikšmės dalykas tokiems vidutinio laikotarpio kintamiesiems kaip gamybos lygis, tačiau režimas gali būti svarbus siekiant kontroliuoti infliaciją ar kitus tikslinius kintamuosius (gamybos lygio svyravimus ir atitrūkimus nuo visiško užimtumo lygio). Tokių kintamųjų kontrolė svarbi politikos vykdytojams, kadangi minėtų dydžių svyravimų sumažinimą jie laiko "socialiai svarbiu" [4].

\*Statistikos departamento duomenimis, 1996 m. šis rodiklis buvo apie 4200 JAV dolerių.

\*\*Šio straipsnio autorių nuomonė nebūtinai sutampa su Lietuvos banko oficialia pozicija.

Galvojant apie valiutos kurso režimą kaip tinkamą priemonę kovoti su infliacija, esminė sąlyga yra politikos nepatikimumas ar nepasitikėjimas ja, o kalbant apie gamybos lygio stabilizavimą kaip tikslą, pasirinkimas grindžiamas tam tikro nominaliojo nelankstumo egzistavimu.

Ankstyvuosius debatus dėl to, koks (fiksotas ar plaukiojantis) kursas yra geresnis, 1953 m. apibendrino M. Friedman, kuris rėmė laisvo kurso režimą. Jis pabrėžė apsaugančias rinkoje nustatomo kurso savybes susidūrus su nominaliaisiais užsienio šokais. Užsienio kainų lygio pokyčiai turėtų tokiu atveju generuoti atitinkamus valiutos kurso pokyčius, apsaugančius vidaus valiutos vertę ir vidaus produktą nuo užsienio paklausos svyravimų. Jis apibendrino taip: **jei užsienio kilmės šokai yra svarbiausi, tai lankstus valiutos kursas labiausiai apsaugo ekonomiką.**

Ekonomistai taip pat priėjo išvadą: kai vidiniai šokai yra svarbiausi, tai valiutos kurso režimo pasirinkimas priklauso nuo to, ar jie (šokai) yra monetariniai (nominalieji) ar realieji. Jei vidiniai sukrėtimai atsiranda vidaus pinigų rinkoje, tai fiksuotas kursas yra efektyvesnis stabilizuojant gamybą. Pinigų pasiūlos ar paklausos pokyčiai tokiu atveju būtų sušvelninti atitinkamais užsienio atsargų kiekio pokyčiais ir nepersilietu į prekių rinką. Jei vidaus sukrėtimas įvyksta prekių rinkoje, tai lankstus kursas padeda labiau stabilizuoti gamybos lygį. "Vidaus paklausos lygio padidėjimas generuotų didesnę užsienio prekių paklausą ir valiutos kurso pokytį, kartu sušvelnindamas vidinio šoko įtaką gamybos lygiui" [5]. Taigi, **"ekonomikai susiduriant tiek su vidiniais, tiek su išoriniais (nominaliaisiais ir realiaisiais) šokais, geriausiai stabilizuojantis gamybos lygį kurso režimas pasižymėtų tam tikru tarpiniu lankstumu"** [4].

Kokio pobūdžio šokai labiau tikėtini Lietuvoje? Akivaizdu, kad pereinamosios ekonomikos laikotarpiu vidiniai pokyčiai santykinai yra daug labiau tikėtini, negu didesni pasikeitimai gana stabiliose Vakarų rinkose. Vienas iš monetarinio pobūdžio šokų Lietuvoje, egzistuojant dabartinei kvazivaliutų valdybai, pasireiškia per pinigų kiekio didėjimo tendenciją, sukeliama užsienio atsargų prieaugio Lietuvos banke. Tačiau, kaip parodė tyrimai, šis procesas neprieštarauja Lietuvos ekonominei pusiausvyrai pereinamuoju laikotarpiu\*.

Todėl didesnis potencialus nestabilumas dabartinėmis sąlygomis tikėtinas ne iš pinigų politikos vykdytojų, o iš Vyriausybės pusės. Klasikinis Mundell-Fleming IS-LM-BP modelis puikiai iliustruoja, kad, esant fiksuotam lito kursui, Lietuvos bankas, netgi nebūdamas suvaržytas papildomų valiutų valdybos principų, negalėtų daryti didesnės įtakos tokiems realiems kintamiesiems kaip gamybos lygis ar palūkanų norma, nes, pavyzdžiui, ekspansinės pinigų politikos sukeltas pajamų augimas didintų einamosios sąskaitos deficitą, o laikinasis palūkanų sumažėjimas inicijuotų daugiau ar mažiau intensyvių kapitalo išplaukimo procesą\*\*. Toks kombinuotas einamosios ir kapitalo bei finansinės sąskaitos pablogėjimas mažintų Lietuvos oficialiąsias atsargas ir pinigų kiekį bei kompensuotų ekspansinės politikos pradinius efektus\*\*\*.

Skamba paradoksaliai, tačiau, esant fiksuoto kurso režimui, didesnė atsakomybė už pinigų politiką ir fiksuoto kurso išlaikymą (atsisakius valiutų valdybos modelio) tektų ne tik Lietuvos bankui, kaip institucijai, konstituciškai ir įstatymiškai įpareigotai siekti pagrindinių pinigų politikos tikslų, bet ir Vyriausybei bei Seimui, nes fiskalinė politika šiuo atveju pradeda atlikti itin svarbų vaidmenį.

Kaip šio teiginio iliustraciją, toliau pateikiame ekonominės politikos varianto, kurio tikimybė Lietuvoje yra labai reali, analizę.

Dabartinės Vyriausybės programoje aiškiai matomi ketinimai mažinti mokesčių našta. Kaip tokia ekspansinė fiskalinių stimulų politika atsilieptų Lietuvos ekonomikai esant fiksuotam keitimo kursui? Fiskalinės politikos nulemtas paklausos padidėjimas turėtų pabloginti einamosios sąskaitos saldo,

\*Lietuvos banko Banko politikos departamento analizė nenustatė stipresnio priežastinio ir statistinio ryšio tarp pinigų kiekio svyravimų, infliacijos ir realiųjų pajamų dinamikos.

\*\*Užsienio atsargų sumažėjimas būtų tuo didesnis, kuo didesnis kapitalo mobilumo laipsnis. Lietuvoje šis laipsnis yra nedidelis dėl neišsivysčiusios finansų rinkos ir skurdaus investicinių priemonių pasirinkimo.

\*\*\*Plačiau apie valiutų kursų determinacijos modelius žr. [8].



tačiau dėl padidėjusių vidaus palūkanų iplaukiantis užsienio kapitalas (mokėjimų balanso (MB) kapitalo ir finansinė sąskaita) turėtų daugiau ar mažiau kompensuoti bendrąjį MB saldo, jei tik išorinių kapitalo srautų elastingumas realių palūkanų skirtumui nėra nulinis. Kaip jau buvo minėta, šis parametras Lietuvoje, mūsų manymu, nėra didelis. Taigi, esant tokioms sąlygoms, ekspansinė fiskalinė politika gali šiek tiek sumažinti Lietuvos banko atsargas, o kartu ir pinigų kiekį, padidinti palūkanas ir neturėti didesnio teigiamo efekto vidaus produktui: vidaus paklausos padidėjimas, kurio tikimasi vykdant tokią fiskalinę politiką, gali būti ne toks didelis, kokio tikimasi (didėjančios palūkanos skatina taupyti mažinant vartojimo išlaidas), o investicinių prekių paklausa, matyt, vienareikšmiškai mažės\*.

Šis pavyzdys rodo, kad Lietuvos bankas ateityje turėtų daug dėmesio skirti ir kai kurioms ne jo tiesioginei kompetencijai priklausančioms ekonominės politikos sritims - mokesčių, valstybės skolos, pajamų ir muitų politikai, be to, glaudžiai bendradarbiauti su šių politikų formuotojais. Be abejo, tai gali būti traktuojama kaip "kišimasis" ne į savo reikalus, tačiau Vyriausybė turėtų suprasti, kad toks bendradarbiavimas yra reikalingas.

#### 4.2. Struktūrinės Lietuvos ekonomikos charakteristikos

Tokios struktūrinės šalies ekonomikos charakteristikos, kaip atvirumas tarptautinei prekybai, integracijos į pasaulio finansų rinką lygis, kainų (taip pat ir darbo) lankstumo ir indeksacijos praktika, vidaus prekių ir importo substitucijos laipsnis ir pan., taip pat daro didelę įtaką valiutos kurso režimo pasirinkimui bei jo stabilizuojančioms savybėms.

Jei ekonomika yra labai atvira (o tai nusako užsienio prekybos dalis bendrojoje šalies gamyboje), tai **"lankstus valiutos kursas, ypač jei yra labai nepastovus, gali sumažinti šalies pinigų, kaip mainų, vertės išsaugojimo priemonės ar vertės mato vaidmenį"** [6]. Todėl labai atviros ekonomikos labiau laimėtų fiksuodamos savo valiutos kursą. Tačiau taip pat nustatyta, kad, siekiant eliminuoti prekybos deficitą, jei toks atsiranda, reikia būti pasirengus defliuoti ekonomiką tam tikru dydžiu\*\*. Todėl atviros ekonomikos šalims, turinčioms santykinai didelį užsienio prekybos sektorių, gali būti pigiau (matuojant prarasta pridėtają vertę) valdyti visuminę paklausą, negu leisti didesnę valiutos kurso lankstumą. Tačiau, kaip jau minėta, išoriniai šokai, kuriems yra jautresnė atvira ekonomika su fiksuotu kursu, gali sumažinti tokios sistemos pranašumus.

Įvertinus Lietuvos ekonomikos atvirumo laipsnį pagal užsienio prekybos apyvartą (žr. 2 lentelę), vienareikšmiškai galima teigti, kad ji gali būti priskiriama labai atviros ekonomikos šalių grupei.

Matome, kad Lietuvos integracijos užsienio prekybos srityje laipsnis artimas atitinkamiems tokių šalių kaip Singapūras ir Olandija, kurios dažnai minimos kaip chrestomatiniai superatviros ekonomikos šalių pavyzdžiai, rodikliams. Tiesa, šiuos skaičius reikia vertinti kritiškai. Tokia stebėtinai didelė eksporto ir importo

2 lentelė

Lietuvos užsienio prekybos apyvarta 1993-1996 m. (procentais, palyginti su BVP)

Metai	1993					1994					1995					1996		
	ketvirtis				iš viso	ketvirtis				iš viso	ketvirtis				iš viso	ketvirtis		
	I	II	III	IV		I	II	III	IV		I	II	III	IV		I	II	III
Eksportas	86	100	83	80	86	50	54	64	52	55	49	53	50	78	58	53	48	52
Importas	90	112	87	91	94	73	63	53	58	61	56	47	49	89	61	64	56	60
Užsienio prekybos apyvarta	176	212	170	171	180	122	117	117	110	116	105	100	99	167	118	118	105	111

\* Kita vertus, papildomas taupymas turėtų pagyvinti ilgalaikes investicijas, bet kol kas tai sunkiai prognozuotina.

\*\* Griežtai formuluojant, dydžiu atvirkščiai proporcingu užsienio polinkiui (*propensity*) importuoti mūsų prekes.

dalis yra greičiausiai dėl to, kad mūsų statistikai nepakankamai įvertina patį BVP (šio santykio vardiklį). TVF skaičiavimais, 1995 m. Lietuvos nominalusis BVP buvo beveik ketvirčiu didesnis, negu skelbė oficialioji statistika. Tačiau, netgi įvertinus šį veiksnį, mūsų užsienio prekybos mastas yra išpūdingas. Ši ekonomikos charakteristika akivaizdžiai "siūlo" Lietuvai fiksuoto kurso režimą.

Šalies finansinių aktyvų rinkos integracijos į pasaulio finansų rinką laipsnis taip pat daro įtaką valiutos kurso pasirinkimui. Kai šis integracijos laipsnis yra didelis, vidaus ir užsienio palūkanų lygiai susiję palūkanų pariteto sąryšiu. Režimo pasirinkimo problema šiuo atveju taip pat sprendžiama priklausomai nuo šokų šaltinio ir pobūdžio. Pavyzdžiui, teigiamas užsienio monetarinis šokas mažina užsienio palūkanų lygį ir tuo sukelia kapitalo išplaukimą į šalį. Esant fiksuotam kursui, padidės užsienio atsargos, o tai sukels "destabilizuojantį didesnės užsienio prekių paklausos efektą, pasireiškiantį per einamąją sąskaitą" [4]. Tokiu atveju, esant lanksčiam režimui, šalies valiuta sustiprėtų ir padėtų stabilizuoti gamybos lygį.

Tačiau realaus šoko atveju lankstus kursas gali pagilinti destabilizuojantį efektą. Pavyzdžiui, užsienio vyriausybės išlaidų padidėjimas, darantis įtaką ir vidaus prekių rinkai, taip pat gali pakelti užsienio palūkanų lygį. Esant labai integruotoms finansų rinkoms, padidėjusios užsienio palūkanos nulemtų masinį kapitalo išplaukimą, nuvertintų valiutą ir tuo dar labiau destabilizuotų gamybos lygį. Esant fiksuotam kursui, kapitalo išplaukimas padidintų palūkanas ir absorbuotų ar bent sušvelnintų išorinį realų poveikį gamybos lygiui.

Jau minėjome, kad Lietuva dar nėra stipriai integruota į pasaulinę finansų sistemą. Didelės užsienio finansinių paslaugų kompanijos kol kas nelabai drąsiai žengia pirmuosius žingsnius į Lietuvos rinką, kuri kol kas gali absorbuoti gana nedidelį Vakarų šalių mastais investicijų kiekį. Dėl to investicinių priemonių pasiūla ir įvairovė yra menka: Vyriausybė iki šiol leido tik trumpalaikes obligacijas (savivaldybės tokios teisės neturi), keliolika geriau besitvarkančių įmonių daugiau ar mažiau stabiliai prekiauja akcijomis NVPB, du ūkio subjektai išplatino tarptautinius depozitoriumų sertifikatus, o "Mažeikių nafta" - obligacijas, kurias nupirko vienas užsienio bankas.

Įvairaus tipo finansinių institucijų gausa taip pat negalime pasigirti - finansinėje sistemoje akivaizdžiai vyrauja tik komerciniai bankai. Taigi galima tvirtinti, kad bent jau šiuo metu Lietuvos integracija į pasaulinę finansų rinką, kaip kriterijus renkantis valiutų kurso mechanizmą, didesnio vaidmens neatlieka.

Vienas iš didžiausių Lietuvos ekonomistų ir politikų bendruomenės susirūpinimo objektų yra Lietuvos konkurencingumo ir fiksuoto lito kurso sąryšis. Lietuvos bankas nagrinėjo, kodėl toks lito susiejimas, esant nemažai infliacijai, neprieštaravo Lietuvos ekonominei pusiausvyrai pereinamuoju laikotarpiu ir nebuvo kenksmingas. Tačiau pabandykime formaliai patikrinti, ar alternatyvūs lito kurso režimai (staigus ar laipsniškas devalvavimas) galėtų duoti geresnių gamybos lygio ar eksporto rezultatų.

Su Bendrosios pusiausvyros modelio LIT\_CGEM pagalba buvo įvertinti kelių lito devalvavimo scenarijų padariniai Lietuvos ekonomikai, naudojant įvairius tokių struktūrinių parametru kaip eksporto elastingumas realiojo lito kurso pokyčiams bei nominaliojo darbo užmokesčio indeksavimo (BVP defliatoriaus dydžiu) lygis, reikšmes.

Tyrimo rezultatai leidžia daryti šias išvadas:

- 1) juo toliau litas nutolęs nuo savo pusiausvyros lygio, tuo mažesnis eksporto elastingumas realaus valiutos kurso pokyčiams. Užsienio ir Lietuvos statistinės apžvalgos rodo, kad lito kursas pagal perkamąją galią šiuo metu yra apie 1,8 Lt už 1 JAV dolerį;

- 2) Lietuva yra nedidelė ir atvira ekonomika, todėl joje santykinai mažas

viduje gaminamų prekių ir importo substitucijos laipsnis;

3) didelis realiojo darbo užmokesčio lygio lankstumas (užsienio ekspertų nuomone, tai rodo labai didelis realiųjų pajamų mažėjimas reformų pradžioje) leidžia drąsiau rinktis fiksuotą kursą, nebijant grėsmingo konkurencingumo pablogėjimo infliacijos ir realiojo lito kurso kilimo sąlygomis;

4) Lietuvoje darbo užmokestis sudaro nedidelę (palyginti su išsivysčiusiomis šalimis) BVP dalį (1995-1996 m. - apie 33%). Tai reikšmingas veiksnys, bylojantis devalvacijos nenaudai.

Lito susiejimo metu jo PGP buvo apie 1 Lt už 1 JAV dolerį. Pastaraisiais metais atotrūkis tarp nominaliojo ir realiojo lito kurso mažėjo, tačiau ir dabar litas yra dar gana toli nuo pusiausvyros, juo labiau nuo fundamentaliosios pusiausvyros (realiojo kurso pagal PGP).

Skaičiavimai parodė, kad dar didesnis nominalusis lito nuvertinimas su didele tikimybe duotų tik neigiamų rezultatų:

1) metinė infliacija, devalvavus litą 50 procentų (iki 6 LTL už 1 USD), esant dabartiniam jo lygiui, papildomai padidėtų nuo 17 iki 24 procentų, priklausomai nuo to, koku mastu būtų indeksuotas nominalusis darbo užmokestis;

2) nevisiškai indeksavus darbo užmokestį, vien dėl vidaus paklausos sumažėjimo BVP kristų\* iki 8,8 procento (visiškai nepadidėjus nominaliajam darbo užmokesčiui);

3) bendru atveju realiųjų pajamų sumažėjimas yra būtina šalies išorinių balansų pagerėjimo sąlyga (antraip - devalvacija neturi prasmės). Turint omenyje žemą vidaus ir importuojamų prekių substitucijos laipsnį, podevalvacinį importo sumažėjimą Lietuvoje praktiškai nulemtų tik pajamų efektas (o ne substitucija). Tačiau, kaip minėta anksčiau, BVP nuostoliai, susidarę sumažėjus vidaus paklausai, greičiausiai būtų didesni už (hipotetinį) grynojo eksporto, palyginti su BVP, padidėjimą dėl devalvacijos. Dar daugiau, dėl to paties mažo substitucijos efekto, devalvacija tik pablogintų (nuo 71 iki 82%) einamosios sąskaitos deficitą, daugiausia dėl didelės priklausomybės nuo nekonkurentinio (*non-competitive*) importo: energijos, žaliavų bei technologijų ir įrengimų.

Lietuvai dėl infliacijos (ar nominaliojo lito kurso stiprėjimo) ilgainiui artėjant prie pusiausvyros valiutų rinkoje, devalvacija galėtų daryti didesnę įtaką eksporto didėjimui (natūriniais matais). Tačiau dėl devalvacijos socialinio ir politinio nepatrauklumo ir kitų šalutinių efektų (lūkesčiai, investicijos, įvaizdis ir t.t.) toks kelias, mūsų nuomone, būtų nepriimtinas. Turint omenyje užsienio ekspertų labai vertinamą kainų ir darbo užmokesčio lankstumą (mažėjimo kryptimi) Lietuvoje, ateityje galimo realiojo lito kurso pervertinimo (*overshooting*) padarinius galėtų automatiškai ištaisyti ne nominaliojo kurso pokyčiai, o darbo užmokesčio, pelno normos ir atitinkamai eksporto kainų korekcijos, atkuriančios Lietuvos konkurencingumą ir priimtina MB saldo.

Atsižvelgiant į aukščiau išdėstytus argumentus, pagrindinė išvada būtų tokia: Lietuvai ir toliau naudinga laikytis fiksuoto kurso politikos, konkurencingumą ir "sveiką" mokėjimų balansą išlaikant ne tokiomis pinigų politikos priemonėmis kaip laisvai ar valdomai plaukiojantis (šliaužianti devalvacija) lito kursas, o pirmiausia - naudojant kitų ekonominės politikos sričių priemones. Pagrindinė atsakomybė tektų fiskalinei ir pajamų politikai, darbo santykių reguliavimo mechanizmui, prekybos ir muitų politikai. Fiksuoto kurso politika turėtų labiau skatinti pačių darbdavių ir darbuotojų atsakomybę formuojant optimalią kaštų struktūrą ir tarantis dėl darbo kainos.

Pasirinkus tokią lito kurso politiką, **pirmuoju Lietuvos banko tarpiniu tikslu tokiu atveju taptų daugiau ar mažiau pastovus užsienio atsargų lygis, garantuojantis pasitikėjimą nacionaline valiuta ir optimalų užsienio prekybos operacijų aptarnavimą.**

\* Visur minint BVP pokyčius, kalbama apie bendrąjį efektą, kuris beveik visiškai pasirodytų maždaug per trejus metus.

Siekiant, kad fiksuoto kurso režimas būtų gyvybingas ir patikimas, svarbu išvengti žymesnio užsienio valiutos išplaukimo ir, nors tai mažiau pavojinga, išplaukimo į šalį. Didelį užsienio atsargų praradimą privatūs subjektai galėtų interpretuoti kaip požymį, kad valiutos susiejimo kurso keitimas yra neišvengiamas, ir taip gali būti sukelta "valiutos krizė", pasireiškianti centrinio banko apgultimi.

Kadangi privataus kapitalo sąskaita yra judriausias komponentas, darantis įtaką pasiūlai ir paklausai užsienio valiutų rinkoje, stabilios atsargos gali būti pasiektos vidaus palūkanų normoms svyruojant taip, kad atitiktų investuotojų pageidaujamą aktyvų, denominuotų nacionaline valiuta, gražą. Todėl **pinigų rinkos palūkanų normos, tiksliau - palūkanų skirtumai, palyginti su kitomis šalimis, kaip vienas iš esminių tarptautinių investicinių sprendimų veiksmų, taptų tarpiniu tikslu operatyviniame lygyje** - Lietuvos bankas bazinėmis palūkanomis signalizuotų ekonomikai, koks palūkanų lygis tuo momentu būtų pageidautinas vykdant užsienio valiutos srautų balanso politiką.

Kiekvienu atveju akivaizdu, kad visi Lietuvos banko sprendimai turi būti pakankamai nuosaikūs ir labai gerai apgalvoti, nes priešingu atveju, atsiradus net ir neryškiems panikos požymiams, kapitalo išplaukimas ir litų paklausos mažėjimas gali būti nesustabdomas jokiais palūkanomis. Ūkio subjektų ir gyventojų karčios patirties finansų rinkoje prisiminimai (nelegalių kredito įstaigų ir bankų bankrotai) dar ilgai komplikuos ekonominės (taip pat ir pinigų) politikos vykdymą.

## 5. Kurso fiksavimo problemos

Jei Lietuvos bankas ir Vyriausybė tęstų, mūsų manymu, pasiteisinusią fiksuoto lito kurso politiką, reikėtų nuspręsti dėl bazinės valiutos ar krepšelio sudėties.

Susiejimas su viena valiuta reiškia tam tikro dydžio lito kurso svyravimus kitų valiutų atžvilgiu. Kurso fiksavimas kelių valiutų krepšelio atžvilgiu turi pranašumą ta prasme, kad sušvelnina vidutinį valiutos svyravimą, kartu sumažindamas riziką tiems, kurie turi atviras pozicijas įvairiomis valiutomis. Tačiau, kita vertus, susiejimas su krepšeliu reiškia, kad **visi** užsienio prekybos dalyviai ir investuotojai susidurs su valiutos kurso rizika. Priešingai, litą "sukabinus" su JAV doleriu, rinkos dalyviams, pateikiantiems sąskaitas ar investuojantiems šia valiuta, keitimo rizika yra eliminuojama, o rinkos dalyviai, atliekantys operacijas kitomis svarbiausiomis valiutomis, gali nesunkiai apsaugoti naudodami forvardo\* operacijas (tarp JAV dolerio ir kitų valiutų), tapusias įprastomis išsivysčiusiose šalyse, tačiau pas mus dėl ne visai suprantamų priežasčių nepaplitusias.

Pasaulinė praktika rodo, kad apie pusę pasaulio sutarčių (vertine išraiška) sudaroma JAV doleriais. Lietuvoje atsiskaitymas šia valiuta yra gerokai didesnis (daugiau kaip 75% pagal komercinių bankų prekybos užsienio valiutomis statistiką" [7]).

Šio fakto negalima sieti vien su lito pririšimu prie JAV dolerio. Dar iki valiutų valdybos įvedimo doleris dominavo tarp ūkio subjektų ir gyventojų kaip mainų, vertės kaupimo priemonė ir apskaitos vienetas. Ši valiuta tapo ir "nacionalinio folkloro" dalimi. Dabartinis lito susiejimo būdas visuomenei yra patogus, be to, ir pagrįstas ta prasme, kad neprieštarauja pasaulinei praktikai, kur doleris vis dar yra svarbiausia valiuta (*vehicle currency*).

Pasaulinės sąskaitų pateikimo (*invoicing*) praktikos apibendrinimas [9; 10] parodė, kad:

1) prekyba tarp išsivysčiusių šalių pramonės produktais dažniausiai vyksta eksportuotojo valiuta;

\*Forvardo kontraktas (*forward contract*) - susitarimas pristatyti tam tikrą kiekį valiutos, vertybinių popierių ar kitų prekių ir paslaugų iš anksto sutarta kaina ir laiku ateityje.

\*\*Atitinkama Vokietijos markės, antros populiariausios valiutos, dalis yra apie 10 procentų. Kitos valiutos šiuo atžvilgiu nėra reikšmingos.

2) importuotojų atsivėrimas nuo kurso pokyčių forvardo rinkose nėra labai paplitęs;

3) prekyba tarp išsivysčiusių ir besivystančių šalių linkusi būti denominuota išsivysčiusios šalies valiuta, nors dažnai naudojamas ir JAV doleris;

4) prekyba pirminiais produktais ir operacijos finansinėmis priemonėmis ir investicijomis dažniausiai denominuotos JAV doleriais ir mažesniu mastu - kitomis valiutomis.

Be to, apie 90 procentų tarpbankinės rinkos apyvartos vyksta JAV doleriais, o 60 procentų užsienio valiutos atsargų taip pat laikoma šia valiuta [11].

Lietuva šiuo atžvilgiu niekuo nesiskiria nuo pasaulinės praktikos. Jau minėta, kad JAV doleris dominuoja Lietuvos ir užsienio verslininkų atsiskaitymuose, taip pat vidaus atsiskaitymuose šešėlinėje ekonomikoje. Be to, apie 42 procentai visų valstybės vardu gautų paskolų ir 55 procentai vyriausybės garantuotų paskolų gauta JAV doleriais [7].

Jeigu Lietuvos bankas ateityje pasirinktų lito susiejimą su valiutų krepšeliu, reikėtų rasti optimalų sprendimą derinant tris tikslus:

1) sudaryti maksimaliai patogias atsiskaitymų sąlygas didžiausiam ūkio subjektų ir gyventojų skaičiui;

2) iki minimumo sumažinti nominaliojo lito kurso svyravimą pasirinkto stabilumo kriterijaus atžvilgiu, siekiant sušvelninti nereikalingą Lietuvos konkurencingumo ir verslo sąlygų "šokinėjimą";

3) atsižvelgti į politinės dimensijos egzistavimą, nes, kaip jau minėta šio straipsnio įvade, Lietuvos siekimas įstoti į Europos Sąjungą daro didelę įtaką būsimai pinigų politikai.

Mes retrospektyviai įvertinome keletą lito susiejimo scenarijų, litą susiedami tokiu santykiu, koks buvo valiutų valdybos modelio įvedimo momentu. Buvo sumodeliuoti šie scenarijai 1993-1996 m. (žr. 1 pav.):

1) nominalusis lito kursas fiksuojamas JAV dolerio atžvilgiu (egzistuojantis variantas);

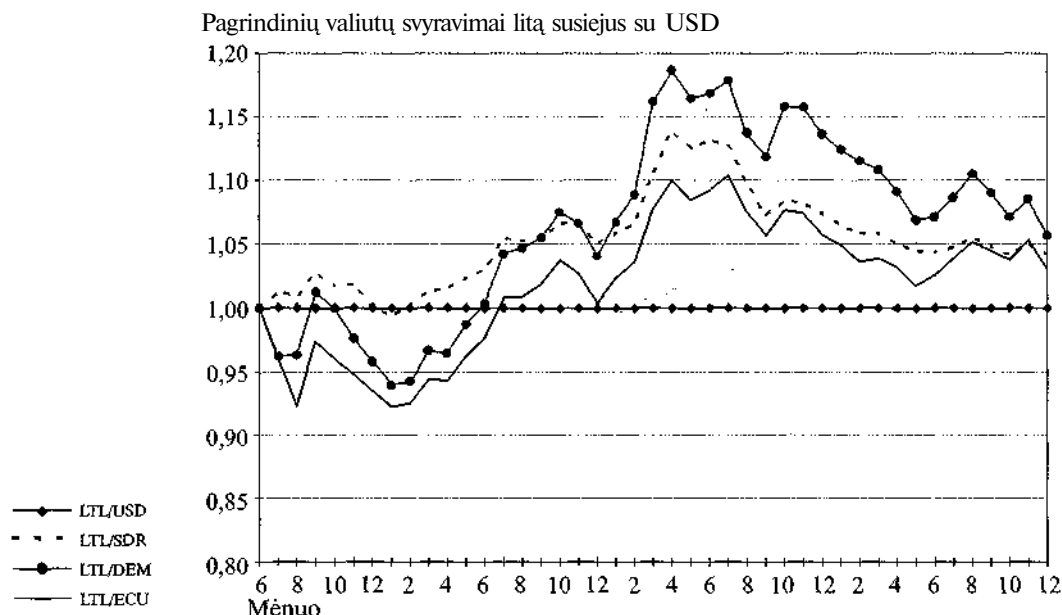
2) valiutų krepšelio, susidedančio iš JAV dolerio (svoris - 0,6) ir Vokietijos markės (0,4), atžvilgiu\*;

3) ECU atžvilgiu;

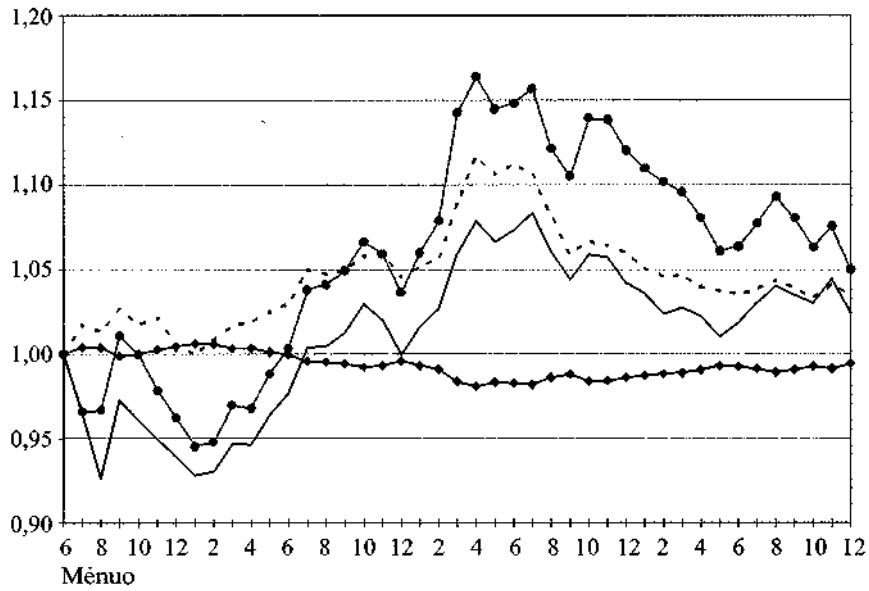
4) SDR atžvilgiu.

\*Vienas iš variantų, svarstytų Lietuvos banko Banko politikos departamente, rengiant pinigų politikos programą.

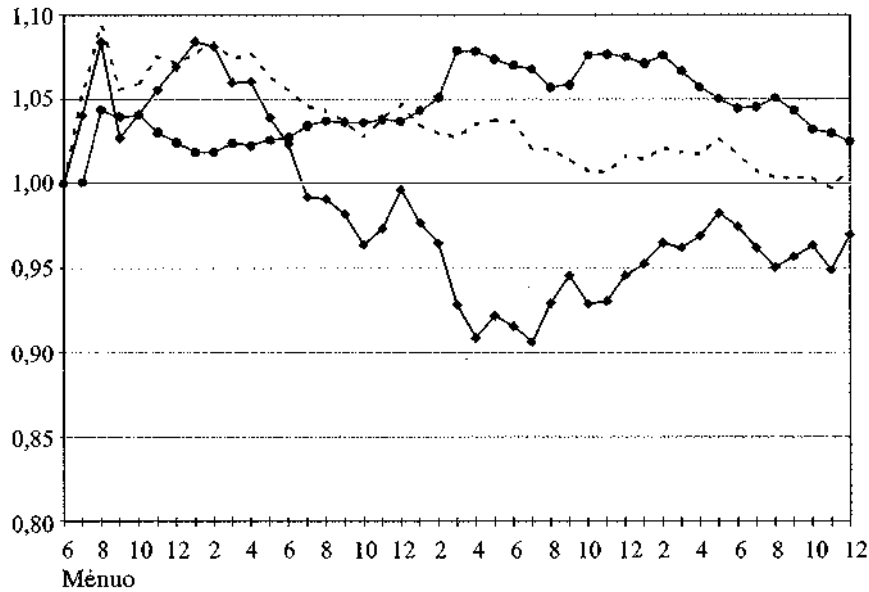
1 pav. Pagrindinių valiutų kursai litą susiejus su įvairiomis valiutomis (1993 m. II pusm. - 1996 m.)



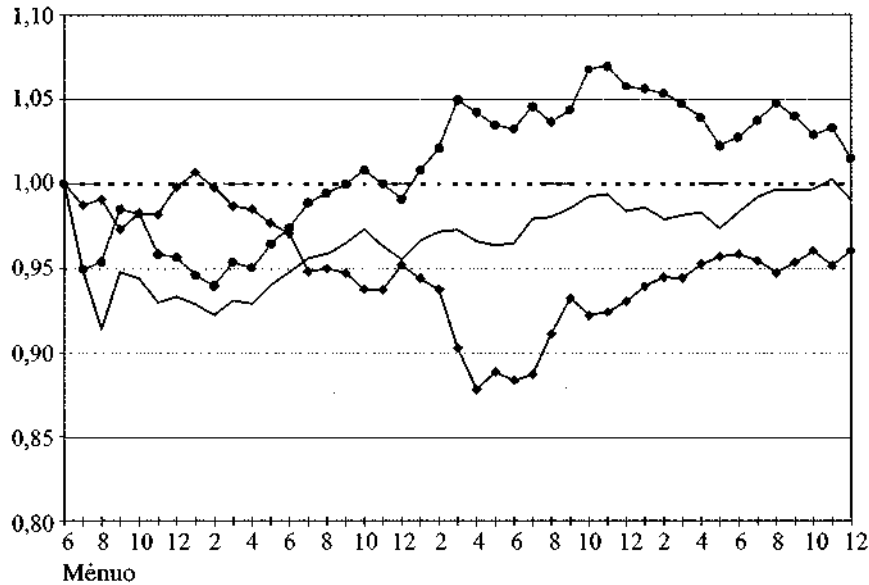
Pagrindinių valiutų svyravimai litą susiejus su 0,6 USD ir 0,4 DEM krepšeliu



Pagrindinių valiutų svyravimai litą susiejus su ECU



Pagrindinių valiutų svyravimai litą susiejus su SDR



Pakomentuosime, mūsų manymu, esminius konkrečių susiejimo variantų pranašumus ir trūkumus.

Jei svarbiausiu laikytume pirmąjį tikslą - atsiskaitymų patogumą ir vyraujančios atsiskaitymų valiutos kurso pokyčio rizikos minimizavimą, be abejo, litą geriausia buvo susieti su JAV doleriu. Tačiau toks litas 1993-1996 m. buvo gana nestabilus kitų pagrindinių pasaulio valiutų atžvilgiu (žr. 3 lentelę). Tokiu atveju ypač svyruoja Vokietijos markė (0,214), o ECU ir SDR svyravimai taip pat yra didžiausi. Kadangi Europos Sąjunga yra pagrindinis Lietuvos prekybos partneris Vakaruose, lito ir JAV dolerio "sąjunga" verčia stipriai svyruoti Lietuvos eksportuotojų konkuravimo sąlygas. Be to, turint galvoje šalies europinės integracijos procesus ir tikėtiną dalyvavimą Europos pinigų sistemoje, toks lito susiejimas nėra priimtinas, nes jis peržengtų leistinas kryžminių ES valiutų kursų tunelio ribas. Tai ir yra pagrindiniai šio susiejimo varianto trūkumai.

3 lentelė

Lito kurso kvadratiniai nuokrypiai pagrindinių valiutų atžvilgiu esant įvairiems susiejimo variantams (1993-1996 m.)

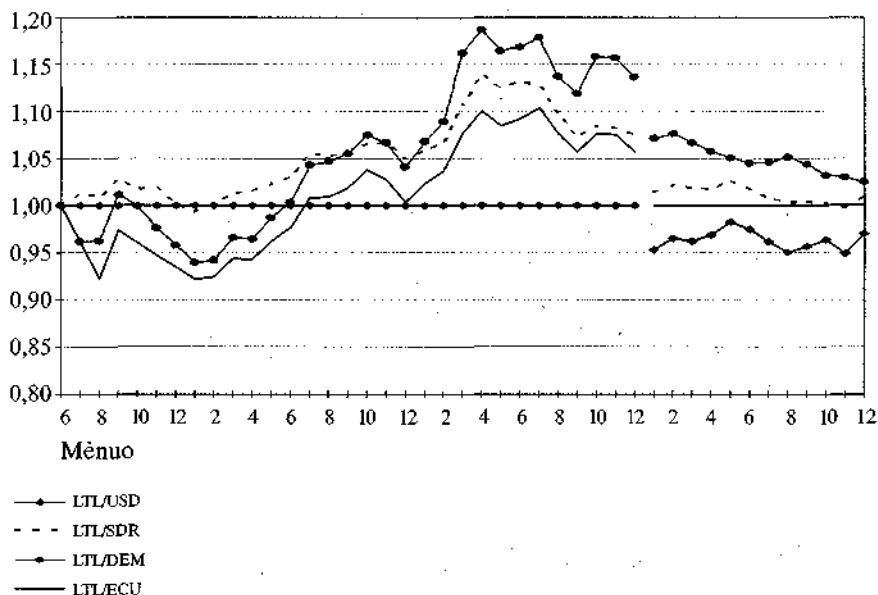
Lito susiejimo variantas	USD	DEM	ECU	SDR
USD (faktinis scenarijus)	-	0,214	0,111	0,056
Krepšelis (0,6 USD ir 0,4 DEM)	0,002	0,168	0,081	0,036
ECU	0,109	0,019	-	0,028
SDR	0,044	0,061	0,024	

Kitas variantas - USD ir DEM krepšelis, kaip matyti iš lentelės, kažkiek sušvelnintų lito ir markės kurso svyravimus ir galėtų būti "tarpinė stotelė" prieš įvedant Lietuvoje euro - bendrą XXI a. Europos valiutą.

Keičiant lito susiejimo variantą, neišvengiamai įvyktų kai kurių valiutų kursų tam tikro dydžio "trūkis". 2 pav. atvaizduota tokia hipotetinė operacija: jei, pavyzdžiui, nuo 1996 m. pradžios būtume susieję litą su ECU (1994 m. balandžio mėn. lito kursu), litas būtų sustiprėjęs tiek markės, tiek SDR, tiek JAV dolerio atžvilgiu. Be abejo, tokio trūkio galima išvengti, tačiau šiuo atveju jau reikėtų "paaukoti" JAV dolerio kurso tolygumą.

Lito ir SDR fiksavimo efektų tyrimai parodė, kad ši valiuta-krepšelis tikriausiai yra stabiliausias pasaulio valiutos etalonas - tiek dolerio, tiek markės kursų nukrypimai yra "saikingi".

2 pav. Valiutų kursų lūžiai keičiant lito susiejimo krepšelį



Matome, kad visi lito fiksavimo būdai turi neigiamų ypatybių. Tačiau pinigų politikos formuotojai, be ekonominių sumetimų, turės atsižvelgti ir į aukštesnio lygio prioritetą - Lietuvos siekį grįžti į Europos tautų šeimą, todėl patraukliausiai atrodo 0,6 USD ir 0,4 DEM valiutų krepšelis, ypač turint galvoje jo trumpalaikę paskirtį.

## 6. Pabaiga

Lietuvos ekonomikos charakteristikų analizė rodo, kad Lietuvai ir ateityje būtų naudingiausia laikytis fiksuoto lito kurso politikos, tačiau viena iš svarbiausių tokio mechanizmo egzistavimo sąlygų būtų atsakinga fiskalinė politika ir nominaliųjų kainų bei darbo užmokesčio lankstumo skatinimo politika. Šios sritys menkai priklauso nuo pinigų politikos vykdytojų valios, todėl būtinas glaudus bendradarbiavimas ir veiksmų koordinavimas tarp Lietuvos banko ir kitų valstybės institucijų - pirmiausia Seimo ir Vyriausybės. Tai sudėtingas uždavinys. Reikia suderinti Lietuvos banko pagrindinius įstatymiškai įtvirtintus tikslus (kainų ir pinigų stabilumo siekimą) ir politinių partijų programų prioritetus (dažnai socialinius), kurie ne visada sutampa su monetariniais uždaviniais.

Antra, politinis ir ekonominis Lietuvos prioritetas - integracija į Europos Sąjungą - pareikalaus glaudesnio nacionalinės valiutos orientavimo į Vokietijos markę ar euro (nuo 1999 m.). Tiesa, toks variantas netenkina vieno iš svarbiausių kriterijų - ES valiutos, palyginti su JAV doleriu, kol kas menkai naudojamos ūkio subjektų ir gyventojų atsiskaitymuose, Vyriausybė taip pat daugiausia skolinasi JAV doleriais ir SDR, o Lietuvos banko atsargose vyrauja JAV doleriais denominuoti vertybiniai popieriai ir kitos investicijos. Kaip parodė lito susiejimo variantų tyrimai, kompromisas galėtų būti pereinamasis valiutos krepšelis, susidedantis iš JAV dolerio ir Vokietijos markės.

Netolimoje ateityje neabejotinai sulauksime nacionalinės pinigų politikos reformų. Lietuvos banko laukia nelengvas uždavinys - vykdyti jas taip, kad Lietuvos gyventojams nereikėtų mokėti už valdžios padarytas klaidas.

## Literatūra

1. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, International Monetary Fund, Washington DC, 1996.
2. Aghelvi B. B., Khan M. S. and Montiel P. *Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues*, Occasional Paper, No. 78, Washington DC, IMF, March 1991.
3. Ghosh A. R., Gulde A. M., Ostry J. D., Wolf M. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Economic Issues, No. 2, Washington DC, IMF, September 1996.
4. Flood R. P. and Marion N. P. "Exchange Rate Regime Choice" // *New Palgrave Dictionary of Finance*, London, Macmillan, 1992.
5. Mundell R. *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Balance*, Staff Papers, No. 9, Washington DC, IMF, March 1962.
6. McKinnon R. I. "Optimum Currency Areas" // *American Economic Review*, No. 51, 1963.
7. *Prekyba užsienio valiutomis šalies komerciniuose bankuose*, LB Informacijos ir statistikos departamentas, Vilnius, Lietuvos bankas, 1996 m. lapkričio 10 d.
8. Rosenberg M. R. *Currency Forecasting: A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*, Richard D. Irwin, 1996.
9. Bilson J. *The Choice of an Invoice Currency in International Transactions* // *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, ed. J. S. Bhandari and B. Putman, Cambridge, Mass., MIT Press, 1983.
10. Tavlas G. S. *On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark* // *Essays in International Finance*, No. 181, Princeton, Princeton University Press.
11. Tavlas G. S. and Ozeki Y. *The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*, IMF, Occasional Paper, No. 90, Washington DC, IMF, 1992.
12. OECD, *Shorts-Term Economic Indicators* // *Transition Economies*, 4/1996.



### Summary

## CHOOSING THE LITAS EXCHANGE RATE REGIME: THEORETICAL AND PRACTICAL ASPECTS

**Vaidievtis Geralavičius, Raimondas Kuodis**

An exchange rate policy is of particular importance for a country in transition stabilising its economy: a number of Central and Eastern European countries have chosen exchange-rate-based stabilisation by pegging their currencies, one way or another, to hard currencies or currency baskets of industrial Western states. The authors of the paper, emphasising the importance of this area of economic policy, highlight the diversity of exchange rate mechanisms worldwide, the degrees to which they are spread, and review an empirical relationship between different exchange rate policy options and basic macroeconomic indicators such as economic growth, inflation, the balance of payments. A separate analysis is devoted to the pros and cons of the exchange rate systems of developing countries, to which Lithuania is ascribed.

In the second part of the paper the authors' view (based on the analysis of the characteristics of Lithuanian economy) is expressed on which Litas exchange rate policy would be most advantageous to Lithuania with regard to both economic aspects and the political dimension of the issue, i.e. the country's strive for participation in the process of European integration. The analysis is based on the criteria, settled in the economic theory, for choosing an exchange rate system: targets of the country's economic policy, degree of the openness of the economy, character of the stochastic environment, features of sectors of local economic policy and their interaction, etc.

The authors hold a view that the policy of a fixed exchange rate of the Litas has justified itself and will remain advantageous in the future. However, the question to what anchor currency or currency basket the Litas should be pegged is not a simple one since three contradictory targets have to be reconciled:

1) to provide the most convenient settlement conditions for economic entities and the public;

2) to minimise the fluctuation of the nominal Litas exchange rate against the selected stability criterion in order to soften the unnecessary fluctuations in Lithuania's competitiveness and business environment;

3) to take into regard the existence of political dimension since, as stated above, Lithuania's strive for entering the European Union influences the future monetary policy to a great extent.

A retrospective analysis of scenarios of the Litas pegging proved the absence of an ideal option that would satisfy all the three criteria: a peg to the US dollar solely results in the highest (sometimes higher than allowed by the requirements of the European Monetary Union under establishment) fluctuations of the Litas vis-a-vis European currencies, whereas a closer orientation to the Deutsche Mark or ECU is inconvenient because the US dollar clearly dominates in the settlements among economic entities, also, the assets and liabilities of the Government and the Bank of Lithuania are mainly denominated in this currency.

In view of the significance of Lithuania's integration into the European Union and the domination of this factor in formulating the future monetary policy, the authors outline the option of an intermediate "anchor" basket of the Litas, comprising the USD and Deutsche Mark, prior to the accession to the European Monetary Union and substitution of the Litas by the Euro.