

DĖL NARYSTĖS EKONOMINĖJE IR PINIGŲ SAJUNGOJE SIEKIANČIŲ ŠALIŲ VALIUTOS KURSO PASIRINKIMO STRATEGIJŲ

Raimondas Kuodis

Lietuvos bankas
Gedimino pr. 6
LT-2001 Vilnius
El. p. rkuodis@lb.lt

Straipsnyje nagrinėjama valiutos kurso pasirinkimo strategijų problematika šalyse kandidatėse į Europos Sąjungą. Glaustai apžvelgiami kai kurie teoriniai aspektai, į kuriuos turėtų atsižvelgti politikai, rinkdamiesi valiutos kurso režimą. Straipsnyje apibendrinama dabartinės šalių kandidačių grupės valiutos kurso pasirinkimo strategijų istorinė kaita, pateikiama šios kaitos periodizacija. Straipsnis baigiamas nagrinėjant tinkamo valiutos kurso režimo pasirinkimo laikotarpiu iki euro įsivedimo dilemas šiose šalyse, atsižvelgiant į institucinius apribojimus, tikėtinų didelių kapitalo srautų ir nemažų struktūrinių ekonomikos pokyčių problemą. Daroma išvada, kad valiutų valdybos režimas yra viena iš geriausių alternatyvų šiuo laikotarpiu.*

Pagrindiniai žodžiai: pinigų politika; valiutos kurso režimas; Valiutų kursų mechanizmas II; Maastrichto sutarties kriterijai; valiutos kurso pasirinkimo strategija

Įvadas

2004 m. gegužės 1 d. Europos Sąjungos (ES) narėmis taps aštuonios Vidurio ir Rytų Europos (VRE) šalys, Kipras bei Malta. Šių šalių valiutos kurso politika taps bendro ES susirūpinimo objektu nuo jų įstojimo į ES dienos. Be to, šios šalys, pagal Europos Sąjungos (Maastrichto) sutartį, turės anksčiau ar vėliau įsivesti eurą. Prieš euro įvedimą kiekviena šalis turės dalyvauti vadinamajame Valiutų kursų mechanizme II (VKM II). Įvairūs valiutos kurso režimai yra laikomi tinkamais dalyvauti VKM II – nuo valiutų valdybos, lankstaus valiutos kurso, kuriam labiau taikytinos siauros svyravimų ribos, iki valiutos kurso, kurio svyravimų ribos pakankamai plačios, t. y. $\pm 15\%$ centrinio pariteto euro atžvilgiu.

Tokia plati alternatyvų aibė yra ir galimybė, ir problema. Viena vertus, taikant valiutos kursui plačias svyravimų ribas, galima sušvelninti vidaus ir išorės šokų įtaką ekonomikai, tačiau, antra vertus, infliacija gali padidėti, jeigu valiuta nuvertėja, arba ji gali būti nestabili, jeigu valiutos kursas labai svyruoja. Todėl Maastrichto infliacijos kriterijaus įvykdymas gali tapti mažiau apibrėžtas. Dar viena problema, susijusi su plataus valiutos kurso koridoriaus strategija, yra galimi dideli ir nepastovūs kapitalo srautai. Nors valiutos kurso (kartu ir finansinės grąžos) neapibrėžtumas teoriškai turėtų stabdyti trumpalaikio kapitalo srautus, finansų rinkos dalyviai žino, kad su didesne tikimybe šalių kandidačių, pasirinkiančių plačias jų valiutų svyravimo ribas, valiutos stiprės, o ne silpnės. Tokie asimetriški lūkesčiai gali nulemti didelius spekuliacinio kapitalo srautus į šias šalis, ir valiutų stiprėjimo pranašystės gali tapti savaime išsipildančiomis.

Kadangi tokius spekuliacinius veiksmus, dar vadinamus konvergencijos žaidimais, skatina nominaliųjų palūkanų normų skirtumai, kurie yra didesni negu rinkos dalyvių suvokta valiutų nuvertėjimo rizika, *pirma geriausia* politika būtų panaikinti arbitražo galimybę. Valiutų valdybos režimas (ar kitas patikimai fiksuotas valiutos kurso režimas) kaip tik yra geras būdas neleisti spekuliacinio kapitalo srautams atsirasti,

*Straipsnis grindžiamas autoriaus pranešimu Europos centrinio banko seminare „Šalių kandidačių į ES valiutos kurso strategijos“, kuris vyko Frankfurte prie Maino, 2002 m. spalio mėn.

- Raimondas Kuodis – socialinių mokslų daktaras, Lietuvos banko valdybos narys, Lietuvos banko Pinigų politikos departamento direktorius.
Veiklos sritys: pinigų politika, makroekonominė analizė, taikomasis ekonomikos modeliavimas.

priešingai negu įprastai manoma. Pirma, stochastinio konvergencijos žaidimų elemento praktiškai išvengiama dėl šalies nuostatos išlaikyti valiutų valdybos režimą iki bus įvestas euras, todėl tokios šalies valiutos kursas rinkos dalyvių vertinamas kaip patikimas. Antra, fiksuotas valiutos kurso režimas ir laisvas kapitalo judėjimas neleidžia šalies centriniam bankui įgyvendinti nepriklausomos pinigų politikos. Tokiu atveju pavyksta išvengti politikos derinio, susidedančio iš nesubalansuotos izdo politikos ir griežtos pinigų politikos, kurios sukuria sąlygas pritraukti spekuliacinio kapitalo srautus dėl didelio valstybės skolinimosi vidaus valiuta poreikio ir didelių vidaus palūkanų normų.

Kitas dažnai literatūroje minimas (pvz., Begg ir kt., 2003) nuogastavimas yra tas, kad fiksuoto valiutos kurso strategija dalyvavimo VKM II metu gali neleisti tokiai šaliai laiku įvykdyti Mastrichto infliacijos kriterijaus dėl vadinamojo Balassa–Samuelson (B–S) efekto ir didelių kapitalo srautų sukeltos infliacijos. Tačiau straipsnyje teigiama, kad valiutų valdybos režimas neleidžia sudaryti sąlygų šiems srautams atsirasti, jei palūkanų normų lygis šalyje pakankamai priartėja prie bazinių palūkanų normų. Dėl B–S efekto poveikio infliacijai iki šiol nesutariama, tačiau, atrodo, kad šis poveikis buvo pervertintas.

Autoriaus nuomone, dėl šių ir kitų straipsnyje pateikiamų priežasčių, valiutų valdyba yra geriausia alternatyva Lietuvos ekonomikai iki pat euro įvedimo.

Straipsnio struktūra yra tokia. Pirmoje dalyje pateikiami bendri teoriniai pastebėjimai dėl valiutos kurso pasirinkimo Vidurio ir Rytų Europos (VRE) šalyse 1990-aisiais strategijos. Antroje dalyje nagrinėjamos galimos valiutos kurso režimų alternatyvos dabartinei šalių kandidačių grupei laikotarpiu iki euro įvedimo. Trečioje dalyje trumpai aptariami skirtingų valiutos kurso režimų makroekonominiai rezultatai, nagrinėjamos priežastys, kodėl valiutų valdybos režimas buvo geras pasirinkimas kai kuriose VRE šalyse.

Straipsnyje mėginama atsakyti į klausimą, ar valiutų valdyba atitinka visus reikalavimus, keliamus sėkmingai valiutos kurso režimo strategijai pakeliui į euro zoną, nagrinėjama B–S efekto ir kapitalo srautų problematika šiuo laikotarpiu.

1. Bendros pastabos dėl valiutos kurso režimų pasirinkimo

Atkūrus VRE šalių ekonominę nepriklausomybę, šiems šalims atsivėrė plačios galimybės pasirinkti vieną ar kitą valiutos kurso politiką. Jos galėjo pasirinkti lankstaus, tarpinio arba fiksuoto valiutos kurso režimus, susiedamos savo valiutą su viena valiuta, kelių valiutų krepšeliu arba taikyti išvardytų valiutos kurso režimų derinį. Pažymėtina, kad VRE šalims pereinamuoju laikotarpiu buvo būdinga gana didelė valiutos kurso režimų įvairovė ir dažna jų kaita (žr. 1 lent. ir 1 pav.), kurią kartais buvo sunku paaiškinti. Netrukus šios šalys ir vėl susidurs su valiutos kurso pasirinkimo dilema, tiek siekdamos narystės ES, tiek turėdamos dalyvauti VKM II ir galiausiai prieš įsivesdamos eurą.

Iki šiol su valiutos kurso režimais šiame regione buvo gana intensyviai eksperimentuojama. Galima manyti, kad VRE šalių valiutos kurso režimų, o dėl to ir pinigų politikos įvairovė buvo dėl labai skirtingų vidaus ir išorės sąlygų bei aplinkybių, kurios savo ruožtu lėmė jų pasirenkamą ekonominės politikos pobūdį.

1 lentelė

VRE šalių kandidačių į ES valiutos kurso režimai

Šalis	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	VKMII
Bulgarija	3	8	8	8	8	8	8	2	2	2	2	2	2	2
Čekija	3	3	3	3	3	3	6	7	7	7	7	8	8	4
Estija	+	+	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Latvija	+	+	8	8	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Lietuva	+	+	8	8	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Vengrija	3	3	3	3	3	6	6	6	6	6	6	4	4	4
Lenkija	3	5	5	5	5	6	6	6	6	6	8	8	8	4
Rumunija	3	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	6	4
Slovakija	3	3	3	3	3	3	6	6	7	7	7	7	7	4
Slovėnija	+	+	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	4
Valiutos kurso režimų vidutinis rodiklis	2,3	3,6	5,4	5,4	4,3	4,7	5,3	4,8	4,9	4,9	5,1	4,9	4,9	3,3

Pastabos: + – šalis neturėjo savo valiutos.

1 – dolerizacija (šalyje laisvai cirkuliuoja kitos šalies valiuta; neišskirta jokia teisėta mokėjimo priemonė).

2 – valiutų valdyba (valiutos kursas fiksuotas kitos valiutos atžvilgiu; šalies valiuta visiškai padengta užsienio valiutos atsargomis; praktiškai nevykdomos atvirosios rinkos operacijos).

3 – fiksuotas valiutos kursas (valiutos kursas fiksuotas kitos valiutos ar valiutų krepšelio atžvilgiu; svyravimų ribos ne didesnės kaip $\pm 1\%$).

4 – horizontalios svyravimų ribos (valiutos kursas fiksuotas kitos valiutos ar valiutų krepšelio atžvilgiu; svyravimų ribos didesnės kaip $\pm 1\%$).

5 – nuoseklus fiksuoto valiutos kurso pariteto keitimas (*crawling peg*) (fiksuotas valiutos kursas, kuris periodiškai keičiamas iš anksto pranešant nustatytą dydį arba atsižvelgiant į tam tikrų kiekybinių rodiklių pokyčius).

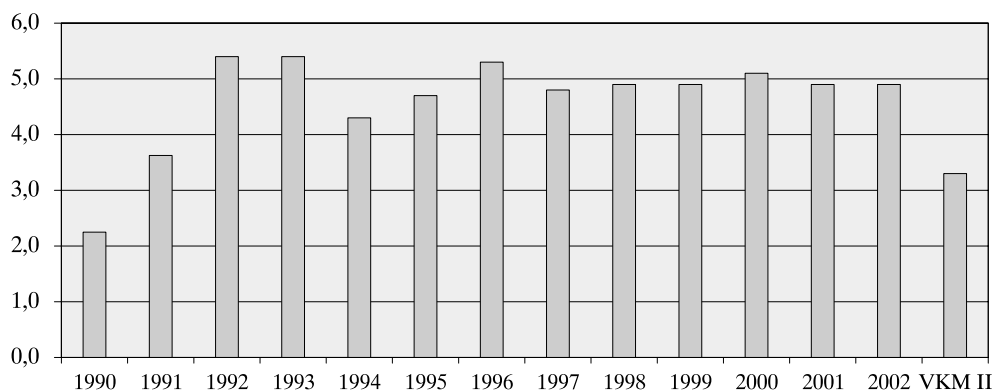
6 – nuoseklus valiutos kurso svyravimo ribų keitimas (*crawling band*) (kaip 5 punkto, tik valiutos kurso svyravimų ribos didesnės kaip $\pm 1\%$).

7 – valdomas valiutos kurso svyravimas (*managed float*), nepranešant iš anksto siekiamo valiutos kurso kitimo tikslo (aktyvios intervencijos, neįsipareigojant pasiekti iš anksto nustatytą valiutos kurso dydį ar kitimo kryptį).

8 – lankstus valiutos kursas (rinkos nustatomas valiutos kursas; pinigų politika nepriklauso nuo valiutos kurso politikos).

Šaltinis: D. Begg, B. Eichengreen, L. Halpern, J. von Hagen, Ch. Wyplosz (2003); papildyta autoriaus.

1 pav. Valiutos kurso režimų vidutinis rodiklis šalyse kandidatėse į ES



Pastaba: Vidutinis rodiklis yra paprastas aritmetinis 1 lentelėje pateiktų duomenų rodiklis. VKM II stulpelis rodo tikėtiną VRE šalių valiutų kursų režimų strategiją dalyvavimo VKM II metu.

Kita galima tokių eksperimentų priežastis yra ta, kad ekonominėje literatūroje nėra bendros nuomonės dėl to, kuris valiutos kurso režimas yra optimalus. Toliau svarstoma, ar ekonomistai apskritai gali patikimai atsakyti į šį klausimą. Tai primena nesibaigiančius debatus apie optimalų ekonominio augimo prasme infliacijos lygį. Ekonomistus domina, ar ekonomiškai ir statistiškai patikimas empirinis pakeičiamumo tarp mažesnės infliacijos ir spartesnio ekonomikos augimo ryšys gali apskritai būti kada nors nustatytas, nekalbant jau apie šių rodiklių kitimo priežastingumo krypties nustatymą (Ghosh, Phillips, 1997). Nesutarimą galima būtų pateisinti – ryšys tarp infliacijos ir ekonomikos augimo labai sudėtingas: jis nėra tiesinis, trumpu ir ilgu laikotarpiais gaunami skirtingi rezultatai, sudėtinga ekonometriškai atskirti kitų ekonomikos augimą lemiančių veiksnių įtaką ir t. t. Ekonometrikos specialistų nuomone, ekonomikos augimą lemia pernelyg daug veiksnių, todėl į klausimą dėl infliacijos ir ekonomikos augimo ryšio gali būti niekada patikimai neatsakyta (Ghosh, Phillips, 1997).

Narystės ES siekiančiose šalyse valiutos kurso režimo pasirinkimą taip pat lemia daug įvairių veiksnių: ekonominės politikos tikslai, ūkio struktūra ir kitos struktūrinės ypatybės, pavyzdžiui, pasitikėjimas politikos kūrėjais. Stochastiška VRE šalių vidaus ir išorės aplinka pereinamuoju laikotarpiu dar labiau apsunkina sprendimų priėmimą. Taigi politikos kūrėjai turi įvertinti labai daug įvairių veiksnių priimdami sprendimą dėl valiutos kurso režimo strategijos, todėl gali lengvai pasimesti. Kokia gi būtų išeitis iš tokios situacijos?

Atsakant į šį klausimą, reikėtų prisiminti vieną pamatinį ekonominį principą, žinomą bendrosios pusiausvyros teorijoje, – *valiutos kurso politika gali būti svarbi realiam ekonomikos augimui ir kitiems realiems kintamiesiems tik esant kokiai nors rinkos ydai**. Pavyzdžiui, šiuolaikinėse ekonomikose pagrindinės rinkos ydos yra kainų ir atlyginimų nelankstumas. Tokiu atveju *pirma geriausia* politika būtų siekti pašalinti šias rinkos ydas. Jeigu to atlikti dėl įvairių priežasčių neįmanoma, tam tikro valiutos kurso, leidžiančio sušvelninti rinkos ydų poveikį, pasirinkimas yra *antra geriausia* politika.

Iš to, kas pasakyta, kyla provokuojantis klausimas, ar per paskutiniuosius dešimt metų narystės ES siekiančių šalių rinkos ydos buvo tokios skirtingos ir taip sparčiai besikeičiančios, kad būtų galima pateisinti didelę šių šalių valiutos kurso režimų įvairovę? Vargu, kadangi VRE šalys pasiekė daugiau ar mažiau tų pačių rezultatų makroekonominio stabilumo bei socialinių ir ekonominių reformų srityje, o šių šalių ekonominiai bruožai reformų pradžioje buvo gana panašūs. Taigi galima teigti, kad šių šalių rinkos ydos, kurios iš principo lemia valiutos kurso politikos pasirinkimą, kito mažiau, negu keitėsi valiutos kurso režimai.

Pažymėtina, kad šiuo klausimu praktiškai laikomasi bendros nuomonės – valiutos kurso režimo pasirinkimas nebuvo svarbiausias veiksnys, lėmęs vidutinio laikotarpio ekonominę dinamiką pereinamosios ekonomikos šalyse (Hoggarth, 1997). Iš tikrųjų dauguma narystės ES siekiančių šalių grįžo į spartaus ekonomikos augimo kelią, sumažino infliacijos lygį, turėjo didelį einamosios sąskaitos deficitą ir bedarbystės lygį, gerokai didesnį kaip 10 procentų. Kiekviena šalis neišvengė ekonomikos nuosmukio pertvarkos pradžioje, bankų krizių, realaus valiutos kurso didėjimo ir pan. Visa tai įvyko nepaisant gerokai skirtingų VRE šalių valiutos kurso režimų. Taigi, nors negalima paaiškinti sėkmingos šių šalių pertvarkos vien „protingos“ valiutos kurso politikos taikymu, tačiau neabejotinai galima priskirti kai kurias aiškias nesėkmes šiame kelyje blogai pinigų ir valiutos kurso politikai**.

VRE šalių patirtis, taikant valiutos kurso režimus, gali būti skirstoma į tris etapus (žr. 1 lent. ir 1 pav.):

- pirmas etapas: pereinamojo laikotarpio pradžioje buvo taikomi daug griežtesni valiutos kurso režimai, šalims siekiant pašalinti ekonominės politikos nepatikimumo ydą ir infliacijos inerciją privačiame sektoriuje;

*Tarkime, kad ekonomikoje yra n prekių, gamybos veiksnių ir finansinio turto kainų. Valiutos kursas yra viena iš šių kainų. Tačiau iš šių n kainų nepriklausomų santykių kainų yra tik $n-1$. Taigi, jei kainos ekonomikoje yra lanksčios, greitai keičiasi reaguodamos į šokus ir taip atkuria pusiausvyrą ekonomikoje, nesvarbu, ar valiutos kursas (ta n kaina) yra fiksuotas ar ne, nes ekonomikos pusiausvyra atkuriamą vienodai sėkmingai abiem atvejais.

**Pavyzdžiai yra Bulgarija iki 1997 m., Rumunija.

- antras etapas: užtikrinusios ekonominės politikos patikimumą ir pašalinusios infliacijos inerciją, šalys kandidatės į ES pasidalijo į dvi grupes: vienos iš jų sušvelnino savo valiutos kurso politiką, taip papildydamos šalių, taikančių lankstesnį valiutos kurso režimą, gretas (Čekija, Lenkija, Slovėnija, Slovakija, Vengrija), o kitos (Estija, Latvija, Lietuva) kaip ir anksčiau taikė griežtesnį valiutos kurso režimą. Šalys, mėgindamos pateisinti lankstesnio valiutos kurso taikymą, pabrėžė tokio režimo stabilizuojančias savybes esant stochastinei aplinkai ir didelei valiutos krizių grėsmei. Tuo tarpu šalys, taikančios fiksuotą valiutos kurso režimą, labiau tikėjo *pirmos geriausios* politikos įgyvendinimo galimybėmis ir jų ekonomikos struktūrinių ypatybių endogeniškumu, įskaitant optimalios valiutų sąjungos kriterijus;

- trečias etapas: artėjant euro įvedimui, tikėtina, kad šalys, taikančios lankstesnį valiutos kurso režimą, turėtų grįžti prie griežtesnio valiutos kurso režimo (dalyvavimo VKM II metu).

Nepaisant teorinės išvados, kad valiutos kurso režimas galėjo būti ne pats svarbiausias ekonominio augimo veiksnys, tinkamai jį pasirinkti VRE šalims buvo ypač svarbu pereinamojo laikotarpio pradžioje. Fiksuotas valiutos kursas ir kiti griežti režimai buvo lemiamas veiksnys, leidęs pristabdyti infliaciją. Tuo metu politikos kūrėjų sprendimus dėl valiutos kurso pasirinkimo strategijos pirmiausia lėmė bendros ekonominės politikos nepatikimumas. Vėlesniais pertvarkos metais, kai ši problema jau nebuvo labai aktuali, valiutos kurso režimo pasirinkimą lėmė ekonominės politikos kūrėjų mėginimai pasiekti kitus socialiai pageidautinus tikslus, pavyzdžiui, sumažinti gamybos svyravimus pusiausvyros atžvilgiu, esant tam tikram nominaliųjų kainų nelankstumui ir išorės šokams.

Tradicinėje ekonominėje literatūroje (Friedman, 1953) valiutos kurso režimo pasirinkimo klausimu rašoma, kad, siekiant įgyvendinti gamybos stabilizavimo tikslą, fiksuoto ir lankstaus valiutos kursų veiksmingumas iš esmės priklauso nuo šokų kilmės ir prigimties (žr. 2 lentelę).

2 lentelė

Fiksuoto arba lankstaus valiutos kurso režimo pranašumas stabilizuojant gamybos lygį pusiausvyros atžvilgiu

Šokas	Nominalus (monetarinis)	Realus
Vidaus	Fiksuotas valiutos kursas	Lankstus valiutos kursas
Išorės	Lankstus valiutos kursas	Lankstus valiutos kursas

Nominalus išorės šokas. Įvykus nominaliam išorės šokui, pavyzdžiui, padidėjus užsienio šalių kainų lygiui, vidaus valiutos kursas padidėja, taip apsaugodamas jos vertę ir leisdamas išvengti gamybos svyravimų dėl kintančios išorės paklausos. Lankstaus valiutos kurso taikymo pranašumas šia prasme akivaizdus.

Nominalus vidaus šokas. Remiantis makroekonomikos teorija, kai nominalus šokas kyla vidaus pinigų rinkoje, tai fiksuoto valiutos kurso režimas yra gerokai pranašesnis ir veiksmingesnis stabilizuojant gamybos svyravimus. Taikant fiksuotą valiutos kursą, šoko poveikio šalies pinigų paklausai ar pasiūlai padariniai pašalinami atitinkamai pasikeičiant oficialiųjų tarptautinių atsargų kiekiui, todėl šokas neturi įtakos prekių rinkai.

Realūs vidaus arba išorės šokai. Jeigu vidaus arba išorės šokai kyla realioje ekonomikoje, tuomet lankstus valiutos kursas labiau negu fiksuotas valiutos kursas leidžia stabilizuoti gamybos svyravimus. Tokiu atveju vidaus (arba išorės) pasiūlos šokas sukelia kompensuojančius išorės (arba vidaus) pasiūlos pokyčius dėl naujo valiutos keitimo kurso, kuris leidžia sušvelninti šoko poveikį realiai ekonomikai.

Taigi teoriškai lankstaus valiutos kurso režimas turėtų būti pranašesnis trimis atvejais iš keturių. Nepaisant to, narystės ES siekiančių šalių politiniai sprendimai dėl valiutos kurso pasirinkimo strategijos (antras etapas) nebuvo iš lengvųjų dėl daugelio priežasčių. Iš jų svarbiausios būtų šios:

pirma, neramiu permainų laikotarpiu buvo labai tikėtini ir nominalūs, ir realūs šokai, kurių kilimo priežastys galėjo būti tiek vidaus, tiek ir išorės veiksniai. Todėl galima teigti, kad šiuo laikotarpiu geriausia buvo pasirinkti *tarpinį* (esantį tarp lankstaus ir griežtai fiksuoto) valiutos kurso režimą;

antra, per pastaruosius du dešimtmečius kai kuriose besivystančiose šalyse kilusios valiutų krizės aiškiai parodė, jog tarpiniai režimai ypač padidina tokių krizių riziką;

trečia, tradicinėje ekonominėje literatūroje nurodyti atvejai būdingesni tokiam pasaulinės ekonomikos laikotarpiui, kai valiutos kurso svyravimui realūs veiksniai buvo gerokai svarbesni už finansinius veiksniai, tačiau pirmieji yra mažiau svarbūs šiais laikais, kai milžiniški finansiniai srautai kartais sukelia pernelyg didelius valiutos kurso svyravimus, kuriuos sunku pagrįsti realiais (fundamentaliais) veiksniais.

Pasirinkdami optimalų savo rinkai valiutos kurso režimą, VRE šalių politikos kūrėjai privalo įvertinti ir struktūrines ekonomikos ypatybes, tokias kaip šalies atvirumas tarptautinei prekybai, jos integracija į pasaulinę finansų rinką, darbo užmokesčio nusistatymo sistema ir pan. Kadangi kiekviena narystės ES siekianti šalis priskiria save prie mažų atviros ekonomikos šalių, tai visiškai suprantamas jų susirūpinimas dėl to, kad lankstūs valiutos kursai, o ypač jeigu jie dar ir nepastovūs, gali pakenkti šalies užsienio prekybai bei pristabdyti investicijų srautus.

Be to, pasirenkant valiutos kurso režimą, reikia įvertinti ir struktūrinį aspektą – kaip šalis atitinka optimalios valiutų sąjungos kriterijus. Šiuo atveju problema yra ta, kad minėti kriterijai gali būti endogeniniai, kadangi pats dalyvavimas valiutų sąjungoje gali labai paveikti privataus sektoriaus elgseną. Todėl Robert E. Lucas, Jr. kritika* šiuo atveju gali būti teisinga. Endogeninių optimalių valiutų sąjungų teorija pradėta plėtoti palyginti neseniai (Frankel, Rose, 1997, 1998). Taigi svarių įrodymų, ar sprendimas dalyvauti bendros valiutos zonoje reikšmingai padidina šalies atitikimą optimalios valiutų sąjungos kriterijų (pavyzdžiui, padidina užsienio prekybą su sąjungoje esančiomis šalimis, paskatina gamybos veiksmų mobilumą ir tarpusavio investicijas), turėtume sulaukti ateityje (Artis, 2002).

Valiutos kurso režimo pasirinkimui narystės ES siekiančiose šalyse taip pat turėjo įtakos papildomas veiksnys, kuris dažniausiai nėra svarbus išsivysčiusiose šalyse. Viena ar kita strategija gali akivaizdžiai signalizuoti apie šių šalių politikos kūrėjų įsipareigojimus vykdyti rimtas struktūrines reformas (Giavazzi, Giovannini, 1988), be to, apie vykdomos ekonominės politikos sėkmę ar nesėkmes dažnai sprendžiama ir pagal valiutos kurso svyravimą. Valiutos kurso, kuris dažnai vadinamas „reikšmingiausia kaina ekonomikoje“, vaidmuo VRE šalyse neturėtų mažėti ir toliau, t. y. iki to momento, kai bus įvestas euras.

Kaip matome, pasirinkti valiutos kurso režimą yra labai sunkus uždavinys, ypač pereinamosios ekonomikos šalyse. Ši problema dabartinei kandidačių į ES grupei netaps mažesnė ir artimiausioje ateityje, nors pasirinkimo galimybes ribos tam tikri ES instituciniai veiksniai.

Toliau aptartos problemos, kurios iškils renkantis valiutos kurso režimus trečiu laikotarpiu, t. y. rengiantis šalims įsivesti eurą.

2. Pasirengimas EPS: grįžimas prie griežtesnės valiutos kurso politikos

2004 m. gegužės 1 d. aštuonios VRE šalys taps pilnateisėmis ES narėmis. Nuo pirmosios narystės dienos šių šalių valiutos kurso politika taps bendro susirūpinimo objektu (Mastrichto sutarties 124 str.), t. y. bet kokius jų valiutos kurso politikos

* Robert E. Lucas, Jr. (1976) kritikavo ekonometrinių modelių taikymą siekiant įvertinti politikos sprendimų padarinius, kadangi prieš tuos sprendimus įvertinti modelio parametrai taip pat parodo įvairių praeities politikos žingsnių padarinius. Todėl politikos priemonių taikymas ateityje pakeis modelio parametrus. Dėl to politikos padariniai gali būti kitokie negu prognozuojama modelio pagalba.

pokyčius reikės derinti su visomis ES šalimis narėmis. Naujosios narės turės atsisakyti valiutos kurso politikos, neatitinkančios fundamentalių makroekonominių sąlygų, taip pat konkurencinių devalvavimų. Be to, išlygos, leidžiančios neįsivesti euro, o tokias turi Jungtinė Karalystė ir Danija, nebus suteikiamos naujoms narėms. Taigi pastarosioms teks anksčiau ar vėliau dalyvauti VKM II, kuris yra senojo Europos valiutų kursų mechanizmo (VKM) tęsinys. Dalyvavimo VKM II laikotarpiu šalys turi vykdyti makroekonominę politiką, kuri palengvintų realių ir nominalią konvergenciją bei įgalintų įvykdyti nustatytus Maastrichto kriterijus šaliai, norinčiai įsivesti eurą.

Maastrichto konvergencijos kriterijai ir VKM II buvo sukurti praėjusio šimtmečio devintojo dešimtmečio pradžioje. Tuo metu dabartinių VRE šalių narystė ES buvo tolimesnė perspektyva, todėl narystės euro zonoje kriterijai ir VKM II buvo orientuoti į labiau išsivysčiusias šalis, kurios nepatiria didesnių šokų, palyginti su pokomunistinėmis pereinamosios ekonomikos šalimis.

Pagrindinis VKM II tikslas – garantuoti sklandų būsimų šalių ES narių perėjimą prie euro. Tarpinis valiutos kurso režimas, išlaikantis tam tikrą lankstumą ir reaguojantis į fundamentalius makroekonominius procesus bei šokus, teoriniu požiūriu buvo puiki idėja. Be to, VKM II buvo geras būdas patikrinti rinkoje valiutų paritetus ir išvengti spekuliacinių atakų, taikant platų valiutos kurso svyravimų koridorių ir koordinuotas intervencijas valiutų rinkoje.

Tačiau kai kurie Vakarų ekonomistai ir narystės ES siekiančių šalių, ypač tų, kurios taiko valiutų valdybos režimą, pinigų politikos kūrėjai VKM II vertina tarsi tam tikrą „skaistykla“, per kurią būtina pereiti prieš įsivedant eurą. Toks požiūris grindžiamas daugeliu rimtų argumentų. Tačiau dėl to, kad vienašališko euro įsivedimo ES šalys nelaiko civilizuotu būdu patekti į euro zoną, ši alternatyva oficialiai nėra svarstoma nė vienoje iš VRE šalių.

Nors niekas neverčia VRE šalių dalyvauti VKM II iš karto po įstojimo į ES, tačiau dauguma jų būtent taip ir darys, siekdamas kaip galima greičiau įsivesti eurą ir kuo anksčiau pradėti gauti šios valiutos teikiamą naudą. Tokios „kaip galima greičiau“ strategijos signalizavimo aspektas gali tam tikru mastu vyrauti ekonominių argumentų atžvilgiu, kadangi per ilgą pereinamąsį laikotarpį yra pavojingas dėl didėjančios spekuliacinės atakos galimybės (Begg ir kt., 2003).

Siekdamas įsivesti eurą, VRE šalys privalės įvykdyti Maastrichto kriterijus. Vienas iš sunkiausiai įvykdomų – infliacijos lygio kriterijus (Szapary, 2002). Kad kuo greičiau įvykdytų infliacijos kriterijų, VRE šalys kandidatės turės labai atsakingai pasirinkti valiutos kurso režimą.

Nė viena iš Vidurio Europos šalių nėra pasirinkusi fiksuoto valiutos kurso ar valiutų valdybos režimo ir greičiausiai nemėgins jų pasirinkti prieš įsivedamos eurą. Šios šalys (Čekija, Lenkija, Slovakija, Slovėnija ir Vengrija) vykdo tiesioginio infliacijos tikslo siekimo strategiją (*inflation targeting*).

Atrodytų, kad tiesioginio infliacijos tikslo siekimo strategija yra pranašesnė, nes vienu metu leidžia šalims, taikančioms lankstų valiutos kurso režimą, užtikrinti tiek kainų stabilumą, tiek ir sušvelninti ekonominių šokų įtaką. Tačiau, viena vertus, nustatytos maksimalios valiutos kurso svyravimų ribos VKM II ($\pm 15\%$ centrinio pariteto euro atžvilgiu) gali būti pernelyg plačios, kad pavyktų pasiekti nedidelį infliacijos lygį. Didelis valiutos kurso dinamikos neapibrėžtumas gali apsunkinti Maastrichto infliacijos lygio kriterijaus vykdymą, juo labiau kad šių Vidurio Europos šalių pinigų politikos poveikio mechanizme (PPPM) valiutos kurso kanalas turi gerokai didesnę įtaką infliacijos kitimui negu palūkanų normos kanalas.

Kita vertus, pasirinkti griežtesnį valiutos kurso režimą (siaurą ar nulinį svyravimų koridorių, kaip valiutų valdybos režimo atveju) šioms šalims gali būti nepatogu dėl šių priežasčių. Didėsnę nei pageidautina infliaciją VRE šalyse gali lemti: a) B–S efektas; b) tolesnis bendro kainų lygio artėjimas prie ES šalių kainų lygio; c) tikėtini

dideli ir nepastovūs kapitalo srautai, galimi dėl vadinamųjų konvergencijos žaidimų*. Šių veiksnių įtaka infliacijai galėtų būti atsverta nominaliojo valiutos kurso *stiprėjimu* euro atžvilgiu, tačiau tokios galimybės nebus, jeigu šalis pasirinktų labai siauras arba nulines svyravimų ribas arba jeigu šaliai bus leista dalyvauti VKM II su valiutų valdybos modeliu.

Vertinant „kaip galima greičiau“ strategijos perspektyvos požiūriu, VKM II yra asimetrinis režimas. VRE šalių valiutos kursų euro atžvilgiu devalvacijų turėtų būti vengiama, o revalvacijos galėtų būti visiškai priimtina alternatyva, kadangi dėl revalvacijos, priešingai negu devalvacijos, nereikia „atsukti atgal chronometro“, t. y. šaliai nereikės iš naujo dvejus metus dalyvauti VKM II prieš įsivedant eurą. Dėl šios grėsmės ir dėl signalizavimo aspekto valiutų valdybos režimą taikantys centriniai bankai greičiausiai nenorės eksperimentuoti savo valiutos kursais rinkos sąlygomis.

Apibendrinant galima teigti, kad VKM II yra suderinamas su gana didele VRE šalių valiutos kurso režimų įvairove. Šalys, taikančios lankstų valiutos kursą ir siekiančios greičiau patekti į euro zoną, tikėtina, pasirinktų mažesnes valiutos kurso svyravimų ribas (pvz., $\pm 2,25\%$ **).

Šalys, taikančios valiutų valdybos režimą, matyt, bus linkusios išlaikyti esamą politiką dalyvaudamos VKM II, kadangi siauro valiutos kurso euro atžvilgiu svyravimų koridorius nustatymas vargu ar pasiteisintų konkurencingumo korekcijos prasme, o platesnis ($\pm 15\%$) koridorius gali būti nepriimtinas dėl „svyravimų baimės“ argumento (Calvo, Reinhart, 2000). Kitaip sakant, šių šalių valiutos kurso politikos kūrėjai žino, kad, leisdami valiutos kursui svyruoti, gali daug prarasti (sumažėtų ekonominės politikos patikimumas ir šalies finansinis stabilumas, būtų sukurtos sąlygos turtui persiskirstyti), tuo tarpu galimi šio žingsnio pranašumai yra labai abejotini (valiutos kurso svyravimus gali lemti nepastovūs finansiniai srautai, o ne fundamentalūs ekonominiai pokyčiai). Taigi šios šalys gali nukentėti nuo vadinamojo „pradinės nuodėmės“ sindromo (Hausmann, 1999), t. y. dėl to, kad iš prigimties turi santykinai silpnas valiutas***. Dėl asimetrinių lūkesčių, kad su tokiomis valiutomis daugiausiai gali įvykti blogų dalykų, ir dėl didesnės nepalankių politinių įvykių įtakos valiutos kursui, labiau tikėtina, kad šių šalių valiutos turėtų tendenciją labiau nuvertėti nei stiprėti, o nuvertėjimas nebūtinai atitiktų fundamentalius ekonominius procesus (juo labiau kad šių šalių valiutos vis dar, atrodo, yra nuvertintos ilgalaikės pusiausvyros atžvilgiu).

Toliau detaliau apžvelgiami valiutų valdybos režimo, kaip vieno iš alternatyvių būdų dalyvauti VKM II mechanizme, pranašumai ir trūkumai.

3. Valiutų valdybos režimo makroekonominis efektyvumas

Valiutų valdybos režimas, kuris vienu metu buvo beveik pamirštas kaip pinigų politikos modelis, vėl tapo madingas praėjusio šimtmečio paskutinįjį dešimtmetį. Anksčiau daugelis analitikų valiutų valdybos režimą vertino kaip laikiną būdą sugrąžinti pasitikėjimą šalies valiuta ir jos ekonomika po sukrečiančių politinių ir ekonominių įvykių, o pastaruoju metu šis režimas vertinamas kaip visiškai priimtinas pinigų politikos modelis normaliais laikais (Ghosh ir kt., 1999; Ho, 2002). Tai lėmė dvi pagrindinės priežastys: išpūdingi tokių šalių ekonominiai laimėjimai ir pasauliniu mastu padidėjęs finansų nestabilumas, skatinantis šalis apsispręsti, ar leisti valiutos kursui laisvai svyruoti, ar labai tvirtai tą valiutą susieti (Fischer, 1998).

Padidėjęs susidomėjimas valiutų valdybos režimu leido pasirodyti daugybei analitinių straipsnių, kuriuose nagrinėjami tokio pinigų režimo privalumai ir trūkumai, taip pat poveikis šalių, įsivedusių valiutų valdybas, makroekonominiai raidai.

Debatai dėl įvairių valiutos kurso režimų poveikio šalies makroekonomikai yra įdomūs patys savaime, o ne tik dėl to, kad dabar, t. y. VRE šalims siekiant narystės EPS, yra aktuali optimalaus valiutos kurso režimo tema. Ar bent vienas valiutos kurso režimas šiandien yra pranašesnis palyginti su kitais makroekonominiais požiūriais? Kaip

*Apie šių spekuliacinių kapitalo srautų priežastis ir galimybes juos sustabdyti vykdančią tinkamą ekonominę politiką žr. 4.2 skirsnyje.

**VKM II galima pasirinkti bet kokias valiutos svyravimo ribas – nuo 0 iki ± 15 procentų. Istoriskai, dalyvaudamos VKM ir VKM II, įvairios ES šalys taikė $\pm 2,25$ procento, ± 6 ir ± 15 procentų svyravimų ribas.

***Tai nėra svarbiausias pasaulio valiutos, kuriomis laikomos užsienio atsargos ir kuriomis denominuojami vertybiniai popieriai, kuriais yra plačiai prekiaujama tarptautinėje finansų rinkoje (JAV doleris, euras, Japonijos jena, Šveicarijos frankas ir pan.).

jau minėta, tvirtai atsakyti į šį klausimą sunku, o gal apskritai neįmanoma. Tačiau užtekinai yra ekonominių studijų, kurios gali būti orientyras lyginant valiutų valdybos ir kitus valiutos kurso režimus.

Pastaruoju metu šalių, kurių pinigų politikos modelis – valiutų valdybos režimas, centrinių bankų analitikai dažnai cituoja A. Ghosh, A.-M. Gulde ir H. C. Wolf (1999) studiją siekdami pakeisti skeptišką požiūrį į šio režimo priimtinumą.

A. Ghosh ir bendraautorių atliktas retrospektyvinis tyrimas leido gauti gana netikėtų rezultatų. Nustatyta, kad šalyse, taikančiose valiutų valdybos režimą, vidutiniškai yra mažesnė infliacija, sparčiau auga jų ekonomika ir yra mažesnis valstybės biudžeto deficitas palyginti su tomis šalimis, kurios taiko įprastu būdu fiskuotą ar lankstų valiutos kursą (žr. 3 lent. ir 2 pav.).

3 lentelė

Valiutos kurso režimų makroekonominis efektyvumas

(procentais)

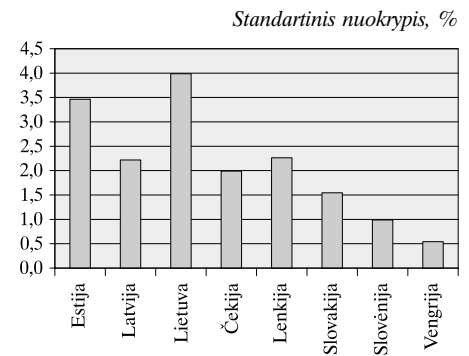
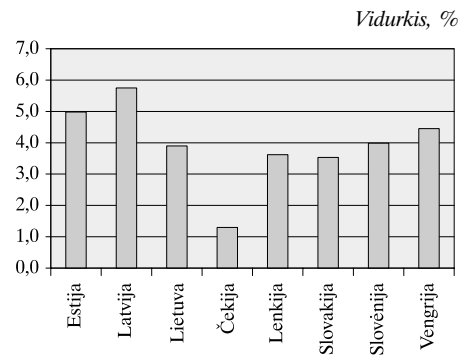
	Stebėjimų skaičius	Infliacija		Pinigų kiekis P2		BVP pokytis	BVP vienam gyventojui pokytis	Valstybės biudžeto deficitas
		vidurkis	mediana	vidurkis	mediana			
Pilnoji imtis	1 915	29,0	8,4	32,7	14,3	3,2	1,3	-4,4
Valiutų valdyba	112	5,6	3,9	12,1	11,1	4,0	3,1	-2,7
Kitas susiejimas	1 089	22,3	8,4	25,1	13,7	3,3	0,9	-4,6
Lankstus kursas	714	43,1	9,2	47,4	16,0	3,1	1,7	-4,3
Didelės pajamos	814	22,9	6,0	28,3	11,4	3,1	2,0	-3,0
Valiutų valdyba	44	4,7	4,0	14,3	12,9	5,7	4,6	-1,4
Kitas susiejimas	317	8,3	6,1	14,1	11,6	3,3	1,8	-1,9
Lankstus kursas	453	35,0	6,2	39,6	11,1	2,8	1,9	-4,0
Nedidelės pajamos	1 101	33,6	9,9	35,9	17,1	3,3	0,8	-5,4
Valiutų valdyba	68	6,2	3,9	10,7	8,6	2,9	2,2	-3,9
Kitas susiejimas	772	28,0	9,4	29,7	15,6	3,3	0,5	-5,7
Lankstus kursas	261	57,1	15,2	61,0	25,4	3,6	1,4	-5,0
Nėra kapitalo kontrolės	465	11,3	5,6	18,1	11,4	3,3	1,8	-4,2
Valiutų valdyba	21	10,4	6,0	15,4	11,4	3,8	3,1	-0,9
Kitas susiejimas	123	9,6	7,3	17,7	16,9	4,6	1,9	-5,1
Lankstus kursas	321	12,0	5,0	18,4	10,5	2,7	1,6	-4,0

Šaltinis: A. Ghosh, A.-M. Gulde, H. C. Wolf (1999).

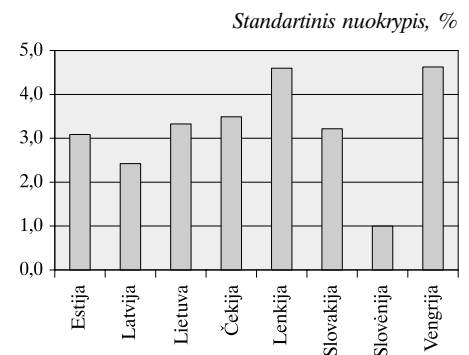
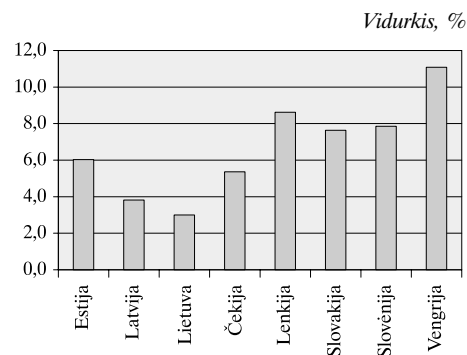
Paprastai skeptiškas požiūris į tokio pobūdžio tyrimus grindžiamas neaiškios priežastingumo krypties argumentu, t. y. ar valiutų valdybos režimas lemia geresnę makroekonominę raidą, ar atvirkščiai – stabili makroekonominė raida sudaro sąlygas valiutų valdybos režimui nežlugti. Autoriai taip pat pripažįsta, kad gauti rezultatai yra šiek tiek per daug optimistiniai dėl *rikošeto efekto*, kadangi daugelyje šalių valiutų valdybos režimas buvo pradėtas taikyti po ekonominių krizių, ir dėl *atrankos efekto*, kadangi vyriausybės, pasirinkdamos valiutų valdybos režimą, tarsi „tramdomuosius marškinius“, taip labiau išpareigojo atlikti rimtas struktūrines reformas, kurios įgalintų pasiekti geresnius makroekonominis rodiklius.

2 pav. VRE šalių ekonomikos augimas, infliacija ir biudžeto deficitas 1997–2002 m.

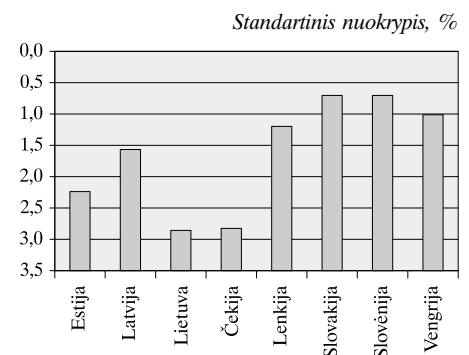
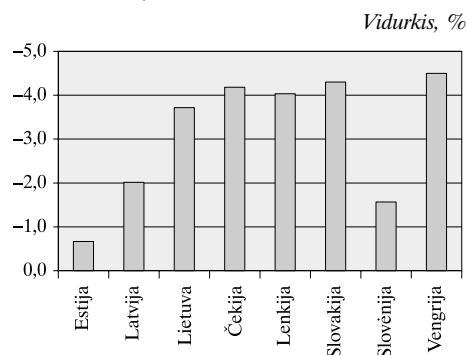
Ekonomikos augimas



Infliacija



Biudžeto deficitas



Šaltinis: EBRD (2002).

*Iždo politika dažniausiai yra svarbiausia ekonominio populizmo priemonė, būdas nupirkti rinkėjus prieš rinkimus. Tačiau tokia trumparegiška politika yra neoptimali ilgu laikotarpiu. Štai kodėl nemažai šalių konstituciškai riboja valstybės biudžeto deficitą ar valstybės skolą, kad iždo politika atitiktų ilgalaikius šalies interesus. ES Stabilumo ir augimo paktas, kuriame numatytos didelės baudos euro zonos šalims, kai biudžeto deficitas didesnis kaip 3 procentai BVP, yra konkretus būdo, siekiant didesnės atsakomybės iždo srityje, pavyzdys.

A. Ghosh, A.-M. Gulde ir H. C. Wolf (1999) ekonominės studijos rezultatai nenustebino Lietuvos, Estijos ir Bulgarijos centrinių bankų specialistų, nes šiose šalyse jau daug metų yra spartus ekonomikos augimas ir nedidelė infliacija. Studija tik patvirtino nuojautą, kad, taikant valiutų valdybos režimą, šalies makroekonominiai rezultatai neturėtų *a priori* būti blogesni, kaip teigia kritikai, dėl to, kad „surišamos politikos kūrėjų rankos“ ir jie negali reaguoti į besikeičiančias ekonomines sąlygas. Toks vienpusiškas požiūris yra neteisingas: nereikia pamiršti, kad didesnė laisvė vykdyti ekonominę politiką taip pat sudaro ir didesnę erdvę daryti klaidas. Klaidų tikimybė tampa gerokai didesnė pereinamuoju laikotarpiu, kai ekonomika nutolusi nuo pusiausvyros ir kai ekonominės politikos kūrėjai neturi pakankamai žinių apie tai, koks veiksmingiausias būdas tą pusiausvyrą pasiekti, o tai buvo ir yra svarbu VRE šalims, kadangi iždo politikos kūrėjai neturi pakankamai paskatų vykdyti atsakingą ir suderintą su kitomis politikos sritimis iždo politiką*.

Pinigių politikos kūrėjams įprasta daugiau ar mažiau *a priori* įtarti išdo politikos kūrėjus polinkiu į neatsakingumą, kuris dažniausiai lemia ekonominę netvarką. Šia prasme galima tik pasidžiaugti, kad Lietuvoje valiutų valdybos režimo sąlygomis buvo pasiekta kai kurių laimėjimų, nes šis griežtas pinigų politikos modelis, neleidžiantis „spausdinti pinigų“ biudžeto deficitui padengti, paskatino šalies vykdomąją valdžią įgyvendinti reformas, kurios leido sumažinti spaudimą biudžetui dėl neefektyvios sovietinio tipo valstybinių žemės ūkio ir pramonės įmonių veiklos. 1999 m. išdo krizė taip pat buvo gera atsakingumo pamoka.

Tačiau taip pat būtų neteisinga teigti, kad Lietuvos ekonomikos laimėjimus garantavo vien tik valiutų valdybos režimo taikymas. Nors negalima grįžti atgal ir išmėginti kito valiutos kurso režimo, tačiau dabar bent jau žinoma, kad šis griežtas pinigų politikos modelis tikrai nepakenkė šalies ekonomikai, kaip pranašavo kai kurie skeptikai. Greičiau priešingai, valiutų valdybos režimas padėjo pasiekti mažesnę ir stabilesnę infliaciją palyginti su kai kuriomis Vidurio Europos šalimis, mažesnę biudžeto deficitą, o apskritai – vidutiniais ekonominio augimo tempais valiutų valdybos šalys neatsiliko nuo VRE šalių, taikančių lankstesnį valiutos kurso režimą (žr. 2 pav.).

Nagrinėjant argumentus „už“ ir „prieš“ valiutų valdybos režimą, bene dažniausiai abejojama dėl valiutos kurso fiksavimo didelės infliacijos sąlygomis tikslingumo. Teigiama, kad infliacijos inercija neišvengiamai nulemtų, kad realusis valiutos kursas viršytų pusiausvyros lygį, o tai sulėtintų ekonomikos augimą, todėl spartus infliacijos mažinimas fiksuojant valiutos kursą būtų nepagrįstai brangus. Šiandien galima tvirtinti, kad kritikai klydo dėl išsakyto argumento. Pagrindinė jų klaida – tai mėginimas VRE šalims, taip pat ir Lietuvai, taikančioms valiutų valdybos režimą, taikyti pusiausvyros ekonomikos principus, nors iš tikrųjų šių šalių ekonomikos buvo toli nuo pusiausvyros ir tai reikėjo deramai įvertinti (Saavalainen, 1995).

Pirma, Lietuvos pinigų politikos reformos pradžioje galima buvo tik spėlioti dėl nacionalinės valiutos nuvertėjimo masto (Berengaut ir kt., 1998). Todėl nestebina, kad, pradėjus taikyti valiutų valdybos režimą, infliacija šalyje staigiai nemažėjo, nepaisant to, kad du pagrindiniai infliacijos kitimo veiksniai – valiutos nestabilumas ir perteklinė pinigų pasiūla – buvo pašalinti. Svarbiausia priežastis, kodėl infliacijos tempas mažėjo tik iš lėto, buvo ne infliacijos inertiškumas, kuris, kaip teigia kritikai, dažnai lemia, kad realūs valiutų kursai ilgainiui viršija pusiausvyros lygį, o kainų lygių skirtumo Lietuvoje, palyginti su Vakarų šalimis, nuoseklus mažėjimas per prekybinį arbitražą. Tai buvo tas retas atvejis, kai infliaciją galima vertinti kaip teigiamą reiškinį, nes ji buvo būdas pasiekti ekonomikos pusiausvyrą, t. y., esant fiksuotam nominaliajam lito kursui, didesnė infliacija leido priartinti realųjį valiutos kursą prie nominaliojo.

Antra, teiginys dėl pražūtingos infliacijos inercijos įtakos realaus lito kurso kitimui neteisingas ir dėl kito argumento. Būtent, galima teigti, kad litas buvo ir yra iki šiol tam tikru mastu nuvertintas*. Pastaruosius keletą metų, nepaisant pasaulio ekonomikos nuosmukio ir realaus lito kurso kilimo dėl stiprėjančio JAV dolerio kurso 1999–2001 m. bei dėl euro stiprėjimo po lito susiejimo su šia valiuta, šalies ekonomika augo stebėtinai sparčiai. Be to, vienas iš svarbiausių ekonomikos augimo veiksnių buvo didėjantis prekių ir paslaugų eksportas. Jeigu realus lito kursas būtų buvęs pervertintas, tokia sparti ekonominė plėtra nebūtų įmanoma.

Valiutų valdybos režimo, kaip alternatyvos kitiems valiutos kurso režimams, taikymas pagelbėjo VRE šalių centriniams bankams dar vienu svarbiu aspektu. Ekonominių reformų pradžioje buvo nedaug žinoma apie pinigų politikos poveikio mechanizmą, o ypač apie pinigų paklausos funkciją. Pastarajai darė įtaką ne tik pinigų poreikis sandoriams, bet ir ekonomikos remonetizavimo tendencija, greitai besikeičiančios mokėjimų tradicijos dėl finansinių inovacijų (pavyzdžiui, mokėjimo kortelių plitimo), taip pat pasitikėjimo centrinio banko politika ir valiuta mastas.

*Neskelbtos Lietuvos banko Pinigų politikos departamento ir Tarptautinio valiutos fondo lito pusiausvyros kurso studijos, kuriose buvo taikytos skirtingos ekonometrinės metodikos, patvirtino, kad faktinis realusis lito kursas yra daugiau ar mažiau nuvertintas.

Finansinių inovacijų veiksnys lėmė tai, kad, siekiant infliacijos tikslo, pinigų rodiklius pastaraisiais dešimtmečiais mažiau taikė net išsivysčiusių šalių pinigų politikos kūrėjai. Tuo tarpu pereinamosios ekonomikos šalyse ši problema buvo gerokai sudėtingesnė.

Lietuvos atveju dėl nurodytų priežasčių valiutų valdybos režimas pasirodė kaip efektyvus būdas išlaikyti pusiausvyrą pinigų rinkoje, nes jį taikant pinigų paklausa automatiškai nulemia pinigų pasiūlą. Kitaip tariant, nominalių (pinigų paklausos) vidinių šokų įtaka buvo neutralizuota taikant fiksuotą valiutos kursą. Tuo tarpu 1992–1993 m., taikant lankstų valiutos kurso režimą, nesėkmingi Lietuvos banko mėginimai įvertinti pinigų paklausos kaitą lėmė gana didelį valiutos kurso ir palūkanų normų svyravimą.

Taigi galima daryti išvadą, kad kai kurių VRE šalių pasirinktas valiutų valdybos režimas, kaip priimtinausias pinigų politikos modelis, greičiau padėjo, o ne trukdė pertvarkyti šalių centralizuotą planavimą į rinkos ekonomiką, taip pat skatino šių ekonomikų nominalią ir realią konvergenciją su ES šalimis (Gulde ir kt., 2000). Ar valiutų valdybos režimas bus toks pat naudingas ir paskutiniame etape, prieš pereinant į patį griežčiausią valiutos režimą – valiutų sąjungą?

4. Strateginiai valiutos kurso režimų pasirinkimo aspektai

Šalys, kurios šiuo metu taiko valiutų valdybos režimą, siekdamos pasirinkti priimtina valiutos kurso režimą stojant į ES, o vėliau – į euro zoną, turėtų vadovautis tikslo funkcija, t. y. nusistatytais optimalumo kriterijais. A.-M. Gulde, J. Kahkonen ir P. Keller (2000) nuomone, valiutos kurso režimas šiuo laikotarpiu turėtų atitikti šiuos reikalavimus:

- padėti nominaliai konvergencijai;
- leisti rinkai patikrinti valiutos kurso stabilumą;
- garantuoti šalies integraciją į euro zoną turint tinkamą valiutos kursą;
- padėti centriniam bankams pasiręsti veikti euro zonoje.

Išnagrinėję visus argumentus „už“ ir „prieš“, minėti autoriai daro išvadą, kad valiutų valdybos režimas iš esmės atitiktų šiuos reikalavimus* (jeigu būtų laikomasi teisingos šį procesą atitinkančios politikos kitose srityse), todėl tokioms šalims kandidatėms tiesioginis perėjimas į euro zoną būtų *pirma geriausia* politika. Pagrindinės ekonominės politikos problemos, kurias turėtų spręsti šios šalys pereinamuoju laikotarpiu, būtų siekis išlaikyti išdo stabilumą, tvirtą finansų sistemą ir lanksčią darbo rinką. Be to, jos turėtų pasiręsti galimų didelių kapitalo srautų ir asimetrinių išorės šokų iššūkiui (Gulde ir kt., 2000).

Nurodytos problemos būdingos ne tik šalims, taikančioms valiutų valdybos režimą, bet ir kitoms narystės EPS siekiančioms šalims. Niekas nesiginčija dėl to, kad konservatyvi išdo politika, tvirta finansų sistema ir lanksti darbo rinka yra geras dalykas bet kuriai ekonomikai. Vis dėlto nuomonių dėl dviejų konkrečių problemų, t. y. B–S efekto dydžio ir būsimų kapitalo srautų dydžio bei poveikio ekonomikai, yra gerokai daugiau. Kitaip tariant, ekonomistai sutaria dėl VRE šalių integracijos į EPS modelio, tačiau nesutaria dėl šio modelio parametrų dydžio.

ES šalių ir Europos centrinio banko (ECB) ekonomistai nuogaustauja dėl to, kad minėti veiksniai gali atitolinti nominalią konvergenciją, todėl siekis „kaip galima greičiau“ atitikti infliacijos lygio kriterijų gali būti susijęs su poreikiu dirbtinai smukdyti ekonomiką ir (arba), kaip teigia G. Szapary (2000), pastūmėti į „dirbtinį manipuliavimą svoriu, kad ji patektų į žemesnę svorio kategoriją“. Ekonominė prasme šis bokso terminas reiškia, kad politikos kūrėjai gali tų metų, kurie bus lemiami sprendžiant, kaip laikomasi Mastrichto kriterijų, VKI ir biudžeto duomenis pagerinti, pavyzdžiui, jie gali atidėti reguliuojamų kainų liberalizavimą ir manipuluoti mokesčiais.

*Pavyzdžiui, apie valiutos kurso stabilumą galima spręsti iš palūkanų normų lygių skirtumo valiutų valdybos šalyje ir euro zonoje, nes šis skirtumas parodo, kaip rinkos dalyviai vertina valiutos kurso kitimo riziką.

4.1. Balassa–Samuelson efekto problema

Daugelis B–S efekto, kuris gali atitolinti narystės EPS siekiančių šalių nominalią konvergenciją, retrospektyvinių tyrinėjimų rodo, kad dėl šio veiksnio VRE ir ES šalių VKI skirtumas sudaro 1–3 procentus per metus (van Elkan ir kt., 2002). Gana didelis įverčių intervalas leidžia teigti, kad konkretus šio efekto dydis kiekvienoje narystės EPS siekiančioje šalyje yra daugiau empirinio ir metodologinio vertinimo dalykas. Pavyzdžiui, preliminarūs šio efekto dydžio Lietuvos ekonomikoje įvertinimai parodė, kad našumo didėjimas uždarame ūkio sektoriuje nėra mažesnis negu atviraime sektoriuje, todėl B–S efektas Lietuvoje turėtų būti labai nedidelis.

Detalus B–S efekto teorinis ir empirinis nagrinėjimas nėra šio straipsnio tikslas. Tačiau, remiantis turima faktine medžiaga šiuo klausimu*, galima būtų tvirtinti, o kartu ir pritarti L. Balcerowicz (2002) nuomonei, kad efekto dydis yra gerokai pervertintas. Taip pat tikėtina, kad B–S efektas turėtų dar labiau sumažėti, kadangi VRE šalių ekonomikos greičiausiai iki to laiko jau bus taikiusios visus veiksmingiausius būdus, siekdamas padidinti našumą atviro užsienio konkurencijai ūkio sektoriuje.

4.2. Kapitalo srautų problema

Kitas plačiai nagrinėjamas „kaip galima greičiau“ patekti į euro zoną strategijos oponentų argumentas siejamas su problema, kad dideli kapitalo srautai į VRE šalis, taikančias fiksuotą valiutos kurso režimą, padidintų infliaciją, nes jų nominalieji valiutų kursai negalės didėti VKM II laikotarpiu.

Manytume, kad šie kritikai neteisūs, nes jie neišskiria įplaukiančio į šalį kapitalo rūšių ir priešasčių.

Privatizavimo įplaukos

Pirmoji didelių kapitalo srautų į šalį priežastis gali būti susijusi su valstybinių įmonių privatizavimu. Todėl protinga privatizavimo įplaukų valdymo politika labai priklauso nuo konkrečios šalies vyriausybės gebėjimo ją įgyvendinti. Lietuvoje privatizavimo įplaukos konservatyviai atvaizduojamos biudžete ne kaip einamosios įplaukos, bet kaip biudžeto deficito finansavimo šaltinis. Taigi *pirma geriausia* politika šaliai, gaunančiai iš užsienio dideles privatizavimo lėšų įplaukas, būtų „neutralizuoti“ šias pajamas, neleidžiant biudžeto deficitui didėti. Gaunamos ir iš karto išleidžiamos didelės privatizavimo įplaukos gali būti netikėtų infliacinių pokyčių priežastis**. Tuo tarpu laikomos užsienio šalių stabilizavimo fonduose arba padėtos kaip indėlis centriniame banke privatizavimo įplaukos nedaro įtakos ekonomikai apskritai. Todėl teoriškai su privatizavimo įplaukomis susijusių kapitalo srautų problema neturėtų būti net diskutuotina kaip valiutos kurso režimų pasirinkimo iki įsivedant eurą problema. Tačiau jeigu valstybė „neprotingai“ naudoja gautas privatizavimo įplaukas, visa tai būtų galima traktuoti kaip politikos ydą, kurią sušvelninti galėtų centrinio banko taikoma *antra geriausia* politika, galbūt susijusi ir su valiutos kurso režimo keitimu.

Tiesioginės užsienio investicijos

Tiesioginių užsienio investicijų (TUI), kurios turėtų plaukti į VRE šalis dėl santykinai didesnės ribinės kapitalo grąžos (Begg ir kt., 2003), problema taip pat pervertinama. Tikromis tiesioginėmis užsienio investicijomis vadintume kapitalo įplaukas, kurios didina fizinio kapitalo kiekį šalyje. Kai kurie tyrinėtojai neišskiria šios investicijų rūšies (t. y. plyno lauko investicijų ir investicijų, daromų po įmonės privatizavimo) ir privatizavimo įplaukų, kurios mokėjimų balanse parodomos kaip

*Žr., pavyzdžiui, M. A. Kovacz (2000).

**Lietuvoje tokios politikos pavyzdys buvo nuvertėjusių indėlių kompensavimas naudojant lėšas, gautas už AB „Lietuvos telekomas“ privatizavimą. Tačiau šis žingsnis nepadidino infliacijos Lietuvoje, nes didelė dalis kompensuotų indėlių nebuvo išleista apskritai, o likusi dalis buvo išleista daugiau importuojamoms prekėms pirkti. Todėl perteklinė paklausa padidino einamosios sąskaitos deficitą, bet nepadidino infliacijos.

TUI, tačiau jos nepadidina fizinio kapitalo kiekio, o yra esamo kapitalo kiekio perdavimas nerezidentui.

Tikrųjų TUI poveikis infliacijai gali būti dvejopas. Viena vertus, tikrosios TUI sietinos su teigiamu visuminės pasiūlos šoku, mažinančiu kainas, nes didėja gamybos konkurencija. Kita vertus, investavimo laikotarpiu didėja investicinių prekių paklausa (pavyzdžiui, vykdant statybos darbus), o tai gali laikinai padidinti infliacijos rodiklius. Tačiau daugumą narystės ES siekiančių šalių būtų galima atvaizduoti vadinamosios horizontalios keinsistinės visuminės pasiūlos kreivės atkarpa, o ne klasikine vertikalia šios kreivės atkarpa. Šia prasme ekonomika gali reaguoti į visuminės paklausos šoką nedidėjant infliacijai (dėl didelio nedarbo, perteklinių pajėgumų ir pan.). Pagaliau tikros TUI dažniausiai yra importuojamos technologijos. Tokiu atveju jos visiškai nesietinos su infliacija, nes daro įtaką tik mokėjimų balansui.

Spekuliacinio kapitalo srautai

Šalis, besirengianti dalyvauti VKM II, o vėliau ir įsivesti eurą, gali sulaukti didelių laikinų kapitalo srautų, kol vyks jos ir euro zonos šalių palūkanų normų suartėjimas, bei dėl rinkos dalyvių mėginimo nuspėti valiutos kurso euro atžvilgiu paritetus (van Elkan ir kt., 2002). Kaip ir privatizavimo įplaukų atveju, taip ir šiuo atveju šalies ekonomikos saugos, siekiant išvengti vadinamųjų konvergencijos žaidimų, svertai iš esmės yra vyriausybės rankose. Kadangi tokius spekuliacinius veiksmus skatina nominaliųjų palūkanų normų skirtumai, kurie yra didesni negu rinkos dalyvių suvokta valiutų nuvertėjimo rizika, *pirma geriausia* politika būtų koreguoti ekonominę politiką taip, kad išnyktų arbitražo galimybės.

Valiutų valdybos režimas kaip tik yra geras būdas neleisti spekuliacinio kapitalo srautams atsirasti. Pirma, stochastinio konvergencijos žaidimų elemento praktiškai išvengiama dėl tvirtos šalies nuostatos išlaikyti valiutų valdybos režimą iki bus įvestas euras, todėl tokios šalies valiutos kursas rinkos dalyvių vertinamas kaip patikimas. Antra, fiksuotas valiutos kurso režimas ir laisvas kapitalo judėjimas neleidžia šalies centriniam bankui įgyvendinti nepriklausomą pinigų politiką. Tokiu atveju pavyksta išvengti politikos derinio, kurį sudaro negriežta išdo politika ir griežta pinigų politika, kurios sukuria sąlygas pritraukti spekuliacinio kapitalo srautus.

Todėl dažnai ekonomistai klaidingai vertina kapitalo įplaukas į šalis kandidates, prilygindami jas homogeniškomis pinigų sumoms, kurios įplaukia į šalį tarsi be jokio tikslo ir ima „medžioti“ fiksuotą vietinės produkcijos kiekį. Jeigu jie pasistengtų atidžiai išskirti su privatizavimu susietas kapitalo įplaukas, fizines investicijas ir finansines investicijas, „vargas dėl kapitalo“ būtų gerokai išpūstas reikalas. Kaip jau pažymėta, siekiant išvengti nepageidaujamo kapitalo srautų, pirmiausia reikėtų pasitelkti tinkamai parengtą ekonominę politiką, kuri leistų pašalinti pirmines šių iš esmės endogeninių srautų priežastis. Kiti atvejai neturėtų būti tiek reikšmingi, kad reikėtų reaguoti naudojant valiutos kursą kaip priemonę.

Išvados

Dabar būsimos EPS narės sprendžia dilemą: jos turi pasirinkti valiutos kurso režimą, suteikiantį didesnę galimybę anksti gauti patikimo ir ilgalaikio valiutos kurso režimo teikiamą naudą (taikant su euru susietą valiutų valdybą ar įprastai fiksuotą valiutos kurso režimą) arba palikti erdvę tam tikram ekonominės politikos lankstumui, jeigu numatoma, kad susiklostytų aplinkybės, kurios verstų koreguoti valiutos kursą (taikant platesnį ar siauresnį svyravimų koridorių dalyvaujant VKM II).

Šiuo metu šalių kandidačių dešimtukas (VRE šalys, Kipras ir Malta) sąlyginai pasidalijęs į dvi grupes. Šalys, taikančios valiutų valdybos režimą, nėra linkusios kurti lankstesnio valiutos kurso taikymo strategijų, o Vidurio Europos šalys neplanuoja

fiksuoti jų valiutų kursų dalyvaujant VKM II metu. Lietuvos banko strategija išlaikyti valiutų valdybos modelį iki pat euro įvedimo grindžiama šiais pagrindiniais argumentais:

pirma, dabartinis šalies pinigų politikos modelis labiausiai skatina realią ir nominalią konvergenciją, o didžiausios grėsmės (būtent B–S efektas, infliaciniai kapitalo srautai, Argentinos tipo krizės ir pan.), galinčios sutrukdyti šiuos tikslus įgyvendinti vienu metu, yra gerokai pervertintos;

antra, Lietuvoje, palyginti su tomis šalimis, kurios ir toliau taikys lankstaus valiutos kurso režimus, galima labiau pasikliauti *pirmos geriausios* politikos priemonių taikymo galimybėmis bei optimalios valiutų sąjungos kriterijų endogeniškumu;

trečia, netgi pradėjus taikyti lankstesnį valiutos kurso režimą ir taip sukūrus sąlygas įgyvendinti šalyje aktyvią pinigų politiką, vis tiek nebūtų galima labiau išlyginti gamybos svyravimų, kuriuos paprastai lemia egzogeniniai išorės paklausos svyravimai.

Lenkijos centrinio banko vadovas L. Balcerowicz (2002) yra pasakęs, kad „valiutos kursų lankstumas yra prastas struktūrinių reformų pakaitalas“. Iš tikrųjų daug kas mano, kad kai kuriais atvejais narystės ES siekiančios šalys atsisakė fiksuoto valiutos kurso režimo praėjusio šimtmečio paskutiniojo dešimtmečio antroje pusėje dėl ekonominės politikos nesėkmių ir finansų krizių, o ne dėl strateginio įsitikinimo, kad lankstesnė pinigų politika yra pranašesnė (van Elkan ir kt., 2002).

Šiandien sunku atsakyti į klausimą, kokį makroekonominį efektą turėtų VRE šalys, jeigu būtų pasirinkusios kitą valiutos kurso politiką, t. y. vietoj lankstesnio valiutos kurso režimo – griežtesnį, ir atvirkščiai. Nelabai išmintinga dabar atlikti tokius socialinius eksperimentus vien tam, kad būtų patenkintas mokslinis smalsumas. Todėl galima manyti, kad, siekiant galutinio tikslo – euro įvedimo, šalių valiutos kurso pasirinkimo strategijos bus gana inertiškos.

Literatūra

- Artis M. J., 2002. *Reflections on the Optimal Currency Area (OCA) Criteria in the Light of EMU*. Oesterreichische Nationalbank, Working Paper, No 69.
- Balcerowicz L., 2002. *The Optimal Timing and Path for Poland's Entry into EMU*. BIS Review, No 1.
- Begg D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz Ch., 2003. *Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries*. CEPR Policy Paper, No 10.
- Berengaut J., Lopez-Claros A., Le Gall F., Jones D., Stern R., Westin A.-M., Psalida E., Garibaldi P., 1998. *The Baltic Countries: From Economic Stabilization to EU Accession*. IMF Occasional Paper, No 173.
- Boreiko D., 2002. *EMU and Accession Countries: Fuzzy Cluster Analysis of Membership*. Oesterreichische Nationalbank, Working Paper, No 71.
- Calvo G. A., Reinhart C. M., 2000. *Fear of Floating*. NBER Working Paper, No 7993.
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), 2002. *Transition Report, 2002*. London: EBRD.
- Feldman R. A., Watson C. M. (eds.), 2002. *Into the EU: Policy Frameworks in Central Europe*. International Monetary Fund, Washington, D. C.
- Fischer S., 1998. *Reforming the International Monetary System*. The David Finch Lecture, Melbourne, 9 November 1998: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/110998.htm>
- Frankel J., Rose A., 1998. *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria* // *Economic Journal*, No 108.
- Frankel J., Rose A., 1997. *Is EMU More Justifiable ex-post than ex-ante?* // *European Economic Review*, No 41.
- Friedman M., 1953. *The Case for Flexible Exchange Rates*. *Essays in Positive Economics*, M. Friedman (ed.). Chicago: University Press.
- Ghosh A., Gulde A.-M., Holger C. W., 1999. *Currency Boards: More Than a Quick Fix?* Paper prepared for the 30th Panel Meeting of Economic Policy, Helsinki.
- Ghosh A., Phillips S., 1997. *Inflation, Disinflation, and Growth*. IMF Working Paper, WP/97/80.

- Giavazzi F., Giovannini A., 1988. *The Role of Exchange Rate Regime in Disinflation: Empirical Evidence on the European Monetary System. The European Monetary System*, F. Giavazzi, S. Micossi, M. Miller (eds.). Cambridge: University Press.
- Gulde A.-M., Kahkonen J., Keller P., 2000. *Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone. IMF Policy Discussion Paper, No 1.*
- Hausmann R., 1999. *Should There Be Five Currencies of One Hundred and Five // Foreign Policy, No 116, p. 65–79.*
- Ho C., 2002. *A Survey of the Institutional and Operational Aspects of Modern-day Currency Boards. BIS Working Paper, No 110.*
- Hoggarth G., 1997. *Monetary Policy in Transition – the Case of Central Europe // Monetary Studies, Vol. 1, No 1, p. 41–50, Bank of Lithuania, Vilnius.*
- Kovacz M. A. (ed.), 2002. *On the Estimated Size of the Balassa–Samuelson Effect in CEC5 Countries. MNB Working Paper, No 5.*
- Lucas R. E., 1976. *Econometric Policy Evaluation: A Critique. The Phillips Curve and Labour Markets*, K. Brunner and A. H. Meltzer (eds.), *Supplement to the Journal of Monetary Economics.*
- Masson P., 1999. *Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU. IMF Policy Discussion Paper, No 5.*
- Mihalke D. (ed.), 1997. *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences. IMF Occasional Paper, No 151.*
- McKinnon R. I., 1963. *Optimum Currency Areas // American Economic Review, No 53, September, p. 717–725.*
- Mundell R., 1961. *A Theory of Optimum Currency Areas // American Economic Review, No 51, September, p. 657–665.*
- Saavalainen T., 1995. *Stabilization in the Baltic Countries – A Comparative Analysis. IMF Working Paper, No 95/44.*
- Szapary G., 2002. *Is Maastricht Too Tough? // Central Banking, Vol. 13, No 1, August, p. 75–91.*
- Szapary G., 2000. *Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU. National Bank of Hungary, Working Paper, No 7.*
- Van Elkan R., Feldman R. A., Kuus L., Watson C. M., 2002. *Monetary and Exchange Rate Regimes. Into the EU: Policy Frameworks in Central Europe, Feldman R. A. and Watson C. M. (eds.). International Monetary Fund, Washington, D. C.*
- Williamson J., 1995. *What Role for Currency Boards? Institute for International Economics, Washington, D. C.*

*Straipsnis gautas 2002 m. gruodžio mėn.
Priimtas spaudai 2003 m. gegužės mėn.*

Summary

ON THE CHOICE OF EXCHANGE RATE STRATEGY BY COUNTRIES SEEKING EMU MEMBERSHIP

Raimondas Kuodis

On 1 May 2004 eight Central and East European countries, Cyprus and Malta will become Member States of the European Union (EU). The exchange rate policies of these countries will become a matter of common EU concern from the date of their EU membership. In addition, in accordance with the European Union (Maastricht) Treaty, sooner or later these countries will have to adopt the euro. Before the adoption of the euro each country will have to participate in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II). There is a range of exchange rate regimes that are deemed compatible with ERM II, ranging from the currency board arrangement, to a flexible exchange rate within a narrow band, to a floating exchange rate within a relatively wide band of $\pm 15\%$ on either side of the central rate against the euro.

Such a set of alternatives creates both opportunities and problems. On the one hand, movement of the exchange rate within a wide band may help dampen the

impact of various shocks on the economy, yet, on the other hand, inflation may accelerate when the exchange rate depreciates, or become more volatile if the exchange rate experiences large swings. Therefore, compliance with the Maastricht inflation criterion could become less certain. Another problem with a wide band exchange rate strategy is related to potentially large and volatile capital flows. Although theoretically the uncertainty of the exchange rate (and, at the same time, financial returns) should discourage short-term capital flows, financial market participants are aware of the greater probability that the currencies of candidate countries that opt for a wide fluctuation band will appreciate rather than weaken. Such asymmetric expectations may bring about large flows of speculative capital to these countries, and prophecies of currency appreciation may become self-fulfilling.

Since such speculative actions, otherwise called convergence plays, are motivated by nominal interest differentials which exceed the perceived risks of currency depreciation, the *first-best* solution would be to adjust policies in a way that removes arbitrage opportunities.

The currency board arrangement (or some other credible fixed exchange rate regime) serves as a good way to prevent these speculative capital flows from occurring, in contrast to what is commonly believed. First, the stochastic element of convergence plays is practically neutralised owing to a country's commitment to maintain the currency board arrangement until the adoption of the euro, and the fact, that country's exchange rate is seen by market participants as a credible one. Second, the fixed exchange rate and a liberal capital regime do not allow the central bank to conduct an independent monetary policy. Thereby a policy mix consisting of a lax fiscal policy and tight monetary policy, which tend to attract speculative capital because of a large public borrowing in the domestic currency and high domestic interest rates, is avoided.

Another concern that is often voiced in literature is that a fixed exchange rate strategy may not allow a country to meet the Maastricht inflation criterion within ERM II due to the inflation induced by the so-called Balassa–Samuelson (B–S) effect and large capital flows. However, the article argues that the currency board arrangement prevents the formation of conditions for such flows to occur if the level of domestic interest rates is sufficiently close to the anchor currency interest rates. No agreement has so far been reached on the impact of the B–S effect on inflation, yet it appears that this impact has been overstated.

Therefore, at present future EMU members face a dilemma. They will have to choose exchange rate regimes that allow enjoying the benefits of credible long-term system early (such as a euro-based currency board arrangement or a peg), or leave some room for policy flexibility to cope with unexpected circumstances which would require a policy response (using wider or narrower bands within ERM II).

At present, the ten candidate countries (CEE countries, Cyprus and Malta) are divided. The countries that operate currency board arrangements do not appear to be considering exit strategies towards greater flexibility, while Central European countries do not plan to fix their exchange rates within ERM II. The strategy of the Bank of Lithuania of retaining the currency board arrangement until the very adoption of the euro is based on the following key arguments:

First, the current monetary policy model of the country is most conducive for achieving real and nominal convergence, and the major risks (namely, the Balassa–Samuelson effect, inflationary capital flows, Argentina-type crises, etc.) that could prevent the country from hitting both targets simultaneously, are overplayed;

Second, compared to the countries that intend to retain flexible exchange rate regimes, Lithuania can put more reliance on the ability to resort to the *first-best* policies, if needed, and the endogeneity of the optimal currency area criteria;

Third, even with the adoption of a more flexible exchange rate regime, thus creating the conditions for conducting an active monetary policy, it would still be impossible to smooth output volatility that is usually due to exogenous fluctuations of external demand.