

UDK 339.5 + 336.76

Pregledni članak

Dražen Koški, dipl. oec.\*

## TEMELJNA PITANJA TEORIJE OPTIMALNIH VALUTNIH PODRUČJA

*Danas, u vrijeme učestalih financijskih kriza poglavito malih država s fiksnim sustavima deviznog tečaja, ponovno se postavlja pitanje izbora fiksnog ili fluktuirajućeg sustava deviznog tečaja. Čini se da na ovo pitanje nema jednoznačnog odgovora, te da su ekonomske posebnosti pojedinih država toliko značajne, da je svaka generalizacija unaprijed osuđena na propast. No, ekonomski okvir unutar kojega treba sagledati navedeni problem svakako treba postojati, barem kao temelj daljnjih istraživanja. Takav okvir daje teorija optimalnih valutnih područja.*

*U ovom radu sustavno je izložen razvitak teorije optimalnih valutnih područja od njezina nastanka 1961. godine do danas. Redoslijed izlaganja je kronološki jer je, osim uvažavanja povijesnih razloga, svaki noviji doprinos teoriji, ujedno bio nadogradnja prethodnom. Budući da su doprinosi pojedinih autora komplementarni, teoriju je nužno promatrati u cjelini, a nikako samo njezin najnoviji dio.*

**Ključne riječi:** optimalno valutno područje, fiksni devizni tečaj, fluktuirajući devizni tečaj, zajednička valuta, fiskalni federalizam,

\* Dražen Koški, dipl. oec., asistent  
Ekonomski fakultet u Osijeku

### 1. UVOD

Ekonomska teorija koja se bavi analizom prednosti i nedostataka fiksnog deviznog tečaja u odnosu na fluktuirajući te, u konačnici, opravdanošću pridruživanja monetarnoj uniji zove se teorija optimalnih valutnih područja. Ovu je teoriju prvi put prezentirao javnosti američki nobelovac R. A. Mundell<sup>1</sup> 1961. godine. Za taj, ali i za druge doprinose ekonomskoj teoriji, dobio je Nobelovu nagradu 1999. godine. Tijekom 60-tih godina doprinos ovoj teoriji dali su R. I. McKinnon<sup>2</sup> i P. Kenen. Nakon toga razvitak Teorije uglavnom je stagnirao da bi 90-tih godina ponovno poprimio zamah, posebice temeljen na radovima J. Mélitza i T. Bayoumija, ali i nekih drugih istaknutih ekonomista.

Temeljna ideja o optimalnim valutnim područjima nastala je uspoređivanjem prednosti i nedostatke pridruživanja valutnom području stvorenom fiksiranjem tečaja dviju ili više valuta odnosno prihvaćanjem zajedničke valute. Pritom se postavljalo pitanje zašto neka zemlja ima vlastitu valutu, zašto ne bi preuzela valutu neke druge zemlje, ili zašto pojedine regije unutar promatrane zemlje ne bi imale svoju valutu.

Dio prednosti pridruživanja valutnom području svodi se na činjenicu da novac u takvom području bolje obavlja svoje funkcije: obračunske jedinice, sredstva razmjene i sredstva očuvanja vrijednosti, jer ne postoji tečajni rizik, a u uvjetima zajedničke valute, ne postoje troškovi konverzije. To je zapazio još J. S. Mill, davne 1893. godine: "Tako mnogo barbarizma još preostaje u transakcijama najciviliziranijih naroda da gotovo sve neovisne zemlje vole dokazivati svoju nacionalnost posjedovanjem, na svoju vlastitu neudobnost i neudobnost njihovih susjeda, svoje vlastite valute."<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Mundell, R. A.: "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review, Vol. 51. No. 4., American Economic Association, Nashville, 1961.

<sup>2</sup> McKinnon, R. I.: "Optimum Currency Areas", American Economic Review, Vol. 53. No. 4., American Economic Association, Nashville, 1963.

<sup>3</sup> Mill, J. S.: "Principles of Political Economy", Vol. II., New York 1894., u članku Mundell, R. A.: "A Theory of Optimum Currency Areas", op. cit. str. 662.

S druge strane, troškovi pridruživanja valutnom području, dijelom su rezultat gubitka mogućnosti korištenja monetarne politike i politike ekonomskih odnosa s inozemstvom, te s tim u svezi gubitka ekonomske stabilnosti unutar promatranog područja. Primjerice, kad bi egzogeni ili endogeni šok promijenio realni devizni tečaj zemalja te kad bi postojala relativna otpornost kretanja cijena rada nadolje, u sustavu fluktuirajućih deviznih tečajeva, nominalni devizni tečaj bi se prilagodio. No u sustavu fiksnih deviznih tečajeva ili u monetarnoj uniji ravnotežni realni devizni tečaj morao bi biti postignut promjenom razine cijena. Zbog otpornosti kretanja cijena nadnica na dolje, prilagodba se može postići jedino povećanjem nezaposlenosti u jednoj zemlji i inflacije u drugoj.

No o svemu tome, bit će više riječi u nastavku ovog rada.

## 2. POJAM OPTIMALNOG VALUTNOG PODRUČJA

Promišljanje o optimalnosti valutnog područja zahtijeva najprije objašnjenje njegova značenja. Područje na kojem je kao zakonsko sredstvo plaćanja prihvaćena jedna valuta, ili više valuta međusobno povezanih fiksnim deviznim tečajem, zove se valutno područje. To znači da postoji dva tipa valutnih područja:

1. područje s više valuta međusobno povezanih fiksnim deviznim tečajem,
2. područje sa zajedničkom valutom.

Temeljno je pitanje cjelokupne teorije optimalnih valutnih područja, pod kojim je uvjetima optimalno, s obzirom na odnos prednosti i nedostataka, stvoriti ili održati valutno područje, bilo fiksirajući devizne tečajeve valuta unutar područja, bilo prihvaćanjem zajedničke valute.

Pod pojmom optimalno valutno područje podrazumijeva se: "...regija za koju je optimalno imati svoju vlastitu valutu i svoju vlastitu monetarnu politiku: regija koja nije ni toliko mala i otvorena da bi joj bilo bolje vezati svoju valutu prema susjedu, niti toliko velika da bi joj bilo bolje dijeliti se u podregije s različitim valutama."<sup>4</sup> Još je konkretnija definicija koju je dao R. I. McKinnon:

<sup>4</sup> Caves, R. E., Frankel, J. A., Jones, R. W.: "World Trade and Payments: An Introduction", 9th edition, Addison Wesley, Boston, 2002., str. 572. – 573.

"'Optimum' je upotrijebljen ovdje da se opiše jedinstveno valutno područje u okviru kojega monetarno-fiskalna politika i fleksibilni vanjski devizni tečajevi mogu biti upotrijebljeni da daju najbolje rješenje (ponekad konfliktna) tri zadatka: (1) održavanje pune zaposlenosti; (2) održavanje uravnoteženih međunarodnih plaćanja; (3) održavanje stabilne, unutrašnje, prosječne razine cijena."<sup>5</sup>

U obje definicije bitno je uočiti da vrijednost valute optimalnog valutnog područja, ili valuta, ako je riječ o sustavu fiksnih deviznih tečajeva, fluktuiraju u odnosu na valute drugih valutnih područja.

## 3. KRITERIJI OPTIMALNOSTI VALUTNIH PODRUČJA

U prethodnom odjeljku definiran je pojam optimalnog valutnog područja, no nije rečeno na koji način realizirati takav optimum. Realizacija optimuma valutnog područja zahtijeva ispunjenje određenih uvjeta, odnosno kriterija, čijim su postojanjem prednosti sustava fiksnog deviznog tečaja ili zajedničke valute veće od nedostataka. Analiza ovih kriterija zasigurno je najvažnije pitanje teorije optimalnih valutnih područja. Stoga teorija, od svoga nastanka do danas, ističe nekoliko temeljnih kriterija:

1. mobilnost čimbenika proizvodnje,
2. otvorenost i veličina zemlje,
3. diverzifikacija industrijske strukture,
4. izloženost simetričnim šokovima.

Ne treba posebno naglašavati da se radi o ekonomskim kriterijima. Međutim, donošenje odluke o preuzimanju zajedničke valute, pa i fiksiranju tečaja vlastite, najčešće nije determinirano isključivo ekonomskim razlozima. Naime, "U stvarnom svijetu, naravno, valute su uglavnom izraz nacionalne suverenosti tako da bi istinska valutna reorganizacija bila izvediva samo ako je praćena temeljitim političkim promjenama. Zbog toga koncept optimalnog valutnog područja ima izravnu praktičnu primjenu samo u područjima gdje je politički poredak u promjeni, kao što su bivše kolonije ili zapadna Europa."<sup>6</sup>

<sup>5</sup> McKinnon, R. I.: "Optimum Currency Areas", American Economic Review, Vol. 53. No. 4., American Economic Association, Nashville, 1963., str. 717.

<sup>6</sup> Mundell, R. A.: "A Theory of Optimum Currency Areas", op. cit., str. 661.

### 3.1. Mobilnost čimbenika proizvodnje

Mobilnost čimbenika proizvodnje kriterij je na kojemu je utemeljena teorija optimalnih valutnih područja. No za shvaćanje važnosti ovog kriterija, potrebno je najprije promotriti ulogu sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva u ekonomskoj stabilizaciji dviju zemalja.

U slučaju povećanja potražnje jedne zemlje za dobrima druge, fluktuirajući devizni tečaj može nadomjestiti nezaposlenost u zemlji s vanjskotrgovinskim deficitom, deprecijacijom njezine valute, i inflaciju u zemlji s vanjskotrgovinskim suficitom, aprecijacijom njezine valute. Tada ne bi bilo potrebe za mobilnošću čimbenika proizvodnje.

No, u uvjetima nepostojanja mobilnosti čimbenika proizvodnje u okviru valutnog područja, moguć je dvojak ishod ovisno o tome radi li se o valutnom području sa sustavom fiksnih deviznih tečajeva ili sa zajedničkom valutom. Analizirajući mobilnost čimbenika proizvodnje, R. A. Mundell<sup>7</sup> pretpostavlja postojanje:

1. dvaju entiteta (regija ili država) A i B,
2. pune zaposlenosti u oba entiteta,
3. ravnoteže bilance plaćanja,
4. pomaka potražnje od dobara entiteta B na entitet A,
5. monetarnih vlasti koje sprječavaju pojavu inflacije,
6. rigidnih nadnica.

Uz navedene pretpostavke, u valutnom području s više valuta međusobno povezanih fiksnim deviznim tečajevima, pomak potražnje od dobara proizvedenih u državi B, na dobra proizvedena u državi A, rezultira nezaposlenošću u državi B i inflacijom u državi A. Ukoliko monetarne vlasti u državi A dopuste inflaciju, smanjen će biti teret prilagodbe u državi B zbog promjene odnosa razmjene (*terms of trade*). No, ako država A ne dopusti inflaciju, što je u skladu s gore navedenom pretpostavkom, teret prilagodbe u cijelosti pada na državu B. Budući da nositelji ekonomske politike u državi B ne mogu sniziti cijene svojih dobara zbog rigidnosti nadnica, prilagodba se u toj državi mora dogoditi kroz smanjenje zaposlenosti i dohotka.

<sup>7</sup> Prilagođeno prema: Mundell, R. A.: "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 51. No. 4., American Economic Association, Nashville, 1961., str. 658.

Sličan scenarij se događa u valutnom području s jedinstvenom valutom. No, ako nositelji ekonomske politike žele održati punu zaposlenost u regiji B, tada će u regiji A biti nužno prihvatiti porast cijena. Obrnuto, održavanje stabilnosti cijena u regiji A, rezultat će nezaposlenošću u regiji B. Doista, "... temeljni način kojim monetarna politika učinkovito postiže punu zaposlenost u regiji s deficitom je podizanje cijena u regiji sa suficitom okretanjem odnosa razmjene protiv regije B."<sup>8</sup>

Mogućnosti prilagodbe asimetričnom šoku u modelu R. A. Mundella moguće je sažeto izložiti pristupom realnog deviznog tečaja:

$$R = S \frac{P^*}{P}$$

gdje je: R – realni devizni tečaj,

S – nominalni devizni tečaj,

P\* – razina cijena u inozemstvu,

P – razina cijena u tuzemstvu.

Dakle, pojava asimetričnog šoka imat će za posljedicu, ili promjenu nominalnog deviznog tečaja S, u sustavu fluktuirajućih tečajeva, ili promjenu odnosa cijena, ako je riječ o sustavu fiksnih deviznih tečajeva. Uvažavajući pretpostavke Mundellovog modela, promjena odnosa cijena koja proizlazi iz deficita bilance plaćanja promatranog entiteta, rezultat će rastom nezaposlenosti i smanjenjem dohotka u tom entitetu.

Međutim, u slučaju postojanja mobilnosti čimbenika proizvodnje, nezaposlene čimbenike jednog entiteta, moguće je zaposliti u drugom, rješavajući na taj način, istodobno, problem nezaposlenosti u prvom entitetu i problem inflacije u drugom.

### 3. 2. Otvorenost i veličina gospodarstva

Na otvorenost gospodarstva kao kriterij pri analizi optimalnosti valutnog područja ukazao je R. I. McKinnon. Otvorenost privrede on vidi kao odnos *tradeable* dobara i *non-tradeable* dobara.<sup>9</sup> Pritom se pod *tradeable* dobrima podrazumijevaju:

- izvozniva dobra (*exportables*): dobra proizvedena u tuzemstvu te, djelomice, izvezena u inozemstvo i

<sup>8</sup> Mundell, R. A.: "A Theory of Optimum Currency Areas", *ibid.* str. 659.

<sup>9</sup> Prilagođeno prema: McKinnon, R. I.: "Optimum Currency Areas", *op. cit.*, str. 717.

• uvoza dobra (*importables*): dobra uvezena iz inozemstva i, ista takva dobra proizvedena u tuzemstvu.

*Non-tradeables* su dobra kojima se ne trguje u međunarodnoj trgovini, jer zbog visoke cjenovne elastičnosti potražnje ne podnose prijevozne troškove.

R. I. McKinnon analizira slučaj otvorenoga gospodarstva – gospodarstva u kojem je sektor *tradeable* dobara veći od sektora *non-tradeable* dobara i slučaj zatvorenog gospodarstva – gospodarstva u kojem je sektor *tradeable* dobara manji od sektora *non-tradeable* dobara.

U prvom slučaju, tvrdi R. I. McKinnon, gospodarstvu se ne isplati uvoditi sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva, jer će u situaciji deficita trgovačke bilance njegova valuta deprecirati, što će rezultirati porastom opće razine cijena – inflacijom. Nadalje, budući da se radi o velikom *tradeable* sektoru, djelatnici *non-tradeables* sektora također će tražiti porast cijena svojih dobara, pa će u konačnici biti nužno djelovati restriktivnom monetarnom i fiskalnom politikom, kako bi se uklonio deficit trgovačke bilance. Cilj primjene restriktivne monetarne i fiskalne politike je smanjiti uvoz i potaknuti njegovu supstituciju domaćim dobrima, te povećati izvoz uz destimulaciju potrošnje izvoznih dobara. No, kad bi gospodarstvo s navedenim obilježjima prihvatilo sustav fiksnih tečajeva, uvjerava R. I. McKinnon, do inflacije kao posljedice deprecijacije valute ne bi moglo doći, a deficit trgovinske bilance bi se mogao ispraviti restriktivnom monetarnom i fiskalnom politikom. Budući da se radi o relativno malom *non-tradeable* sektoru, nezaposlenost koju bi prouzročila restriktivna monetarna i fiskalna politika bila bi relativno mala. Stoga bi sustav fiksnih deviznih tečajeva za takvo gospodarstvo bio prihvatljiviji.

U drugom slučaju, deprecijacija vrijednosti valute izazvana deficitom bilance plaćanja ne bi značajno utjecala na promjenu cijena u zemlji zbog malog sektora *tradeable* dobara u odnosu na *non-tradeable* sektor. No ona bi ipak stimulirala proizvodnju *tradeable* dobara u odnosu na *non-tradeable* dobra i na taj način umanjila deficit bilance plaćanja. Međutim, zbog relativno velikog *non-tradeable* sektora, restriktivna monetarna i fiskalna politika prouzročila bi znatan rast nezaposlenosti koji ne bi mogao biti apsorbiran u *tradeable* sektoru. Zbog toga bi takvom gospodarstvu, smatra R. I.

McKinnon, optimalan sustav deviznih tečajeva bio sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva.

Glede veličine gospodarstva, R. I. McKinnon ponovno promatra sektore *tradeables* i *non-tradeables* dobara, ali na drugačiji način. Naime, dovoljno veliko područje s dovoljno velikim *non-tradeable* sektorom može vezati vrijednost svoje valute za cijene *non-tradeable* dobara, jer taj sektor uistinu predstavlja reprezentativnu košaru dobara koja osigurava likvidnost novca u očima stanovnika tog područja. Drugim riječima, ako *non-tradeable* sektor omogućuje stanovništvu reprezentativnu košaru ekonomskih dobara, tada može biti optimalno prihvatiti sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva, jer taj sustav osigurava stabilnost kupovne moći novca pri kupnji tih (*non-tradeable*) dobara. Iako u navedenom slučaju novac ispunjava svoje funkcije u očima stanovnika promatranog područja, tako ne moraju misliti i potencijalni inozemni investitori. No, treba naglasiti da: "... ako je područje dovoljno veliko, ono što vanjski investitori misle ne mora biti najvažnije mišljenje. Efikasna unutrašnja akumulacija kapitala i puna zaposlenost važnije su od eksternih kretanja kapitala."<sup>10</sup>

Međutim, ako je riječ o malom području s relativno malim sektorom *non-tradeable* dobara koji stanovnicima ne može osigurati reprezentativnu košaru ekonomskih dobara, valuta, vrijednost koje je vezana za cijene tih dobara, ne bi ispunjavala sve funkcije novca zbog čestih promjena cijena *tradeable* dobara. Zbog toga bi u ovakvom slučaju, sustav fiksnih deviznih tečajeva bio prihvatljiviji.

### 3. 3. Diverzifikacija industrijske strukture

Diverzifikaciju industrijske strukture, kao kriterij ispunjenje kojega doprinosi optimalnosti valutnog područja, istaknuo je P. Kenen. Valutno područje koje ima relativno diverzificiranu industrijsku strukturu lakše podnosi negativne šokove, jer čimbenici proizvodnje iz industrije za čijim je outputom smanjena potražnja mogu biti premješteni u neku drugu, po strukturi sličnu, industriju. Na taj način nije nužna pojava nezaposlenosti i smanjenja dohotka. Pritom P. Kenen pretpostavlja međuindustrijsku mobilnost čimbenika proizvodnje.

### 3. 4. Izloženost simetričnim šokovima

Kriteriji optimalnosti valutnog područja opisani u prethodnim dijelovima ovoga rada, pretpostavljali su asimetričan šok između dvije ili više regija međusobno povezanih sustavom fiksnih deviznih tečajeva ili zajedničkom valutom. Ispunjenje tih kriterija značilo je manji gubitak ekonomske stabilnosti, odnosno veću monetarnu efikasnost unutar valutnog područja. Međutim, u slučaju pojave simetričnog šoka sve će promatrane regije biti izložena ili povećanju ili smanjenju dohotka. Stoga ni sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva ne može rezultirati povećanom ekonomskom stabilnošću regija. To znači da valutno područje čije regije imaju relativno slično gospodarsku strukturu, a s tim u svezi i manju mogućnost pojave asimetričnog šoka, imaju i manju mogućnost destabilizacije prouzročene međuregionalnim različitostima. Drugim riječima, što je veća sličnost gospodarske strukture između regija valutnog područja, manja je mogućnost pojave asimetričnog šoka, pa je i veći stupanj optimalnosti tog područja.

Jedan od temeljnih pokazatelja sličnosti gospodarske strukture je koeficijent unutarsektorske trgovine (*intraindustry trade*)<sup>11</sup>:

$$I = 1 - \frac{|izvoz - uvoz|}{izvoz + uvoz}, \quad 0 \leq I \leq 1$$

gdje je:

I - koeficijent unutarsektorske trgovine (*intraindustry trade*),

| izvoz - uvoz | - apsolutna vrijednost vanjskotrgovinske bilance.

Koeficijent unutarsektorske trgovine pokazuje stupanj dvosmjernje trgovinske razmjene dobrima koja pripadaju istoj trgovinskoj klasifikaciji. Važnost ovoga koeficijenta sastoji se u tome što on odražava sličnost dvaju promatranih sektora, proizvodi kojih pripadaju istoj trgovinskoj klasifikaciji, s obzirom na razinu razvijenosti njihove tehnologije i kapitalnu opremljenosti rada. Vrijednost koeficijenta može se kretati od 0 do 1. Ako je vrijednost koeficijenta 0, promatrana regija samo uvozi ili samo izvozi, pa nema sličnosti između sektora dviju regija. No, ako je vrijednost koeficijenta 1,

uvoz je jednak izvozu, pa je sličnost dvaju sektora maksimalna.

Međutim, pri izračunu i tumačenju ovoga koeficijenta treba biti oprezan naročito prilikom analize poslova privremenog uvoza ili izvoza. Naime, proizvodi se u takvim slučajevima najčešće šalju privremeno u inozemstvo radi sastavljanja, oplemenjivanja i sl., pri čemu postoji mogućnost da se u matičnu zemlju vrate svrstani u istu trgovinsku klasifikaciju u kojoj su i početno bili svrstani. U takvim okolnostima, dakako, nema govora o sličnosti dvaju sektora.

### 4. MAKSIMALAN BROJ VALUTNIH PODRUČJA U SVIJETU

Uvažavajući navedene kriterije, ispunjenje kojih rezultira optimalnošću valutnog područja, može se postaviti pitanje koliki je maksimalan broj valutnih područja u svijetu. Drugim riječima, ako su takva područja geografski dovoljno mala, novac bi zasigurno izgubio funkciju obračunske jedinice i sredstva razmjene. No, R. A. Mundell, osim funkcija novca, navodi još dva čimbenika koji utječu na ograničenje broja optimalnih valutnih područja u svijetu:<sup>12</sup>

- mogućnost špekulacijskih napada i
- stupanj novčane iluzije.

Mogućnost postojanja špekulacijskih napada narušila bi sve pozitivne učinke sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva, jer bi fluktuacije tečaja mogle postati iznimno visoke. Stoga bi devizno tržište valutnog područja trebalo biti dovoljno veliko da onemogući, ili barem oslabi, utjecaje bilo kojeg pojedinca na tržišnu cijenu valute.

Visina stupnja novčane iluzije ograničavajući je čimbenik broja valutnih područja, jer je obrnuto proporcionalna s njihovom veličinom. Naime, moguće je zamisliti relativno veliko valutno područje, stanovnici kojega pate od novčane iluzije u smislu da nisu voljni prihvatiti fluktuacije realnog dohotka kroz prilagodbu nadnica, ali su voljni prihvatiti takve fluktuacije kroz promjenu deviznog tečaja. Međutim, što je promatrano valutno područje manje, a udio uvoza u ukupnoj potrošnji njegova stanovništva raste, stupanj novčane iluzije trebao bi biti veći da bi se održao sustav fluktuirajućih deviz-

<sup>11</sup> Krugman, P., Obstfeld, M.: "International Economics: Theory and Policy", 5th edition, Addison-Wesley, Boston, 2000., str. 138.

<sup>12</sup> Prilagođeno prema: Mundell, R. A.: "A Theory of Optimum Currency Areas", op. cit. str. 663.

nih tečajeva. Budući da je takva situacija gotovo nevjerojatna, moguće je zaključiti da i ograničenost visine stupnja novčane iluzije nameće gornju granicu broju valutnih područja u svijetu.

## 5. FISKALNI FEDERALIZAM

U uvjetima suboptimalnosti valutnih područja koja su posljedica prihvaćanja zajedničke valute, opisane negativnosti zajedničke valute moguće je ublažiti federalnim fiskalnim sustavom. Federalni fiskalni sustav ili fiskalni federalizam označava državni sustav s više ili manje potpunom fiskalnom samostalnošću njegovih članova, odnosno s višerazinskim odlučivanjem o fiskalnom funkcijama, prihodima i rashodima unutar jedne države. Pritom, dakako, fiskalna politika zadržava svoje uobičajene funkcije:

- alokacijsku,
- distribucijsku i
- stabilizacijsku.

Temeljni je zahtjev alokacijske funkcije fiskalne politike razmjestiti ili alocirati raspoložive gospodarske resurse tako da na najbolji način odražavaju preferencije javnog, ali i privatnog sektora, dakle efikasnije nego bi to bilo učinjeno u privatnim gospodarskim aktivnostima.

Distribucijska funkcija sastoji se u preraspodjeli dohotka pojedinaca, sektora i regija kako bi se zadovoljili poglavito socijalni i politički kriteriji, koji raspodjelom temeljenom na ekonomskim kriterijima najčešće nisu zadovoljeni.

Stabilizacijska funkcija odnosi se na ublažavanje oscilacija gospodarskih aktivnosti, tj. uspostavljanje zadovoljavajuće stabilnosti tržišta promatrane kroz stabilnost cijena, uravnoteženost bilance plaćanja, održivost rasta dohotka per capita te punu zaposlenost. To su, naravno, i ciljevi opće ekonomske politike.<sup>13</sup>

No, kada je riječ o teoriji optimalnih valutnih sustava, posebno su važne stabilizacijska i distribucijska funkcija fiskalne politike. Općenito govoreći, ublažavanje gubitka ekonomske stabilnosti provodi se transferom ekonomskih resursa od bogatijih prema siromašnijim regijama. Primjerice, regije izložene pozitivnom šoku moguće je progresivno

oporezivati, dok bi regije izložene negativnom šoku primale dotacije s viših razina fiskalnih sustava. Na taj način fiskalni federalizam potiče ujednačen gospodarski razvitak regija i stabilizira gospodarske oscilacije koje nastaju kao posljedica izloženosti regija asimetričnim šokovima, bez potrebe, ili sa smanjenom potrebom, za mobilnošću čimbenika proizvodnje ili sustavom fluktuirajućih deviznih tečajeva.

Prema tome, dobro ustrojen federalni fiskalni sustav odgovor je na pitanje što učiniti u situaciji malih regija izloženih asimetričnim šokovima koje, zbog političkih razloga ili razloga izloženih u odjeljku 4. ovoga rada, ne mogu emitirati svoju vlastitu valutu.

## 6. USKLAĐENOST EKONOMSKE POLITIKE NA MEĐUNARODNOJ RAZINI

Države koje se nalaze u suboptimalnom valutnom području koje je rezultat sustava fiksnih deviznih tečajeva mogu njegove negativnosti ublažiti usklađenošću ekonomske politike. Uzimajući za primjer Mundellov model iz odjeljka 3. 1., država A mogla bi dopustiti određeni stupanj inflacije, dok bi država B neznatno povećala zaposlenost. Tako bi se stvorila ravnoteža, teret koje bi snosile obje zemlje jednako. Važnost usklađivanja ekonomske politike zemalja u sustavu fiksnih deviznih tečajeva naglasio je G. Haberler: "Zadovoljavajuće djelovanje sustava fiksnih deviznih tečajeva zahtjeva određenu količinu međunarodne harmonizacije monetarne, fiskalne i politike nadnica, a to, obrnuto, pretpostavlja da različite zemlje imaju općenito slične poglede na ponder koji dodjeljuju potencijalno konfliktnim ciljevima politike kao što su stabilne cijene, razina zaposlenosti i stopa rasta."<sup>14</sup>

Naravno, usklađivanje ekonomskih politika dviju ili više zemalja ima smisla samo ako su prednosti stvaranja valutnog područja veće od nedostataka. O tome će biti više riječi u nastavku.

<sup>13</sup> Prilagodeno prema: Jurković, P.: "Javne financije", Masmedia, Zagreb, 2002., str. 20.

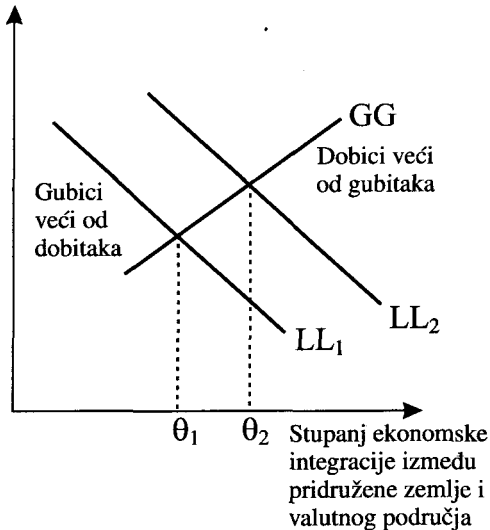
<sup>14</sup> Haberler, G.: "Adjustment, Employment and Growth", u knjizi: Fellner, W. et al.: "Maintaining and Restoring Balance in International Payments", Princeton University Press, Princeton, 1966., str. 123.-135. Citirano prema: Isard, P.: "Exchange rate economics", Cambridge University Press, Cambridge, 1995.

## 7. EKONOMSKE PREDNOSTI I NEDOSTACI VALUTNIH PODRUČJA

Cilj dosadašnje analize kriterija optimalnosti valutnih područja bio je utvrditi uvjete pod kojima će promatrano valutno područje imati više prednosti nego nedostataka s obzirom na ekonomsku stabilizaciju i monetarnu efikasnost. Ponegdje, gdje je to bilo nužno za razumijevanje izložene materije, spomenute su pojedine prednosti i nedostaci, no njihovom cjelovitijom analizom bavi se ovaj odjeljak.

Na najvišoj razini apstrakcije, odnos troškova i koristi pridruživanja valutnom području, moguće je prikazati slikom<sup>15</sup> 1.

Dobici i gubici  
za pridruženu  
zemlju



Slika 1.: Odnos dobitaka i gubitaka s obzirom na stupanj integracije između pridružene zemlje i valutnog područja

Pravac GG na slici 1. prikazuje dobitke od pridruživanja regije valutnom području koji rastu zajedno s rastom stupnja ekonomske integracije regija. Naime, povećanje stupnja trgovinske razmjene rezultira većom monetarnom efikasnošću proizašlom iz smanjenog rizika te manjih transakcijskih troškova nego u uvjetima sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva. S druge strane, pravci LL1 i LL2 prikazuju gubitke ekonomske stabilnosti koji se

smanjuju s povećanjem ekonomske integracije regija, pri čemu je stupanj ekonomske integracije određen veličinom vanjskotrgovinske razmjene i mobilnošću čimbenika proizvodnje. U točki 1, promatranoj zemlji je sasvim svejedno hoće li se pridružiti valutnom području, jer su prednosti pridruživanja jednake nedostacima.

U slučaju povećane varijabilnosti potražnje za proizvodima promatrane zemlje pravac LL1 pomaknut će se na LL2 što znači da će promatrana zemlja, *ceteris paribus*, biti manje voljna pridružiti se valutnom području, jer bi to zahtijevalo veći stupanj ekonomske integracije s valutnim područjem, odnosno pomak od točke  $\theta_1$  na točku  $\theta_2$ . To, djelomično, objašnjava zašto su naftni šokovi poslije 1973. godine imali za posljedicu nesklonost zemalja ponovnom oživljavanju Bretton Woodskog sustava fiksnih deviznih tečajeva.<sup>16</sup>

Konkretnije govoreći, temeljne prednosti pridruživanja valutnom području su<sup>17</sup>:

1. povećana alokativna efikasnost kao posljedica eliminacije tečajnog rizika, te s tim u svezi smanjeni troškovi pokrivanja rizika mogu rezultirati povećanom međunarodnom razmjenom i integracijom na mikroekonomskoj razini,
2. uklanjanje, djelomično ili potpuno tečajnog rizika može smanjiti kamatne stope na onim tržištima na kojima je u kamatnu stopu bila ugrađena premija za tečajni rizik,
3. što je veći stupanj razmjene unutar monetarne unije veći je značaj fiksnog tečaja koji bi mogao povećati ekonomsku stabilnost u smislu eliminacije mogućih precijenjenosti i podcijenjenosti do kojih bi dolazilo u slučaju njegove fluktuacije,
4. mogućnost financiranja deficita bilance tekućih transakcija lokalnom valutom zbog njezine konvertibilnosti, bez potrebe zaradivanja deviza.
5. transakcijskih troškova za koje se procjenjuje da su u EU " % BDP-a,

<sup>15</sup> Prilagođeno prema: Krugman, P., Obstfeld, M.: "International Economics: Theory and Policy", *ibid.*, str. 629.

<sup>17</sup> Prilagođeno prema: Hallwood, C. P., MacDonald, R.: "International Money and Finance", 3rd edition, Blackwell Publishers Inc., Oxford, 2000., str. 380.-383. i Obstfeld, M., Rogoff, K.: "Foundations of International Macroeconomics", Massachusetts University Press, Cambridge, 1996., str. 633.-634.

<sup>15</sup> Krugman, P., Obstfeld, M.: "International Economics: Theory and Policy", 5th edition, Addison-Wesley, Boston, 2000., str. 629.

6. neke zemlje ulaskom u monetarnu uniju mogu postići kredibilitet kao rezultat oduzimanja od vlastite monetarne politike i vlastite valute. Na taj način moguće je smanjiti visoku stopu inflacije u tim zemljama. Ali isti cilj može se postići i povećavanjem autonomije centralne banke u zemlji.
7. smanjena varijabilnost relativnih cijena. Ovaj argument vrijedi samo ako su cijene nekih roba osjetljivije na promjenu tečaja pa u slučaju njegovog fluktuiranja i one fluktuiraju.
8. neki autori navede bržu integraciju na međunarodna tržišta kapitala, što ne mora biti točno,
9. manja osjetljivost na špekulativne napade,
10. manji politički pritisci za zaštitom od inozemne konkurencije nastali kao rezultat oštrih promjena realnog deviznog tečaja.

Kao nedostatke pristupanja valutnom području, moguće je navesti:

1. ako inflacija ipak ne bude zaustavljena ili zemlja pristupi valutnom području s precijenjenim tečajem domaće valute, ona može ući u razdoblje visoke nezaposlenosti i smanjenog gospodarskoga rasta,
2. zemlje s relativno niskim dohotkom mogu privući uglavnom direktne investicije s niskom dodanom vrijednošću, dok je za zemlje s visokim dohotkom uglavnom suprotno. U odsustvu deviznog tečaja izlaz mogu biti samo međuregionalni transferi. To znači da su zemlje zbog različitosti gospodarskih struktura izložene asimetričnim šokovima.
3. odricanje od inflacije koja može pridonijeti smanjenju javnog duga (ako on nije indeksiran),
4. monetarna politika unije može biti postavljena tako da ne zadovoljava sve članice kako kamatnim stopama tako ni deviznim tečajem. Nadalje, pojavljuje se problem podjele emisijske dobiti (seignoragea).
5. zajednička fiskalna politika nužna je da internalizira fiskalne eksternalije no pitanje je u kojoj mjeri može zadovoljiti sve članice – slično kao i monetarna politika.

Ovo, dakako, nisu sve prednosti i nedostaci pridruživanja neke zemlje ili regije valutnom području. Riječ je o pregledu koji ima za cilj dati osnovni uvid u svu složenost problematike optimalnih valutnih područja.

## 8. SINTEZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA

Cilj ovoga rada bio je opisati temeljna pitanja teorije optimalnih valutnih područja. Osim izlaganja i analize kriterija koje neko valutno područje čine optimalnim, opisani su i razlozi pridruživanja pojedine zemlje valutnom području, bilo fiksiranjem vrijednosti njezine valute za valutu neke druge zemlje, bilo stvaranjem zajedničke valute.

Pritom su kao kriteriji, ispunjenje kojih se zahtijeva da bi se neko valutno područje moglo smatrati optimalnim, navedeni sljedeći:

1. mobilnost čimbenika proizvodnje,
2. otvorenost i veličina gospodarstva,
3. diverzifikacija industrijske strukture i
4. izloženost simetričnom šokovima.

Neispunjenje navedenih kriterija, osim posljednjeg u nizu, rezultirat će suboptimalnošću valutnog područja. Međutim, valutna područja koja su suboptimalna, mogu poteškoće s gubitkom ekonomske stabilnosti umanjiti fiskalnim federalnim sustavom, ako se radi o području sa zajedničkom valutom, ili usklađenošću ekonomske politike na međunarodnoj razini u slučaju da je riječ o području sa sustavom fiksnih deviznih tečajeva.

Izloženost simetričnim šokovima kao posljednji u nizu od navedenih kriterija označava sličnost gospodarskih struktura promatranih zemalja. Ukoliko takva sličnost postoji, valutno područje je optimalno s obzirom na promatrane regije ili zemlje u njegovoj unutrašnjosti. Naime, povećanje gospodarske sličnosti regija rezultira smanjenom mogućnošću pojave asimetričnih šokova, a s tim u svezi i smanjenom potrebom za postojanjem sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva. Drugim riječima, u takvim područjima postoji višak prednosti u odnosu na nedostatke koje proizlaze iz povećane monetarne efikasnosti i smanjene ekonomske nestabilnosti. O prednostima i nedostacima pridruživanja valutnom području bilo je riječi u zadnjem dijelu ovoga rada. Zbog njihova mnoštva nakana rada i nije bila prikazati ih sve, već samo ukazati na svu složenost problematike koja nastaje pri donošenju odluke o stvaranju optimalnoga valutnog područja.



*LITERATURA:*

1. Baban, Lj, Marijanović, G.: "Međunarodna ekonomija", 3. izmij. i dop. izdanje, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek, 1998.
2. Baban, Lj. i drugi: "Primjena metodologije stručnog i znanstvenog istraživanja", Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek, 2000.
3. Babić, M., Babić, A.: "Međunarodna ekonomija", 5. izmij. i dop. izdanje, MATE, Zagreb, 2000.
4. Blejer, I. M., et al.(ed.): "Optimum Currency areas: New Analytical and Policy Developments", International Monetary Fund, Washington, Washington, 1997.
5. Brümmerhoff, D.: "Javne financije", sedmo potpuno prerađeno izdanje, MATE, Zagreb, 2000.
6. Caves, R. E., Frankel, J. A., Jones, R. W.: "World Trade and Payments: An Introduction", 9th edition, Addison Wesley, Boston, Massachusetts, 2002.
7. Grgić, M., Zdunić, S.: "Politika intervalutarnog tečaja i zaštite u strategiji razvitka hrvatskog gospodarstva", Ekonomski institut i Hrvatska gospodarska komora, Zagreb, 1995.
8. Hallwood, C. P., MacDonald, R.: "International Money and Finance", 3rd edition, Blackwell Publishers Inc., Oxford, 2000.
9. Isard, P.: "Exchange rate economics", Cambridge University Press, Cambridge, 1995.
10. Jurković, P.: "Javne financije", Masmedia, Zagreb, 2002.
11. Krugman, P., Obstfeld, M.: "International Economics: Theory and Policy", 5th edition, Addison-Wesley, Boston, Massachusetts, 2000.
12. McKinnon, R. I.: "Optimum Currency Areas", American Economic Review, Vol. 53. No. 4., American Economic Association, Nashville, 1963.
13. Mundell, R. A.: "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review, Vol. 51. No. 4., American Economic Association, Nashville, 1961.
14. Obstfeld, M., Rogoff, K.: "Foundations of International Macroeconomics", Massachusetts University Press, Cambridge, Massachusetts, 1996.

**Dražen Koški, graduate economist, T. A.,**

**BASIC QUESTIONS OF THE OPTIMUM CURRENCY AREA THEORY**

*Summary*

At the present time of frequent financial crises, particularly of small countries with fixed exchange rate, there is again a question of the fixed or floating exchange rate option. It seems that there is no uniform answer to this question and that the specific economic qualities of some countries are so significant that each generalization is doomed to failure in advance; moreover, the economic framework within which it is necessary to recognize the stated problem should surely exist at least as the basis of further researching. Such a framework is given by the theory of optimum currency area.

The development of the optimum currency areas theory since its beginning in 1961 up to now has been systematically displayed in this work. The sequence of display events is chronological due to each newer contribution to the theory which, except for respect of historic reasons, was simultaneous addition to the previous one. As the contributions of some authors are complementing each other, it is necessary to observe the theory as a whole and by no means only its latest part.

**Key words:** optimum currency area, fixed exchange rate, floating exchange rate, common currency, fiscal federalism