

Pregledni rad
Review paper

JEL Classification: E52, E58, B30

Vlatka Bilas* ▪ Ana Hrkač**

RAZVOJ TEORIJE OPTIMALNOG VALUTNOG PODRUČJA

DEVELOPMENT OF THE OPTIMUM CURRENCY AREA THEORY

Sažetak

Koncept optimalnog valutnog područja smatra se standardnim alatom (pr)ocjene učinaka i napora uloženi u funkcioniranje monetarnih unija. Optimalno valutno područje definira se kao optimalno geografsko područje jedinstvene valute ili više valuta čiji su tečajevi neopozivo fiksirani. Brojni su kriteriji koje neko područje mora ispuniti da bi činilo optimalno valutno područje. Razvoj teorije optimalnog valutnog područja može se podijeliti u više faza i skupina. Najčešće se dijeli u dvije skupine pristupa - tradicionalni i suvremeni pristupi. Cilj rada je prikazati razvoj teorije optimalnog valutnog područja i raspraviti kriterije definirane predmetnom teorijom. Slijedom navedenoga, doprinos rada je u povijesnom pregledu razvoja teorije optimalnog valutnog područja s posebnim naglaskom na definiranje kriterija koje čine optimalno valutno područje te kritičkom prikazu različitih pogleda u okviru teorije optimalnog valutnog područja. U radu se osvrće na empirijske provjere teorije optimalnog valutnog područja na uzorku europske Ekonomske i monetarne unije.

Ključne riječi: *optimalno valutno područje, monetarna unija, EMU.*

***Vlatka Bilas**, profesor, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Republika Hrvatska;
email: bilas.vlatka@gmail.com

****Ana Hrkač**, Republika Hrvatska; email: ahrkac1@net.efzg.hr

Abstract

The concept of the optimum currency area shall be regarded as a standard tool (PR) to evaluate the impacts and efforts invested in the functioning of the monetary union. The optimal currency area is defined as the optimum geographical area of the single currency or multiple currencies whose exchange rates are irrevocably fixed. There are many criteria that a region must meet to make it an optimal currency area. The development of theory of optimal currency area can be divided into several phases and groups. Most often it is divided into two groups of approaches-traditional and modern approaches. The aim of this paper is to demonstrate the evolution of the optimal currency area theory and to discuss the criteria defined in the theory in question. Consequently, the contribution of the work is in the historical overview of the development of the theory of the optimal currency area with a special emphasis on defining the criteria that make up the optimal currency area and the critical view of the different views within the theory of optimal Currency area. The paper also looks at empirical checks on the theory of the optimum currency area on the sample of the European Economic and Monetary union.

Key words: *optimum currency area, monetary union, EMU.*

UVOD

Najpoznatija teorija vezana uz valutne unije je teorija optimalnog valutnog područja koja se originalno fokusirala na transakcijske troškove i stabilizacijsku politiku, odnosno mogućnost upotrebe monetarne politike da se ostvari puna zaposlenost valutne unije (Ögren, 2019). Svrha navedene teorije je razviti skup kriterija koji će ekonomijama dati odgovor na pitanje isplati li im se trajno fiksirati devizne tečajevе ili ne (Brkić i Šabić, 2018). Zasluga teorije optimalnog valutnog područja je u tome da ujedinjuje nekoliko pravaca literature o monetarnim integracijama (Kunroo, 2015).

O samoj problematici optimalnih valutnih područja raspravlja se još od 1953. godine, a raspravu je započeo Milton Friedman (Bilas, 2005). Rastući interes za temu optimalnog valutnog područja započeo je od objave Mundellovog rada 1961. godine, međutim glavni okidač popularnosti ove teorije bilo je uspostavljanje europske Ekonomske i monetarne unije (EMU) (Broz, 2018).

Razvoj teorije optimalnog valutnog područja može se podijeliti u dvije skupine pristupa: (1) tradicionalni i (2) suvremeni. Tradicionalni se pristup razvija od 1960-ih godina i predstavlja primarno makroekonomski pristup. Od 1970-ih godina, razvija se drugi pristup kojim se pretpostavlja da nijedna zemlja ne udovoljava svim aspektima optimalnog valutnog područja, a fokusira se na troškove i koristi uspostavljanja monetarnih unija, dok je pri kraju 20. stoljeća posebna pažnja posvećena utjecaju stvaranja monetarne unije na zemlje članice (Hudec, 2018). Iako su mnogi dodatni kriteriji uvedeni u novijim fazama, takozvanom suvremenom pristupu, tradicionalni doprinosi su još uvijek relevantni (Broz, 2005).

Mongelli (2002) dijeli razvoj teorije optimalnog valutnog područja u četiri faze: (1) pionirska faza, (2) faza pomirbe, (3) faza reevalucije i (4) empirijska faza. Postignuća pionirske faze ogledaju se u definiranju značajki optimalnog valutnog područja, raspravi

o granicama valutnog područja te iniciranju analize koristi i troškova od učlanjenja u monetarnu uniju. Najvažnije značajke teorije uključuju: mobilnost rada i drugih faktora proizvodnje, fleksibilnost cijena i nadnica, ekonomska otvorenost, diversifikacija u proizvodnji i potrošnji, sličnost u stopama inflacije te fiskalna i politička integracija. Najveći nedostatak predmetne faze bio je u nemogućnosti međusobne pomirbe ovih značajki te je nedostajao unificirani okvir. U sljedećoj, takozvanoj fazi pomirbe, koja je trajala tijekom 1970-ih godina, značajke teorije počele su se analizirati skupa te međusobno uspoređivati kako bi se uvidjela njihova relativna važnost. Ova je faza dala i više strukture analizi troškova i koristi učlanjenja u monetarnu uniju. Nakon navedene dvije faze, teorija optimalnog valutnog područja imala je pauzu u razvoju, zbog nedorečenosti zaključaka, slabog analitičkog okvira za analizu te usporavanja procesa uspostavljanja EMU. Treća faza koja je trajala od 1980-ih do ranih 1990-ih, takozvana faza reevaluacije, dovela je do nove teorije optimalnih valutnih područja. Empirijska faza traje do danas.

Slijedom navedenoga, suvremeni pristup, nasuprot tradicionalnom, usmjeren je primarno na troškove i koristi koje zemlje imaju nakon pristupanja monetarnoj uniji.

Rad je podijeljen u četiri dijela. Nakon uvodnog dijela, u drugom dijelu raspravlja se o tradicionalnom pristupu teorija optimalnog valutnog područja. Treći dio rada posvećeni su suvremenom pristupu teoriji optimalnog valutnog područja, endogenosti optimalnog valutnog područja te empirijskim provjerama teorije na uzorku EMU. Četvrti dio rada odnosi se na zaključak.

1. Tradicionalni pristup

Mundell (1961) je prvi teoretičar koji koristi pojam optimalnog valutnog područja. Daljnji doprinos teoriji svojim radovima dali su McKinnon (1963) i Kenan (1969). Ova prva "pionirska faza" trajala je od ranih 1960-ih do ranih 1970-ih. U njoj su definirani kriteriji za uvođenje zajedničke valute, odnosno monetarno integriranje (Bilas, 2005): fleksibilnost cijena i nadnica; mobilnost faktora proizvodnje; stupanj ekonomske otvorenosti; sličnost stopa inflacije; diversifikacija proizvodnje i potrošnje te integracija financijskog tržišta, fiskalna i politička integracija. Doprinosi pojedinih autora opisuju se u nastavku detaljnije.

Mundell (1961) definira optimalno valutno područje kao geografsko područje na kojem zajednička valuta može generirati maksimalne ekonomske koristi. Posebno je naglasio važnost razine mobilnosti rada. Iako nije o tome konkretno raspravljao, Mundell (1961) ističe kako je uspješno funkcioniranje fleksibilnih deviznih tečajeva u svijetu moguće pod sljedećim uvjetima: međunarodni sustav cijena temeljen na fleksibilnim deviznim tečajevima je dinamički stabilan nakon uzimanja u obzir špekulativne potražnje; potrebne promjene deviznih tečajeva za uklanjanje neravnoteža nisu toliko velike da uzrokuju pomake između izvoznih i uvoznih industrija; rizici stvoreni fleksibilnim deviznim tečajevima mogu se pokriti po razumnim troškovima na *forward* tržištima; središnje banke se suzdržavaju od monopolističkih špekulacija; monetarna disciplina se održava nepovoljnim političkim posljedicama kontinuirane deprecijacije te do nekog razmjera predstavlja prijetnju deviznim rezervama; može se osigurati razumna zaštita dužnika i vjerovnika kako bi se održali rastući tijekom dugoročnog kapitala te nadnice i profiti nisu vezani uz indeks cijena u kojem uvozni proizvodi imaju velike udjele.

Međutim, Mundell (1961) tvrdi da je stabilizacijski argument fleksibilnih deviznih tečajeva validan jedino ako se temelji na regionalnim valutnim područjima. Ako se svijet može podijeliti u regije unutar kojih su mobilni faktori proizvodnje, a imobilni među regijama, tada svaka od tih regija treba imati svoju valutu koja fluktuirala relativno prema drugim valutama.

Teoriju dalje razvija McKinnon (1963), proučavajući treba li regija, koja čini optimalno valutno područje, fluktuirati prema ostatku svijeta ili bi trebala imati fiksni tečajni režim koji naglašava kriterij visoke razine otvorenosti ekonomije. Za razliku od Mundella (1961), McKinnon (1963) naglašava i stupanj otvorenosti kao kriterij za definiranje valutnog područja.

Mundellovu (1961) glavnu tezu o mobilnosti radne snage dalje razrađuje Kenen (1969), ispitujući može li takva mobilnost rezultirati savršenom ravnotežom ako dođe do pretjerane ponude ili potražnje. Kenen (1969) je naglasio stupanj diversifikacije proizvoda. Visoko diferencirana gospodarstva bolji su kandidati za valutno područje od manje diferenciranih jer su otpornija na sektorske šokove, stoga nisu potrebne promjene u uvjetima razmjene putem tečaja.

Kenen (1969) za razliku od Mundella (1961) i McKinnona (1963) posebno naglašava potrebu postojanja znatnog federalnog proračuna iz kojeg se automatski sredstva transferiraju zemljama koje su pogođene asimetričnim šokovima iz zemalja koje nisu pogođene šokovima. Fiskalna politika može biti učinkovita u ublažavanju asimetričnih šokova kroz fiskalne transfere zemalja s niskom stopom nezaposlenosti u zemlje s visokom stopom nezaposlenosti.

Temeljem svega navedenoga, ključnikriteriji za određivanje optimalnog valutnog područja identificirani od triju autorapredstavnika takozvane pionirske faze su: stupanj mobilnosti rada i fleksibilnost cijena i nadnica (Mundell, 1961); učestalost asimetričnih šokova (Mundell, 1961); stupanj otvorenosti (McKinnon, 1963); veličina ekonomije (McKinnon, 1963); stupanj diversifikacije (Kenen, 1969) te fiskalna integracija (Kenen, 1969).

S obzirom da je teorija razvijena prije nastanka EMU, naišla je tijekom godina na kritike. U izvornoj teoriji nije jasno naznačeno je li politička unija nužna za formiranje valutnog područja (Priewe, 2007). Budući da korištenje zajedničke valute zahtijeva usku suradnju središnjih banaka, ali i nacionalnih vlasti, potrebno je definirati stupanj političke integracije koji će osigurati stabilnost i održivost valutne unije. Visok stupanj trgovinske integracije među članicama može uzrokovati specijalizaciju među regijama u proizvodnji dobara u kojima imaju komparativnu prednost što može rezultirati industrijskim šokom (Kunroo, 2016).

Nadalje, teorija predlaže malim otvorenim ekonomijama korištenje fiksnih tečajnih režima. Za primjer se mogu uzeti dvije članice EMU: Slovenija i Njemačka. Ekonomske promjene u Sloveniji neće značajno utjecati na njemačko gospodarstvo. Monetarnim će vlastima Njemačka biti od većeg interesa, što znači da će Njemačka kroz gubitak monetarne neovisnosti ostvariti više koristi od Slovenije (Dellas i Tavlas, 2009). Iz navedenog primjera može se zaključiti da je fiksni tečajni režim bolji izbor za velike ekonomije poput Njemačke, suprotno od onoga što teorija predlaže. Kontradikcija je zamjetna i kod kriterija diversifikacije i otvorenosti. S jedne strane, fiksne tečajne režime trebale bi koristiti male otvorene ekonomije kako bi spriječile vanjske šokove i diversificirane ekonomije jer su otpornije na šokove unutar industrije. S druge strane,

male otvorene ekonomije uglavnom su nediversificirane i prema teoriji trebale bi koristiti fleksibilni tečajni režim (Dellas i Tavlas, 2009).

Od drugih teoretičara iz tradicionalnog pristupa istaknuli su se Ingram (1962) i Fleming (1971). Ingram (1962) navodi integraciju financijskih tržišta kao najvažniji kriterij jer stabilan financijski sustav može smanjiti potrebu za prilagodbom tečaja te ublažiti negativan utjecaj asimetričnih šokova. Ingram (1973) definira elemente koji će možda imati ulogu u dugoročnim prilagodbama u EMU: mobilnost kapitala, mobilnost rada, efekti na blagostanje te različite stope promjena. S obzirom na činjenicu da je slobodna trgovina jedna od glavnih karakteristika monetarne unije, a stopa inflacije u zemlji utječe na uvjete razmjene, korelacija stopa inflacije među zemljama predstavlja dodatni kriterij za formiranje zajedničkog valutnog područja (Fleming, 1971). Navedeni autori tradicionalnog pristupa daju teorijski okvir optimalnog valutnog područja iz različitih perspektiva. Cilj istraživanja bio je odrediti pretpostavke koje zemlje moraju ispuniti kako bi se formirala uspješna valutna unija. Bez tih kriterija, odnosno bez njihova pridržavanja, valutna unija mogla bi rezultirati s više nedostataka nego prednosti. McKinnon (2004) naglašava kontradiktornost Mundellovih stavova o teoriji optimalnog valutnog područja. Naime, Mundellov rad iz 1963. godine zagovara valutne unije kao manje i više homogene, naglašavajući prednosti fleksibilnih deviznih tečajeva, ali u manje poznatom radu iz 1973. godine naglasio je kako je vlasništvo nad imovinom u svrhu međunarodno dijeljenog rizika uspješnije u valutnoj uniji koja zauzima širi prostor, u kojem su zemlje i regije međusobno različite. Također, jedna od kritika je da Mundell implicitno pretpostavlja efikasna tržišta za određivanje kako će fleksibilni devizni tečajevi varirati kroz vrijeme, a kasnije opet implicitno pretpostavlja neefikasno međunarodno tržište za alokaciju kapitala kada su devizni tečajevi fiksni.

2. Suvremeni pristup i empirijske provjere

U suvremenom pristupu naglasak je na troškovima i na koristima koje zemlje imaju nakon pristupanja monetarnoj uniji te su identificirani dodatni kriteriji koje zemlja treba zadovoljiti da bi se pridružila monetarnoj uniji.

Neto koristi koje zemlja očekuje od priključenja valutnoj uniji rastu s porastom: korelacije realnih šokova između zemalja jer devizni tečajevi postaju manje korisni kao instrument prilagodbe; razine prilagodbe omogućene fiskalnim alatima i međunarodnom mobilnošću rada kao supstituti politici deviznih tečajeva; razlika između varijabilnosti domaćih monetarnih šokova jer se dijelovi tih šokova transmitiraju na druge zemlje članice valutne unije te veličine mrtvog tereta oporezivanja i gubitcima efikasnosti smanjenima uvođenjem zajedničke valute (Ricci, 1997). Ricci (1997) navodi da iste neto koristi opadaju s varijabilnošću realnih šokova jer isti generiraju troškove prilagodbe u valutnoj uniji; varijabilnošću stranih monetarnih šokova te korelacijom monetarnih šokova između zemalja, jer porast takve korelacije smanjuje vjerojatnost da monetarni šokovi neutraliziraju jedan drugi i valutnoj uniji.

Formiranje europske Ekonomske i monetarne unije potaknulo je ponovno temu teorije zajedničkog valutnog područja i njezin daljnji razvoj uz *cost-benefit* analizu. De Grauwe i Mongelli (2005) za razliku od tradicionalnog pristupa, koji počiva isključivo na teorijskoj osnovi, teoriju optimalnog valutnog područja analiziraju kroz efekte ulaska u EMU. Ako su stope inflacije među članicama niske i uvjeti razmjene će među članicama

biti stabilni. Stope inflacije i struktura financijskog tržišta određene su ekonomskim i financijskim politikama koje zemlja provodi. Stoga se kao dodatni kriterij za stvaranje zajedničkog valutnog područja nameće politička integracija (Dovladbekova i Kiselova, 2013). Koordinacija ekonomskih i financijskih politika rezultirat će poboljšanjem blagostanja na razini valutne unije.

Pristupanjem monetarnoj uniji prve prednosti vidljive su u pogledu snižavanja transakcijskih troškova i otklanjanja rizika promjene tečaja. Smatra se da ulazak u monetarnu uniju potiče konkurentnost i učinkovitost među zemljama. Nadalje, otklanjanjem rizika promjene tečaja, snižavaju se troškovi *hedging* što rezultira povećanjem obujma trgovine i investiranja među zemljama (Georgieva - Trajkovska i sur., 2014).

Velika korist stvaranja EMU je ekspanzija tržišta obveznica. Volumen izdanih obveznica denominiranih u euru 1999. godine premašio je volumen obveznica denominiranih u američkom dolaru. Također, olakšava financiranje međugraničnih spajanja i preuzimanja (Fishman, 2012).

Slabije ekonomije mogu riješiti problem inflacije ukoliko prihvate valutu snažnije ekonomije kao službenu valutu. Budući da ulaskom u monetarnu uniju zemlje gube neovisnu monetarnu politiku, prije ulaska potrebno je pronaći nove načine financiranja javnih rashoda (Álvarez-Vásquez i sur., 2018).

Kolike će koristiti ili troškove od pridruživanja monetarnoj uniji imati pojedina zemlja ovisi o gospodarskim karakteristikama zemlje. Primjerice, intratrgovina u afričkim zemljama je mnogo niža u odnosu na EMU, stoga afričke zemlje neće imati značajne koristi od snižavanja transakcijskih troškova (Tavlas, 2008).

Zaključno, kao glavne prednosti navode se povećana trgovina, eliminiranje rizika promjene tečaja među zemljama članica tenepostojanje transakcijskih troškova. Kao glavni nedostaci navode se gubitak *seignoragea* te gubitak neovisne monetarne politike. Nedovoljna harmonizacija fiskalnih politika, visoka koncentracija moći koja povećava mogućnost pogrešaka te strukturne razlike među zemljama mogu znatno povećati troškove stvaranja monetarnih unija (Mursa, 2014).

Tema optimalnog valutnog područja ponovno postaje aktualna 1990-ih godina zahvaljujući Frankelu i Roseu (1996) koji uvode pojam „endogenosti“ teorije optimalnog valutnog područja. Poanta endogenosti je da zemlje koje se pridruže monetarnoj uniji nisu prikladne *ex-ante*, već su prikladne *ex-post*. Smanjenje trgovinskih barijera mogu rezultirati povećanom specijalizacijom u pojedinim industrijama neke zemlje, što će za posljedicu imati pojavu asimetričnih šokova. S druge strane, povećanje stupnja integracije može rezultirati visokom korelacijom poslovnih ciklusa zbog šokova u potražnji ili trgovini unutar industrije (Frankel i Rose, 1996).

Prema drugima, endogenost ne treba promatrati samo u kontekstu trgovinske integracije i poslovnih ciklusa, već u obzir treba uzeti endogenost ekonomske integracije, endogenost financijske integracije, endogenost simetričnih šokova i endogenost fleksibilnosti radne snage i proizvoda (De Grauwe i Mongelli, 2005). De Grauwe (2018) se oslanja na tradicionalnu teoriju tvrdeći da unutar unije mora postojati visok stupanj mobilnosti rada i proizvodnih faktora kako bi se spriječili asimetrični šokovi. Povećanje broja asimetričnih šokova, odnosno smanjenje simetričnosti, nužno zahtijeva veću fleksibilnost unutar unije.

Rezultati istraživanja provedenih u posljednjih nekoliko godina podupiru teoriju

endogenosti optimalnog valutnog područja. Vicquery (2017) sugerira da se naglasak stavi na negativne endogene efekte koje integracija unutar EMU-a ima na sinkronizaciju ciklusa, umjesto na korelaciju šokova i fleksibilnosti faktora. Dokazana je sve veća sinkroniziranost šokova u potražnji u zemljama EMU-a, osobito u perifernim zemljama (Garcia, 2018).

Teorija endogenosti optimalnog valutnog područja u kontekstu EMU-a sugerira da uvođenje eura i stroga regulacija na tržištu dobara vodi do veće korelacije među zemljama (Campos i Macchoarelli, 2018).

S druge strane, ideja o endogenosti optimalnih valutnih područja kontradiktorna je tradicionalnoj teoriji kojom se tvrdi da su simetrični šokovi preduvjet funkcioniranja valutne unije (Stoykova, 2018).

Miles i Vijverberg (2016) skreću pažnju da stvaranje i pridruživanje monetarnoj uniji čini uniju optimalnim valutnim područjem *ex post* dva ključna razloga. Prvo, pridruživanje valutnoj uniji povećava trgovinu među zemljama članicama i drugo, porast međusobne trgovine uzrokovat će porast sinkronizacije poslovnih ciklusa među zemljama članicama unije. U prisutnosti ova dva mehanizma, zemlje članice unije koje inicijalno nisu činile optimalno valutno područje, mogu to postati nakon pridruživanja istoj. Ipak, istraživanje koje su proveli podržava važnost provedbe reformi prije pridruživanja uniji, a ne očekivanja da će pridruživanje uniji *ex post* donijeti željene ekonomske promjene (Miles i Vijverberg, 2016). Naime, Miles i Vijverberg (2016) su došli do zaključka kako je u EMU uvođenje eura bilo popraćeno s manjom sinkronizacijom poslovnih ciklusa.

Na primjeru EMU, Broz (2018) zaključuje da bi daljnji napredak prema politikama koje bi dovele do sinkronizacije poslovnih ciklusa, uvođenje mehanizama fiskalnog transfera i slično mogao dovesti do veće korelacije šokova među zemljama članicama EMU i povećati optimalnost monetarne unije. U tom slučaju bilo bi prostora za daljnje pažljivo proširenje EMU.

Analiza litvanske međunarodne trgovine prije i nakon uvođenja eura koju su proveli Startiene i sur. (2019) pokazala je da je uvođenje zajedničke valute imalo pozitivne učinke na promjene trgovine te je povećalo trgovinu s glavnim trgovinskim partnerima.

Chari i sur. (2016) su pokazali malo drugačiji pristup teoriji optimalnog valutnog područja i analizi funkcioniranja monetarnih unija. Zaključili su kako zemlje monetarne unije mogu biti takozvane benevolentne unije u kojima politika odgovara potrebama unije kao cjeline ili unija u kojoj politika odgovara samo jednoj zemlji unije te da je u tom smislu EMU benevolentna unija.

Prema Alogoskoufis i Jacque (2019) su naglašene četiri potencijalne koristi od prihvaćanja zajedničke valute: (1) smanjenje transakcijskih troškova uslijed eliminiranja potrebe promjene valuta, (2) povećanje transparentnosti jer su cijene u različitim zemljama lakše usporedive, (3) eliminiranje rizika deviznog tečaja i (4) za zemlje s inflatornim monetarnim politikama pomak na monetarnu politiku s niskom inflacijom. S druge strane, potencijalni troškovi uvođenja zajedničke valute su nemogućnost korištenja vlastitih politika deviznog tečaja i monetarne politike u odgovorima na nepoželjne makroekonomske posljedice šokova koje utječu na različite zemlje asimetrično te nemogućnost korištenja vlastite monetarne politike u odabiru prikladne stope inflacije, odnosno kombinacije inflacije i nezaposlenosti, u skladu s vlastitim preferencijama (Alogoskoufis i Jacque, 2019).

Monetarna politika ima učinka na EMU kao valutno područje do nekog razmjera, odnosno imajući u vidu da neke ekonomije ne reaguju na isti način ili željeni način Europske središnje banke (Edberg Thorén i Lima, 2018). Slijedom navedenoga, otvoreno je pitanje da li jedinstvena, odnosno identična monetarna politika postaje neefikasna ili čak i kontraproduktivna nekim zemljama zbog neujednačenih pomaka u poslovnim ciklusima.

Alogoskoufis i Jacque (2019) također naglašavaju važnost federalnog proračuna EMU umjerene veličine koji bi pomaknuo EMU bliže optimalnom valutnom području. Osim navedenoga predlažu i smanjivanje fragmentarnosti tržišta rada, a kao jedno od potencijalnih rješenja vide u prekograničnom sustavu osiguranja u slučaju nezaposlenosti te zdravstvenog osiguranja. Nadalje, ističu i važnost jačanja uloge Europske središnje banke kao zadnjeg utočišta u slučaju krize.

U dva desetljeća postojanja eura, euro podupiru po svim zemljama članicama EMU te se uočava i manji porast povjerenja u Europsku središnju banku (Felix i Lars, 2019). Prema Felixu i Larsu (2019) ovi rezultati upućuju na činjenicu da je održavanje nezaposlenosti i inflacije, a posebno nezaposlenosti ključno za javnu potporu euru i javno povjerenje u Europsku središnju banku jer javnost ocjenjuje euro i navedenu instituciju na temelju ekonomskih rezultata euro područja.

Ampos i Macchiarelli (2018) smatraju kako je optimalnost valutnog područja funkcija relativne moći, odnosno relativne udaljenosti između zemalja članica. Ako se radi o velikim razlikama, uobičajeno je govoriti o zemljama jezgre i zemljama periferije. Zemlje jezgre su one zemlje koje ispunjavaju ili su vrlo blizu ispunjavanja kriterija optimalnog valutnog područja.

Neki teoretičari identificirali su razloge krize 2008. godine u EMU neispunjavanjem kriterija optimalnog valutnog područja (Zipper i Lechner, 2019).

Criste (2018) tvrdi kako teorija optimalnog valutnog područja predstavlja samo okvir za analizu prilika usvajanja jedinstvene valute, ali ne može odgovoriti na problem u potpunosti jer se mora primijeniti u dinamičkom okružju.

Franks i sur. (2018) su zaključili kako EMU ekonomije nisu konvergirale u važnim dimenzijama. U prvom redu radi se o nominalnoj konvergenciji inflacija i kamatnih stopa, ostvarivanju realne konvergencije te amplitudama poslovnih ciklusa. EMU je uspješno uspostavila kredibilnu monetarnu politiku s niskom inflacijom i stabilnim deviznim tečajem te povećala sinkronizaciju poslovnih i financijskih ciklusa, ali snažnije politike koje bi ublažile divergentne šokove su potrebne kako bi se poboljšali ekonomski rezultati (Franks i sur., 2018). Naposljetku, autori ističu važnost veće konvergencije razine dohodaka kako bi sekoristi od učlanjenja u monetarnu uniju dijelile između svih građana.

Coudert i sur. (2019) smatraju kako je euro u svom prvom desetljeću postojanja možda potaknuo konvergencijske procese vođene obilnim kapitalnim tijekovima koji su poticali potrošnju i potražnju za nekretninama u perifernim zemljama bez povećavanja njihovih proizvodnih kapaciteta. Od krize iz 2008. godine, mnogi su se koraci poduzeli kako bi se ispravile makroekonomske neravnoteže. Međutim, Coudert i sur. (2019) smatraju kako se malo učinilo vezano za zajedničku fiskalnu politiku te smatraju da je vrijeme da se ustvrdi kako uvjeti teorije optimalnog valutnog područja neće nastati spontano samim efektom uvođenja jedinstvene valute. Smatraju kako su potrebne velike reforme koje bi osigurale optimalnost eura. Nadalje, posebnu pažnju potrebno je posvetiti

realnoj konvergenciji koju nije automatski potaknulo stvaranje monetarne unije.

McKinnon (2002) smatra da su samo dva razloga dovoljno važna da neka zemlja ne sudjeluje u monetarnoj uniji. Prvo, zemlja ne može sudjelovati u režimu zajedničke valute ako ima preslabe javne financije te drugo, ako monetarni standard u ostatku svijeta nije dovoljno stabilan.

Eichengreen (2002) zaključuje kako monetarna unija sama po sebi neće riješiti problem asimetričnih cikličkih uvjeta.

Teorija optimalnog valutnog područja naglašava da zemlje članice monetarnih unija u slučaju asimetričnih šokova trebaju imati određenu razinu fleksibilnosti tržišta rada i proizvoda kako bi se prilagodile navedenim šokovima (De Grauwe i Ji, 2016). Bez fleksibilnosti prilagodba šokovima nije moguća, a što znači da se može dovesti u pitanje funkcioniranje monetarne unije.

Nakao (2018) je analizirao povezanost stabilnosti poslovnog ciklusa i kriterija optimalnog valutnog područja istražujući efekt zadovoljavanja kriterija ekonomske otvorenosti na stabilnost poslovnog ciklusa. Rezultati istraživanja ukazuju kako pojačana mobilnost kapitala djeluje kao destabilizirajući čimbenik, dok povećana trgovinska otvorenost i protuciklička fiskalna politika djeluju kao stabilizirajući čimbenici poslovnog ciklusa. Prema Nakao (2018) optimalno valutno područje ima dvije ključne značajke. Prva se odnosi na mogućnost sprečavanja šokova, a druga na prilagodljivost šokovima jednom kada nastanu.

Prema Brkić i Šabić (2018) glavni kriteriji teorije optimalnog valutnog područja su: visok stupanj trgovinske integracije, financijska integracija, visoka razina usklađenosti poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova, mobilnost rada, fleksibilnost cijena i plaća, diversificirana struktura gospodarstva te fiskalna i politička integracija.

Tijekom godina teorija optimalnog valutnog područja reflektira pomak od kriterija koji naglašavaju stanje ekonomije, kao što su mobilnost rada, otvorenost, diversifikacija proizvoda i slično prema kriterijima koji ovise o željenim političkim *trade-off*-ovima uključujući sličnosti stopa inflacije, razinu političke integracije, razinu fleksibilnosti nadnica i cijena, varijabilnost realnog deviznog tečaja i slično (Kunroo, 2015).

ZAKLJUČAK

Teorija optimalnog valutnog područja analizira troškove i koristi te definira kriterije koje zemlja treba zadovoljiti kako bi pristupila zajedničkoj valutnoj uniji. Kriteriji koje su predložili Mundell, McKinnon i Kenen ne daju jednoznačan odgovor na pitanje koje zemlje trebaju činiti jedinstveno valutno područje i kakav tečajni režim bi trebalo koristiti pojedino gospodarstvo. Prvobitna teorija optimalnog valutnog područja naišla je na mnoge kritike zbog čega je bilo potrebno definiranje dodatnih kriterija poput političke i financijske integracije. U predmetnom radu dan je pregled ključnih doprinosa u razvoju teorije optimalnog valutnog područja. Od 60-tih godina prošlog stoljeća do danas identificirani su mnogi kriteriji koje zemlja treba ispuniti kako bi uspješno pristupila zajedničkom valutnom području. Ipak ne postoji univerzalan set kriterija koji bi se mogao primijeniti na sve monetarne unije. Utvrđene su brojne prednosti, ali i troškovi koje zemlje imaju od članstva u monetarnoj uniji. Međutim, ne postoji jedinstvena formula pomoću koje je moguće utvrditi premašuju li koristi troškove i treba li se zemlja pridružiti monetarnoj uniji. Većina autora slaže se da su niži transakcijski troškovi glavna

prednost uvođenja zajedničke valute. Smanjenje transakcijskih troškova je povezano s rastom međunarodne trgovine među zemljama članicama. Dodatno uz niže transakcijske troškove, prednošću uvođenja zajedničke valute smatra se smanjenje nesigurnosti od promjene deviznog tečaja. Nepostojanje rizika deviznog tečaja potiče rast međusobne trgovine, koja utječe na smanjenje transakcijskih troškova poput osiguranja i drugih troškova te smanjuje volatilitnost cijena. Da monetarna unija bude uspješna i korisna za zemlje članice, potrebno je da one ostvare visok i održiv stupanj konvergencije. Kriterije teorije optimalnog valutnog područja razvijane zadnjih skoro 60 godina je često teško primijeniti u svrhu dobivanja jednoznačnog odgovora. Ne manje važno za istaknuti, u praksi nerijetko politički faktori upravljaju odlukom o učlanjenju/uspostavljanju zajedničkog valutnog područja.

LITERATURA

1. Alogoskoufis, G., Jacque, L. (2019) Economic and Financial Asymmetries in the Euro Area. Constantine G. Karamanlis, Working Paper no. 2019-02.
2. Álvarez-Vásquez, C., Guaranda-Sornoza, V. F., Aguilar-Ponce, L. D., Pinargote-Vásquez, A. E., Zambrano-Ponce, D. K., Morán-Chilán, J. H. (2018) Cost-benefit analysis of dollarization, Ecuador case. *Domnio de las ciencias*, 4 (4): 3-24.
3. Bilas, V. (2005) Teorija optimalnog valutnog područja; Euro i Europska monetarna unija. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 3 (1): 39-53.
4. Brkić, M., Šabić, A. (2018) Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku: ocjena korištenjem teorije optimalnih valutnih područja? *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 27, 1 (142): 9-70.
5. Broz, T. (2005) The Theory of Optimum Currency Areas: A Literature Review. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 104: 53-78.
6. Broz, T. (2018) Should the EMU Stop Enlarging? *Panoeconomicus*, 65 (4): 459-477.
7. Campos, N. F., Macchiarelli, C. (2018) Symmetry and Convergence in Monetary Unions. LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 131/2018.
8. Chari, V. V., DAVIS, A., Kehoe, P. (2016) Rethinking Optimal Currency Areas. ADEMU Working Paper Series. WP 2016/009.
9. Coudert, V., Couharde, C., Grekou, C., Mignon, V. (2019) Heterogeneity within the euro area: New insights into an old story. CEPII Working Paper No. 2019-05.
10. Criste A. (2018) Monetary Integration Beyond Theory - Euro Area Practical Achievements. *Financial Studies*, 4/2018: 6-24.
11. De Grauwe, P. (2018) *Economics of Monetary Union*. Oxford: University Press.
12. De Grauwe, P., Ji, Y. (2016) Flexibility versus Stability A difficult trade-off in the eurozone. CEPS Working document No. 422.
13. De Grauwe, P., Mongelli, F. P. (2005) Endogeneities of Optimum Currency Areas: What brings Countries Sharing a Single Currency Closer together. ECB Working Paper, br. 468.
14. Dellas, H., Tavlas, G. S. (2009) An optimum-currency-area odyssey. *Journal of International Money and Finance*, 7: 1117-1137.
15. Dellas, H., Tavlas, G. S. (2009) An optimum-currency-area odyssey. Bank of Greece, Working paper 102.

16. Dovladbekova, I., Kiselova, O. (2013) European Monetary Union and Its Compliance with the Optimum Currency Area Criteria. *Economics and Business*, 23: 41-50.
17. Edberg Thorén, A., Lima, V. (2018) Euro Area Monetary Policy Effects on Member States' Business Cycles, Does One Size Fit All? Lund University, School of Economics and Management. Master thesis.
18. Eichengreen, B. (2002) When to Dollarize. *Journal of Money, Credit and Banking*, 34 (1): 1-24.
19. Felix, R., Lars, J. (2019) Public Support for the Euro and Trust in the ECB: The first two decades of the common currency. Hamburg Discussion Papers in International Economics, No. 2.
20. Fishman, R. M. (2012) Anomalies of Spains Economy and Economic Policy-Making, Contributions to political Economy. *Econ Papers*, 31 (1): 67-76.
21. Fleming, J. (1971) Dual exchange rates for current and capital transactions: a theoretical examination. U: Fleming J., *Essays in International Economics*. Cambridge: Harvard University Press, str. 296-325.
22. Frankel, J. A., Rose, A. K. (1996) The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. NBER Working Paper, No 5700.
23. Franks, J., Barkbu, B., Blavy, R., Oman, W., Schoelermann, H. (2018) Economic Convergence in the Euro Area: Coming Together or Drifting Apart? IMF Working Paper, WP/18/10.
24. Garcia, J. (2018) Rethinking Optimum Currency Area Theory: Endogenous Synchronisation of Shocks in Europe. Dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3192059 (18.10.2019.).
25. Georgieva-Trajkovska, O., Svrtinov, V. G., Temjanovski, R. (2014) Cost and Benefits of Adopting Euro. *Applied Sciences and Business Economics*, 1 (3): 57-64.
26. Hudec, M. (2018) A Search for an Optimum Currency Area. *Studia commercialia Bratislavensia*, 11 (39): 75-90.
27. Ingram, J. (1962) *Regional Payments Mechanisms: the Case of Puerto Rico*. NC: University of North Carolina Press.
28. Ingram, J. C. (1973) The Case for European Monetary Integration. *Essays in International Finance*, 98: 1-33.
29. Kenen, P. (1969) The Optimum Currency Area: An Eclectic View. *Monetary problems of the international economy*, 41-60.
30. Kunroo, M. H. (2015) Theory of Optimum Currency Areas: A Literature Survey. *Review of Market Integration*, 7 (2): 87-116.
31. McKinnon, R. (1963) Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 717-725.
32. McKinnon, R. (1963) Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 53 (4): 717-725.
33. McKinnon, R. (2002) Optimum Currency Areas and the European Experience. *Economics of Transition*, 10: 343-364.
34. McKinnon, R. (2004) Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II. *JCMS*, 42 (4): 689-715.
35. Miles, W., Vijverberg, C-P. C. (2016) Did the Euro Common Currency Increase or Decrease Business Cycle Synchronization for its Member Countries? *Economica*, 2016: 1-23.

36. Mongelli, F. P. (2002) „New“ Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us? European Central Bank, Working paper No. 138.
37. Mundell, R. (1961) A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51 (4): 657-665.
38. Mundell, R. (1973) Uncommon Arguments for Common Currencies. U: Johnson, H., Swoboda, A. (ur.), *The Economics of Common Currencies*. London: Allen and Unwin. 114-132.
39. Mursa, G. (2014) Euro – Advantages and Disadvantages. *Econ Stor*, 6 (3): 60-67.
40. Nakao, M. (2018) Stability of Business Cycles and Criteria for an Optimum Currency Area: A Kaldorian Two-country Model. Institute of Economic Research, Chuo University, Discussion Paper No. 302.
41. Ögren, A. (2019) Currency Unions. Lund Papers in Economic History, No. 204.
42. Priewe, J. (2007) Reconsidering the theories of optimum currency area -A critique. U: Hein, E., Priewe, J., Truger, A. (ur.) *European Integration in Crisis*. Marburg/Lahn: Metropolis, 27-52.
43. Ricci, L. A. (1997) A Model of an Optimum Currency Area. International Monetary Fund, Working Paper, WP/97/76.
44. Startiene, G., Dumciuviene, D., Stundziene, A., Januskevicius, A. (2019) An Impact of the Euro Adoption on the International Trade of New EMU Members: the Lithuanian Case. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 7 (1), 201-215.
45. Stoykova, O. (2018) Optimum Currency Areas: Theory and Applications. Dostupno na:
https://www.researchgate.net/publication/330014106_OPTIMUM_CURRENCY_AREAS_THEORY_AND_APPLICATIONS (19.10.2019.).
46. Tavlas, G. S. (2008) The benefits and costs of monetary union in Southern Africa: a critical survey of the literature. Bank of Greece, Working paper 70.
47. Vicquery, R. (2017) Optimum Currency Areas and European Monetary Integration: Evidence from the Italian and German Unifications. Dostupno na:
<https://www.aeaweb.org/> (18.10.2019.).
48. Zipper, C., Lechner, G. (2019) Literature Review: Critique of European Monetary Union. Dostupno na:
https://www.researchgate.net/publication/332901142_Literature_review_Critique_of_European_Monetary_Union (19.10.2019.).