

SNJEŽANA ZARIĆ¹

snjezana.zaric.efb@gmail.com

TEORIJA OPTIMALNE VALUTNE ZONE – TRADICIONALNI I SAVREMENI PRISTUP

THEORY OF OPTIMUM CURRENCY AREA – TRADITIONAL AND MODERN APPROACH

JEL KLASIFIKACIJA: E32, F33, F36

APSTRAKT:

Tradicionalni pristup teoriji optimalne valutne zone podrazumeva da zemlje koje se odluče na formiranje monetarne unije moraju da ispunjavaju kriterijume, kao što su mobilnost faktora proizvodnje, otvorenost ekonomije, diverzifikacija u proizvodnji i izvozu, fiskalna integracija, te homogenost političkih preferencija. Sa druge strane, savremeni pristup ovoj teoriji zasnovan je na uočenim endogenim efektima u procesu evropske monetarne integracije. Njegova suština je da je povećana trgovinska razmena, koja je rezultat monetarne unifikacije, dovela do veće sinhronizovanosti poslovnih ciklusa, čime se smanjila potrebu za primenom anticiklične monetarne politike i politike deviznog kursa od strane zemalja članica. U ovom radu su predstavljeni i tradicionalni i savremeni (endogeni) pogled na teoriju optimalne valutne zone, sa svim prednostima i nedostacima koji su identifikovani u brojnim sprovedenim istraživanjima. Na taj način je omogućen uvid u validnost oba ova pristupa, kao i uspostavljanje određene veze između njih. Naime, kao

što se pokazalo na primeru Evropske monetarne unije, utvrđeni endogeni efekti mogu da pomognu u stvaranju funkcionalne valutne zone, ali će neispunjenost ključnih kriterijuma optimalnosti i dalje predstavljati izvor asimetričnih šokova za zemlje članice. Dakle, ako zemlje ne ispune ove kriterijume ex ante, visoki ex post troškovi će ih prisiliti na to.

**KLJUČNE REČI:**

VALUTNA ZONA, KRITERIJUMI OPTIMALNE VALUTNE ZONE, HIPOTEZA O ENDOGENOSTI, SINHRONIZOVANOST POSLOVNIH CIKLUSA

ABSTRACT:

The traditional approach to the theory of optimum currency area implies that countries which have decided to found a monetary union must meet the criteria such as production factor mobility, economic openness, production and export diversification, fiscal integration, and homogeneity of political preferences. On the other side, a modern approach to the theory is based on the endogenous effects noticed in the process of European monetary integration. Its essence points towards an increased level of trade, as a result of monetary unification, it promoted business cycles synchronization and reduced a need to apply the countercyclical monetary policy and exchange rate policy by member countries. This paper presents both the traditional and modern (endogenous) view of the theory of the optimum currency area, with all the advantages and weaknesses identified in the various conducted research. In that way, it has enabled an insight into the validity of both approaches, as well as the creation of certain interconnections. To be precise, as the example of the European monetary union confirms, the established endogenous effects may help creating a functional currency area, although the unmet optimality criteria will still represent a source of asymmetrical shocks for the member states. Therefore, if the states fail to meet these criteria ex-ante, the high ex-post costs will force them to do so.

**KEY WORDS:**

CURRENCY AREA, OPTIMUM CURRENCY AREA CRITERIA, ENDOGENEITY HYPOTHESIS, BUSINESS CYCLE SYNCHRONIZATION

1. UVOD

Teorija optimalne valutne zone je nastala 60-ih godina zahvaljujući pre svega radovima Mandala, Mekinona i Kenana, koji su postavili osnove za njen dalji razvoj. Teorija je u principu formulisana kroz definisanje kriterijuma optimalnosti kao uslova koje zemlje treba da ispune da bi formirale oblast jedinstvene valute. Upravo takav način formulisanja teorije, gdje su kriterijumi nezavisno postavljani i ponekad suprotstavljani, je razlog zbog koga je ona od samog početka bila predmet rasprava i kontraverzi. Brojne kritike su čak dovele do toga da je ova teorija okarakterisana kao nedovoljno vredna, zbog čega su njeni postulati u potpunosti zanemareni u procesu planiranja ekonomske i monetarne integracije u Evropi.

Sa druge strane, upravo problemi, pre svega strukturne prirode, koji su nastali u procesu evropskog monetarnog ujedinjenja su ponovo skrenuli pažnju na teoriju optimalne valutne zone. Pre svega, strukturni problemi osvetlili su značaj sinhronizovanosti poslovnih ciklusa kao „meta kriterijuma“ teorije optimalne valutne zone, ali i omogućili da se uspostavi određena hijerarhija između kriterijuma ili sistematizacija njihovog značaja. Šta više, ekonomisti su počeli da istražuju da li je moguće ispuniti kriterijume optimalnosti *ex post* ukoliko oni nisu bili ispunjeni *ex ante*, što je dovelo i do formiranja endogenog pristupa ovoj teoriji. U tom smislu, naša namera je upravo da se sagledaju tradicionalni i savremeni pristup teoriji optimalne valutne zone. Pri tome, cilj rada nije da se priklonimo jednom ili drugom pristupu, nego da izdvojimo ključne stavke ove teorije sa aspekta njihove utemeljenosti u široj ekonomskoj literaturi, ali i praktične primene u makromenadžmentu u svetlu izmenjenih ekonomskih i političkih prilika u Evropi.

S obzirom na prethodno rad se sastoji iz tri dela. U prvom delu prikazaćemo radove Mandala „*A Theory of Optimum Currency Areas*“, Mekinona „*Optimum Currency Areas*“ i Kenana „*The theory of optimum currency areas: An eclectic view*“, u okviru kojih je teorija optimalne valutne zone originalno formulisana. Drugi deo razmatra radove koji su se ovom teorijom bavili tokom 70-ih i 80-ih godina, odnosno period tokom kojeg je, često sa prevelikom dozom kritičnosti, preispitivana validnost teorije. Takođe, treba naglasiti da je tokom 80-ih godina ova teorija bila skoro u potpunosti zaboravljena. Konačno, treći deo se bavi endogenim pristupom teoriji optimalne valutne zone, koji počinje da se razvija od sredine 90-ih godina prošlog veka. Može se reći da je u ovoj fazi razvoja došlo do revizije same teorije, čime se konačno uvidela njena vrednost, usled čega je ona postala centralna tema ekonomista koji se bave pitanjima monetarne integracije u Evropi, potisnuvši u drugi plan čak i teoriju nemogućeg trojstva.

2. FORMULISANJE TEORIJE OPTIMALNE VALUTNE ZONE

Robert Mandel se smatra začetnikom teorije optimalne valutne zone, budući da je prvi upotrebio ovu frazu u svom istoimenom radu „*A Theory of Optimum Currency Areas*“ iz 1961. godine, definišući pri tome valutnu zonu kao „*oblast u okviru koje su devizni kursevi neopozivo fiksirani*“.² Mandel je ujedno predložio da valutna zona bude geografska

2 Mundell (1961), str. 657

oblast, tačnije regija, u okviru koje se mogu jednostavno postići ciljevi unutrašnje (puna zaposlenost i stabilne cene) i spoljašnje ravnoteže (ravnoteža platnog bilansa), a čije se granice ne moraju podudarati sa nacionalnim granicama. Da bi to pokazao on navodi tri primera.

U prvom primeru Mandel polazi od toga da u svetu postoje dve zemlje – Zemlja A i Zemlja B, te da je došlo do promene tražnje za dobrima Zemlje B u korist dobara Zemlje A. Nadalje, Mandel pretpostavlja da su cene i zarade fiksne u kratkom roku, a da je cilj monetarne politike sprečavanje inflacije.³ Ukoliko Zemlja A i Zemlja B imaju svoje nacionalne valute, pomenuta promena u tražnji izazvaće nezaposlenost u Zemlji B i inflatorne pritiske u Zemlji A. U meri u kojoj Zemlja A dozvoli rast cena, promene u odnosima razmene olakšaće teret prilagođavanja u Zemlji B. Međutim, ukoliko Zemlja A zaoštri monetarno-kreditnu politiku kako bi sprečila rast cena, sav teret prilagođavanja pašće na Zemlju B, te nužno podrazumevati pad proizvodnje i zaposlenosti u toj zemlji. Druga varijanta u ovom slučaju, prema Mandalu, je da su A i B regionu unutar zatvorene ekonomije povezani zajedničkom valutom i da je cilj vlade ostvarivanje pune zaposlenosti. Ponovo će šok tražnje izazvati nezaposlenost u Regionu B, a inflatorne pritiske i suficit platnog bilansa u Regionu A. Da bi rešile problem nezaposlenosti u Regionu B monetarne vlasti mogu povećati ponudu novca, ali će to dodatno pogoršati inflatorne pritiske u Regionu A. U tom smislu Mandel zaključuje da će, u slučaju valutne zone koje se sastoji od različitih zemalja koje imaju svoje nacionalne valute, tempo rasta zaposlenosti u deficitarnim zemljama zavisi od spremnosti zemalja sa suficitom da podigne stopu inflacije, dok će u valutnoj zone koje se sastoji od više regiona sa jedinstvenom valutom nivo inflacije zavisi od spremnosti centralne vlasti da toleriše nezaposlenost u deficitarnim regionima. Dakle, ni jedna vrsta valutne zone ne može sprečiti inflaciju i nezaposlenost među članicama, ali to nije posledica vrste, nego oblasti pokrivanja, jer optimalna valutna zona nije svet.

U drugom primeru Mandal polazi od toga da postoji više od jedne valutne zone u svetu, što implicira fleksibilne devizne kurseve. Nadalje, on pretpostavlja da u svetu postoje dve zemlje – SAD i Kanada, te dva regiona – Istok i Zapad, čije se granice ne poklapaju sa nacionalnim granicama. Pri tome, Istok proizvodi automobile, a Zapad proizvode od drveta. Kako bi testirao argument u korist fleksibilnih deviznih kurseva, Mandel polazi od toga da američki dolar fluktuiru u odnosu na kanadski dolar i da je, na primer, došlo do rasta produktivnosti u automobilskoj industriji što je prouzrokovalo višak ponude automobila i višak tražnje za proizvodima od drveta. Neposredni uticaj promene tražnje je opet nezaposlenost na Istoku i inflatorni pritisci na Zapadu. Da bi ublažile nezaposlenost na Istoku centralne banke u obe zemlje moraju da povećaju ponudu novca, odnosno da smanje ponudu novca kako bi sprečile inflaciju na Zapadu. U međuvremenu, devizni kurs između SAD i Kanade će se promeniti kako bi se obezbedila ravnoteža u njihovim platnim bilansima. Otuda se nezaposlenost može ublažiti, ali samo na račun rasta inflacije ili se može sprečiti inflacija, ali samo na račun nezaposlenosti ili se, u trećoj varijanti, teret prilagođavanja može podeliti između Istoka i Zapada uz određenu nezaposlenost na Istoku i određeni rast inflacije na Zapadu. Dakle, nije moguće izbeći i nezaposlenost i inflaciju. U tom smislu, Mandal zaključuje da fleksibilni devizni kurs ne može korigovati stanje platnog bilansa između dva regiona (što je ključni problem), iako to može učiniti između dve zemlje.

3 U tom periodu još uvek verovalo u Filipsovu krivu, odnosno postojanje stabilnog, negativnog trade off-a između inflacije i nezaposlenosti.

Prethodni primer ne narušava argument u korist fleksibilnih deviznih kurseva, ali svakako narušava relevantnost argumenta u korist fleksibilnih deviznih kurseva nacionalnih valuta. To nas dovodi do trećeg primera, gdje Mandel „reorganizuje“ svet tako da istočni i zapadni dolar zamenjuju američki i kanadski. Ukoliko je devizni kurs između istočnog i zapadnog dolara fleksibilan, onda višak tražnje za proizvodima od drveta neće izazvati ni inflaciju ni nezaposlenost, jer će zapadni dolar apresirati u odnosu na istočni, čime će se postići platnobilansna ravnoteža. Dakle, argument u korist fleksibilnih deviznih kurseva je snažan u slučaju regionalnih, a ne nacionalnih valuta. Optimalna valutna zona je region.

U skladu sa prethodnim, postavlja se pitanje koje uslove treba da ispuni region da bi se smatrao optimalnom valutnom zonom. Mandal kroz svoj rad ističe tri kriterijuma za procenu optimalnosti. Prvi i ključni kriterijum koji navodi Mandal je unutrašnja mobilnost faktora proizvodnje, prvenstveno rada, pri čemu faktori nisu mobilni preko nacionalnih granica. Njegova suština je da visoka mobilnost faktora proizvodnje može da smanji potrebu za izmenama realnih cena faktora i nominalnog deviznog kursa kao odgovora na asimetrične šokove. Drugi kriterijum tiče se pretpostavke o fiksnim cenama i zaradama. Da su cene i zarade fleksibilne, onda bi bila manja verovatnoća da će tranzicija nakon prilagođavanja asimetričnom šoku tražnje biti povezana sa nezaposlenošću u jednom regionu i inflacijom u drugom. Još je Fridman (1953) utvrdio da kada bi cene bile fleksibilne kao devizni kursevi, postojala bi samo mala razlika između prilagođavanja koje je izvršeno promenama u deviznom kursu i odgovarajućim promenama u cenama. Međutim, on zaključuje da su cene u modernom svetu nefleksibilne, a posebno su rigidne naniže.⁴ Konačno, treći kriterijum jeste sinhronizovanost poslovnih ciklusa, odnosno odsustvo asimetričnih šokova unutar regiona. Uprkos daljem razvoju teorije kroz razvoj kriterijuma optimalnosti, Mandalovi kriterijumi i dalje izazivaju žučne debate, pre svega jer se neusklađenost privrednih struktura često navodi kao argumenti protiv Evropske monetarne unije.

Još jedna tema kojom se Mandel bavi u svom radu tiče se gornje granice za broj valuta i valutnih zona. Pri tome, on navodi tri argumenta u korist velikih valutnih zona. Prvo, funkcija novca kao mere vrednosti i obračunske jedinice se manje adekvatno ispunjavaju ako se cene uvoznih dobara izražavaju u stranoj valuti, a zatim se konvertuju u domaću. Slično, novac u ulozi prometnog sredstva je manje upotrebljiv ukoliko postoji veliki broj valuta (troškovi konverzije su uvek postoje, ali njihov iznos raste u uslovima fleksibilnih deviznih kurseva i nekonvertabilnosti). Drugo, veliki broj malih valutnih zona može rezultirati previše uskim stranim deviznim tržištem za neku valutu, što bi olakšalo špekulantima da utiču na tržišnu cenu date valute i onemogućiti vođenje monetarne politike. Treće, Mandel navodi da što je valutna zona manja, to udio uvezenih dobara i usluga u ukupnoj potrošnji zajednice (valutne zone) raste, usled čega slabi pretpostavka o „novčanoj iluziji“, odnosno pretpostavka da zajednica nije spremna da prihvati varijacije u svom realnom dohotku kroz prilagođavanje stopa nominalnih zarada i cena, ali je spremna prihvatiti varijacije u realnom dohotku kroz prilagođavanje deviznog kursa. Dakle, Mandel smatra da nije nerealan pretpostaviti postojanje određenog nivoa, ali je nerealan pretpostaviti postojanje ekstremnog nivoa „novčane iluzije“ u malim valutnim zonama.⁵

4 Friedman (1953), str. 165

5 Pogledati Mundell (1961), str. 657-665

Dalji doprinos razvoju teorije optimalne valutne zone dao je Ronald Mekinon u radu „*Optimum Currency Areas*“ (1963)⁶. Prema Mekinonu mogućnost ostvarivanja unutrašnje i spoljašnje ravnoteže i s tim u vezi utvrđivanje optimalne veličine oblasti jedinstvene valute zavisi od otvorenosti ekonomije, koju on definiše kao odnos dobara kojima se trguje i dobara kojima se ne trguje. Pri tome, pod dobrima kojima se trguje on podrazumeva dobra koja su predmet uvoza ili izvoza. Mekinon u osnovi tvrdi da što je ekonomija otvorenija postoji više argumenata za fiksni devizni kurs, dok je za zatvorene ekonomije pogodniji eksterni fleksibilni devizni kurs. To obrazlaže kroz dva primera. U prvom slučaju polazi od toga da su dobra podeljena na dobra kojima se trguje i dobra kojima se ne trguje na međunarodnom tržištu, te da dobra kojim se trguje imaju značajno učešće u ukupnoj domaćoj potrošnji, a da su cene dobara kojim se ne trguje u domaćoj valuti konstantne. Nadalje, Mekinon pretpostavlja da je došlo do negativnog trgovinskog šoka (praćenog depresijacijom valute) koji je rezultirao rastom domaćih cena dobara kojim se trguje u odnosu na dobra kojim se ne trguje, te shodno njihovom velikom učešću i do značajnog rasta indeksa opštih cena unutar date zemlje. Usled toga dalje dolazi do smanjenja potrošnje dobara kojim se trguje. Direktno smanjenje apsorpcije usled porasta cena dobara kojim se trguje može da bude praćeno i namernom monetarnom i fiskalnom kontrakcijom, ukoliko je nezaposlenost niska. U tom smislu Mekinon ističe da fluktuacije eksternog deviznog kursa, kao odgovor na promene u tražnji za uvozom ili izvozom, nisu kompatibilne sa ciljem stabilnosti unutrašnjih cena u veoma otvorenoj ekonomiji. Dodatno, takva politika nije uspešna u poboljšanju trgovinskog bilansa. Stoga Mekinon dalje navodi da je jedini način za poboljšanje bilansa spoljnje trgovine u slučaju, na primer, potpuno otvorene ekonomije, gde su sva dobra koja se proizvode i troše ujedno i dobra kojim se trguje, sa cenama određenim na međunarodnom tržištu, smanjivanje domaće potrošnje uz zadržavanje istog nivoa proizvodnje. To stoga, jer će promene deviznog kursa biti u potpunosti neutralisane posledicama trgovinskog šoka na unutrašnje cene i neće doći do unapređenja trgovinskog bilansa.

U drugom primeru Mekinon pretpostavlja da je u datom području proizvodnja dobara kojim se ne trguje značajno veća od proizvodnje dobara kojim se trguje. Ovdje će isti trgovinski šok (praćen depresijacijom valute) dovesti ponovo do rasta domaćih cena dobara kojima se trguje u odnosu na dobra kojima se ne trguje, ali će efekat na indeks opštih cena biti znatno manji nego u prvom primeru. U tom smislu, s obzirom da se radi o relativno zatvorenoj ekonomiji, optimalan valutni aranžman je da se omogući promena domaćih cena dobara kojima se trguje preko fluktuacija deviznog kursa, a da se fiksiraju domaće cene dobara kojima se ne trguje. Željeni efekat rasta relativnih cena dobara kojima se trguje jeste da se stimuliše proizvodnja dobara kojima se trguje u odnosu na dobra kojima se ne trguje i na taj način poboljša bilans spoljnje trgovine. Dakle, da sumiramo, prema Mekinonu kako se krećemo od zatvorenijih ka otvorenijim ekonomijama fleksibilni devizni kurs postaje manje efikasan u obezbeđivanju spoljašnje ravnoteže i više štetan za stabilnost unutrašnjih cena.

U narednom delu Mekinon nadograđuje kriterijum otvorenosti. Naime, ukoliko je data ekonomija mala i ima visok rasio dobara kojima se trguje u odnosu na dobra kojima se ne trguje, monetarne implikacije primene fleksibilnog deviznog kursa neće biti zadovoljavajuće. Alternativno bilo bi korisno da male ekonomije, koje u velikoj meri međusobno trguju, formiraju valutnu zonu, jer bi takva zona bila trgovinski zatvorenija od bilo kojeg njenog

sastavnog dela i shodno tome obezbedila veću zaštitu od efekata promene deviznog kursa na indeks domaćih cena. Osim toga članstvo u toj zoni bi unapredilo i kretanje kapitala i posledično olakšalo ekonomsku specijalizaciju i rast, jer je prema Mekinonu nemobilnost faktora između industrija bolna činjenica ekonomskog života, koju je potrebno što efikasnije prevazići. Dakle, mala (velika) geografska područja su verovatno relativno otvorena (zatvorena), tako i da veličina može biti determinanta optimalnog režima deviznog kursa.

Piteru Kenenu (1969)⁷ dugujemo dva kriterijuma teorije optimalne valutne zone. On je prvi ukazao da ekonomski suverenitet ima više dimenzija, a da su najvažnije monetarna i fiskalna politika, te da je stoga valutna zona optimalna samo ako se u njoj poklapaju oblasti delovanja monetarne i fiskalne politike. Ovo pre svega, jer fiskalna integracija između regiona valutne zone pomaže u postizanju unutrašnje ravnoteže. Naime, ukoliko dođe do asimetričnih šokova, pomoću fiskalnih transfera omogućuje se ublažavanje regionalnih razlika, kako u pogledu stope nezaposlenosti, tako i pogledu visine dohotka. Odsustvo fiskalne integracije se često pominje kao ključna prepreka uspešnom funkcionisanju Evropske monetarne unije.

U istom radu Kenen ističe i da savršena mobilnost rada nije najbolji kriterijum za određivanje granica optimalne valutne zone, prije svega jer je ona retko prisutna. Umesto tog, relevantniji kriterijum prema ovom autoru je diverzifikacija proizvodnje. To potvrđuje sledećim argumentima:

1. *Široko diverzifikovane nacionalne ekonomije neće morati da prolaze kroz promene odnosa razmene onoliko često kao monokulturne nacionalne ekonomije;*
2. *Ukoliko se diverzifikovana nacionalna ekonomija suoči sa padom tražnje za glavnim izvoznim dobrom, nezaposlenost neće rasti brzo kao u manje diverzifikovanim ekonomijama;*
3. *Veza između izvoza i investicija je slabija u diverzifikovanim nacionalnim ekonomijama, pa „uvezene“ varijacije domaće zaposlenosti, neće biti u velikoj meri pogoršane korespondirajućim varijacijama u kapitalnim investicijama.⁸*

Prvi argument Kenen objašnjava time da zemlja koja ima široko diverzifikovanu proizvodnju, imaće i diverzifikovan izvoz, čime se ublažavaju posledice šokova koji su specifični za bilo koji pojedinačni industrijski sektor. Naime, ukoliko su ti šokovi međusobno nezavisni, negativan šok u jednom industrijskom sektoru i pozitivan u drugom rezultiraće poništavanjem efekata na ukupni izvoz, što čini izvoz diverzifikovanih zemalja stabilnijim. Dakle, sa stanovišta spoljašnje ravnoteže, ekonomska diverzifikacija, a samim tim i diverzifikacija u izvozu, smanjuje potrebu za čestim promenama odnosa razmene, a stoga i za promenama deviznog kursa. Međutim, da bi se obezbedila i unutrašnja stabilnost, potrebno je da postoji i dovoljna faktorska mobilnost kako bi se apsorbovao neaktivan rad i kapital nastao usled asimetričnih šokova. Kada je u pitanju drugi argument, Kenen navodi da diverzifikacija proizvodnje uvek služi kao zaštita zaposlenosti od šokova prouzrokovanih promenom odnosa razmene ili tražnje za izvozom. Naime, u uslovima primene fiksnog deviznog kursa, diverzifikovane ekonomije, bile velike ili male, pretrpeće manji pad zapo-

7 Kenen (1969), str. 41-60

8 Isto, str. 48

slenosti, i to utoliko manji što je više radne snage angažovano u industrijama koje konkurišu uvozu. Ovaj argument ne važi samo u slučaju šokova koji su rezultat bržeg rasta zarada u odnosu na cene uvoza. U pogledu trećeg argumenta Kenan polazi od toga da rast tražnje za nekim izvoznim dobrom može da poveća investicije u toj izvoznoj industriji, kao i što pad tražnje za nekim drugim dobrom može da smanji investicije u drugoj izvoznoj industriji. Da li će se to desiti i u kojoj meri zavisi od kapitalne intenzivnosti domaćih industrijskih sektora, ali i očekivanja investitora u pogledu vremenskog trajanja asimetričnog šoka. Ipak, prema Kenanovom mišljenju diverzifikacija u izvozu, obezbeđujući zaštitu nacionalne ekonomije od eksternih šokova, pomaže u stabilizovanju kapitalnih investicija i smanjuje teret prilagođavanja putem domaće ekonomske politike. Na kraju, Kenan zaključuje da njegovi argumenti ne važe u slučaju kada je promena izvozne tražnje rezultat cikličnih fluktuacija, jer će tada biti pogođen ukupan izvoz, pa diverzifikacija neće moći sprečiti prelivanje krize iz inostranstva.

3. PREISPITIVANJE FUNDAMENTALNE TEORIJE OPTIMALNE VALUTNE ZONE

Pomenuta trijada autora kreirala je teoriju optimalne valutne zone kroz formulisanje kriterijuma optimalnosti kao uslova koje zemlje treba da ispune da bi formirale monetarnu uniju. Tokom 70-ih i 80-ih kao značajni novi kriterijum mogli bi se izdvojiti još homogenost političkih preferencija i finansijska integracija. Na primjer, Minc (1970) je tvrdio da je „*najvažniji, i možda jedini, preduslov za monetarnu integraciju postojanje političke volje*“.⁹ Naime, smatra se da određeni oblik koordinacije, centralizacije ili harmonizacije ekonomskih politika u zemljama članicama jedinstvene valutne zone može ublažiti platnobilansne probleme između njih i time smanjiti troškove nastale zbog rigidnosti deviznog kursa. U tom smislu, Haberler (1970) navodi da sličnost političkih stavova, a ne karakteristike ekonomije, obezbeđuju uslove za prosperitetnu valutnu zonu.¹⁰ Međutim, kriterijum homogenosti političkih preferencija uključuje različite elemente. Tako, Tover i Vilet (1970) ističu da je od primarnog značaja za uspešnu valutnu zonu, sa nesavršenim mehanizmom unutrašnjeg prilagođavanja, postojanje razumnog stepena slaganja stavova zemalja članica u pogledu inflacije i nezaposlenosti, te njihove mogućnosti da trguju između ova dva cilja. Prema ovim autorima, zemlja sa niskom tolerancijom prema nezaposlenosti je loš partner za zemlju sa niskom tolerancijom prema inflaciji i visokom stopom rasta produktivnosti.¹¹ Pod ovaj kriterijum bi se mogao podvesti i uslov sličnosti stopa inflacije, koji je posebno istakao Fleming (1971) u svom radu „*On Exchange Rate Unification*“. Prema ovom autoru, ukoliko su stope inflacije na približno istom nivou i stabilne tokom vremena, i odnosi razmene će ostati prilično stabilni. To će sa svoje strane, podstaći uravnoteženu trgovinsku razmenu i smanjiti potrebe za prilagođavanjem nominalnog deviznog kursa. Pri tome, okolnosti koje pomažu u ostvarivanju sličnih stopa inflacije su: sličnost nacionalnih ciljeva u pogledu zaposlenosti, sličnost u stopama rasta produktivnosti i sličnost u delovanju radničkih sindikata. Ipak, nije neophodno da sličnost postoji po svim pomenutim aspektima, jer na primer razlike u rastu produktivnosti između

9 Mintz (1970), str. 33

10 Pogledati Haberler (1970), str. 115-123

11 Tower and Willett (1970), str. 411

đu zemalja mogu biti kompenzovane političkom spremnošću da se toleriše viša stopa nezaposlenosti ili obazrivim sindikalnim delovanjem.¹²

Ingram (1969) je smatrao da su Mandel, Mekinon i Kenen u svojim modelima zanemari- rili novac, te da je za određivanje optimalne veličine valutne zone neophodno analizirati finansijske, a ne realne karakteristike ekonomije.¹³ U tom smislu, prema Ingramu, visok nivo integracije finansijskih tržišta zemalja članica, i to ne samo kratkoročnih nego i dugoročnih hartija od vrednosti, je kriterijum optimalnosti valutne zone. Naime, u uslo- vima primene jedinstvene valute, platnobilansna neravnoteža između zemalja može se finansirati putem finansijskih tržišta, bez potrebe za intervencijama od strane monetarnih vlasti. To stoga jer će zajednička valuta u kombinaciji sa potpunom slobodom kretanja kapitala dovesti do toga da će se hartije od vrednosti sličnog kvaliteta i ročnosti prodavati po istim cenama i donositi isti prinos u svim zemljama članicama. Tada će veoma male promene u strukturi kamatnih stopa u nekoj od zemalja podstaći ravnotežna kretanja kapitala preko nacionalnih granica. Ukratko, Ingram smatra da će u takvim uslovima ela- stičnost tražnje za međunarodno prihvatljivim hartijama od vrednosti biti veoma velika, čak blizu beskonačnoj elastičnosti. Takođe, ovaj autor tvrdi da ovakav način finansiranja deficita platnog bilansa nije ograničen samo na kratak rok. Ukoliko se pozajmljena sred- stva koriste za finansiranje produktivnih investicija, javnih ili privatnih, onda ona mogu dovesti do povećanja proizvodnog kapaciteta i bogatstva zemlje zajmoprimca. Otuda neka zemlja može biti neto zajmoprimac u veoma dugom periodu, a da se njen odnos duga prema BDP-u u isto vreme smanjuje.¹⁴ Zanimljivo je da je i Mandel (1973) jednom od svojih kasnijih radova pod nazivom „*Uncommon Arguments for Common Currencies*“ istakao sličan argument. Naime, on je tvrdio da zemlje koje dele zajedničku valutu mogu ublažiti efekte šokova objedinjavanjem rezervi i diverzifikacijom portfolija. Ovo stoga, jer u uslovima primene jedinstvene valute zemlja koja se suočava sa asimetričnim šokom može da podeli svoj gubitak sa zemljom trgovinskim partnerom, budući da svaka od njih poseduje potraživanja od one druge. Nasuprot tome, Mandel je tvrdio da fleksibilni devizni kurs onemogućava međunarodnu diverzifikaciju portfolija i da zemlja tada sama snosi troškove asimetričnih šokova.¹⁵ Međutim, ovaj kriterijum se često osporava, budući da se smatra načinom finansiranja, a ne prilagođavanja, neravnoteže u platnom bilansu.

Ipak, period od nekih 20 godina nakon formulisanja teorije optimalne valutne zone je više ostao poznat kao faza „preispitivanja“ njene validnosti, u kojoj je ova teorija bila uglav- nom predmet kritika. Lanji (1969) je među prvim osporavao značaj mobilnosti rada kao mehanizma međuregionalnog prilagođavanja u kratkom i srednjem roku. Pri tome ovaj autor smatra da je problem sa mobilnošću rada proizilazi iz interindustrijskih, a ne inter- regionalnih barijera. Kao glavne razloge niske mobilnosti radne snage između industrija bilo kog regiona ovaj autor navodi: rigidnost zarada, barijere koje postavljaju sindikati ili profesionalne organizacije, zatim to što nezaposleni kvalifikovani radnici mogu čekati godinama u nadi da će pronaći posao u struci, dok nekvalifikovani nezaposleni radnici opet možda nisu upoznati sa mogućnostima obuke. Stoga je mobilnost finansijskog kapi- tala glavna komponenta funkcionalnog mehanizma prilagođavanja u kratkom roku, dok u dugom roku, ako platnobilansne poteškoće nisu privremene, mobilnost rada ipak može

12 Fleming (1971), str. 476-477

13 Pogledati Ingram (1969), str. 95-100

14 Ingram (1973), str. 10-24

15 Mundell (1973), str. 115

da olakša prilagođavanje.¹⁶ Takođe, Grubel (1970) smatra da je Mundelova definicija regiona kao oblasti u okviru kojih postoji unutrašnja mobilnost faktora proizvodnje, a između kojih faktori nisu mobilni previše široka, što onemogućava čak i konceptualnu primenu modela na realne ekonomske probleme u svetu.¹⁷ Kritiku na značaj mobilnosti rada kao mehanizma prilagođavanja izneo je i Korden (1972), budući da prema njemu pretpostavka visoke mobilnosti rada nije realistična. Šta više, on navodi da je često mobilnost rada i između regiona jedne zemlje veoma niska. Međutim, čak i da je ova pretpostavka tačna, Korden smatra da treba imati u vidu da nije jedini cilj izbegavanje nezaposlenosti, nego takođe i da se izbegne prekomerno kretanje radne snage preko nacionalnih granica. Neuspeh da se izvrši prilagođavanje realnih zarada i time eventualno prisile nezaposleni da napuste zemlju, izaziva socijalne i ekonomske troškove selidbe za njih. Da su realne zarade snižene uz pomoć devalvacije (depresijacije), takođe bi došlo do migracije radne snage, ali svakako manjeg obima i pod manjim pritiskom. Troškovi prilagođavanja u tom slučaju bi bili raspodeljeni na celokupnu radnu snagu u zemlji, umesto da ih snosi samo višak radne snage (nezaposleni). Dakle, poenta Kordenovog izlaganja je da je mobilnost radne snage neadekvatna zamena za fleksibilnost deviznog kursa, iako smanjuje troškove monetarne unije.¹⁸ Korden je kritikovao i Mekinonov kriterijum otvorenosti, ističući da nedostaci tog kriterijuma proizilaze iz dve pretpostavke na kojima se zasniva - stabilnost cena u inostranstvu i da su šokovi ponude i tražnje mikroekonomske prirode i domaćeg porekla. U tom smislu on zaključuje da ukoliko su poremećaji mikro ili strukturne prirode i poreklom iz domaće ekonomije, onda Mekinonov kriterijum vredi. Tada će fiksni devizni kurs stabilizovati cene dobara kojima se trguje, ali uz trošak inflacije u zemlji sa suficitom i pada proizvodnje u zemlji sa deficitom. U tom smislu, što je ekonomija otvorenija važnije su stabilne cene za dobra kojim se trguje, i tada postoji više argumenata u prilog fiksnom deviznom kursu. Sa druge strane, ukoliko su poremećaji makroekonomske prirode i poreklom iz inostranstva (opšti nivo cena u inostranstvu varira, dok je u domaćoj ekonomiji relativno stabilniji), odgovarajuće varijacije deviznog kursa mogu izolovati domaću ekonomiju od nestabilnosti u inostranstvu i povećati likvidnost domaćeg novca. Ako varijacije deviznog kursa neutrališu inostrane promene cena, onda će se otkloniti i rizik u spoljnoj trgovini. Dakle, ovdje sada vredi obrnuto, jer što je domaća ekonomija otvorenija to je ova izolacija značajnija.¹⁹ Girš (1973) je sličnog shvatanja u pogledu Mandelovog kriterijuma. Pre svega on je istakao da je faktorska mobilnost funkcija vremena i u dugom roku veoma visoka, pa je stoga u dugom roku optimalna valutna zona celi svet, što je suprotno Mandelovom zaključku da optimalna valutna zona nije svet. Takođe, on smatra da migracije mogu biti odgovor na platnobilansne probleme, ali da treba razmotriti i druge alternative, prije svega devalvaciju, odnosno depresijaciju domaće valute. Kada se realne zarade snize, otvaraju se mogućnosti za zapošljavanje u okviru domaće privrede. Osim toga niži troškovi radne snage učiniće domaće investicione mogućnosti privlačnijim za inostrani kapital, posebno u izvoznim industrijama i industrijama koje konkurišu uvozu. Još jedna realna posledica depresijacije domaće valute, jeste da domaća preduzeća, hartije od vrednosti, kao i nekretnine postaju povoljnije za inostrane kupce. Dakle, prema ovom autoru migracija radne snage je najlošije rešenje za probleme platnog bilansa, budući da je ona verovatno ireverzibilna i dovodi do gubitka kapitala uloženog u infrastrukturu, kao i do depopulacije. Girš se nije složio ni sa Mekinonovim kriterijumom

16 Lanyi (1969), str. 18-21

17 Grubel (1970), str. 321

18 Corden (1972), str. 15-16

19 Isto, str. 17-19

da je za otvorene ekonomije pogodniji fiksni devizni kurs. On za to navodi dva razloga: prvo, otvorene ekonomije su više izložene cikličnim fluktuacijama i drugim poremećajima, pa im je potreban fleksibilni devizni kurs kao amortizer; drugo, zatvorene ekonomije u uslovima primene fiksnog deviznog kursa mogu efikasnije da se bore sa inflacijom uz pomoć monetarne politike, dok su otvorene ekonomije više zavisne od kretanja cena u inostranstvu, osim ako fleksibilnim deviznim kursom onemogućuje transmisiju. Kada je u pitanju Kenenov kriterijum diverzifikacije, ovaj autor navodi da je on u osnovi ispravan.²⁰

Išijama (1975) u radu „*The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey*“ kritikuje kriterijume i samu teoriju optimalne valutne zone. U pogledu faktorske mobilnosti, ovaj autor se slaže sa navedenim kritikama. Osim toga, Išijama ukazuje i na kontradiktornost kriterijuma, budući da se primenom kriterijuma diverzifikacije dolazi do zaključka koji je suprotan zaključku do koga se dolazi primenom kriterijuma otvorenosti. Naime, prema Mekinonu što je neka zemlja ima diverzifikovaniju proizvodnu strukturu, to je ona veća i ima manji inostrani sektor. Dakle, prema Mekinonu ta zemlja treba da primenjuje fleksibilni, a prema Kenenu fiksni devizni kurs. Različiti zaključci proizilaze iz različitih pretpostavki o izvoru neravnoteže bilansa plaćanja. Naime, Mekinon se bavio unutrašnjim šokovima, dok je Kenen bio zainteresovan za eksterne šokove koji utiču na izvoz proizvoda. Išijama je kritikovao i Ingramov kriterijum finansijske integracije ističući da tokovi kapitala mogu dovesti i do neravnoteže. Zatim da u svetu (tadašnjem) ne postoji veliki stok međunarodno prihvatljivih finansijskih sredstava, te da rezidenti zemalja sa suficitom u osnovi nisu spremni da vrše obimne pozajmice zemljama sa deficitom. Konkretno, u zaključku ovaj autor navodi da prema njegovom mišljenju tradicionalni pristup koristan, ali ne i sveobuhvatan i kao alternativu on predlaže sučeljavanje koristi i troškova od monetarne unifikacije. Međutim, prema njegovom mišljenju teorija optimalne valutne zone i u tom slučaju nije primenjiva na globalne monetarne probleme, nego samo na male regione. Dakle, Išijama na osnovu dotadašnjih istraživanja zaključuje da je „*teorija optimalne valutne zone primarno školska diskusija koja malo doprinosi praktičnim problemima vođenja politike deviznog kursa i monetarne reforme*“.²¹ Tover i Vilet (1976) su se u svojoj knjizi, takođe, razmatrali teoriju optimalne valutne zone ističući da joj nedostaje opšti okvir. Naime, oni navode da u literaturi ne postoji konsenzus u pogledu relativnog kvantitativnog značaja velikog broja kriterijuma, te ukazali na potrebu sprovođenja empirijskih istraživanja. Ovo otuda jer je na osnovu postojećih razmatranja moguće zaključiti da SAD ne treba da bude podeljena na manje valutne zone i da su „*banana države*“ suviše male za primenu fluktuirajućeg deviznog kursa, ali se ne može utvrditi koji je najbolji režim deviznog kursa za države srednje veličine kao što su Nemačka i Kanada.²² Nadalje, Robson (1987) ističe da je tradicionalni pristup teoriji optimalne valutne zone omogućava uvid u brojne izazove pri stvaranju monetarne unije, ali da joj se može uputiti i nekoliko primedbi. Pre svega neke od relevantnih karakteristika optimalne valutne zone je teško nedvosmisleno meriti. Drugo, očigledno je da ni jedna zemlja ne ispunjava sve zahtevane kriterijume ove teorije za idealnog člana monetarne unije. Treće, teorija optimalne valutne zone kao tradicionalni pristup monetarnoj integraciji ne posvećuje pažnju problemima vremenske konzistentnosti i kredibiliteta.²³

20 Giersch (1973), str. 191-194

21 Pogledati Išiyama (1975), str. 344-383

22 Tower and Willett (1976), str. 81-82

23 Robson (1987), str. 192

Tavlas (1994) u svom radu „*The theory of Monetary Integration*“ ističe da postoje tri glavna problema povezana sa pristupom kriterijuma. Prvo, kriterijumi koji se koriste za procenu optimalnosti ne bi trebali upućivati na različite pravce, kao što je to slučaj. Na primer, zemlja može biti otvorena za trgovinu (što upućuje na zajedničku valutu), ali u istovremeno može da postoji nizak nivo mobilnosti faktora između nje i susednih zemalja (zbog čega je poželjan fleksibilni devizni kurs). Tavlas je ovo nazvao problemom „neusklađenosti“. Drugo, različiti kriterijumi mogu voditi do nekonzistentnih rezultata. Kako bi to pokazao ovaj autor navodi već pomenuti primer. Naime, kriterijum otvorenosti sugerise da male i otvorene privrede treba da permanentno vežu svoj devizni kurs, ali kako su takve privrede obično i manje diverzifikovane, onda su sledeći taj kriterijum one bolji kandidati za fleksibilni devizni kurs. Treće, kriterijumi su međusobno zavisni što otežava njihovu procenu.²⁴ Stoga Tavlas, kao alternativu pristupu kriterijuma, predlaže pristup zasnovan na odmeravanju koristi i troškova od učešća u valutnoj zoni. Značajne koristi od formiranja valutne zone proističu iz povećanja korisnosti novca, kao što je to Mandel tvrdio, jer jedinstvena valuta koja cirkuliše na širem području efikasnije obavlja funkcije obračunske jedinice, mere vrednosti, platežnog sredstva, prometnog sredstva i zalihe vrednosti. Takođe, primena zajedničke valute eliminiše rizik od promene deviznog kursa unutar valutne zone što dovodi do ušteda u transakcionim troškovima (pre svega troškovima konverzije valuta) i troškovima hedžinga. Korespondirajuće otklanjanje nestabilnosti deviznih kurseva će dalje podstaći trgovinu i investicije širom valutne zone, te poboljšati alokaciju resursa. Koristi od monetarne integracije ogledaju se i u proširenju inostranog deviznog tržišta, smanjenju volatilnosti cena i mogućnosti špekulanata da utiču na cene, zatim eliminiše se potreba za rezervama kod transakcija unutar zone i uopšteno se smanjuje potreba za držanjem velikih međunarodnih rezervi zbog eliminisanja špekulativnog kretanja kapitala u valutnoj zoni. Značajnu korist predstavlja i snižavanje troškova finansijskog menadžmenta, jer dolazi do unapređenja efikasnosti procesa finansiranja (kako internog, tako i eksternog) u smislu povoljnijih aranžmana u pogledu rizika i rokova, što je opet rezultat integracije finansijskih tržišta. Kada su u pitanju troškovi monetarne integracije, rana literatura izdvaja dva glavna troška od pristupanja zemlje valutnoj zoni. Prvo, pošto je politika deviznog kursa prenet na nadnacionalnu centralnu banku, zemlje članice ne mogu koristiti ovaj instrument, koji može biti posebno koristan u slučaju šokova koji utiču na odnose razmene. Otuda opasnost da se u zemljama sa suficitom mogu pojačati inflatorni pritisci, dok u zemlja sa hroničnim deficitom može doći do produblivanja depresije i nezaposlenosti. Drugi trošak se odnosi na gubitak nezavisnosti monetarne politike, koji je posebno istican 70-ih godina, kada su mnogi ekonomisti verovali u stabilnu kratkoročnu Filipsovu krivu. Zbog toga su oni smatrali da prihvatanje zajedničke valute znači da zemlje neće moći koristiti monetarnu politiku za postizanje željene kombinacije inflacije i nezaposlenosti. Konačno, postoji zabrinutost i oko fiskalne politike, budući da nije u potpunosti jasno kakve će implikacije po tom pitanju imati članstvo u monetarnoj uniji.²⁵ Međutim, ovaj pristup u literaturi nije uspeo potisnuti pristup kriterijuma iz različitih razloga. Svakako jer je koristi i troškove od monetarne integracije teško statički vrednovati, budući da su neki jednokratni, a neki trajne prirode. Osim toga, raznovrsnost troškova i koristi, kao i činjenica da oni u zavisnosti od karakteristika ekonomije mogu imati različit značaj, uslovlila je da ih je teže materijalizovati i od samih kriterijuma.

24 Tavlas (1994), str. 213-214

25 Pogledati Tavlas (1993), str. 668-669 i Isiyama (1975), str. 361-369

Konačno, iako po vremenskom razdoblju ne pripada fazi preispitivanja ovdje ćemo pomenuti i knjigu Viploša i Boldvina (2009) „*The Economics of European Integration*“ u kojoj su ovi autori pokazali da pristup kriterijuma u određivanju granica optimalne valutne zone, uprkos brojnim kritikama, ima svoju logiku. U najjednostavnijem obliku, ona bi se mogla svesti na sledeće. Prvo pitanje je koliko je verovatno da će se asimetrični šokovi dovoljno često javljati i da će biti dovoljno jaki? Odgovor na ovo pitanje daju Mekinonov kriterijum prema kome devizni kurs ima ograničeno dejstvo kada su zemlje izrazito otvorene i Kenenov kriterijum prema kome se zemlje sa široko diverzifikovanom proizvodnjom i izvozom neće često suočavati sa asimetričnim šokovima. Ako ovi kriterijumi nisu ispunjeni mogu se pojaviti asimetrični šokovi, pa se postavlja sledeće pitanje, da li se valutna zona može sa njima izboriti? Sledeći Mandela, u odsustvu fleksibilnosti cena i zarada, mobilnost rada pomaže u ublažavanju asimetričnih šokova. Ukoliko između zemalja članica valutne zone ne postoji mobilnosti rada, asimetrični šokovi će prouzrokovati visoke troškove. Otuda proizilazi i naredno pitanje - da li se ti šokovi mogu kompenzovati na određeni način? To nas dovodi do političkih kriterijuma teorije optimalne valutne zone, budući da se kompenzacija može vršiti pomoću fiskalnih transfera, odnosno mehanizma podele rizika prema kome zemlja prima transfer kada je negativno pogođena, ali mora da pruži podršku drugim zemljama članicama valutne zone kada se one suoče sa asimetričnim šokovima. Ovdje je, prema mišljenju Viploša i Boldvina, od izuzetnog značaja i postojanje homogenosti političkih preferencija i osećaja solidarnosti širom valutne zone usled čega bi se troškovi kompenzovanja asimetričnih šokova prihvatili kao nužni.²⁶ Pristup kriterijuma u određivanju optimalne valutne zone podržao je i nobelovac Pol Krugman, ističući da je fundamentalna teorija relevantna i da su pojedini kriterijumi važniji nego što su originalno izgledali. Uz to ovaj autor smatra da je upravo ignorisanje osnovnih principa ova teorije uzrok krize Evropske monetarne unije.²⁷

4. ENDOGENA TEORIJA OPTIMALNE VALUTNE ZONE

Problemi tokom i nakon procesa evropske monetarne integracije ponovo su vratili teoriju optimalne valutne zone u centar interesovanja ekonomista. Može se reći da se tada razvija savremeni, uglavnom empirijski, pristup ovoj teoriji a sve u okviru rasprave o endogenim efektima monetarne integracije. Zapravo radi se o ispitivanju mogućnosti da se kriterijumi teorije optimalne valutne zone ispunjavaju *ex-post* umesto *ex-ante*. U osnovi ove hipoteze endogenosti jeste da stvaranje monetarne unije podstiče trgovinsku i finansijsku integraciju što će povratno, zajedno sa jedinstvenom monetarnom politikom, povećati sinhronizovanost poslovnih ciklusa zemalja članica i Evropsku monetarnu uniju približiti optimalnoj valutnoj zoni. Dakle, u odnosu na tradicionalnu, statičku teoriju optimalne valutne zone koja se fokusira na pitanje da li zemlje ispunjavaju uslove za formiranje monetarne unije, fokus nove teorije je na tome šta se događa u monetarnoj uniji, odnosno da li se i kojom brzinom zemlje koje su formirale monetarnu uniju kreću ka optimalnoj valutnoj zoni.

Rasprava o specijalizaciji/konvergenciji počinje još 1993. godine sa Krugmanovim radom „*Lessons of Massachusetts for EMU*“ u kome je on pošao od iskustva SAD kao starije

26 Baldwin and Wyplosz (2009), str. 345-347

27 Pogledati Krugman (2013), str. 439-448

monetarne unije i pokazao da će uklanjanje regulatornih barijera za stvaranje zajedničkog tržišta roba i usluga, koje je izvršeno 1992. godine, te formiranje Evropske monetarne unije koje se tih godina već odvijalo u skladu sa Delorovim planom, dovesti do veće specijalizacije regiona (zemalja) u Evropskoj uniji. On to dokazuje kroz dva primera. U prvom primeru integracija tržišta rezultira time da će bilo koje umanjeње transakcionih troškova, bilo u formi nižih transportnih troškova koje je Krugman stavio u prvi plan, ali i u formi razlika u porezima i regulativi, dovesti do toga da će geografska koncentracija postati atraktivnija za bilo koju individualnu firmu. U sledećem primeru, Krugman polazi od dva kontinenta, pri čemu na prvom kontinentu nacionalne vlade postavljaju barijere slobodnoj trgovini, što onemogućava geografsku koncentraciju industrija, dok na drugom kontinentu postoji jedinstvena vlada, koja tradicionalno zabranjuje postojanje prepreka u međuregionalnoj trgovini. Može se očekivati da će regionalne ekonomije na prvom kontinentu biti više diverzifikovane i imati sličniju strukturu nego na drugom. Krugman dalje navodi da se Evropa i SAD upravo uklapaju u prethodni opis. Usled toga regioni u SAD ostvaruju dobitke zbog veće efikasnosti po osnovu specijalizacije, ali pošto su manje diverzifikovani, češće su predmet asimetričnih tehnoloških šokova ili šokova tražnje. Dakle, veća integracija dovešće do veće regionalne koncentracije industrijskih aktivnosti, usled čega će zemlje članice Evropske unije postati osetljivije na asimetrične šokove, na koje one više neće moći da odgovore anticikličnom monetarnom politikom ili politikom deviznog kursa. Osim toga, u uslovima visoke faktorske mobilnosti, ti šokovi će imati permanentne efekte na proizvodnju, što će voditi ka slabljenju kapaciteta fiskalne politike. Na kraju Krugman ističe da će Evropska unija imati ozbiljnih problema ukoliko se počne suočavati sa američkim tipom regionalnih kriza, bez američkog fiskalnog federalizma.²⁸

Nasuprot ove hipoteze o specijalizaciji stoji endogena teorija optimalne valutne zone, čiji su začetnici Frankel i Rouz (1996, 1997). Oni su prvo na osnovu panela podataka o bilateralnoj trgovini i poslovnim ciklusima za 20 industrijskih zemalja u vremenskom periodu od 30 godina pokazali da su trgovinska integracija i sinhronizovanost poslovnih ciklusa povezani i endogeni procesi. S tim u vezi, ovi autori zaključuju da će nastavak trgovinske liberalizacije u Evropi dovesti do veće povezanosti poslovnih ciklusa evropskih zemalja. Šta više, Frankel i Rouz tvrde da za zemlju, koja se na osnovu istorijskih podataka smatra lošim kandidatom za članstvo u monetarnoj uniji, sam ulazak u uniju može predstavljati značajan podsticaj za ekspanziju trgovine (a time i koristi od monetarne integracije), što posledično može dovesti do veće korelisanosti poslovnih ciklusa. U tom smislu oni zaključuju da je verovatnije da će zemlja ispuniti kriterijume za pristupanje valutnoj zoni (konkretno Evropskoj monetarnoj uniji) *ex post* nego *ex ante*.²⁹

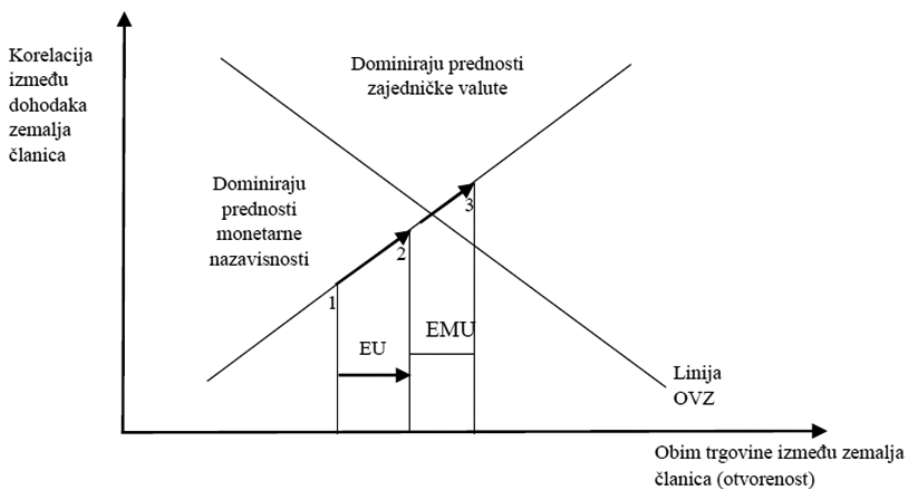
U svojim daljim radovima Frankel (1999) i Frankel i Rouz (2002) izdvajaju dva kriterijuma teorije optimalne valutne zone kao presudna za ostvarivanje neto koristi od formiranja monetarne unije: otvorenost ekonomije, tj. obim trgovine između partnerskih zemalja, i korelaciju između njihovih dohodaka. Dakle, za otvorene ekonomije ili ekonomije sa sličnim dohocima je korisno da primenjuju zajedničku valutu. To je predstavljeno na Grafikonu 1, gdje su opadajućom linijom optimalne valutne zone prikazane različite kombinacije otvorenosti i korelacije dohodaka. U području iznad te linije za zemlje partnere dominiraju prednosti od uvođenja zajedničke valute, dok u području ispod linije dominiraju nedostaci zajedničke valute. Naglasimo da, u jednostavnom modelu, korelacija

28 Pogledati Krugman (1993), str. 241-261

29 Pogledati Frankel and Rose (1996). i Frankel and Rose (1997), str. 753-760

njihovih dohodaka zavisi od marginalne sklonosti ka uvozu jedne zemlje iz druge. U tom kontekstu, ako grupa zemalja koja se inicijalno nalazi u tački 1 odluči da formira uniju kao što je Evropska unija, povećana trgovinska razmena i otuda veća korelacija dohodaka unutar unije postepeno će ih pomeriti udesno, ka tački 2. Dakle, prednosti zajedničke valute rastu, a troškovi opadaju, dok su zemlje bliže ispunjavanju kriterijuma optimalnosti nego ranije. Ukoliko se iste zemlje dalje odluče za formiranje valutne zone, kao što je Evropska monetarna unija, trgovinska razmena i povezanost dohodaka između njih će rasti još više dovodeći te zemlje iznad linije optimalne valutne zone, odnosno do tačke 3.³⁰ Ovakav stav Frankel i Rouz su empirijski potvrdili pomoću dvoetapnog pristupa i podatka o ekonomskim i geografskim varijablama za preko 200 zemalja. U prvoj etapi oni su utvrdili da formiranje monetarne unije utrostručuje trgovinu između zemalja članica. Pri tome, nema dokaza o preusmeravanju trgovine od zemalja koje nisu članice. Dalje, rezultati druge etape istraživanja su pokazali da svaki procenat porasta obima trgovine (kao procenat BDP-a) dovodi do povećanja *per capita* dohotka za bar jednu trećinu procenta u periodu od 20 godina, a verovatno i više u dugom roku. Šta više, dobijeni rezultati sugerišu da bi zemlje poput Poljske, koja polovinu svoje spoljne trgovine obavlja sa evrozonom, mogle povećati dohodak *per capita* za petinu pridruživanjem Evropskoj monetarnoj uniji. Konačno, ovi autori zaključuju da monetarna unija može da da značajan stimulans za poboljšanje trgovinske razmene, a time i ekonomskih performansi, ali da je bitno sa kim se ulazi u uniju. U tom smislu, oni nisu protiv kriterijuma optimalnosti koji su detaljno razrađivani u literaturi, ali smatraju da zajedničku valutu treba da dele zemlje koji su prirodni trgovinski partneri, po osnovu veličine, blizine i drugih veza.³¹

GRAFIKON 1. ENDOGENI EFEKTI MONETARNE INTEGRACIJE



Izvor: Frankel (1999), str. 40

30 Pogledati Frankel (1999), str. 28-31

31 Pogledati Frankel and Rose (2002), str. 437-466

Frankel (1999) je istakao da postoji paradoks u argumentu da viši nivo integracije dovodi do veće proizvodne specijalizacije zemalja i stoga ih čini lošijim kandidatima za članstvo u valutnoj zoni. On polazi od toga da ako određeni region ima dovoljno diverzifikovanu proizvodnu strukturu da prođe Krugmanov kriterijum za fiksiranje deviznog kursa u odnosu na susjedni region onda će veća i više diverzifikovana politička jedinica koja će nakon toga nastati taj kriterijum proći još uspješnije. Usled toga će i drugi okolni regioni hteti da se uključe u sistem neopozivo fiksnih deviznih kurseva. Proces će se nastaviti sve dok celi svet ne bude koristio istu valutu. Sa druge strane, ako određeni region nije dovoljno diverzifikovan da bi ispunio Krugmanov kriterijum, onda ga, sledeći logiku tog kriterijuma, treba podeliti na manje političke jedinice (na primer pokrajine) čije će valute fluktuirati međusobno. Međutim, te političke jedinice će imati još manje diverzifikovanu proizvodnu strukturu, pa će ih biti potrebno dalje deliti na još manje jedinice (na primer države). Proces diobe će se nastaviti sve dok se svet ne svede na nivo potpuno specijalizovanih jedinica. U tom kontekstu Frankel zaključuje, da iako se zemlje ne moraju voditi kriterijumom diverzifikacije prilikom izbora režima deviznog kursa, zabrinjavajuća je činjenica da ako one budu sledile taj „ispravni“ kriterijum rezultat će biti ili jedinstvena svetska valuta ili svet sa pet miliona valuta. Otuda on smatra da je optimalno da se svet sastoji od valutnih zona srednje veličine.³²

Ova rasprava podstakla je brojna empirijska istraživanja, koja su uglavnom davala različite rezultate. Jedan od prvih koji je kritikovao rad Frankela i Rouza bio je Kenen (2000). Naime, on je koristeći jednostavni kejnzijanski okvir pokazao da se korelacija između promene proizvodnje u dve zemlje ne mora nužno povećati zbog smanjenja asimetričnih šokova koji utiču na njih, a što je opet rezultat trgovinske integracije. Ta korelacija svakako zavisi i od tipa šoka, u konkretnom slučaju od egzogenih šokova. Stoga, Kenan smatra da rezultati Frankela i Rouza prije mogu odražavati efekte monetarne unije na transmisiju šokova, nego na njihovo poklapanje. U istom radu on se ponovo osvrće na teoriju optimalne valutne zone i ističe da ignorisanje načina na koji monetarna unija putem fiskalnih stabilizatora može da smanji efekte kumuliranja javnog duga (na primer transferom sredstava iz prosperitetnih u manje prosperitetne regione), dovodi do toga da ova teorija podcenjuje značaj kombinovanja monetarne unije i fiskalnog federalizma.³³ Sa druge strane, Fidrmuc (2001) je potvrdio hipotezu o endogenosti kriterijuma optimalnosti na primeru zemalja OECD-a u vremenskom periodu od 1990. do 1999. godine, ali je prema ovom autoru intraindustrijska, a ne bilateralna, trgovina izazvala konvergenciju poslovnih ciklusa, što ipak znači da argumentacija sledi Krugmana. Takođe, ovaj autor je ispitivao hipotezu Frankela i Rouza na primeru zemalja Centralne i Istočne Evrope i Evropske unije. Kao rezultat je dobio da visok nivo trgovine između Evropske unije i zemalja Centralne i Istočne Evrope predstavlja dobru osnovu za konvergenciju poslovnih ciklusa i stoga ispunjavanje kriterijuma teorije optimalne valutne zone u srednjem i dugom roku. Dakle, rezultati nisu potvrdili hipotezu da zemlje Centralne i Istočne Evrope trenutno čine optimalnu valutnu zonu sa Evropskom unijom, već da izgleda da će ispuniti kriterijume optimalnosti u istom stepenu kao i trenutne članice Evropske unije.³⁴

Nadalje, Flandro i Morel (2001) su na primeru Evrope sa kraja devetnaestog veka pokušali utvrditi uticaj monetarnih aranžmana na trgovinsku integraciju i korelaciju poslovnih

32 Frankel (1999), str. 32-33

33 Pogledati Kenen (2000)

34 Pogledati Fidrmuc (2001)



ciklusa. Uz pomoć gravitacionog modela sa jednačinama onu su utvrdili da monetarna integracija povećava trgovinu. Nakon toga su uz pomoć istog, ali proširenog modela došli do rezultata da stvaranje monetarne unije pospešuje korelaciju poslovnih ciklusa zbog značajnog efekta „tražnje“, koji prema njima nadilazi negativne efekte faktora „ponude“, kao što je to specijalizacija. U tom smislu, ovi autori izvode dva glavna zaključka. Prvo, da li će veća integracija, zbog veće specijalizacije, imati negativne posledice na poslovne cikluse zavisi od toga da li će kretanja koja su izazvana monetarnom koordinacijom kompenzovati efekte specijalizacije. Stoga je kreiranje integrisanog finansijskog sistema verovatno glavni korak koji grupa zemalja treba da napravi kako bi postala optimalna valutna zona. Drugo, uzimanje SAD ili Kanade kao „benčmarka“ za Evropsku monetarnu uniju je neadekvatno. Ovo stoga jer postoji značajna razlika između regiona unutar jedne države i nacionalnih država koje formiraju monetarnu uniju. Naime, eksterna ograničenja (kao efekat granice) u potpunosti nestaju između regiona jedne „države“, ali bi u određenoj meri mogla ostati u nacionalnim državama koje „samo“ formiraju monetarnu uniju. U drugom slučaju, upravo „umerena“ monetarna integracija između tih država može sprečiti da se specijalizacija ostvari u punom obimu.³⁵

Babetski (2004) je dobio donekle divergentne rezultate. Naime, on je prvo koristio metod vektorske autoregresije kako bi identifikovao šokove ponude i tražnje u zemljama Centralne i Istočne Evrope kao kandidatima za članstvo, Njemačkoj i Evropskoj uniji (15 zemalja), a zatim računao korelaciju šokova između pomenutih zemalja. Rezultati su pokazali da je došlo do konvergencije šokova potražnje zemalja Centralne i Istočne Evrope sa Njemačkom i Evropskom unijom, na nivou koji je bio uporediv sa tada već članicama Evropske unije kao što su Irska, Portugal i Španija, dok su šokovi ponude većinom asimetrični. Nakon toga, ovaj autor je konfrontirao procene o konvergenciji šokova ponude i tražnje sa pokazateljima trgovine i deviznih kurseva i utvrdio sledeće: prvo, intenziviranje trgovinske razmene dovodi do veće simetričnosti šokova tražnje, dok su rezultati za šokove ponude dvosmisleni; drugo, smanjenje volatilnosti deviznih kurseva ima pozitivan uticaj na konvergenciju šokova tražnje, dok je taj uticaj na šokove ponude nesignifikantan. U tom smislu Babetski zaključuje da se rezultati za šokove tražnje mogu tumačiti kao potvrda hipoteze endogenosti, ali da ukupni rezultati podržavaju Kenenovu tvrdnju da uticaj trgovinske integracije na smanjenje asimetričnih šokova zavisi od tipa šoka.³⁶

Boldvin (2006) ističe da su značajni endogeni efekti koje je utvrdio Rouz rezultat pogrešne statističke analize i da ih treba ignorisati. Naime, ovaj autor je utvrdio da je Evropska monetarna unija podstakla izvoz iz zemalja članica Evropske unije (koje nisu članice evrozona) u zemlje evrozona podjednako kao iz zemalja članica evrozona u druge zemlje članice evrozona. Najbolje procene su da povećanje izvoza iznosi 9% za zemlje članice evrozona i 7% za zemlje koje to nisu. U tom smislu, dobit od priključenja monetarnoj uniji je ograničena na razliku između ove dvije procene. Pri tome efekat povećanja trgovine varira između zemalja, dok je Španija izgleda najveći dobitnik, ovi efekti u Grčkoj su nula ili čak negativni. Sa druge strane, u zemljama koje se odluču za pridruživanje očekuje se povećanja uvoza za 9% iz zemalja članica evrozona i za 7% iz zemalja članica Evropske unije (koje nisu članice evrozona). Rezultat pomenutog je da će u novim zemljama članicama uvoz porasti više od izvoza, što je prema ovom autoru posledica odsustva preusmeravanja trgovine. Boldvin to dokazuje na sledeći način. Naime, rast trgovine nije

35 Pogledati Flandreau and Maurel (2001)

36 Pogledati Babetskii (2004)

rezultat smanjenja transakcionih troškova usled uvođenja zajedničke valute, jer bi u tom slučaju došlo do preusmeravanja trgovine i konvergencije kroz smanjenje jaza između cena dobara kojima se trguje u evrozoni, a ti efekti nisu zabeleženi. Umesto toga, ovaj autor je pokazao da je do povećanja trgovine došlo zbog uvođenja novih proizvoda, što objašnjava odsustvo konvergencije cena (budući da novi proizvodi podrazumevaju veći obim trgovine, čak i sa konstantnim cenama). U tom smislu, on tvrdi da je mehanizam koji je podstakao trgovinu novim proizvodima verovatno smanjenje fiksnih troškova uvođenja novog proizvoda na tržište evrozona. Taj mehanizam, koji je ekvivalentan unilateralnoj liberalizaciji tržišta proizvoda, bi mogao biti razlog odsustva preusmeravanja trgovine, jer dovodi do povećane profitabilnosti uvođenja novih proizvoda i za zemlje članice evrozona i za one koje to nisu. Konačno, Baldwin zaključuje da povećanje postojećih trgovinskih tokova za 10% ne može biti značajan kanal harmonizacije polovnih ciklusa, ali pri tome ne odbacuje značaj kanala kao što su integracija finansijskih tržišta i promene u procesu formiranja zarada.³⁷

Od novijih empirijskih radova izdvojimo još dva. Kristodolopolu (2014) je analizirao podatke o BDP-u jedanaest zemalja članica Evropske monetarne unije i jedanaest zemalja koje to nisu kako bi proverio da li je uvođenje evra povećalo sinhronizovanost poslovnih ciklusa između zemalja članica u odnosu na zemlje koje nisu članice. Njegovi rezultati su pokazali da nema robusnih dokaza da se prosečna korelacija između poslovnih ciklusa zemalja članica povećala u odnosu na prosečnu korelaciju između poslovnih ciklusa zemalja koje nisu usvojile evro 1999. godine. U tom smislu, ovaj autor zaključuje da ovi rezultati podržavaju Krugmanovu hipotezu da članstvo u monetarnoj uniji može podstaći specijalizaciju u proizvodnji.³⁸ Slično, Antonokakis i Tondl (2014) su proučavali efekte tržišne integracije i koordinacije ekonomskih politika na bilateralnu povezanost poslovnih ciklusa u zemljama Evropske unije u periodu od 1995. do 2012. godine. Pomoću modela simultanih jednačina panela dobili su sledeće rezultate: 1) trgovina i direktne strane investicije imaju izrazito pozitivan efekat na sinhronizovanost poslovnih ciklusa, posebno između postojećih i novih zemalja članica Evropske unije, 2) smanjenje dispariteta u dohocima u Evropskoj uniji doprinosi sinhronizovanosti poslovnih ciklusa, kako zemlje koje konvergiraju razvijaju jače trgovinske veze, 3) za sada nema dokaza da povećana specijalizacija dovodi do divergencije poslovnih ciklusa u Evropskoj uniji, 4) postoje čvrsti dokazi da je slaba fiskalna disciplina u zemljama članicama Evropske unije glavna prepreka većoj sinhronizovanosti poslovnih ciklusa, 5) isto važi i za fluktuacije deviznog kursa koje sprečavaju veću sinhronizovanost poslovnih ciklusa. Prema tome, budući da je sinhronizovanost poslovnih ciklusa osnovni preduslov za efikasnu valutnu zonu, Evropska unija mora da promoviše tržišnu integraciju i ojača zajedničke postavke ekonomske politike.³⁹

Dakle veliki broj sprovedenih istraživanja je davao oprečne rezultate. Ovo najčešće jer su se u okviru empirijskih studija o poslovnim ciklusima primenjivale brojne metode i tehnike istraživanja. Međutim, iako rezultati nisu usklađeni oni u osnovi omogućavaju izvođenje zaključaka o endogenoj teoriji optimalne valutne zone. Pre svega, neosporno je da monetarna integracija dovodi do čvršće povezanosti privrednih struktura zemalja, ali je jasno da endogeni efekti imaju svoja ograničenja. Oni mogu biti pomažući faktor u

37 Pogledati Baldwin (2006)

38 Pogledati Christodouloupoulou (2013), str. 177-222

39 Pogledati Antonakakis and Tondl (2014), str. 541-575

procesu formiranja monetarne unije, ali se ne smiju zanemariti postulati teorije optimalne valutne zone. Primer Evropske monetarne unije je pokazao sa su upravo nedostatak koordinacije u domenu fiskalne politike i problemi na tržištu rada glavni izvori asimetričnih šokova u zemljama članicama. Dakle, ako zemlje ne ispune određeni kritični nivo kriterijuma optimalne valutne zone *ex ante*, visoki *ex post* troškovi će ih prisiliti na to.

5. ZAKLJUČAK

Teorija optimalne valutne zone je inicijalno formulisana kroz definisanje kriterijuma koje zemlje treba da ispune da bi formirale jedinstvenu valutnu zonu. U tom smislu, osnova je postavljena od strane Mandela koji je kao kriterijum optimalnosti izdvojio faktorsku mobilnosti, Mekinona kome dugujemo kriterijum otvorenosti ekonomije, te Kenana koji je istakao kriterijume fiskalne integracije i diverzifikacije u proizvodnji i izvozu. Pored ovih autora ranu fazu razvoja teorije obeležili su i Minc, Tover i Vilet, kao i Fleming kojim dugujemo kriterijum homogenosti političkih preferencija, odnosno sličnosti u stopama inflacije, te Ingram koji je prvi razradio kriterijum finansijske integracije. Kroz razradu kriterijuma oni su pokazali da izbor režima deviznog kursa treba da zavisi od strukturnih karakteristika zemlje. Drugim riječima, fiksni i fleksibilni devizni kurs nisu podjednako primenjivi na sve ekonomije, jer izabrani režim deviznog kursa može značajno da utiče na njihove makroekonomske performanse. Međutim brojne kritike na ovakav pristup, poput onih da su kriterijumi često suprostavljeni, odnosno neusklađeni, da mogu dovesti do nekonzistentnih rezultata i da ih je teško nedvosmisleno i nezavisno kvantifikovati, su rezultirale time da je ova teorija tokom skoro petnaest godina imala potpuno periferno mjesto u literaturi koja se bavi međunarodnom monetarnom ekonomijom. Upravo zbog takvog stava u procesu planiranja monetarne integracije u Evropi pažnja je prvenstveno posvećena rešavanju problema nemogućeg trojstva prema kome na zajedničkom tržištu članice ne mogu istovremeno da imaju potpunu mobilnost kapitala, fiksne devizne kurseve i autonomiju monetarne politike, dok nije postojala spremnost za primenu teorije optimalne valutne zone za procenu troškova i koristi od formiranja monetarne unije.

U isto vreme ekonomisti su ponovo svoju pažnju usmerili na teoriju optimalne valutne zone, vršeći na određeni način reviziju njenih ključnih postulata sa stanovišta izmenjenih ekonomskih i političkih uslova u Evropi. Možda je tom ponovnom oživljavanju najviše doprineo nobelovac Pol Krugman (1993) koji je naveo da „*rasprava o optimalnoj valutnoj zoni treba da bude centralni dio međunarodne monetarne ekonomije*“, ističući posebno značaj kriterijuma diverzifikacije proizvodnje i izvoza, te mehanizma fiskalnih transfera. Takođe, napredak ekonometrije podstakao je i prva empirijska istraživanja o sinhronizovanosti evropskih poslovnih ciklusa, što je dalje omogućilo određenu sistematizaciju u okviru teorije optimalne valutne zone. Naime, sinhronizovanost poslovnih ciklusa se istakla kao „meta“ kriterijum ove teorije, dok su ostali kriterijumi klasifikovani u odnosu na to da li su usmereni na identifikovanje ekonomskih područja za koje je verovatno da neće biti pogođena asimetričnim šokom, smanjivanje uticaja asimetričnih šokova na to područje ili olakšavanje prilagođavanja nakon toga. Osim toga, ekonomisti koji su blagonaklono gledali na proces evropskog ekonomskog i monetarnog ujedinjenja počeli su da ispituju mogućnost da se kriterijumi optimalnosti ispunjavaju *ex post* umjesto *ex ante*, što je naposljetku dovelo do endogenog pristupa teoriji optimalne valutne zone. U

osnovi ovog endogenog pristupa jeste da formiranje monetarne unije podstiče trgovinsku i finansijsku integraciju, koje će povratno uticati na povećanje sinhronizovanosti poslovnih ciklusa zemalja članica i približiti ih optimalnoj valutnoj zoni. Endogeni pristup je dobio brojne potvrde, ali i kritike.

Sa druge strane, pojava problema koji su rezultat neusklađenosti struktura privreda zemalja članica konačno je skrenula pažnju evropskih političkih predstavnika na teoriju optimalne valutne zone. Ispostavilo se da strogi kriterijumi konvergencije i politička nezavisnost Evropske centralne banke nisu dovoljni za uspešno funkcionisanje monetarnog sistema u Evropi. Naravno, kao što se moglo očekivati, politika se priklonila endogenoj teoriji optimalne valutne zone. Ovo stoga jer je endogeni pristup blaža varijanta od tradicionalnog. U vezi sa tim, treba imati u vidu da iako se radi o savremenom pristupu, on nije nadogradnja tradicionalne teorije optimalne valutne zone. Prije bi se moglo reći da su ova dva pristupa donekle suprotstavljena. Dok fundamentalna teorija optimalne valutne zone ističe uslove koje zemlje treba da ispune prije formiranja monetarne unije, endogena teorija na određeni način predviđa da će se problem ispunjenosti kriterijuma rešiti sam od sebe. Ipak, to nije objektivno, jer iako je neosporno da monetarna, trgovinska i finansijska integracija pospešuju sinhronizovanost poslovnih ciklusa, potrebno je ispitati uticaj i drugih kriterijuma. Prije svega, novi pristup zanemaruje značaj harmonizacije fiskalnih politika zemalja članica valutne zone. To je utoliko važnije jer se na primeru Evropske monetarne unije pokazalo da divergentne fiskalne politike, u smislu nepoštovanja fiskalnih pravila o javnom dugu do 60% BDP i budžetskom deficitu do 3% BDP, mogu da dovedu do asimetričnih šokova. Stoga je potrebno i empirijski detaljno ispitati značaj ovog kriterijuma, iako je jasno da je bez nekog mehanizma fiskalnih transfera monetarna unija teško održiva. Međutim, to nužno ne mora značiti odricanje od nacionalnog fiskalnog suvereniteta. Nadalje, endogena teorija nedovoljno se bavi i kriterijumom mobilnosti i fleksibilnosti tržišta rada, uključujući tu i smanjivanje razlika u institucijama tržišta rada zemalja članica, a očigledno je da uklanjanje barijera slobodnom kretanju radne snage nije dovoljno kada se monetarna unija sastoji od nacionalnih država.

Konačno, zaključujemo da endogena teorija optimalne valutne zone u postojećem obliku ne može da opstane. Ona se mora nadograđivati, jer stvaranje funkcionalne valutne zone nikada neće biti potpuno endogen proces. Značajnu pomoć u tom smislu može pružiti primer Evropske monetarne unije, kao ireverzibilan projekat, jer daje priliku da se kroz praktična istraživanja, zahvaljujući unapređenom analitičkom instrumentariju, izvrši kvantifikovanje kriterijuma optimalnosti. Na taj način se može utvrditi koji su kriterijumi značajni i u kolikoj meri za sprečavanje pojave asimetričnih šokova u okviru valutne zone ili za svođenje troškova tih šokova na minimum, te koji je kritičan nivo ispunjenosti kriterijuma da bi monetarna integracija pored neminovne monetarne stabilnosti, obezbedila i razvojne efekte za sve zemlje članice.

LITERATURA

Antonakakis, N. and Tondl, G. (2014), "Does integration and economic policy coordination promote business cycle synchronization in the EU?" *Empirica*, Vol. 41, No. 3, Pp. 541-575

Babetskii, I. (2004), "EU Enlargement and Endogeneity of some OCA Criteria: Evidence from the CEECs", Czech National Bank, Prague, Working paper, No. 2/2004

Baldwin, R. (2006), *In or Out: Does It Matter? An Evidence-Based Analysis of the Euro's Trade Effects*, Centre for Economic Policy Research, London

Baldwin, R. and Wyplosz, C. (2009), *The Economics of European Integration (3rd edition)*, McGraw-Hill Education, Maidenhead

Corden, W. (1972), *Monetary Integration*, Princeton University Press, Princeton

Christodouloupoulou, S. (2013), "The effect of currency unions on business cycle correlations: the EMU case" *Empirica*, Vol. 41, No. 2, Pp. 177-222

Fidrmuc, J. (2001), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intraindustry Trade, and EMU Enlargement", LICOS Centre for Transition Economics, Leuven, Discussion Paper, No. 106/2001

Flandreau, M. and Maurel, M. (2001), *Monetary Union, Trade Integration, and Business Cycles in 19th Century Europe: Just Do It*, Centre for Economic Policy Research, London

Fleming, M. (1971), "On Exchange Rate Unification" *The Economic Journal*, Vol. 81, Pp. 467-488

Frankel, J. and Rose, A. (1996), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", National Bureau of Economic Research, Cambridge, Working paper, No. 5700, August 1996

Frankel, J. and Rose, A. (1997), "Is EMU more justifiable ex post than ex ante?" *European Economic Review*, Vol. 41, No. 3-5, Pp. 753-760

Frankel, J. (1999). "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Time", National Bureau of Economic Research, Cambridge, Working paper, No. 7338, September 1999

Frankel, J. and Rose, A. (2002), "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income" *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, Pp. 437-466

Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, University Of Chicago Press, Chicago and London

Giersch, H. (1973), "On the Desirable Degree of Flexibility of Exchange Rates" *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 109, No. 2, Pp. 191-213

Grubel, H. (1970), "The Theory of Optimum Currency Areas" *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 3, No. 2, Pp. 318-324

Haberler, G. (1970), „The International Monetary System: Some recent Developments and Discussions“, in Halm, G. (ed.) (1970), *Approaches to Greater Flexibility in Exchange Rates*, Princeton University Press, Princeton, Pp. 115-123

Ingram, J. (1969), „Comment: The Currency Area Problem“, in Mundell, R. and Swoboda, A. (eds.) (1969), *Monetary problems of the international economy*, University of Chicago Press, Chicago, Pp. 95-100

Ingram, J. (1973), *The Case for European Monetary Integration*, Princeton University Press, Princeton

Isiyama, Y. (1975), „The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey“ *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. 22, No. 2, Pp. 344-383

Kenen, P. (1969), „The theory of optimum currency areas: An eclectic view“, in Mundell, R. and Swoboda, A. (eds.) (1969), *Monetary problems of the international economy*, University of Chicago Press, Chicago, Pp. 41-60

Kenen, P. (2000), *Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates*, London School of Economics and Political Science, London

Krugman, P. (1993), „Six Skeptical Propositions about EMU“ *Greek Economic Review*, Vol. 15, No. 1, Pp. 93-104

Krugman, P. (1993), „Lessons of Massachusetts for EMU“, in Torres F. and Giavazzi F. (eds.) (1993), *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge, Pp. 241-261

Krugman, P. (2013), „Revenge of the Optimum Currency Area“ *NBER Macroeconomics Annual 2012*, Pp. 439-488

Lanyi, A. (1969), *The Case for Floating Exchange Rates Reconsidered*, Princeton University Press, Princeton

Mintz, N. (1970), *Monetary Union and Economic Integration*, New York University Press, New York

McKinnon, R. (1963), „Optimum Currency Areas“ *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4, Pp. 717-725

Mundell, R. (1961), „A Theory of Optimum Currency Areas“ *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, Pp. 657-665

Mundell, R. (1973), „Uncommon Arguments for Common Currencies“, in Johnson, H. and Swoboda, A. (eds.) (1973), *The Economics of Common Currencies*, Allen & Unwin, London, Pp. 114-132

Robson, P. (1987), *The Economics of International Integration*, Allen & Unwin, London



Tavlas, G. (1993), "The „New“ Theory of Optimum Currency Areas" *The World Economy*, Vol. 16, No. 6, Pp. 663-685

Tavlas, G. (1994), "The Theory of Monetary Integration" *Open economies review*, No. 5, Pp. 211-230

Tower, E. and Willett, T. (1970), "The Concept of Optimum Currency Areas and the Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rates", in Halm, G. (ed.) (1970), *Approaches to Greater Flexibility in Exchange Rates*, Princeton University Press, Princeton, Pp. 407-415

Tower, E. and Willett, T. (1976), *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility*, Princeton University Press, Princeton
