

REŠEVANJE EVRA?

Jože Mencinger

6

Februarja 1998 je bil v Gospodarskih Gibanjih objavljen članek TOLAR IN EVRO. Ukvarjal se je s tečajno ureditvijo in trgom tolarja v dolgem, kratkem in zelo kratkem razdobju ter s takrat nastajajočim evrom. V poglavju o evru so bili zbrani teoretični pogledi na optimalno denarno področje in evro ter izraženo mnenje, da je evro političen projekt brez trdnih ekonomskih temeljev. Zato bo slej ko prej zabredel v težave, saj se bodo z izgubo tečajnih politik na področju, ki ni optimalno denarno področje, gospodarske in socialne razlike med posameznimi deli EU povečale in ne zmanjšale. To bo ustvarjalo napetosti in posebno nam že iz Jugoslavije poznane obtožbe o vsesplošnem "izkoriščanju". Tam napisanemu ni kaj dodati, prvi del tega članka je zato kar dobesedno prepisan iz članka objavljenega pred trinajstimi leti.

Potem ko se trinajst let ni spodobilo dvomiti v evro, so ekonomski argumenti, ki so bili takrat povsem odrinjeni, postali relevantni. Vprašanja, ali je evro sploh mogoče rešiti in ali bodo stroški reševanja evra večji od koristi, sicer ostajajo nespodobna. Zaenkrat prevladuje prepričanje, da ga je mogoče rešiti s prenosom preostankov fiskalne politike z »republik« na »federacijo«. A vse poti k temu so nezanesljive in zaenkrat politično nesprejemljive. Enako kot pri evru pred dobrim desetletjem zdaj manjka razmislek o ceni in slabostih centralizacije fiskalnih politik članic. Še posebej, ker zgodovina in sedanost ekonomskega delovanja »evropske vlade« ne zagotavljata, da bo njeno ukrepanje dobro in da evro ni le nekakšno evropsko »bratstvo i jedinstvo«.

Ključne besede: evro, denarna unija, fiskalna unija

PRESERVING EURO?

Jože Mencinger

An article TOLAR AND EURO published in Gospodarska Gibanja in February 1998 dealt with the exchange rate system and the market for the Tolar in the long, short, and very short run and also with, at that time vivid discussions on newly appearing Euro. Theoretical views on the optimal currency area were discussed and an opinion was expressed that Euro is a political project without sound economic foundations. Thus, it will run into problems due to the loss of exchange rate policy in an area which is not optimal currency area.. In might therefore increase rather than decrease economic and social differences among member states which will create tensions and well known accusations of overall »exploitation«. Nothing needs to be added to these statements; the first part of the present article is thus a copy paste of the chapter in the article published thirteen years ago.

7

After thirteen years during which it has been indecent to doubt into Euro and its eternity, economic arguments are relevant again. The questions, whether Euro can be preserved and whether the costs of preserving it will be greater than the benefits, remain indecent. For the time being, Euro is to be rescued by the shift of fiscal policies from »republics« to the »federation«. However, the paths to centralization are vague and politically unacceptable. Similarly to the situation a decade ago, reflections on the price and weakness of the fiscal policy centralization are missing. Indeed, history and present handling of the crisis by »European government« do not guarantee that its policy will not be wrong and that Euro is not just an European »brotherhood and unity « symbol.

Key Words: euro, monetary union, fiscal union;

1. Pred trinajstimi leti

Pri razpravah o vključevanju v Evropsko denarno zvezo ne gre spregledati, da je evro predvsem političen projekt, za katerega je težko najti trdne ekonomske argumente. Kaže namreč, da Evropa, oziroma države, ki bodo sestavljale EMU, ne bodo izpolnjevale kriterijev za optimalno denarno področje.

Kriteriji, ki naj bi omogočali začrtati meje optimalnega denarnega področja, se razlikujejo. Tako Mundell (1961) meni, da je za oblikovanje denarnega področja odločilna visoka stopnja faktorske mobilnosti, kar naj bi tečajju zagotavljalo stabilizacijsko vlogo; razvrednotenje bi povečalo tuje povpraševanje in domačo produkcijo ter zmanjšalo brezposelnost. Uporaba tečaja za reševanje stabilizacijskih problemov naj bi zato govorila v prid velikemu številu denarnih področij. Ugovor takšnemu mnenju je, da se s krčenjem denarnega področja in povečevanjem njihovega števila zmanjšuje menjalna funkcija denarja, rastejo stroški menjav, nestabilnost valute pa se, ker majhno denarno področje implicira tudi majhen trg, zaradi špekulacij povečuje. McKinnon (1963) zanika pomen fleksibilnosti tečaja za stabiliziranje, če je delež produktov, ki so predmet mednarodne menjave, v skupni produkciji visok. V takšnem gospodarstvu naj bi se plače in stroški prilagajali spremembam tečaja, fleksibilen tečaj pa naj bi nestabilnost cen "tradables" prenašal še na "non-tradables". Obenem naj bi bila tečajna elastičnost povpraševanja v majhnem gospodarstvu zelo nizka; spremembe tečaja, potrebne za majhen učinek na gospodarsko aktivnost, bi morale biti mnogo večje kot v velikem gospodarstvu. Po Kenenu (1969) je za oblikovanje denarnega področja ključna nizka stopnja diverzifikacije produkcije; dežela, ki proizvaja veliko produktov, zato lahko uporablja sistem fiksnega tečaja. Če namreč gospodarstvo proizvaja mnogo produktov, jih tudi mnogo izvažajo; padec povpraševanja po kateremkoli med njimi ne povzroči prevelike brezposelnosti. Haberler (1970) in Fleming (1971) ugotavljata, da je za optimalno denarno področje ključna podobnost inflacije in da so plačilnobilančna neravnotežja posledica različnih stopenj inflacije. Pogoj za vezavo tečaja je torej podobnost gospodarskih politik.

Cost-benefit analiza, ki se je v razpravah o denarnem področju uveljavila po 1973. letu, je relevantna tudi za presojo delovanja Evropske denarne zveze. Analiza izhaja iz predpostavke, da je koristnost denarja določena s tem, kako dobro ali slabo opravlja menjalno, merilno in zakladno funkcijo. Valuta velikega denarnega področja naj bi dobro opravljala vse tri funkcije, kar naj bi govorilo v prid fiksnosti tečajev in seveda EMU. Vendar to drži le, če realno tečajno razmerje ostaja nespremenjeno. Če se spreminja, se prednosti fiksnega tečaja spremenijo v slabosti. Posledice za fiskalno politiko so nejasne, proračunski primanjkljaj more država financirati le z zadolževanjem v tujini (Johnson, 1971). Fleming (1971) poudarja, da bi zaradi nesimetričnosti prilagajanja v denarni zvezi dominiral partner z nizko stopnjo inflacije, kar bi povečalo brezposelnost pri drugem, Parkin (1972) pa trdi ravno nasprotno, to je, da se stopnje inflacije v odprtem gospodarstvu ne morejo mnogo razlikovati od stopenj inflacije v drugih gospodarstvih; preveliki stroški dela se pri fiksnem tečaju prenesejo v trgovinski primanjkljaj, kar zavre rast plač. Ishijama (1974) poudarja,

da bi manj razvito področje z vezanim tečajem zaradi nizke mobilnosti dela v primerjavi z mobilnostjo kapitala, ki ga privlači hitra rast produktivnosti, ostalo brez možnosti privabiti kapital, kar bi brezposelnost še povečalo.

Ne glede na pomisleke ekonomske narave, ki jih imajo mnogi evropski predvsem nemški ekonomisti, v uveljavitev Evropske denarne zveze v predvidenih rokih ne gre dvomiti. Vsi problemi tehnične narave (Bishop G., 1998) so oziroma bodo pravočasno razrešeni; kriteriji za vstop pa bodo prilagojeni političnim potrebam, ki 120 odstotkov javnega dolga v bruto domačem produktu in njegovo nekajletno zmanjševanje izenačijo kar s prej trdnimi 60 odstotki. Negotove so le gospodarske posledice in obstojnost sistema. Evropski denarni sistem namreč ne izpolnjuje kriterijev za optimalno denarno področje: homogenost držav, fleksibilnost cen in plač, mobilnost dela in kapitala, ter možnost fiskalnih transferjev. Koristi denarne zveze, ki naj bi izhajale iz znižanja transakcijskih stroškov, povečanje trgovinske menjave in učinkovitosti investicij ne odtehtajo stroškov denarne unije, ki ni optimalno denarno področje, predvsem povečanja brezposelnosti in njenih političnih posledic.

9

Izkustveni argumenti za ustvarjanje enotnega denarnega področja, kot so praktično delovanje denarne zveze med Nemčijo, državami Beneluksa in Avstrijo, denarna unija ZDA ali sklicevanje na razdobje zlatega standarda konec 19. in na začetku 20. stoletja so malo uporabni ali pa so vsaj enako uporabni kot protiargumenti.

V primeru denarne zveze med Nemčijo na eni strani ter Avstrijo in Beneluksom na drugi gre za “de facto” in ne “de iure” denarno zvezo med centralno državo in sateliti. Gospodarsko so države te zveze skoraj enako razvite, socialna homogenosti pa močno presega homogenost v Evropi.

Primerjanje Evropske denarne zveze z enotnim denarnim področjem ZDA je še manj upravičeno; mobilnost dela v ZDA je neprimerno višja kot je v Evropi, fiskalni prihodki in odhodki zvezne oblasti v ZDA so trikrat tolikšni kot so skupni prihodki in odhodki vseh držav (states) in lokalnih skupnosti skupaj, fiskalni transferji in drugi ukrepi za enakomernejši gospodarski razvoj, torej za hitrejši razvoj posameznih držav pa so prav tako veliki. V Evropi je drugače. Mobilnost dela je majhna, razlike v gospodarskih sistemih pa so kljub vsaj navidezni makroekonomski homogenizaciji, ki jo določajo mastrichtski kriteriji, velike. Fiskalni prihodki in odhodki centralne oblasti bodo slej ko prej ostali majhni, zaenkrat vsa sredstva, ki jih dobi “centralna oblast” dosegajo le tridesetino fiskalnih prihodkov in izdatkov držav, kar onemogoča fiskalne transfere za popravljanje nesimetričnih učinkov centralne denarne oblasti.

Sklicevanje na razdobje zlatega standarda konec 19. in v začetku 20. stoletja ni ne spodbudno in ne relevantno. Obdobje zlatega standarda na prelomu stoletja je bilo obdobje deflacije, mednarodna trgovina je slonela na inter-sektorski menjavi medtem ko zdajšnja na intra-sektorski, javna poraba takratnih držav je bila manj kot 10% GDP, zdajšnja pa je

malone petkrat višja.

Če ekonomskim pomislekom dodamo še politične, socialne, vrednostne, jezikovne in druge razlike med članicami EU, pa tudi zdajšnja razhajanja o ureditvi centralne banke in njene neodvisnosti, ali o trgu dela in načinih za zmanjševanje brezposelnosti, kaže, da koristnost in trajnost EMU ni zagotovljena. Z izgubo možnosti prilagajanja s tečajno politiko se bodo gospodarske in socialne razlike med posameznimi deli EU povečale in ne zmanjšale, kar bo ustvarjalo napetosti in posebno nam že iz Jugoslavije poznane obtožbe o vsesplošnem "izkoriščanju".

10

2. Kaj pa zdaj ?

Po trinajstih letih se je gledanje na evro spremenilo, takrat odrinjeni ekonomski argumenti, ki so kazali, da bo evro deloval le v dobrih ne pa tudi v slabih časih, so postali relevantni. Ne gre spregledati, da je še dve leti nazaj evro veljal za daleč najpomembnejšo pridobitev uspešne integracije. Celo ravnodušnost in pomanjkanje navdušenja nista bila spodobni; še manj spodobno je bilo dvomiti v njegovo večnost, čeprav je bilo očitno, da evro območje še dolgo ali pa nikdar ne bo izpolnjevalo kriterijev za optimalno denarno področje, in da bodo ekonomski, socialni in politični stroški z evrom v slabih časih večji od njegovih koristi. Evro je postal simbol - nekakšno evropsko »bratstvo i jedinstvo«; v evro območje so vstopale države, ki niso izpolnjevale sicer precej nesmiselnih kriterijev Pakta stabilnosti (Italija, Belgija), izstop ali izključitev posamezne članice sploh nista bila predvidena in še manj urejena.

A prišli so slabi časi. Obstoj evro območja oziroma denarne unije naj bi bil zdaj v veliki meri odvisen od fiskalne prihodnosti tako evro območja kot tudi EU. Kakšna naj bi bila nova fiskalna ureditev evro območja in EU, se ne ve; govorimo lahko le o bolj ali manj verjetnih scenarijih, ki naj bi določali usodo denarne unije, oziroma s katerimi naj bi reševali evro. Takšni možni scenariji (C. Fuest, 2011) so: (1) fiskalna unija; (2) Evropski denarni sklad, (3) povečanje fiskalne koordinacije in (4) fiskalna dezintegracija.

2.1. Fiskalna unija

Zdajšnja finančna kriza naj bi v veliki meri pritrdila mnenjem o nevzdržni istočasnosti denarne unije in različnih fiskalnih področij. Reševanje posamezne članice v težavah je namreč mogoče le z velikim prelivanjem denarja iz zaenkrat uspešnejših držav v države v težavah, česar pa se uspešnejše članice branijo. Pri tem sicer povsem pozabljajo, da so prav njihove banke aktivno sodelovale pri ustvarjanju krize, saj so ne le omogočale ampak celo pospeševale zanje donosno zadolževanje »grešnikov«. Alternativa »neodgovornim« vladam naj bi bila pretvorba evro območja ali EU v fiskalno unijo, v kateri ima »odgovorna« centralna

oblast lastne in predvsem mnogo večje dohodke, saj le to omogoča subvencioniranje manj uspešnih članic oziroma regij, centralni proračun pa postane avtomatični stabilizator in blažilec asimetričnih šokov povzročenih z denarno politiko. Obseg zdajšnjih prelivanj BDP prek različnih kohezijski skladov tega seveda ne omogoča. Potrebno bi bilo radikalno povečanje proračuna EU, uvedba evropskega davka in predvsem uvedba mehanizma za horizontalno fiskalno izenačevanje fiskalnih odhodkov, ki bi bil podoben sistemu, kakršnega imamo za subvencioniranje občin v Sloveniji ali kakršnega uporabljajo med deželami v Nemčiji¹.

Radikalno povečanje proračuna in evropski davek na njegovi prihodkovni strani sta zaenkrat precej utopična, še bolj utopičen pa je mehanizem za prerazdelitve in subvencioniranje na odhodkovni strani evropskega proračuna. Zahtevali bi spremembe zdajšnjih fiskalnih sistemov, odločitev o tem, katere (posredne ali neposredne) davke in kolikšen del teh davkov bi bilo treba prepustiti proračunu EU, oziroma pri katerih davkih bi prišlo do delitve davčnih prihodkov med »federacijo« in »regijo«. Samo sicer dobrodošel predvideni davek na finančne transakcije najbrž ne bi zadoščal. Posredni davki so iz več razlogov najbrž primernejši kandidat za prepustitev »federaciji« oziroma njeni participaciji na davčnih prihodkih. Šlo bi za ureditev, ki spominja na nekdanjo jugoslovansko, v kateri so bile carine prihodek federacije, prihodki iz prometnega davka pa so se delili med federacijo in republiko². Mnogo večje kot na prihodkovni strani proračuna bi bile zadrege na njegovi odhodkovni strani, saj bi šlo za določitev pravil, ki celo v nacionalno homogenih državah povzročajo napetosti.

Vsaj zaenkrat je zato fiskalna unija za večino članic evro območja ali EU, posebno razvitih, politično povsem nesprejemljiva; poglobljanje krize pa odpor do fiskalne unije in s tem do »izkoriščanja« le še krepi. Tudi za mnogo manj radikalno opcijo fiskalnega sodelovanja, uvedbo evro obveznic, za plačilo katerih bi jamčile vse članice evro območja, ni veliko politične volje; odločilni državi Nemčija in Francija jo zaenkrat zavračata. Evro obveznica bi namreč znižala obrestno mero za zelo zadolžene članice evro območja, obenem pa bi jo dvignila za manj zadolžene in uspešnejše. Slednje takšni solidarnosti nasprotujejo, čeprav bi bilo znižanje obrestnih mer za države v težavah najbrž precej večje od njihovega povišanja za uspešne. Nasprotovanje evro obveznicam je zato najbrž manj vezano na morebitne višje obrestne mere; bolj se bojijo solidarnosti pri poplačilu dolgov.

¹ Izračuni napravljeni na nemškem modelu izenačevanja davčnih dohodkov v različnih nemških deželah (K.A.Konrad in H. Zschapitz, 2011) kažejo na obseg transferjev, ki je politično nesprejemljiv

² V ZDA je sistem drugačen, zvezni davki so predvsem neposredni, davki posameznih držav pa posredni.

2.1. Evropski denarni sklad

Evropski denarni sklad (EDS), ki bi bil podoben Mednarodnemu denarnemu skladu (MDS), naj bi pomagal premagovati finančne, predvsem likvidnostne, težave držav v težavah znotraj denarne unije. Te naj bi bile zaradi izgube tečajne politike bolj ranljive od tistih s svojo valuto. S pomočjo EDS bi reševali tudi finančne krize, ki se pojavijo, čeprav države niso insolventne, saj privatni investitorji tudi pri manj zadolženi državi lahko »ocenijo« (»ocena« je odvisna od ocen njihovih morebitnih zaslužkov s špekulacijami), da ne bo sposobna odplačati dolgov, in pri zelo zadolženi, da jih bo. Dostop in pogoji do finančnih sredstev EDS ne bi bili odvisni od pričakovanj in »ocen« privatnih investitorjev, ampak od ocen EDS, ki bi mogel uporabiti svoja merila. Istočasno pa bi EDS, podobno kot MDS, z nekakšnimi »stand by« krediti prisilil posojilojemalke v ekonomsko politiko, ki bi jo diktiral.

12

Vprašanj, ki bi se ob tem pojavila, je kar nekaj. Odločitve EDS o možnostih posamezne kreditojemalke, da popravi finančno stabilnost, o njenih obveznostih, ali ocene o tem, ali obveznosti izpolnjuje ali ne, bi bile nedvomno politične. Odvisne bi bile od presoje škode, ki bi jo povzročila njihova nesposobnost, da vračajo posojilo, in od presoje njegovih socialnih in političnih posledic. Kako bi EDS ukrepal, če njegovi »stand by« nasveti ne bi delovali in/ali pa bi posojilojemalka prav zaradi njih tonila v še večje socialne in politične težave, ostaja nejasno.

2.3. Povečanje fiskalne koordinacije z decentralizirano fiskalno politiko

Pri tej alternativni se centralizirana denarna in decentralizirana fiskalna politika ne izključujeta, če je slednja učinkovito koordinirana. Na tej ideji je delno temeljil tudi Pakt stabilnosti in rasti, vendar je bila koordinacija fiskalnih politik šibka, njihova implementacija pa prepuščena članicam. Po predlogih o večji koordinaciji fiskalnih politik, ki so precej blizu dejanskim dogajanjem, tudi zdajšnjemu nemško francoskemu predlogu o »ekonomski« vladi EU, je koordinacijo treba okrepiti in predvsem zagotoviti njeno implementacijo.

Vendar tudi fiskalna koordinacija postavlja vrsto vprašanj. Ideja temelji na predpostavki, da je fiskalna politika, ki jo določijo močnejši, prava in splošno uporabna ne glede na velike razlike v stopnji razvitosti članic, različne strukture njihovih gospodarstev in različna dejanska gospodarska stanja. Vsaj izkustveno nimamo razloga verjeti, da je koordinirana fiskalna politika, kakršno vsiljuje EU, boljša od manj koordiniranih oziroma povsem nekoordiniranih fiskalnih politik. Za pomisleke proti povečani fiskalni koordinaciji zadošča že zdajšnje delovanje Evropske komisije oziroma siljenje članic v splošno prezgodnjo konsolidacijo javnega dolga ne glede na njegovo višino in značilnosti. Poloma obeh lizbonskih strategij dvome v sposobnost »evropske vlade« oziroma Evropske komisije in zato tudi v njene večje pristojnosti le še okrepi. Poleg tega ne gre spregledati, da

poenotenje gospodarskih politik držav samodejno sinhronizira in s tem tudi povečuje nihanja gospodarske aktivnosti, ki bi jih raznolike politike zmanjševale.

Drugi problem tega pristopa je implementacija formalno usklajenih fiskalnih politik. Kako zagotoviti, da bodo članice spoštovale, kar so se voditelji dogovorili na »delovnih« večerjih, saj ne gre prezreti, da je bil mehanizem avtomatičnega sankcioniranja za odstopa od usmeritev zavržen. Kako torej prisiliti članice k spoštovanju dogovorjene politike ali ostrejših a nerealističnih pravil v reformiranem Paktu stabilnosti in rasti oziroma pravil Evro Plus Pakta, ki širi področja koordinacije in nadzora še na druga področja brez eksplicitnega nadzornega mehanizma? Izkušnje Irske tudi kažejo, da izpolnitev fiskalnih zahtev ne zagotavlja, da članica ne bo doživela finančnega zloma; dotlej zgledno finančno stanje je jamstvo države za obveznosti bank irski proračunski primanjkljaj v letu 2009 dvignilo na kar 32 odstotkov BDP.

13

2.4. Fiskalna dezintegracija

Po četrtem scenariju naj bi fiskalna politika v celoti ostala v pristojnosti posameznih članic evro območja, te pa bi se odrekle prejemati pa tudi dajati pomoč pri razreševanju finančnih problemov. Ta pristop odraža prepričanje, da denarna unija lahko deluje, če se članice vnaprej odredejo solidarnosti oziroma medsebojni finančni pomoči. Članice evro območja seveda niso preprečile bankrota Grčije, da bi reševale Grke, ampak, ker so ocenile (ali pa so jih v takšne »ocene« prisilili), da bi bila z njenim bankrotom evru (dejansko nemškimi in francoskimi bankami torej Nemčiji in Franciji) povzročena škoda višja od stroškov »reševanja«. Posebno, če se stroški razpršijo tudi na tiste, ki z zadolževanjem niso imeli nič opraviti; edina članica evro območja, ki se je vsaj v prvi fazi odrekla »reševanju« Grčije, je bila Slovaška; pri nas je prevladalo prepričanje, da je »tvoj dolg tudi moj dolg«. »Reševanje« je predvsem bistveno zmanjšalo tveganje privatnih posojilodajalcev, saj jim je bilo bolj ali manj jasno, da bodo njihove slabe kredite prevzele članice evro skupine.

Na kratko. Fiskalna unija s proračunom, ki omogoča prerazdelitve potrebne za delovanje »federacije«, je za zdaj utopična; prizadevanja zanjo bodo vodila k razpadanju ne pa h krepitvi EU. Evropski denarni sklad (EDS) rešuje nekaj problemov posameznih članic v krizi, a očitno gre za »reševanje« z novo institucijo; njeno delo, posredno in z drugimi instrumenti, opravlja že ECB. Pri povečani fiskalni koordinaciji in evropsko ekonomsko vlado gre za običajno »reševanje« oziroma izogibanje problemom, ki pa se jih žal ne da rešiti s foto termini in na »delovnih« večerjih. Dejanska koordinacija bi bila nekakšen »by-pass« fiskalni uniji; podobno kot fiskalna unija tudi fiskalna koordinacija postavlja več vprašanj kot daje odgovorov. Strategija, ki jo je pred desetletjem oblikovala Evropska komisija, je vsaj sokriva za finančno krizo v EU, zdajšnja vsiljena hitra konsolidacija javnih financ pa krizo še pogloblja. Že zato ne gre verjeti, da bi bila koordinirana fiskalna politika boljše od nekoordinirane. Še najboljše rešitev ponuja četrti scenarij; gre za rahljanje vezi,

kar ohranja temelje EU in s tem njeno preživetje. Bo za takšen razmislek treba trinajst let, kot pri evru? A vsaj zaenkrat je, upajmo, vprašanje »Ali bomo spet rabili tolar?« le retorično.

Uporabljena literatura

14

- Aghevli, B.B. et al (1991): »Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues«, **IMF Occasional Paper** 78, marec 1991;
- Bishop G., Peres, J., van Tayll, S.: (1996) **User Guide to the Euro**, Salomon Brothers;
- Bole, V. (2009): »Kje dopolniti ekonomsko politiko za težje čase«, **Gospodarska gibanja**, 411, februar 2009, 6-13;
- Fleming, J.M.(1971): On Exchange Rate Unification, **Economic Journal**, 81, 467-488;
- Fuest, C. (2011): »Will the Reform of the Institutional Framework Restore Fiscal Stability in the Eurozone?«, **CESifo FORUM**, 34-39;
- Haberler, G.(1970): »The International Monetary System: Some Recent Developments and Discussions, v Halm, G.N: **Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates**, Princeton University Press, 115-123;
- Konrad K.A. in Zschapitz, H. (2011): »The Future of the Eurozone«, **CESifo FORUM**, 46-49;
- IMF (1991): **Exchange Arrangements and Exchange Restrictions**, Annual Report 1991;
- Ishijama, Y.(1975): *The Theory of Optimum Currency Areas*, **IMF Staff Papers**, 344-383;
- Kenen, P.B. (1969) *The Theory of Optimum Currency Areas*, v Mundell. R.A. **Monetary Problems of the International Economy**, University of Chicago Press, 41-60;
- McKinnon, R.I.(1963): *Optimum Currency Areas*, **AER**, 53, 712-725;
- Mencinger, J. (1998): »Tolar in evro«, **Gospodarska gibanja**, 291, februar 1998, 25-40;
- Mencinger, J. (2005): »Leporečja lizbonske strategije in Slovenija« **Gospodarska gibanja**, 367, februar 2005, 23-39;
- Moutot, P. (1997) *Monetary Policy in European Monetary Union: Instruments, Strategy and Transmission Mechanisms*, **Monetary Policy in Transition**, Oesterreichische Nationalbank, 1/1997, 82-103;
- Mundell, R.A. (1961): *A Theory of Optimum Currency Areas*, **AER**, 51, 657-665;
- Parkin, M. (1972): *An Overwhelming Case for European Monetary Union*, **Banker**, 122, 1139-42;