

Jan Gąska i Stefan Kawalec

Syndrom długotrwałej utraty konkurencyjności

Ryzyko, które powinno powstrzymać Polskę przed przyjęciem euro

Prezentacja na konferencję

„Euro a sprawa polska”

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Instytut Finansów

Warszawa, 16 kwietnia 2018

Lista slajdów

| | |
|---|----------|
| Kluczowe tezy | 3 |
| Co rozumiemy przez konkurencyjność międzynarodową gospodarki? | 4 |
| Gdy gospodarka utraci konkurencyjność międzynarodową konieczne jest obniżenie płac w relacji do partnerów handlowych | 5 |
| Oslabienie waluty i polityka deflacyjna – dwa alternatywne mechanizmy obniżania płac w relacji do partnerów handlowych | 6 |
| Polityka deflacyjna vs. dewaluacja w okresie Wielkiego Kryzysu | 7 |
| Najpoważniejszym skutkiem braku konkurencyjności międzynarodowej jest niemożność wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego | 8 |
| Przypadek krajów południa strefy euro (1) | 9 |
| Przypadek krajów południa strefy euro (2) Kontrybucja głównych komponentów PKB | 10 |
| Przypadek krajów południa strefy euro (3) Poprawa bilansu handlowego kosztem stłumienia popytu wewnętrznego i spadku PKB | 11 |
| Istota syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności międzynarodowej – gdy obniżenie PKB staje się problemem strukturalnym | 12 |
| Skala strat gospodarki w przypadku syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności | 13 |
| Prawdopodobieństwo wystąpienia syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności (1) | 14 |
| Prawdopodobieństwo wystąpienia syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności (2) | 15 |
| Raporty NBP z 2004 i 2009 r. na temat kosztów i korzyści euro nie uwzględniają ryzyka syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności | 16 |
| Warto uchronić kraj przed ryzykiem syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności | 17 |
| Konkluzja | 18 |
| Bibliografia (1) | 19 |
| Bibliografia (2) | 20 |
| Kontakt | 21 |

Kluczowe tezy

- Szacunki potencjalnych kosztów i korzyści Polski z przynależności do strefy euro zawarte w raportach NBP z 2004 i 2009 roku nie odpowiadają aktualnemu stanowi wiedzy i wymagają weryfikacji.
- W ramach takiej weryfikacji trzeba m.in. uwzględnić ryzyko wystąpienia **syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności międzynarodowej**.
- Określamy tak sytuację, gdy w wyniku braku możliwości dostosowania kursu walutowego, kraj zmuszony jest prowadzić politykę deflacyjną, przez co **obniżenie PKB traci charakter cykliczny i staje się zjawiskiem strukturalnym, a gospodarka stabilizuje się na poziomie znacznie poniżej potencjału**.
- Uwzględnienie tego typu ryzyka zasadniczo zmienia bilans kosztów i korzyści przyjęcia euro i może spowodować, że wejście do strefy euro przestaje być racjonalne.

Co rozumiemy przez konkurencyjność międzynarodową gospodarki?

- Pojęcie używane w różnych znaczeniach.
- Nasza definicja: „**zdolność danej gospodarki do wykorzystania posiadanego zasobu pracy, w warunkach otwartego handlu międzynarodowego**” (por. Kawalec i Pytlarczyk, 2016, s. 45-47).
- Konkurencyjności międzynarodowej nie należy mylić ani utożsamiać z produktywnością (wydajnością pracy).
 - Np. kraje południa strefy euro, takie jak Włochy czy Hiszpania, mają wyższą wydajność pracy niż Polska, lecz ich konkurencyjność międzynarodowa jest niższa.
- Konkurencyjność międzynarodowa kraju zależy od relacji między wydajnością pracy a poziomem płac w sektorze wytwarzającym dobra podlegające wymianie międzynarodowej.

Gdy gospodarka utraci konkurencyjność międzynarodową konieczne jest obniżenie płac w relacji do partnerów handlowych

- Gdy gospodarka utraci konkurencyjność międzynarodową, może ją teoretycznie odzyskać bądź poprzez wzrost wydajności pracy, bądź poprzez zmniejszenie płac w relacji do partnerów handlowych.
- Głównym źródłem wzrostu wydajności pracy są inwestycje firm tworzących nowe miejsca pracy lub modernizujących aparat produkcyjny, a w niekonkurencyjnej gospodarce o takie inwestycje trudno.
- Dlatego, w praktyce, jeśli gospodarka jest niekonkurencyjna, to trzeba najpierw obniżyć płace w relacji do płac u partnerów handlowych. Dopiero wtedy pojawić się mogą inwestycje, które skutkować będą wzrostem PKB, wydajności pracy i wzrostem płac.

Oslabienie waluty i polityka deflacyjna – dwa alternatywne mechanizmy obniżania płac w relacji do partnerów handlowych

- Istnieją teoretycznie dwie metody obniżki płac w relacji do partnerów handlowych:
 - 1) osłabienie waluty,
 - 2) deflacja, czyli obniżenie krajowych cen i płac.
- Oslabienie waluty automatycznie obniża płace krajowe w relacji do płac partnerów handlowych. Poprawa konkurencyjności w wyniku osłabienia waluty nie musi być trwała. Jednakże, przy odpowiednio restrykcyjnej polityce makroekonomicznej, osłabienie waluty może trwale poprawić konkurencyjność gospodarki i trwale wprowadzić ją na ścieżkę wzrostu.
- Deflacja może wystąpić w wyniku silnego ograniczenia popytu wewnętrznego wskutek zacieśnienia fiskalnego, restrykcyjnej polityki monetarnej lub ograniczenia dopływu netto kapitału zagranicznego.
- Od kilkudziesięciu lat ekonomiści zauważają jednak, że płace nominalne są nieelastyczne w dół. Gdy spada popyt, firmy zamiast obniżyć płace, obniżają zatrudnienie, przez co spada produkcja i pogłębia się spadek PKB.
- Polityka deflacyjna okazuje się nieskuteczna w przywracaniu konkurencyjności.

Polityka deflacyjna vs. dewaluacja w okresie Wielkiego Kryzysu

- Kraje, które w okresie Wielkiego Kryzysu lat 30. XX wieku utrzymywały walutę w systemie standardu złota, były w analogicznej sytuacji jak kraje, które należą do strefy euro i mają problemy z konkurencyjnością. W obu przypadkach kraje skazane są na prowadzenie polityki deflacyjnej – nazywanej obecnie „polityką wewnętrzną dewaluacji” (por. Kawalec i Pytlarczyk, 2016).

Polityka deflacyjna vs. dewaluacja w okresie Wielkiego Kryzysu

| | Skład grupy | Liczba krajów | Średnia wartość indeksu produkcji przemysłowej w 1936 r. (1929=100) |
|---|--|----------------------|--|
| Kraje, których waluty zostały dewaluowane | Brazylia, Chile, Dania, Finlandia, Gwatemala, Kolumbia, Kostaryka, Meksyk, Nikaragua, Norwegia, Nowa Zelandia, Salwador, Stany Zjednoczone, Szwecja, Wielka Brytania | 15 | 127,5 |
| Kraje „złotego bloku” – (utrzymujące wymienialność na złoto, przy niezmiennym parytecie), prowadzące politykę deflacyjną | Belgia, Francja, Holandia, Polska, Szwajcaria | 5 | 86 |
| Różnica | | | 41,5 |

Źródło: Na podstawie danych zebranych przez Eichengreena (1995)

- Eichengreen (1995) podkreśla, że źródłem wzrostu krajów, które dewaluowały swoje waluty w czasach Wielkiego Kryzysu była przede wszystkim ekspansja popytu wewnętrznego, która stała się możliwa w chwili, gdy kraje mogły zapewnić utrzymanie równowagi zewnętrznej, dzięki dostosowaniu kursu walutowego.

Uwaga na marginesie

Według zgodnej opinii historyków gospodarczych członkostwo Polski w elitarnym „złotym bloku” działającym pod przywództwem Francji było wyjątkowo szkodliwym nieporozumieniem. Przynależność Polski do tego grona, podyktowana była w dużym stopniu względami polityki i bezpieczeństwa międzynarodowego. Efekty okazały się opaczne - zamiast zwiększyć bezpieczeństwo kraju, przynależność do „złotego bloku” osłabiła gospodarkę i obniżyła zdolności obronne Polski (por. Kawalec i Pytlarczyk, 2016, s. 286-289).

Najpoważniejszym skutkiem braku konkurencyjności międzynarodowej jest niemożność wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego

- Brak konkurencyjności międzynarodowej może prowadzić do deficytu handlowego i deficytu na rachunku obrotów bieżących, lecz tylko w takiej skali i tak długo, jak partnerzy handlowi lub inwestorzy rynku finansowego są skłonni te deficyty finansować.
 - ➔ Saldo obrotów zagranicznych gospodarki musi zawsze dostosować się do zewnętrznych możliwości finansowania.
 - ➔ W warunkach sztywnego kursu walutowego, przy swobodzie handlu i braku restrykcji dewizowych, dostosowanie takie następuje głównie poprzez ograniczenie popytu wewnętrznego.
- W warunkach sztywnej waluty i swobody handlu zagranicznego, **najpoważniejszym skutkiem braku konkurencyjności międzynarodowej jest niemożność wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego** (co pokażemy na przykładzie krajów południa strefy euro).

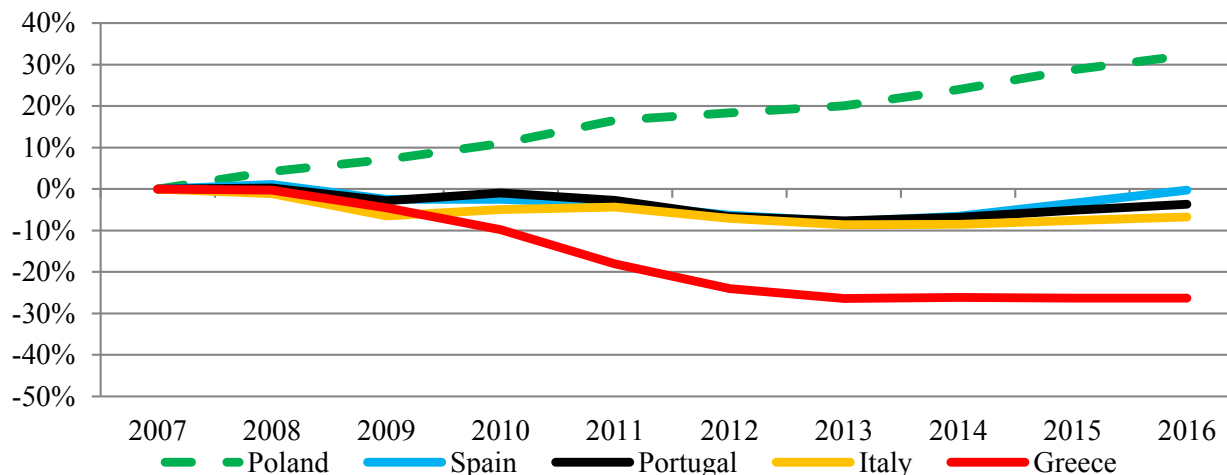
Przypadek krajów południa strefy euro (1)

- Szacowano, że w 2010 r., gdy wybuchł kryzys strefy euro, kraje południa strefy – Grecja, Hiszpania, Portugalia i Włochy – aby odzyskać konkurencyjność międzynarodową powinny obniżyć płace w swoich gospodarkach o 10-30 proc.
- Gdyby kraje te miały własne waluty to poprawa konkurencyjności tego rzędu mogłaby dokonać się w krótkim czasie w wyniku osłabienia waluty – tak jak to stało się w Polsce, gdzie na przełomie 2008/2009 r. polski złoty osłabił się o około 30 proc.
- Kraje południa strefy euro, nie mogąc liczyć na dostosowania kursu walutowego, zostały skazane na politykę deflacyjną (tzw. **polityka wewnętrznej dewaluacji**).

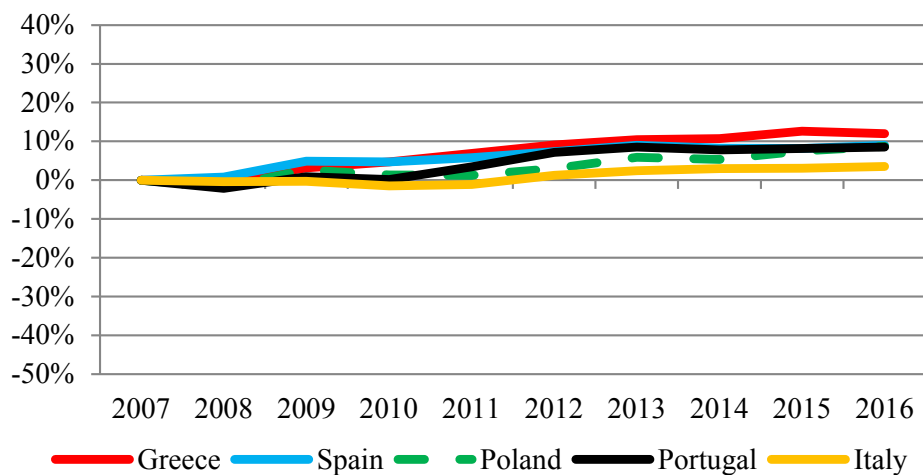
Przypadek krajów południa strefy euro (2)

Kontrybucja głównych komponentów PKB

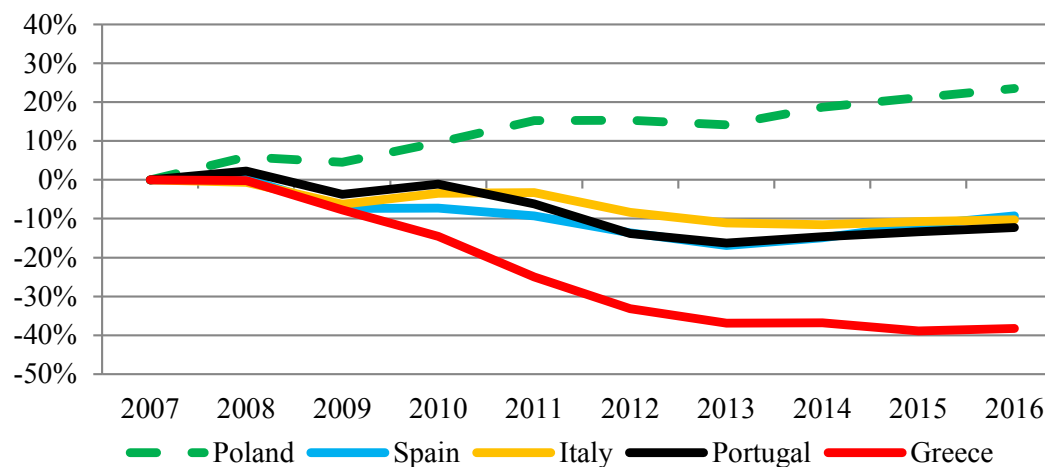
a) PKB (zmiana % w stosunku do roku 2007)



b) Wpływ zmiany eksportu netto na PKB (jako % PKB z roku 2007)



c) Wpływ zmiany popytu wewnętrznego na PKB (jako % PKB z roku 2007)



Źródło: Kawalec, Pytlarczyk, Kamiński (2018)

Przypadek krajów południa strefy euro (3)

Poprawa bilansu handlowego kosztem stłumienia popytu wewnętrznego i spadku PKB

- Cztery kraje południa strefy euro, które w roku 2007 miały łącznie deficyt handlowy w wysokości 113 mld euro, w roku 2016 osiągnęły nadwyżkę handlową wysokości 91 mld euro, co oznacza poprawę o 204 mld euro.
- Saldo bilansu handlowego poprawiło się w krajach Południa średnio o 8,3 punktu procentowego PKB, a w Polsce o 8,7 punktu procentowego PKB.
- Zasadnicza różnica polega jednak na tym, że Polska uzyskała tę poprawę wskutek dostosowania kursu walutowego i dzięki temu nie musiała tłumić swojego popytu wewnętrznego.
- Wzrost popytu krajowego o 24% był w Polsce decydującym czynnikiem wzrostu PKB. Natomiast kraje południa strefy euro, nie mogąc dostosować kursu walutowego, musiały tłumić popyt wewnętrzny, którego spadek wyniósł w granicach 9-38 proc. PKB z roku 2007.
- W roku 2016, realny PKB we wszystkich krajach południa strefy euro znajdował się poniżej poziomu z roku 2007 i średni indeks PKB (przyjmując poziom 2007 r. za 100%) był w tych krajach o 41 punktów procentowych niższy niż w Polsce.

Istota syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności międzynarodowej – gdy obniżenie PKB staje się problemem strukturalnym

- W kraju mającym elastyczny kurs walutowy, szok w postaci osłabienia konkurencyjności, powoduje okresowe osłabienie dynamiki PKB, po którym następuje dostosowanie.
- W kraju pozbawionym własnej waluty (lub utrzymującym sztywny kurs walutowy) taki sam szok wymusza głęboką redukcję popytu wewnętrznego. Ta reakcja na szok, staje się nowym szokiem powodującym spadek PKB i wzrost bezrobocia, w wyniku czego gospodarka może na długi okres ustabilizować się na poziomie znacznie poniżej potencjału.

Skala strat gospodarki w przypadku syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności

| Przypadki krajów zmuszonych do długotrwałego stosowania polityki deflacyjnej | | | | | | |
|--|---|-----------------------|----------------------------------|---------|---------------------------------------|--|
| Lp. | Przypadek | Liczba krajów/okresów | | Okres | Wskaźnik | Efekt Różnica między wartością wskaźnika na koniec okresu w sytuacji stosowania polityki deflacyjnej i w sytuacji dostosowania kursu walutowego (punkty procentowe - pp.) |
| | | Z polityką deflacyjną | Z dostosowaniem kursu walutowego | | | |
| <i>Doświadczenia z czasów Wielkiego Kryzysu lat 30. XX wieku</i> | | | | | | |
| 1 | Kraje "złotego bloku" (versus kraje, które zdevaluowały swoje waluty) | 5 | 15 | 7 lat | Indeks produkcji przemysłowej | - 41 pp. |
| <i>Przykłady z czasów kryzysu strefy euro</i> | | | | | | |
| 2 | Kraje południa strefy euro (versus Polska) | 4 | 1 | 9 lat | PKB | - 41pp. |
| 3 | Hiszpania (versus Korea Południowa) | 1 | 1 | 9 lat | PKB | - 45 pp. |
| 4 | Łotwa (versus Islandia) | 1 | 1 | 9 lat | PKB | - 15 pp. |
| 5 | Finlandia po 2007 (versus: a) Finlandia po 1989 b) Szwecja po 2007) | 1 | 1 | 9 lat | PKB | - 18 pp. |
| Podsumowanie | | 12 | 19 | 7-9 lat | PKB lub Indeks produkcji przemysłowej | Od minus 45 do minus 15 punktów procentowych |

Prawdopodobieństwo wystąpienia syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności (1)

W niespełna 20-letnim okresie funkcjonowania strefy euro blisko połowa jej członków doświadczyła syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności

- 9 spośród 19 obecnych członków strefy euro, czyli 47 proc. krajów, zostało dotkniętych syndromem długotrwałej utraty konkurencyjności, który spowodował poważne straty PKB.

→ Do grupy tej zaliczyliśmy kraje, których realny PKB w 2015 r. nie przekraczał poziomu roku 2007: Cypr, Estonia, Finlandia, Grecja, Hiszpania, Łotwa, Portugalia, Słowenia i Włochy.

Znaczne prawdopodobieństwo kolejnego kryzysu światowego w perspektywie kolejnych 20 lat

- Niektórzy zwolennicy wprowadzenia euro, którzy przyznają, że w warunkach poważnego kryzysu własna waluta pomaga gospodarce, podkreślają jednocześnie, że tak poważny kryzys, jaki wystąpił w roku 2008, jest zjawiskiem wyjątkowym, które zdarza się raz na kilkadziesiąt lat. Tego optymizmu nie podziela jednak wielu obserwatorów.
- Dzięki zdecydowanemu działaniu rządów i banków centralnych, po wybuchu światowego kryzysu finansowego w roku 2008 – nie doszło do załamania gospodarki światowej w skali takiej, jak podczas Wielkiego Kryzysu lat 30. XX wieku. Zamiast tego mieliśmy zjawisko bardziej łagodne – określane jako Wielka Recesja. Eichengreen (2015, s. 386-387) i The Economist (2017, s. 67) zwracają uwagę, że sukces w niedopuszczeniu do powtórki Wielkiego Kryzysu sprawił jednak, że słabsza była presja na zmiany instytucjonalne, które uczyniłyby światowy system finansowy bardziej bezpiecznym. Słabości instytucjonalne i nierównowagi, które przyczyniły się do kryzysu 2008 r. nie zostały w sposób zdecydowany usunięte, a jednocześnie pojawiły się nowe nierównowagi spowodowane przez bezprecedensową aktywność banków centralnych, które, chcąc zapobiec powtórce Wielkiego Kryzysu, wpompowały na rynki finansowe olbrzymie ilości pieniędzy. Eichengreen (2015) i The Economist (2017) podkreślają, że okres między Wielką Recesją a następnym światowym kryzysem będzie z pewnością znacznie krótszy niż 75-80 lat, jakie minęły między Wielkim Kryzysem a Wielką Recesją. Analitycy Deutsche Banku (Reid et al. 2017) uważają, że ryzyko nowego światowego kryzysu finansowego jest wysokie i wymieniają jedenaście czynników, z których każdy może potencjalnie taki kryzys sprowokować.

Prawdopodobieństwo wystąpienia syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności (2)

Rozważane reformy strefy euro nie zniwelują ryzyka wystąpienia syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności w kraju członkowskim

- Unia fiskalna w strefie euro może zmniejszyć ryzyko nieodpowiedzialnej polityki budżetowej, lecz nie zapobiegnie powstaniu problemów z konkurencyjnością wywołanych innymi przyczynami, np. takimi jak: nadmierna ekspansja kredytu dla sektora prywatnego, napływ kapitału zagranicznego (w tym transferów unijnych) finansujących inwestycje w sektorach nieeksportowych, okresowo wysoki poziom dochodów z wydobycia surowców naturalnych, spadek popytu na dobra eksportowe wywołany kryzysem u partnerów handlowych lub restrykcjami handlowymi (w tym również sankcjami), szybsza poprawa konkurencyjności u partnerów handlowych, zmiany technologiczne lub demograficzne.
- Utrata konkurencyjności zdarzyć się może również krajowi o wysoko rozwiniętej gospodarce, wysokiej wydajności pracy, prowadzącemu bardzo zdrową politykę fiskalną, którego rządowi trudno jest zarzucić popełnienie istotnych błędów w polityce gospodarczej (*vide*: Finlandia, por. Krugman 2015a, 2015 b i 2015 c; Kawalec, Pytlarczyk 2016, s. 138-142).
- Rozważane reformy strefy euro nie dostarczą instrumentów, które – rekompensując brak walut narodowych – mogłyby skutecznie pomóc znajdującym się w kryzysie krajom członkowskim w odzyskaniu konkurencyjności (por. Kawalec, Pytlarczyk, 2016).

Raporty NBP z 2004 i 2009 r. na temat kosztów i korzyści euro nie uwzględniają ryzyka syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności

- W raporcie NBP (Borowski 2004) przedstawiono wyniki symulacji korzyści z obniżenia stóp procentowych i zwiększonego napływu do Polski bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Szacowano, że przyjęcie euro spowoduje zwiększenie tempa wzrostu PKB o 0,2–0,4 punktu procentowego rocznie.
 - ➔ Przewidywano, że nastąpi przy tym pogorszenie salda bilansu handlowego, lecz stwierdzono, że „W warunkach unii monetarnej nie będzie to jednak zagrożeniem dla równowagi makroekonomicznej ze względu na brak ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego” (Borowski, 2004, s. 8-9).
- W raporcie (NBP 2009) szacowano, że w przypadku przyjęcia euro w długim okresie, poziom PKB Polski może być od około 2 do 7,5 procent wyższy w porównaniu do scenariusza bazowego.
 - Zdaniem Kawalca i Pytlarczyka (2016, s. 262-269) doświadczenia kryzysu strefy euro negatywnie zweryfikowały tezy, na których opierały się w znacznej mierze szacunki zawarte w raportach Borowskiego (2004) i NBP (2009), a w szczególności tezę, że niskie stopy procentowe stanowią korzyść z przynależności do strefy euro oraz tezę, że kraj w strefie euro może bezpiecznie rozwijać się w oparciu o oszczędności zagraniczne.
 - Sławiński (2014) zwraca uwagę, że odkąd handel walutami odbywa się głównie na platformach internetowych, gdzie koszty wymiany są niezmiernie niskie, nie można w przypadku wejścia do strefy euro oczekiwać żadnych znaczących oszczędności w kosztach transakcyjnych. Sugeruje to konieczność weryfikacji szacunków dotyczących oszczędności kosztów transakcyjnych we wspomnianych raportach NBP.

Kluczowa obserwacja:

Szacunki w raportach NBP z 2004 i 2009 r. nie uwzględniają ryzyka syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności.

Warto uchronić kraj przed ryzykiem syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności

- Syndrom długotrwałej utraty konkurencyjności, powodujący stagnację gospodarczą i wzrost bezrobocia, oznacza zawsze bardzo poważne koszty społeczne i nieobliczalne konsekwencje polityczne. Może zagrozić spójności społecznej i stabilności systemu demokratycznego, a także ograniczyć suwerenność kraju i stworzyć ryzyko dla jedności terytorialnej.
- Potencjalne straty PKB w przypadku wystąpienia syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności mogą w okresie kilku lat wynieść kilkanaście, a nawet kilkadziesiąt procent PKB, co oznacza, że przekraczają co najmniej o rząd wielkości szacunki potencjalnych korzyści z przynależności do strefy euro.
- Utrata PKB dużej skali jest stratą trudną do odrobienia. Balcerowicz i Rzońca (2010, s. 9-10, 16-17, 344) podsumowując analizę porównawczą wzrostu gospodarczego różnych krajów, jako wniosek numer jeden wymieniają stwierdzenie silnego negatywnego wpływu wstrząsów i załamań na wyniki gospodarcze krajów w długim okresie. Podkreślają, że „... *szybki długofalowy wzrost wymaga unikania głębokich lub częstych załamań gospodarczych*” (s. 344).
- Najskuteczniejszą, znaną formą zabezpieczenia przed tym ryzykiem jest posiadanie własnej waluty, dzięki której dostosowanie w sytuacji kryzysu odbywa się poprzez kurs walutowy a nie poprzez tłumienie popytu wewnętrznego i spadek zatrudnienia.

Konkluzja

- Szacunki w raportach Borowskiego (2004) i NBP (2009) – które nie mogły uwzględnić doświadczeń rozpoczętego w roku 2010 kryzysu strefy euro – nie odpowiadają aktualnemu stanowi wiedzy i wymagają weryfikacji.
- Jednym z elementów takiej weryfikacji powinno być uwzględnienie ryzyka syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności.
- Polska, nie łamiąc zobowiązań traktatowych, może w praktyce pozostawać poza strefą euro tak długo, jak uzna to za właściwe.
- Biorąc pod uwagę poważne konsekwencje ekonomiczne, społeczne i polityczne ewentualnego syndromu długotrwałej utraty konkurencyjności, decyzja o wejściu do strefy euro nie powinna być podejmowana pochopnie.

Bibliografia (1)

Balcerowicz L., Rzońca A. (Eds.), (2010), *Zagadki wzrostu gospodarczego. Siły napędowe i kryzysy – analiza porównawcza*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa.

Borowski J. (Eds), (2004), *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, Narodowy Bank Polski, luty.

Brzoza-Brzezina M., Makarski K., Wesolowski G. (2014), *Would it have paid to be in the eurozone?*, *Economic Modelling* 41, s. 66–79.

Darvas Z. (2011), *A Tale of Three Countries: Recovery after Banking Crises*, Breugel Policy Contribution, Issue 2011/19, December.

Dornbusch R. (1996), *Euro Fantasies: Common Currency as Panacea*, *Foreign Affairs*, vol. 75, no. 5., <https://www.foreignaffairs.com/articles/europe/1996-09-01/euro-fantasies-common-currency-panacea>, [dostęp: 1.03.2018].

Eichengreen B. (1995), *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, Oxford University Press.

Eichengreen B. (2015), *Hall of mirrors: the Great Depression, the great recession, and the uses – and misuses – of history*, Oxford University Press, Oxford, New York.

Eichengreen B., Sachs J. (1985), *Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s.*, *Journal of Economic History* 45, pp. 925-946.

Frankel J. A., Rose A. K. (2002), *An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (May), s. 437-466.

Friedman M. (1997), *The Euro: Monetary Unity To Political Disunity?*, Project Syndicate, August 28th, <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-euro--monetary-unity-to-political-disunity>, [dostęp: 1.03.2018].

International Monetary Fund (2014), *Spain. 2014 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report no. 14/194, July.

Kawalec S., Pytlarczyk E. (2016), *Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.

Kawalec S., Pytlarczyk E., Kamiński K. (2018), *Ending the Euro Illusion: The Unintended Consequences of the Common Currency, and an Unconventional Plan for a Post-Euro EU* (w przygotowaniu).

Keynes J. M. (2012), *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Krugman P. (2015a), *Northern Discomfort*, blog „The Conscience of a Liberal”, May 29, http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/05/29/northern-discomfort/?_r=0_ [dostęp: 8.03.2018].

Bibliografia (2)

Krugman P. (2015b), The Finnish Disease, blog „The Conscience of a Liberal”, June 1, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/06/01/the-finnish-disease/>, [dostęp: 8.03.2018].

Krugman P. (2015c), Annoying Euro Apologetics, blog „The Conscience of a Liberal”, July 22, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/07/22/annoying-euro-apologetics/>, [dostęp: 8.03.2018].

NBP (2009), Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

Pill H., Daly K., Schumacher D., Benito A., Nielsen L. H., Valla N., Demongeot A., Graves S. (2013), External Rebalancing: Progress, but a sizeable challenge remains, European Economic Analyst, Issue no. 13/03, Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research, January 17.

Podpiera J., Wiegand J., and Yoo J. (2015), Euro Adoption in NMS: Macroeconomic Benefits and Challenges, International Monetary Fund, Washington D.C., May 29.

Reid J., Burns N., Nicol C., Chanda S. (2017), Long-Term Asset Return Study: The Next Financial Crisis, Deutsche Bank, Markets Research, 18 September, <http://www.tramuntalegria.com/wp-content/uploads/2017/09/Long-Term-Asset-Return-Study-The-Next-Financial-Crisis-db.pdf> [dostęp: 8.03.2018].

Rose A. K. (2002), The Effect of Common Currencies on International Trade: Where Do We Stand?, Occasional Paper 22 (Berkeley: University of California).

Schadler S., Drummond P., Kuijs L., Murgasova Z., van Elkan R. (2005), Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration, IMF Occasional Paper 234, International Monetary Fund, Washington D.C.

Schmitt-Grohé S. i Uribe M. (2016), Downward Nominal Wage Rigidity, Currency Pegs, and Involuntary Unemployment, Journal of Political Economy 124, no. 5 (October): 1466-1514.

Sławiński A. (2014), Abenomics to nie dla nas, wywiad przeprowadzony przez red. K. Doliniak, Forbes, luty.

The Economist (2017), A lost decade, December 16th.

Kontakt

Jan Gąska

Szkoła Główna Handlowa
Kolegium Analiz Ekonomicznych
jan.gaska@gmail.com
+48-507-740-905

Stefan Kawalec

Capital Strategy Sp. z o.o. sp. k.
skawalec@capitalstrategy.pl
+48-601-295-985

Adres do korespondencji:

Stefan Kawalec
Capital Strategy
Al. Jerozolimskie 65/79
00-697 Warszawa