

Łukasz Goczek
Dagmara Mycielska
Uniwersytet Warszawski

Oczekiwane a rzeczywiste koszty i korzyści wstąpienia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej – wybrane aspekty

Problem potencjalnych kosztów i korzyści wejścia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) ponownie stał się tematem zaciętej debaty publicznej. Z jednej strony argumentem przeciw wejściu do UGW jest utrata korzyści z płynności złotego. Komentatorzy odwołują się tu często do ostatniego kryzysu, kiedy to deprecjacja złotówki miała korzystnie wpłynąć na eksport, nie dopuszczając w ten sposób do recesji. Innym argumentem przeciw akcesji jest utrata możliwości swobodnego kształtowania własnej polityki pieniężnej w unii monetarnej. Z kolei po stronie spodziewanych korzyści z akcesji wskazuje się na wzrost wolumenu handlu międzynarodowego w długim okresie. Należy jednak zauważyć, iż wnioski z badań empirycznych dotyczących tak postawionych problemów wskazują, że wymienione argumenty przestały być w znacznym stopniu zasadne. Celem artykułu jest zatem omówienie niektórych postulowanych korzyści i kosztów wprowadzenia euro w Polsce i skonfrontowanie ich z podawanymi w literaturze przedmiotu faktami empirycznymi. Wnioski z przytoczonych w artykule prac empirycznych pozwalają twierdzić, iż niektórych kosztów i korzyści wejścia do strefy euro nie należy rozważać w kategoriach przyszłości, w rzeczywistości bowiem większość z nich została już poniesiona i osiągnięta. Częściowo stało się tak z powodu zdyskontowanych i samospełniających się oczekiwań wejścia Polski do UGW.

The expected and realized costs and benefits of Poland's EMU accession – selected issues

The potential costs and benefits concerning Poland's EMU accession have recently been the focus of renewed attention in an ongoing public debate. On one hand, it is usually argued that floating exchange rates allowed Poland to emerge unscathed from the recent financial crisis due to Polish zloty depreciation. Moreover, it is expected that the main long-run cost of participation in a common currency area will be the loss of independent monetary policy. On the benefits side, it is frequently argued that joining the EMU will bring about increased trade flows. However, recent empirical analyses show that both of these textbook arguments in favor and against the common currency in Poland are incorrect, since many of these expected phenomena have already taken place. Therefore, the article aims to confront these arguments with the empirical facts in the literature on the subject. The reviewed evidence shows that the benefits and costs of joining EMU should be discussed not only as a theoretically expected future, since in fact most of them have

been already realized in practice, partly due to the self-fulfilling expectations of Poland's euro adoption.

Keywords: EMU, euro adoption, Poland

Klasyfikacja JEL: F0, F15, F33, F36

Wprowadzenie

Pytanie o zasadność akcesji do struktur Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) stanowi przedmiot badań ekonomicznych od początku lat dziewięćdziesiątych XX w. Fundamentem tej dyskusji są wyniki badań zespołów naukowców oraz komitetów naukowych powołanych przy instytucjach państwowych. Cel prowadzonych przez nie badań stanowi dokonanie szeroko rozumianego bilansu korzyści i kosztów związanych z przyjęciem wspólnej waluty. Bilans ten przeprowadza się najczęściej w kontekście wzrostu gospodarczego, zatrudnienia i inflacji. Analiza jest zwykle podzielona na najbardziej prawdopodobne scenariusze efektów długo- i krótkoterminowych. Te pierwsze przedstawia się zazwyczaj w ujęciu korzyści płynących ze wspólnej waluty, związanych z eliminacją ryzyka kursowego oraz kosztów transakcyjnych. Zgodnie z teorią, wprowadzenie wspólnej waluty powinno przełożyć się na wzrost wolumenu handlu i napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) oraz prowadzić do wzrostu konkurencji i produktywności w krajach członkach UGW. Z długoterminowymi korzyściami zestawia się krótkoterminowe koszty, związane głównie z rezygnacją z własnej waluty, co najczęściej jest utożsamiane z porzuceniem samodzielnej polityki pieniężnej.

Przykładem takich raportów zestawiających scenariusze długo- i krótkoterminowe mogą być raporty Ministerstwa Finansów Wielkiej Brytanii [HM Treasury, 1997, 2003], w których stwierdza się, iż słaba synchronizacja cykli koniunkturalnych między Wielką Brytanią a UGW oraz niewielka elastyczność gospodarki brytyjskiej przemawia przeciw rezygnacji z funta szterlinga na rzecz euro. Podobne wnioski zawarto w raportach dotyczących Danii [Holden, 2009] oraz Szwecji [Calmfors i in., 1996]. Na podstawie wyników tych badań można sformułować ogólny wniosek, że w przypadku wymienionych krajów wstąpienie do UGW przyniosłoby jedynie niewielkie długookresowe korzyści. Autorzy raportów zgodnie stwierdzają zatem, iż w obliczu poważnych negatywnych skutków zakłóceń krótkookresowych, niemożliwych do wyrównania za pomocą niezależnej polityki pieniężnej, należy odrzucić możliwość ich wstąpienia do UGW.

Analogiczne kompleksowe analizy korzyści i kosztów związanych z akcesją do strefy euro powstały także dla Polski. Najważniejszym opracowaniem jest wynik prac zespołu powołanego przez Narodowy Bank Polski [NBP, 2009]. Raporto-

wi stanowiącemu podsumowanie prac towarzyszą opracowania empiryczne, które jednak nie przebiły się do ogólnej debaty ekonomicznej i z tych powodów ma ona niekiedy podręcznikowy charakter. W szczególności odnosi się to do argumentów teoretycznych, które znakomicie opisywały realia gospodarcze zamierzanych krajów tworzących UGW w 1999 r., wkraczających dopiero w erę umiędzynarodowienia łańcuchów produkcji. Argumenty te niekoniecznie muszą odpowiadać sytuacji kraju małego, silnie zintegrowanego gospodarczo i finansowo z dużym obszarem walutowym.

We wspomnianym raporcie Narodowego Banku Polskiego [NBP, 2009] argumentuje się, że podstawowym kosztem akcesji Polski do UGW, związanym z usztywnieniem na stałe kursu złotego, będzie utrata możliwości kształtowania własnej polityki pieniężnej i wykorzystywania jej jako krótkookresowego narzędzia stabilizacyjnego. Argumenty te wysuwają się najczęściej na podstawie paradygmatu trójkąta niemożności, który ze względu na silną faktyczną integrację finansową i realną gospodarki Polski z gospodarką niemiecką nie zawsze ma zastosowanie w omawianym przypadku. Już dziś bowiem Polska polityka pieniężna jest ściśle powiązana z polityką Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Z drugiej strony, korzyści ze wspólnej waluty upatruje się w wyeliminowaniu ryzyka walutowego, co ma sprzyjać intensyfikacji wymiany handlowej oraz silniejszemu napływowi bezpośrednich inwestycji zagranicznych w długim okresie. Do tego argumentu także można zgłosić zastrzeżenia, udowadniając, że już dziś integracja międzynarodowych przedsiębiorstw w światowych łańcuchach wartości jest na tyle wysoka, że przedsiębiorstwa te nie odczuwają transakcyjnego ryzyka kursowego.

Celem artykułu jest przedstawienie niektórych postulowanych przez teorię korzyści i kosztów wprowadzenia euro w Polsce i zestawienie ich z istniejącymi w literaturze wynikami badań empirycznych przeprowadzonych dla Polski. Zebrane opracowania świadczą o tym, że omówione w pracy korzyści i koszty wejścia do strefy euro *de facto* osiągnięto i poniesiono, przez co te typowe argumenty padające często w debacie publicznej przestały być zasadne. Postulat wejścia Polski do strefy euro nie powinien być zatem omawiany z perspektywy przyszłości. Z uwagi na ograniczenie analizy jedynie do podstawowych argumentów teoretycznych, niniejszy artykuł należy traktować jako przyczynek do dalszej dyskusji na temat oczekiwanych korzyści i kosztów integracji walutowej.

W części pierwszej artykułu rozważono krótkookresowe koszty integracji walutowej w kontekście integracji rynków finansowych. W części drugiej skupiono się na korzyściach długookresowych w aspekcie integracji handlowej. W podsumowaniu przedstawiono wnioski oraz sformułowano pytania o uniwersalność przeprowadzonej analizy we wszystkich przyszłych scenariuszach kształtowania się sytuacji w strefie euro.

1. Zasadność argumentów dotyczących krótkookresowych kosztów przyjęcia euro

1 stycznia 1999 r. 11 spośród 15 krajów ówczesnej Unii Europejskiej utworzyło Unię Gospodarczą i Walutową, będącą ostatnim stadium integracji gospodarczej w Europie, zapoczątkowanej w 1950 r. przez francuskiego premiera Roberta Schumana. Najważniejszą cechą UGW jest to, że stanowi ona obszar jednawalutowy. Z początkiem 1999 r. kraje członkowskie straciły prawo do emisji własnego pieniądza, przekazując to prawo Europejskiemu Bankowi Centralnemu, który jako jedyny ma prerogatywy do prowadzenia polityki pieniężnej w ramach strefy euro.

Przekazanie tej instytucji narodowych uprawnień w sferze monetarnej to wydarzenie wielkiej wagi, oznacza bowiem wyzbycie się jednego z kluczowych atrybutów suwerenności narodowej, jakim jest prowadzenie autonomicznej polityki monetarnej i kursowej¹. Skutkiem przyjęcia wspólnej waluty jest prowadzenie przez kraje UGW wspólnej polityki pieniężnej i ujednoczenie podstawowych stóp procentowych. Wspólna waluta oznacza stałość kursu walutowego w ramach unii walutowej nawet wówczas, gdy poszczególne kraje członkowskie przechodzą asymetryczne niekorzystne zmiany w wartości względnych warunków handlowych, co zmienia ich przewagi komparatywne, lub doświadczają idiosynkratycznych zaburzeń produktywności. Skutkiem braku możliwości dostosowań polityki pieniężnej lub kursowej w unii monetarnej są zatem większe wahania produkcji i zatrudnienia, znacznie wolniejsze dostosowania do spadku zagregowanego popytu w krajach dotkniętych asymetrycznymi szokami oraz stałe nierównowagi handlowe, których te kraje doświadczą w handlu z resztą świata.

W świetle teorii jakakolwiek polityka monetarna prowadząca do pobudzenia koniunktury w regionie dotkniętym omawianymi szokami w obliczu doskonałej mobilności kapitału i stałego kursu jest jednak niemożliwa – a zatem jest to podstawowy koszt przystąpienia do jednolitego obszaru walutowego. Ten sam paradygmat „trójkąta niemożności” stwierdza, że w systemie kursów płynnych dostosowanie do niekorzystnych warunków makroekonomicznych może nastąpić również poprzez zmianę polityki monetarnej.

¹ W sytuacji unii monetarnej tylko polityka fiskalna może neutralizować niekorzystne szoki gospodarcze. Niemniej jednak ostatnie dziesięciolecie przyniosły znaczne zwiększenie świadomości dotyczącej niedoskonałości makroekonomicznych interwencji państwowych – może na tyle, że wielu ekonomistów opowiada się za porzuceniem dyskrecjonalnej polityki fiskalnej jako narzędzia zarządzania zagregowanym popytem na rzecz znacznie skuteczniejszej polityki pieniężnej [por. Goczek, 2012].

Podobną perspektywę przyjęto w kompleksowym raporcie NBP, sumującym wnioski z dotychczasowych badań nad korzyściami i kosztami przyjęcia euro przez Polskę [NBP, 2009]. Autorzy piszą: „Przyjęcie euro wiąże się z utratą możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej. [...] Wpływ sytuacji w Polsce na poziom stopy procentowej EBC będzie nieporównywalnie mniejszy niż w obecnej sytuacji, gdy polityka pieniężna jest prowadzona w sposób autonomiczny przez Radę Polityki Pieniężnej”². Autorzy nie wskazują jednak, na jakim podstawie można sądzić, że polska polityka pieniężna już na tym etapie integracji międzynarodowej, choć jeszcze w systemie kursów płynnych, ma charakter *de facto* swobodny. Symptomatyczne, że jedynym oszacowaniem kosztu utraty niezależnej polityki pieniężnej jest towarzyszące Raportowi opracowanie Gradzewicza i Makarskiego [2009], które stanowi symulację opartą na modelu DSGE, zakładającym *a priori* niezależność polskiej polityki pieniężnej³.

W przypadku dwóch gospodarek silnie powiązanych ze sobą handlowo, a przede wszystkim finansowo, jak Polska i Niemcy, niepełna swoboda prowadzenia polityki pieniężnej w kraju oznacza konieczność uwzględniania w kształtowaniu krajowych stóp procentowych zmian w polityce pieniężnej drugiej gospodarki. Samo występowanie takiej zależności nie jest zaskakujące, biorąc pod uwagę uwarunkowania kursowe. Goczek i Mycielska [2012] przedstawili szczegółowo problem uwarunkowań kursowych polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej, zintegrowanej z dużym obszarem walutowym, w oparciu o międzynarodowe doświadczenia z różnych reżimów kursowych. Wnioski z rozważań teoretycznych pozwalają postawić tezę, iż swoboda polityki pieniężnej w kraju charakteryzującym się obawą przed płynnością kursu walutowego jest ograniczona, zarządzanie stopami procentowymi może być bowiem niejawnym narzędziem zarządzania kursem walutowym. Autorzy dowodzą, iż w przypadku Polski można mówić o występowaniu obawy przed płynnością. Sytuacja ta skutkuje niskim faktycznym stopniem swobody polskiej polityki monetarnej. Z perspektywy przyjęcia euro oznacza to, że już teraz Polska, ze względu na uwarunkowania kursowe, nie dysponuje pełną swobodą polityki pieniężnej.

Próbie oszacowania faktycznego zakresu swobody prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce względem działań Europejskiego Banku Centralnego podjęli Goczek i Mycielska [2014]. Na podstawie zmian stóp procentowych rynku międzybankowego rozważali skalę podobieństwa między politykami pieniężnymi NBP i ECB za pomocą analizy wektorowo-autoregresyjnej korekty błędem. Uzyskane wyniki wskazują na występowanie długookresowej jednostronnej zależności między stopami procentowymi: polskie stopy procentowe w sposób

² Zob. [NBP, 2009, s. 152].

³ Należy jednak wyraźnie rozróżnić tak rozumianą niezależność o charakterze instytucjonalnym od swobody prowadzenia polityki pieniężnej zależnej od warunków makroekonomicznych: wewnętrznych i zewnętrznych.

zamierzony lub niezamierzony podążają bezpośrednio za stopami ustalonymi przez ECB z niewielkim opóźnieniem, przy czym nie można wykluczyć pełnego przeniesienia stóp procentowych w zakresie 1 do 1. Należy jednak zaznaczyć, iż wysoki stopień podobieństwa między polityką krajowego i zagranicznego banku centralnego nie musi stanowić wyłącznie efektu braku niezależności i „kopiowania” polityki EBC przez polskie władze monetarne, ale może także wynikać z wysokiego stopnia zsynchronizowania cykli koniunkturalnych oraz symetryczności szoków, które dotyczą gospodarkę krajową i gospodarki strefy euro.

Przedstawione tu czynniki endogeniczne braku swobody polityki pieniężnej można wyjaśniać dwojako. Pierwsze uzasadnienie odwołuje się do koncepcji międzynarodowych łańcuchów wartości (Global Value Chains). Zgodnie z tą koncepcją zmiany bieżącego kursu walutowego euro nie muszą mieć wpływu na sytuację ekonomiczną polskiego przedsiębiorstwa, ponieważ dotyczą one pojedynczego łańcucha wartości dodanej, istniejącego w ramach jednej firmy [OECD, 2013]. Można przywołać tu następujący przykład: polskie przedsiębiorstwo używa w procesie produkcji dóbr pośrednich importowanych z krajów strefy euro, praca jest wynagradzana ekwiwalentem euro, a za wyeksportowane następnie dobra finalne przedsiębiorstwo otrzymuje zapłatę także w euro. W efekcie zyski nie są wrażliwe na wahania kursu walutowego euro.

Drugie uzasadnienie nawiązuje do synchronizacji cykli koniunkturalnych. Integracja handlowa w ramach handlu wewnątrzgałęziowego obu obszarów jest na tyle duża, że nie występują szoki asymetryczne, które wymagałyby użycia dyskrecjonalnej polityki pieniężnej innej niż w strefie euro. Poparciem tego stwierdzenia mogą być badania wahań aktywności gospodarczej Polski. Wyniki tych badań wskazują, iż aktywność gospodarcza w Polsce w coraz mniejszym stopniu ulega zakłóceniom o charakterze strukturalnym [Konopczak, 2008].

Rozróżnienie przyczyn występowania silniej korelacji między stopami procentowymi w kraju nie ma jednak w omawianym kontekście dużego znaczenia, ponieważ w przypadku rozpatrywania kosztów wstąpienia do strefy euro wydaje się istotne głównie to, czy stopień koordynacji polityki NBP z EBC jest już obecnie tak duży, że akcesja nie zmieni w istotny sposób stanu faktycznego. Pozwala to zatem kwestionować powszechnie przyjmowane stanowisko, iż główny koszt związany ze wstąpieniem do UGW stanowi utrata swobody polityki pieniężnej, szczególnie w sytuacji, gdy jej poziom jest faktycznie nieznaczący.

Inny wielokrotnie przywoływany koszt akcesji to utrata płynnego kursu walutowego jako narzędzia stabilizującego bilans płatniczy względem największego partnera handlowego, jakim jest dla Polski strefa euro. Ten argument nawiązuje do popularnej opinii, zgodnie z którą deprecjacja złotego względem euro wsparła polski eksport, nie dopuszczając w ten sposób do recesji w czasie ostatniego ogólnoswiatowego kryzysu finansowego. Jak pokazują wyniki badań Gradzewicza

i in. [2010], faktycznym źródłem relatywnej odporności Polski na kryzys okazała się jednak opóźniona reakcja spożycia indywidualnego oraz niezaplanowana wcześniej ekspansja fiskalna, która zaowocowała eksplozją polskiego długu publicznego.

2. Zasadność argumentów dotyczących długookresowych korzyści z przyjęcia euro

Rozważania podkreślające korzyści ze wstąpienia do UGW zwykle akcentują ich długookresowy charakter, łączący się najczęściej ze wzrostem obrotów handlowych oraz napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Oba efekty wiążą się z wyeliminowaniem ryzyka kursowego oraz zmniejszeniem kosztów transakcyjnych na skutek wprowadzenia wspólnej waluty względem największego partnera handlowego. Umożliwia to znaczące ograniczenie kosztów zarządzania ryzykiem kursowym w przedsiębiorstwach. Dodatkowo wprowadzenie euro eliminuje ryzyko walutowe względem krajów należących do UGW. Zapewnia to większą swobodę i dynamikę prowadzenia działalności gospodarczej, a zwłaszcza handlu. Eliminacja ryzyka kursowego również zwiększa przepływy finansowe oraz prowadzi do zwiększenia inwestycji bezpośrednich.

Wyniki badań oczekiwanych efektów handlowych wprowadzenia euro pozostają jednak w sprzeczności z tym popularnym poglądem. Cieślak i in. [2012] na przykładzie dwóch gospodarek – nowych członków UGW, tj. Słowenii i Słowacji, pokazali, iż dla wzrostu wymiany handlowej istotne jest nie tyle faktyczne wstąpienie do unii walutowej, ile wcześniejsze ograniczenie zmienności kursu walutowego. Z kolei badanie efektów handlowych, jakich można by oczekiwać po akcesji Polski do UGW, pokazało, iż pozytywny efekt ma charakter krótkookresowy [Cieślak, Michałek, Mycielski, 2009]. Okazuje się zatem, iż dla efektów handlowych ważne są czynniki, które występują przed samą akcesją. W praktyce rynek antycypuje spodziewane efekty instytucjonalne: zapowiedź wprowadzenia nowej waluty ma znaczenie większe niż faktyczne działanie. Na podstawie przytoczonych badań empirycznych można zatem stwierdzić, iż wejście Polski do strefy euro nie będzie skutkowało tak silnym wzrostem obrotów handlowych, jak jest to postulowane w teoretycznych rozważaniach korzyści z integracji walutowej.

Podobne spostrzeżenia odnoszą się do inwestycji. Eicher i in. [2012] przedstawiają badania, z których wynika, że oszacowania dotyczące determinant BIZ są w znacznym stopniu obciążone niepewnością specyfikacji modeli oraz problemem selekcji próby. Przeprowadzone przez nich oszacowania bayesowskie modeli Heckit wskazują na brak wpływu strefy euro na BIZ. Bardziej tradycyjne podejście zaprezentował Petroulas [2007]. Autor wskazuje, że cały dodatni efekt strefy euro na

BIZ jest eliminowany po wyłączeniu z próby Luxemburga, który odgrywa rolę raju podatkowego. Co więcej, szereg opracowań [m.in. Christodoulakis, Sarantides, 2011] wskazuje, że występuje silna regionalizacja efektów euro dla BIZ i można stwierdzić, że w bogatszych krajach UGW dokonuje się ich w sektorach produkcyjnych, natomiast w biedniejszych – w sferze konsumpcji i nieruchomości. Pozwala to sądzić, że analizę korzyści z wprowadzenia euro w Polsce należy poważnie wzbogacić o te ustalenia.

Podsumowanie

Niniejszy artykuł zwraca uwagę na konieczność przedefiniowania argumentów dotyczących korzyści i kosztów integracji walutowej. W artykule przedstawiono najczęściej przywoływane pozytywne i negatywne spodziewane efekty wprowadzenia euro, które zestawiono z wynikami istniejących badań empirycznych. Uzyskane wyniki wskazują, iż zakres rzeczywistej integracji Polski ze strefą euro zwiększył się, zanim jeszcze wspólna waluta stała się faktem. Dlatego też spodziewane efekty akcesji mogą być znikome.

Jak pokazują wyniki prezentowanych opracowań, Polska nie dysponuje pełną swobodą polityki pieniężnej, pomimo posiadania niezależnej od UGW waluty, a integracja polskich przedsiębiorstw w globalne łańcuchy wartości spowodowała, że koszty transakcyjne i ryzyko walutowe przestały mieć tak duże znaczenie jak wcześniej. Podobnych wniosków dostarczają badania efektów handlowych rozszerzania strefy euro. Wyniki wskazują, że na handel znacznie silniej wpływa stabilizacja kursu realnego niż sam moment akcesji. Przeczy to powszechnemu pogładowi o pozytywnych skutkach integracji walutowej dla handlu.

Kosztów i korzyści wejścia do strefy euro nie powinno się omawiać z perspektywy przyszłości, w praktyce niektóre z nich zostały już bowiem poniesione i osiągnięte, częściowo z powodu zdyskontowanych oczekiwań wejścia Polski do UGW. Pod pewnymi względami debata publiczna, która toczy się według paradygmatu de Grauwe, straciła swoje uzasadnienie.

Należy jednocześnie zadać szereg pytań o uniwersalność przeprowadzonej analizy we wszystkich przyszłych scenariuszach kształtowania sytuacji w strefie euro. Sam fakt, że większość omówionych skutków została bezpośrednio wywołana oczekiwaniem bliskiego wejścia Polski do strefy euro, pokazuje, jak niestale mogą być uzyskane korzyści. Gdyby ta perspektywa uległa załamaniu w wyniku nieprzewidzianych teraz zdarzeń, które skutkowałyby dalekim odsunięciem momentu wstąpienia Polski do UGW, to również ocena spodziewanych kosztów i korzyści mogłaby ulec zmianie.

Artykuł przygotowano w ramach projektu „Zakres swobody prowadzenia polityki pieniężnej w kontekście integracji z UGW: przypadek krajów z derogacją”, finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki, przyznanych decyzją nr 2013/09/D/HS4/01051.

Bibliografia

- Calmfors L., Flam H., Gottfries N., Jerneck M., Lindahl R., Matlary J. H., Rabinowicz E., Vredin A., Berntsson C., 1997, *EMU. A Swedish Perspective*, Kluwer Academic Publishers.
- Christodoulakis N., Sarantides V., 2011, *External asymmetries in the euro area and the role of foreign direct investment*, Bank of Greece, Working Papers, no. 132.
- Cieślak A., Michałek J. J., Mycielski J., 2009, *Prognoza skutków handlowych przystąpienia do Europejskiej Unii Monetarniej dla Polski przy użyciu uogólnionego modelu grawitacyjnego*, Bank i Kredyt, vol. 40, no. 1.
- Eicher T., Helfman L., Lenkoski A., 2012, *Robust FDI Determinants. Bayesian Model Averaging in the Presence of Selection Bias*, Journal of Macroeconomics, vol. 34, no. 3.
- Feldstein M., 2011, *The Euro and European Economic Conditions*, NBER Working Paper Series, no. w17617.
- Goczek Ł., 2012, *Wyrosnąć z długów – polityka podażowa i regulacje w Unii Europejskiej*, [w:] *Ekonomia i polityka w kryzysie. Kierunki zmian w teoriach*, red. M. Guzek, Oficyna Wydawnicza Uczelni Łazarskiego – Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa.
- Goczek Ł., Mycielska D., 2012, *Realizacja celu inflacyjnego czy obawa przed płynnością? Uwarunkowania kursowe w Polsce w przededniu przyjęcia euro*, [w:] *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza strefa euro?*, red. J. Górski, K. Opolski, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, <http://coin.wne.uw.edu.pl/jgorski/eurozone/Ksi%20C4%85%20C5%BCka.Perspektywy%20integracji.Dok%20C4%85d%20zmierza%20strefa%20euro.pdf> [dostęp: 04.08.2014].
- Goczek Ł., Mycielska D., 2014, *Gotowi na euro? Badanie empiryczne faktycznej swobody polskiej polityki pieniężnej*, Bank i Kredyt, vol. 45, no. 3.
- Gradzewicz M., Growiec J., Hagemeyer J., Popowski P., 2010, *Cykl koniunkturalny w Polsce – wnioski z analizy spektralnej*, Bank i Kredyt, vol. 41, no. 5.
- Gradzewicz M., Makarski K., 2009, *The Welfare Cost of Monetary Policy Loss after the Euro Adoption in Poland*, [w:] *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Holden S., 2009, *The three outsiders and the Monetary Union*, [w:] *EMU at ten. Should Denmark, Sweden and the UK join?*, SNS Forlag.
- HM Treasury, 1997, *UK membership of the single currency. An Assessment of the Five Economic Tests*, HM Treasury, London.
- HM Treasury, 2003, *UK membership of the single currency. An Assessment of the Five Economic Tests*, HM Treasury, London.
- Konopczak K., 2009, *Analiza zbieżności cyklu koniunkturalnego gospodarki polskiej ze strefą euro na tle krajów Europy Środkowo-Wschodniej oraz państw członkowskich strefy*, [w:] *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP, 2009, *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

- Obstfeld M., 2012, *The International Monetary System. Living with Asymmetry*, [w:] *Globalization in an Age of Crisis. Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century*, National Bureau of Economic Research.
- OECD, 2013, *Global Value Chains (GVCs). Poland*, [w:] *Interconnected Economies. Benefiting from Global Value Chains – Synthesis Report*, OECD Publishing.
- Petroulas P., 2007, *The effect of the euro on foreign direct investment*, *European Economic Review*, vol. 51, no. 6.
- Taylor J. B., 2007, *Globalization and monetary policy. Missions impossible*, [w:] *The international dimensions of monetary policy*, ed. M. Gertler, J. Gali, NBER Conference, Girona, Spain, University of Chicago Press.
- Taylor C., 2008, *Foreign Direct Investment and the Euro. The First Five Years*, *Cambridge Journal of Economics*, no. 32.