

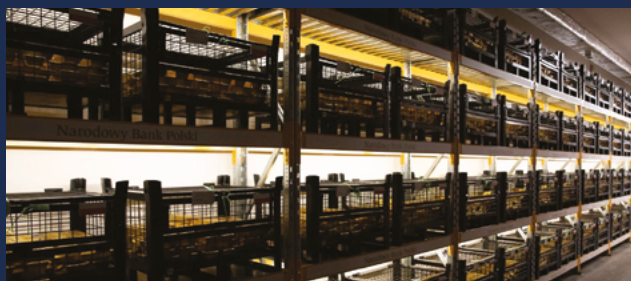


POLSKI ZŁOTY I NIEZALEŻNOŚĆ NBP

JAKO FUNDAMENTY ROZWOJU GOSPODARCZEGO

prof. dr hab. Adam Glapiński

na podstawie materiałów NBP









**POLSKI ZŁOTY I NIEZALEŻNOŚĆ
NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO
JAKO FUNDAMENTY ROZWOJU GOSPODARCZEGO**

*prof. dr hab. Adam Glapiński
Prezes Narodowego Banku Polskiego*



Dbamy o wartość polskiego pieniądza

Recenzenci:

Prof. dr hab. Jerzy Żyżyński

Dr hab. Mariusz Andrzejewski, prof. UEK

Dr hab. Piotr Łasak, prof. UJ

Dr hab. Feliks Grądalski, prof. em. SGH

Dr Mateusz Guzikowski

ISBN 978-83-68434-10-1

Publikacja jest oparta na materiałach Narodowego Banku Polskiego.

Warszawa 2025

SPIS TREŚCI

PRZEDMOWA.....	4
----------------	---

1 / **POLSKI ZŁOTY JAKO FUNDAMENT STABILNOŚCI I ROZWOJU GOSPODARCZEGO**

WPROWADZENIE	10
1.1 STREFA EURO JAKO NIEOPTIMALNY OBSZAR WALUTOWY	14
1.2 RYZYKA ZWIĄZANE Z UTRATĄ AUTONOMICZNEJ POLITYKI PIENIĘŻNEJ PO PRZYJĘCIU EURO	20
1.3 RYZYKA ZWIĄZANE Z UTRATĄ PŁYNNEGO KURSU WALUTOWEGO PO PRZYJĘCIU EURO	28
1.4 RYZYKA ZWIĄZANE Z PRZYJĘCIEM EURO W ŚWIELE SYMULACJI MODELU DSGE	40
1.5 PRZYJĘCIE EURO A MECHANIZM TRANSMISJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ	46
1.6 ROLA RYNKU PRACY W ŁAGODZENIU WSTRZĄSÓW MAKROEKONOMICZNYCH W UNII WALUTOWEJ	51
1.7 STOPIEŃ SYNCHRONIZACJI CYKLU KONIUNKTURALNEGO MIĘDZY POLSKĄ A STREFĄ EURO	62
1.8 POLITYKA FISKALNA JAKO NARZĘDZIE STABILIZOWANIA CYKLU KONIUNKTURALNEGO PO PRZYSTĄPIENIU DO STREFY EURO	68
1.9 WYZWANIA DLA FUNKCJONOWANIA UNII WALUTOWEJ W ZWIĄZKU Z REALIZOWANĄ POLITYKĄ KLIMATYCZNĄ I ZRÓŻNICOWANIEM RYNKÓW ENERGII	78
1.10 RYZYKA ZWIĄZANE Z USZTYWNIENIEM KURSU WALUTOWEGO I PRZYJĘCIEM EURO: DOŚWIADCZENIA HISZPANII, SŁOWACJI I KRAJÓW BAŁTYCKICH	83
PODSUMOWANIE	100

2 / **NIEZALEŻNOŚĆ BANKÓW CENTRALNYCH JAKO FUNDAMENT STABILNOŚCI CEN**

WPROWADZENIE	114
2.1 ROLA NIEZALEŻNOŚCI BANKÓW CENTRALNYCH – PRZEGLĄD LITERATURY	117
2.2 ELEMENTY NIEZALEŻNOŚCI BANKÓW CENTRALNYCH	122
2.3 MIARY NIEZALEŻNOŚCI BANKÓW CENTRALNYCH	123
2.4 KONSEKWENCJE BRAKU NIEZALEŻNOŚCI BANKU CENTRALNEGO NA PODSTAWIE DOŚWIADCZEŃ WYBRANYCH GOSPODAREK	124
2.5 AKTUALNE ZAGROŻENIA DLA NIEZALEŻNOŚCI BANKÓW CENTRALNYCH	128
PODSUMOWANIE	130

Przedmowa

W ostatnich latach Polska musiała stawić czoła najsilniejszym od dekad wstrząsom makroekonomicznym. Początkowo była to pandemia, która niosła ze sobą ryzyko silnego i długotrwałego spowolnienia gospodarczego. Następnie, w związku z agresją Rosji przeciw Ukrainie, nastąpił potężny wstrząs cen surowców na rynkach światowych, który wraz z wcześniejszymi zaburzeniami pandemicznymi doprowadził do gwałtownego wzrostu inflacji na całym świecie, w tym w Polsce.

Powyższe wstrząsy, w przypadku braku odpowiedniej reakcji ze strony Narodowego Banku Polskiego, niosłyby ze sobą ryzyko destabilizacji gospodarczej kraju, utraty zaufania do polskiej waluty i utrwalenia inflacji na podwyższonym poziomie na wiele lat. W efekcie marzenia i aspiracje Polaków, aby jak najszybciej osiągnąć poziom życia mieszkańców Europy Zachodniej, mogłyby zostać przekreślone.

Dzisiaj, gdy skutki globalnych wstrząsów z poprzednich lat stopniowo wygasają, widać jednoznacznie, że polski bank centralny stanął na wysokości zadania. Gdy wybuchła pandemia, silne poluzowanie polityki monetarnej, w tym wprowadzenie skupu obligacji na rynku wtórnym, uchroniło gospodarkę przed najczarniejszym scenariuszem. Następnie zdecydowana reakcja Narodowego Banku Polskiego na globalny wstrząs inflacyjny, przede wszystkim polegająca na najsilniejszym i najszybszym w historii Rady Polityki Pieniężnej podniesieniu stóp procentowych, pozwoliła doprowadzić do szybkiego spadku inflacji (z 18,4% w lutym 2023 r. do 2,8% rok później). Jednocześnie koszty dezinflacji dla realnej gospodarki zostały ograniczone, co nie zawsze w historii polskiej polityki monetarnej się udawało. W połowie 2025 r. PKB w Polsce przekraczał o około 16% poziom sprzed pandemii, i to mimo stagnacji u naszego głównego partnera handlowego – Niemiec. Jednocześnie bezrobocie należało do najniższych w całej Unii Europejskiej.

Dzisiaj widać zatem, że Narodowy Bank Polski w ostatnich latach podejmował w pełni trafne decyzje. Niemniej bardzo dobre wyniki polskiej gospodarki są głównie zasługą wszystkich Polaków. Podobnie jak w przeszłości, również w ostatnich latach wykazaliśmy się jako naród niezwykłą przedsiębiorczością, zaradnością i pracowitością.

Nie możemy jednak spocząć na laurach. W kolejnych latach otwiera się bowiem przed nami możliwość osiągnięcia takiego poziomu dochodu

jak w zamożnych gospodarkach Europy i świata. Nie możemy tej szansy zmarnować, bo historia nam tego nie wybaczy. Dalszy wzrost zamożności byłby bowiem nie tylko spełnieniem marzeń i aspiracji Polaków w wymiarze materialnym, ale ułatwiłby również budowę silnej armii, co w obliczu aktualnej sytuacji geopolitycznej przybiera wymiar egzystencjalny. Aby polska gospodarka w kolejnych latach dalej szybko rosła, państwo polskie musi prowadzić mądrą i roztropną politykę gospodarczą, z poszanowaniem rządów prawa, architektury instytucjonalnej państwa i pluralizmu.

Jako Prezes Narodowego Banku Polskiego zadaję sobie przede wszystkim pytanie o rolę, jaką w budowie dostatniej gospodarki i silnego państwa mogą odegrać polityka pieniężna i bank centralny. Zapewniam wszystkich, że Narodowy Bank Polski będzie – tak jak dotychczas – prowadził politykę pieniężną tak, aby długookresowa stabilność cen w polskiej gospodarce została zachowana i wzrost gospodarczy pozostał zrównoważony. Zachowując stabilność systemu monetarnego i wysokie zaufanie do polskiego pieniądza, polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego wciąż będzie fundamentem rozwoju gospodarczego Polski i budowy dobrobytu Polaków.

Aby bank centralny mógł nadal realizować powyższe zadania, kluczowe są dwa elementy.

Pierwszym jest utrzymanie jego niezależności. Niestety, dzisiaj niezależność banków centralnych na świecie, w tym Narodowego Banku Polskiego, bywa z przyczyn politycznych kwestionowana. Tymczasem nawet w sytuacji, gdy ataki na niezależność banku centralnego to jedynie element retoryki politycznej, są one niezwykle szkodliwe. Mogą bowiem prowadzić do obniżenia zaufania społeczeństwa do niezależnego banku centralnego, a w rezultacie do wyższych oczekiwań inflacyjnych, wyższej inflacji i w konsekwencji trwale wyższych stóp procentowych, ze szkodą dla wiarygodności państwa polskiego i kosztów obsługi długu publicznego.

Drugim elementem kluczowym dla zapewnienia długookresowej stabilności cen i stabilności makroekonomicznej jest utrzymanie złotego i nieprzyjmowanie przedwcześnie euro. To dzięki temu, że posiadamy własną walutę, mamy możliwość prowadzenia polityki pieniężnej adekwatnej do potrzeb polskiej gospodarki. Jednocześnie płynny kurs złotego stanowi mechanizm stabilizujący dla polskiej gospodarki, dzięki któremu negatywne wstrząsy

zewewnętrzne prowadzą do zmiany kursu walutowego, a nie do wzrostu bezrobocia i spadku PKB. Przyjęcie euro mogłoby obecnie prowadzić do długotrwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego, tak jak miało to miejsce wcześniej w wielu konwergujących gospodarkach. Dlatego być może dopiero w przyszłości, wraz z postępującym wzrostem zamożności polskiej gospodarki, dyskusja o ekonomicznych korzyściach przyjęcia euro będzie miała jakikolwiek sens. Pamiętajmy również, że kwestie ekonomiczne to tylko jeden z aspektów posiadania własnej waluty. Złoty jest także jednym z filarów polskiej suwerenności i tożsamości narodowej i Polacy mają nadzieję, że tak pozostanie.

Biorąc pod uwagę wyżej zarysowane wyzwania, pragnę przedstawić Państwu publikację pt. *Polski złoty i niezależność Narodowego Banku Polskiego jako fundamenty rozwoju gospodarczego*. Pierwsza część tej publikacji (*Polski złoty jako fundament stabilności i rozwoju gospodarczego*) dotyczy ryzyk związanych z przyjęciem euro i roli, jaką niezależna polityka pieniężna i płynny kurs złotego odgrywają w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej. Druga część (*Niezależność banków centralnych jako fundament stabilności cen*) jest poświęcona znaczeniu niezależności banku centralnego w utrzymaniu długookresowej stabilności cen.

Mam nadzieję, że ta książka, oparta na materiałach Narodowego Banku Polskiego, przybliży szerszemu gronu odbiorców tematykę niezależności banków centralnych i znaczenia walut narodowych w budowaniu dobrobytu.

1

POLSKI ZŁOTY
JAKO FUNDAMENT
STABILNOŚCI
I ROZWOJU
GOSPODARCZEGO

Wprowadzenie

Ostatnie lata dobitnie pokazały, jak ważne jest posiadanie przez Polskę własnej waluty. To właśnie dzięki własnej walucie i – co za tym idzie – możliwości niezależnego prowadzenia polityki pieniężnej przez Narodowy Bank Polski krajowa gospodarka mogła z sukcesem stawić czoła dwóm potężnym wstrząsom. Narodowy Bank Polski mógł zdecydowanie i we właściwym momencie dostosowywać parametry polityki pieniężnej w odpowiedzi na zaburzenia gospodarcze wynikające z pandemii, a następnie z silnego wzrostu cen surowców po agresji Rosji na Ukrainę.

Dziś, gdy wiele krajów strefy euro wciąż odczuwa negatywne konsekwencje przeszłych szoków, a w Niemczech PKB znajduje się na poziomie zbliżonym do przedpandemicznego, PKB Polski jest o około 16% wyższy niż przed pandemią. Stopa bezrobocia należy do najniższych w całej Unii Europejskiej. Inflacja od kilku miesięcy kształtuje się na poziomie zasadniczo zgodnym z celem inflacyjnym NBP i przybliżyła się do 2,5%. Jednocześnie polski złoty cieszy się pełnym zaufaniem obywateli i inwestorów zagranicznych. To najlepszy dowód na skuteczność realizowanej przez NBP polityki pieniężnej.

Filarem suwerenności monetarnej jest własna waluta: polski złoty. Dzięki temu, że posiadamy własną walutę o płynnym kursie, możemy dostosowywać stopy procentowe do potrzeb polskiej gospodarki. Jest to ważne, bowiem procesy makroekonomiczne w Polsce często przebiegają inaczej niż w strefie euro. Przede wszystkim wzrost gospodarczy w Polsce jest długookresowo szybszy niż w strefie euro. Oznacza to, że zapewnienie niskiej inflacji w Polsce wymaga na ogół wyższych stóp procentowych. Jednocześnie, dzięki niezależności monetarnej, możemy szybko i elastycznie reagować na globalne wstrząsy. Było to szczególnie widoczne w czasie globalnego wybuchu inflacji w 2021 r., kiedy NBP, 9 miesięcy przed Europejskim Bankiem Centralnym, zaczął podnosić stopy procentowe.

Równie ważną korzyścią z posiadania własnej waluty jest to, że płynny kurs złotego pozwala polskiej gospodarce reagować na wstrząsy gospodarcze przez zmiany kursu walutowego, a nie przez zmiany bezrobocia i PKB, które wiążą się na ogół z istotnymi kosztami społecznymi.

Wiele państw po przyjęciu euro poniosło istotne koszty makroekonomiczne. W szczególności stopy procentowe w strefie euro okazały się za niskie dla części gospodarek południa Europy. Prowadziło to do cykli boom-bust, a więc silnego wzrostu zadłużenia, które co prawda przejściowo podbijało wzrost gospodarczy, ale w dalszej perspektywie kończyło się kryzysem, silnym wzrostem bezrobocia i utratą konkurencyjności. Przywrócenie konkurencyjności nie było możliwe przez deprecjację nominalnego kursu. Wymagało dewaluacji wewnętrznej – a więc długiego i bolesnego procesu ograniczania płac realnych. Pouczający w tym kontekście jest choćby przykład gospodarek Grecji i Hiszpanii, które po wybuchu globalnego kryzysu finansowego doświadczyły głębokiej i długotrwałej recesji, wzrostu bezrobocia do poziomu około 25% oraz zahamowania procesu konwergencji na wiele lat.

Co szczególnie istotne, kryzys, do którego doprowadziło euro w Grecji, wiązał się nie tylko z długotrwałym obniżeniem PKB, ale również z koniecznością przyjęcia przez to państwo upokarzających dla narodu warunków pakietów pomocowych narzuconych przez zagraniczne instytucje. Przykład ten pokazuje, że utrata suwerenności monetarnej może ostatecznie prowadzić do znacznego ograniczenia suwerenności całego państwa.

Jednocześnie zakładane korzyści z przyjęcia wspólnej waluty się nie realizują. Euro nie przyspiesza wzrostu gospodarczego. Przyjęcie euro nie jest też warunkiem szybkiej integracji handlowej w ramach Unii Europejskiej. Nie zwiększa też bezpieczeństwa państwa, bo ono zależy od siły armii i sojuszy militarnych.

Tymczasem polska gospodarka, pozostając poza strefą euro, odniosła w ostatnich dekadach spektakularny sukces. Przez ostatnie trzy dekady dystans pomiędzy Polską a krajami Europy Zachodniej pod względem PKB *per capita* istotnie się zmniejszył. Polski PKB *per capita*, skorygowany o różnice cen, stanowił w 2024 r. już 79% średniej dla UE, podczas gdy jeszcze w 2000 r. wynosił 48% tej średniej.

Ten sukces Polacy zawdzięczają sami sobie. Przez ostatnie dekady, funkcjonując w ramach gospodarki rynkowej, wykazywali się niezwykłą przedsiębiorczością, zaradnością i pracowitością. Wysokie aspiracje umożliwiały Polakom podnoszenie swoich kwalifikacji i inwestowanie w rozwój. Dzięki temu polska gospodarka mogła osiągnąć szybki wzrost produktywności oraz pozostała wysoko konkurencyjna, a polscy producenci dynamicznie zwiększali swoje zaangażowanie na rynkach eksportowych. Udział Polski w światowym eksporcie towarów wzrósł

w latach 2004–2024 dwukrotnie (z 0,8% do 1,6%), a więc najszybciej w całej Unii Europejskiej. Pokazuje to dobitnie, że własna waluta nie stanowiła przeszkody w rozwoju handlu międzynarodowego.

Jednocześnie, w odróżnieniu od wielu gospodarek europejskich, Polska nie wykazywała systematycznych nierównowag, zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Pozwoliło to na efektywne wykorzystanie wszystkich potencjalnych źródeł wzrostu gospodarczego. Brak istotnych nierównowag makroekonomicznych to w dużej mierze zasługa właściwej polityki pieniężnej, która zapewniała długookresową stabilność cen, jak również płynnego kursu złotego, który absorbował silne negatywne wstrząsy gospodarcze, takie jak np. globalny kryzys finansowy z 2009 r. czy kryzys pandemiczny. W efekcie polski wzrost gospodarczy był nie tylko szybki na tle pozostałych krajów UE, ale również wyjątkowo stabilny. Jego zmienność należała do najniższych w całej UE.

Prognozy międzynarodowych instytucji, np. Międzynarodowego Funduszu Walutowego, wskazują, że w kolejnych latach konwergencja polskiej gospodarki do zamożniejszych gospodarek będzie prawdopodobnie postępować. W ujęciu PKB *per capita*, skorygowanego o poziom cen, Polska ma szansę prześcignąć Japonię (wg MFW już w 2025 r.), Hiszpanię (w 2026 r.), a potencjalnie nawet Włochy (w 2031 r.), Wielką Brytanię (w 2032 r.) czy Francję (w 2033 r.)¹. Aby jednak tak się stało, musi utrzymać swoje atuty, w tym własną walutę. Przyjęcie euro oznaczałoby dla polskiej gospodarki istotny wzrost ryzyka utraty równowagi makroekonomicznej i trwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Ryzyka te zostały szczegółowo opisane w kolejnych częściach tej publikacji. Szczególną uwagę poświęcono ryzyku związanemu z utratą możliwości prowadzenia autonomicznej polityki stóp procentowych oraz utratą polityki kursowej po przyjęciu euro. W publikacji omówiono również różnice między polską gospodarką a gospodarką strefy euro, które zwiększają ryzyka związane z potencjalnym wprowadzeniem euro, w tym dotyczące uwarunkowań mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, synchronizacji cyklu koniunkturalnego między Polską a strefą euro czy też odmiennych strukturalnych uwarunkowań funkcjonowania rynku pracy. Częścią niniejszego opracowania jest także omówienie roli polityki fiskalnej

1 Projektacja MFW sięga do 2030 r. Dla okresu od 2031 r. ekstrapolowano przeciętne tempo wzrostu wg projekcji MFW na lata 2025–2030.

w stabilizowaniu koniunktury po przyjęciu euro oraz przedstawienie – na przykładzie Hiszpanii, Słowacji i krajów bałtyckich – ryzyk związanych z utratą autonomii monetarnej.

Niniejsze opracowanie powstało na podstawie materiałów i analiz prowadzonych w Narodowym Banku Polskim. Jednocześnie stanowi ono uzupełnienie i rozwinięcie tez zawartych we wcześniejszych publikacjach: *Narodowy Bank Polski w czasie megaszoków ekonomicznych po pandemii i w kryzysie energetycznym – historia sukcesu* (Glapiński 2024) oraz *Ryzyka związane z przedwczesnym przyjęciem euro przez Polskę w świetle teorii optymalnych obszarów walutowych* (Glapiński 2025).

1.1

Strefa euro jako nieoptymalny obszar walutowy

Rozpoczynając analizę ekonomicznych uwarunkowań i implikacji przyjęcia euro, należy zwrócić uwagę, że decyzja o utworzeniu strefy euro w 1999 r. była podyktowana przede wszystkim czynnikami politycznymi. Wspólna waluta euro wpisywała się bowiem bardzo dobrze w kontekst propagowanej przez europejskich przywódców głębokiej integracji europejskiej i dążeń do federalizacji Europy. Jak wskazuje Mody (2019) w swojej książce *Eurotragedia. Dramat w dziewięciu aktach*, proces negocjacji politycznych dotyczących utworzenia strefy euro trwał trzy dekady. W tym czasie, zauważa autor, europejscy liderzy ulegli „syndromowi grupowego myślenia”, ignorując przy tym wiele ostrzeżeń ekonomistów dotyczących ryzyk związanych z wprowadzeniem wspólnej waluty, które traciły na znaczeniu w procesie politycznym. Na istotne ryzyka związane z wprowadzeniem euro wskazywano bowiem już w latach 90. XX w. (Eichengreen 1992, Feldstein 1997), a więc przed wprowadzeniem do obiegu euro w 1999 r.

Oczywiście, tworząc strefę euro, posługiwano się również argumentami ekonomicznymi. Uwypuklano przy tym rzekome korzyści z wprowadzenia wspólnej waluty. Wskazywano choćby na potencjalnie wyższe tempo wzrostu gospodarczego, związane m.in. ze zwiększeniem handlu między państwami należącymi do tego obszaru walutowego czy intensyfikacją bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W efekcie wprowadzenie euro miało przyspieszyć konwergencję często bardzo zróżnicowanych gospodarek członkowskich. Funkcjonowanie w ramach jednego obszaru walutowego miało również sprzyjać zwiększeniu stabilności ekonomicznej czy obniżyć koszty transakcyjne wynikające z przewalutowania walut (Emerson 1992, Mongelli 2005, De Grauwe 2022).

Rzekome korzyści okazały się jednak mrzonką bądź też były one na tyle niewielkie, że w całości zostały przysłonięte przez materializację poważnych ryzyk związanych z porzuceniem walut narodowych.

Ryzyka związane z przyjęciem euro wynikają w szczególności z faktu, że strefa euro nie jest optymalnym obszarem walutowym (OOW). Teoria optymalnych obszarów walutowych wskazuje na pewne kryteria ekonomiczne, które gospodarki należące do unii walutowej powinny spełnić, aby móc odnieść korzyści z posługiwania się wspólną walutą (Mundell 1961, McKinnon 1963, Kenen 1969, Ingram 1969,

Mongelli 2008, Stążka 2008, Krugman 2013). Kryteria te obejmują w szczególności: mobilność czynników produkcji w ramach unii walutowej, wysoką integrację rynków finansowych i synchronizację cykli koniunkturalnych, elastyczność cen i płac w poszczególnych gospodarkach tworzących unię walutową czy też występowanie unii fiskalnej między gospodarkami posługującymi się tą samą walutą².

Strefa euro od swojego początku nie spełniała i nadal nie spełnia powyższych kryteriów. Przede wszystkim:

1. Mobilność czynników produkcji (zwłaszcza pracy) pozostaje ograniczona. Jest ona znacznie niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Niska mobilność pracowników była wskazywana jako ryzyko dla efektywnego działania unii walutowej na długo przed utworzeniem strefy euro (Blanchard i Katz 1992, Decressin i Fatás 1995). W efekcie możliwość przywracania równowagi na rynkach pracy w gospodarkach strefy euro po wystąpieniu wstrząsu za pomocą migracji jest ograniczona. Co jednak istotne, emigracja z kraju dotkniętego kryzysem – choć pozwala ograniczać negatywne skutki dla bezrobocia – długookresowo jest zjawiskiem niezwykle szkodliwym dla funkcjonowania państwa, jego siły i potencjału gospodarczego. Ponadto, mimo że swoboda przepływu kapitału jest jednym z fundamentów funkcjonowania UE, do dziś nie ukończono procesu integracji rynków finansowych, a ze względu na zróżnicowane regulacje i częste chronienie rynków przez krajowe władze prowadzenie działalności w innym kraju strefy euro stanowi istotny koszt.
2. Elastyczność rynków pracy i produktów w wielu gospodarkach strefy euro jest również ograniczona i nie pozwala na szybkie i efektywne przywracanie równowagi w gospodarkach dotkniętych asymetrycznym szokiem. W efekcie procesy dewaluacji wewnętrznej przebiegają powoli i wiążą się z istotnymi kosztami gospodarczymi i społecznymi (Kawalec i Pytlarczyk 2016).
3. Brak jest federalizmu fiskalnego, a więc istotnych transferów fiskalnych między gospodarkami strefy euro, które mogłyby łagodzić negatywne skutki gospodarcze asymetrycznych wstrząsów w poszczególnych krajach. Należy przy tym zwrócić uwagę, że nawet gdyby takie transfery między państwami strefy euro miały miejsce (na co nie ma zgody społeczeństw

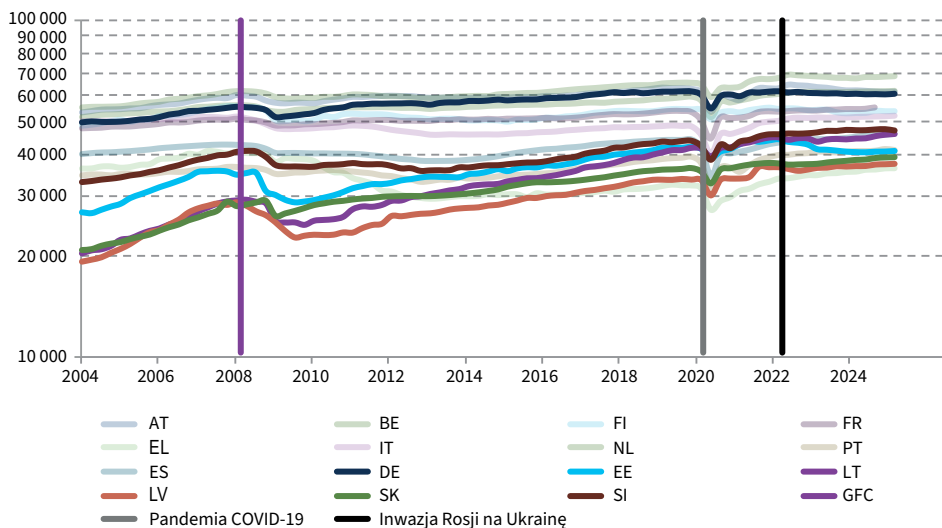
2 Szersze omówienie teorii optymalnych obszarów walutowych znajduje się w moim opracowaniu – Glapiński (2025).

i demokratycznego mandatu), to nie rozwiązywałyby one problemów związanych z utratą konkurencyjności poszczególnych gospodarek. Pozwalałyby one bowiem jedynie łagodzić społeczne skutki kryzysów, a nie zwiększałyby konkurencyjności gospodarek dotkniętych kryzysem i otrzymujących transfery.

4. Gospodarki strefy euro pozostają silnie zróżnicowane. Głębokie różnice dotyczą najważniejszych zmiennych makroekonomicznych, takich jak PKB *per capita* (wykres 1), tempo wzrostu potencjalnego PKB, dług publiczny (wykres 2), poziom aktywów i wierzytelności zagranicznych czy wreszcie kształtowanie się inflacji (wykres 3). Co równie istotne, gospodarki strefy euro znacznie różnią się pod względem struktury sektorowej. Jedne gospodarki strefy euro bazują w relatywnie większym stopniu na przemyśle (np. Niemcy), inne na usługach, w tym turystyce (np. Hiszpania). Gospodarki strefy euro również różnią się pod względem funkcjonowania rynków energii i miksu energetycznego (zróżnicowanie to zostało szerzej opisane w rozdziale 1.9). Dlatego też, nawet gdy podobny wstrząs dotyka wszystkie gospodarki strefy euro jednocześnie (np. pandemia bądź silny wzrost cen surowców), to reakcja poszczególnych gospodarek tego obszaru walutowego jest odmienna.
5. Powyższe różnice powodują, że synchronizacja cykli koniunkturalnych w gospodarkach tworzących strefę euro jest niepełna. Choć w okresach dużych zawirowań gospodarczych (globalny kryzys finansowy, pandemia) korelacja zmian PKB w poszczególnych gospodarkach jest wysoka, to w okresach względnej stabilności gospodarczej jest już ona niższa. Jednocześnie amplituda wahań cyklicznych w niektórych gospodarkach strefy euro (np. w Hiszpanii) jest 2–3 krotnie wyższa niż w Niemczech czy we Francji (Palenzuela i in. 2024).

Wykres 1.

PKB *per capita* wg parytetu siły nabywczej krajów strefy euro w latach 2004–2024 (w dolarach w cenach stałych z 2020 r.)



Uwaga: na wykresie dla czytelności zastosowano skalę logarytmiczną (por. etykiety osi pionowej) oraz pominięto Chorwację, Cypr, Irlandię, Luksemburg i Malte.

Źródło: opracowanie na podstawie danych OECD.

Silne zróżnicowanie gospodarek strefy euro powoduje, że procesy inflacyjne często przebiegają w nich odmiennie. Od 2015 r. średnia inflacja w krajach bałtyckich wyraźnie przekraczała 4%. W tym samym czasie średnia inflacja w takich krajach jak Finlandia, Grecja czy Irlandia znajdowała się poniżej 2%. Podczas globalnego szoku inflacyjnego z lat 2021–2023 inflacja HICP różniła się między krajami strefy euro niekiedy nawet o blisko 19 pkt proc.³

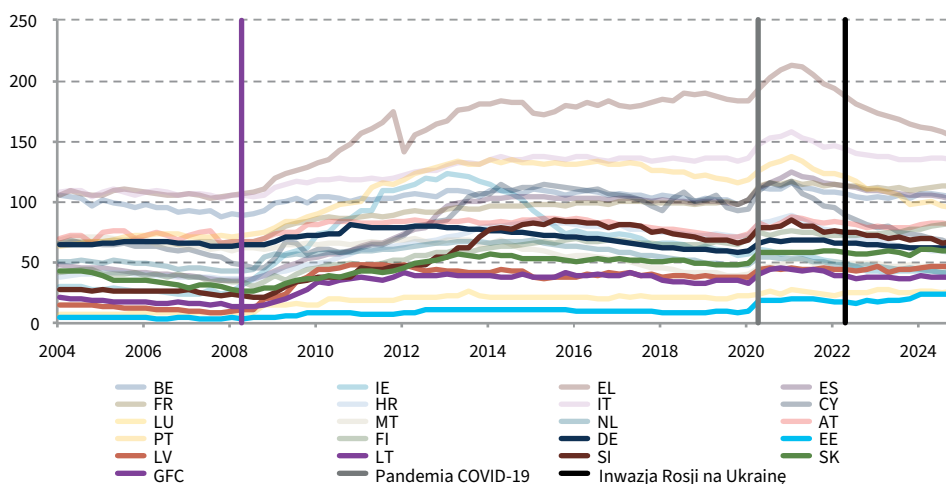
Istotne różnice w kształtowaniu się inflacji stwarzają poważne wyzwania dla wspólnej polityki pieniężnej prowadzonej przez EBC, którego nadrzędnym celem jest zapewnienie stabilności cen. Niemożliwe staje się bowiem prowadzenie polityki pieniężnej, która byłaby optymalna dla wszystkich gospodarek strefy euro jednocześnie. Inne parametry polityki pieniężnej będą właściwe dla gospodarki o niskim wzroście gospodarczym, niskiej inflacji i wysokim zadłużeniu, a inne dla

3 W sierpniu 2022 r. w Estonii odnotowano najwyższą w historii inflację HICP w kraju należącym do strefy euro (25,2%). W tym czasie, spośród krajów należących do strefy euro, była ona najniższa we Francji (6,6%).

gospodarki nisko zadłużonej, szybko rosnącej (konwergującej) i o wyższej dynamice cen. Inaczej mówiąc, poszczególne gospodarki strefy euro charakteryzują się innym poziomem naturalnych stóp procentowych (NSP), tj. stóp procentowych, które zapewniają długookresową równowagę makroekonomiczną. Różnice w poziomie naturalnej stopy procentowej w gospodarkach strefy euro mogą przekraczać nawet 4 pkt proc. (wykres 6 w rozdziale 1.2).

Wykres 2.

Stosunek długu publicznego do PKB krajów strefy euro w latach 2004–2024 (%)



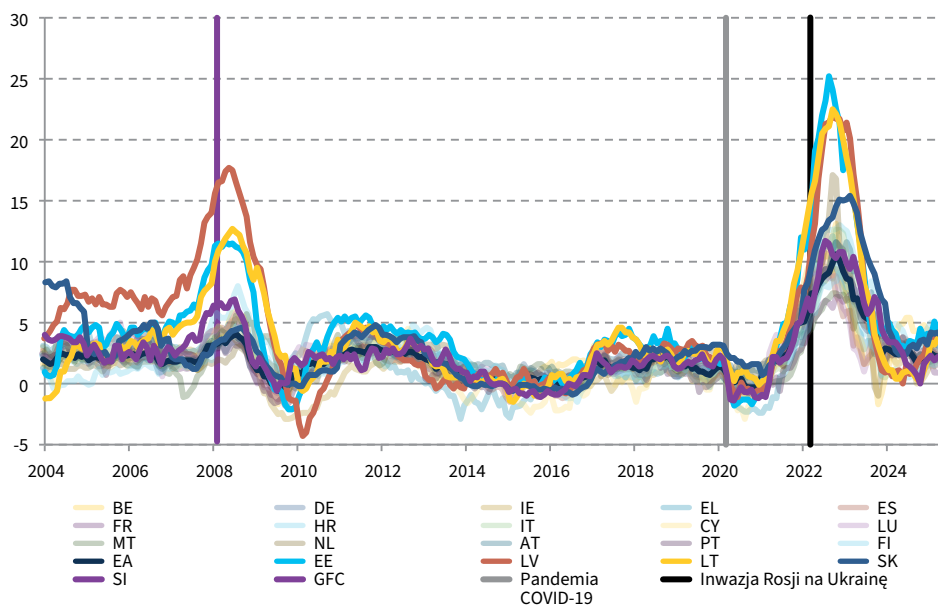
Źródło: opracowanie na podstawie danych Eurostatu.

Sytuacja ta rodzi spory polityczne między państwami i społeczeństwami krajów należących do unii walutowej, ponieważ pożądany poziom parametrów polityki pieniężnej różni się między poszczególnymi gospodarkami. W szczególności kraje, które są wysoko zadłużone, zazwyczaj opowiadają się za niższymi stopami procentowymi niż kraje nisko zadłużone i będące wierzycielami netto.

Należy również wskazać, że zakładane korzyści ze wspólnej waluty w dużej mierze się nie zrealizowały (Glapiński 2024). W szczególności euro nie doprowadziło do istotnego przyspieszenia wymiany handlowej między gospodarkami unii walutowej. Brak jest również jednoznacznego wpływu wejścia do strefy euro na postrzegane przez inwestorów ryzyko inwestycyjne państwa. Jednak co najważniejsze, euro nie przyczyniło się do przyspieszenia procesu konwergencji

Wykres 3.

Inflacja HICP w krajach strefy euro w latach 2004–2025 (%)



Źródło: opracowanie na podstawie danych Eurostatu.

mniej zamożnych gospodarek strefy euro. Od utworzenia strefy euro w grupie jej 12 początkowych członków (EA12) zróżnicowanie w poziomie PKB *per capita* wyrażonego w parytecie siły nabywczej (PPS) wzrosło (Glapiński 2024). Stanowiło to w dużym stopniu efekt niestabilnych boomów w części gospodarek południa Europy, które doprowadziły do wieloletniej recesji w tych gospodarkach po globalnym kryzysie finansowym. Jednocześnie niektóre analizy pokazują, że na przyjęciu euro zyskały przede wszystkim Niemcy i Holandia, podczas gdy m.in. w krajach południa Europy (Hiszpania, Portugalia, Grecja, Włochy) PKB *per capita* był niższy, niż miałyby to miejsce przy zachowaniu waluty narodowej (Gasparotti i Kullas 2019).

1.2

Ryzyka związane z utratą autonomicznej polityki pieniężnej po przyjęciu euro

Różnice w kształtowaniu się stóp procentowych NBP i EBC od 2004 r.

Wejście do strefy euro oznaczałoby utratę możliwości prowadzenia przez NBP polityki pieniężnej, a więc wpływu na stopy procentowe w gospodarce. Stanowiłoby to koszt dla gospodarki, bowiem procesy gospodarcze w Polsce, w tym inflacyjne, często kształtują się inaczej niż w strefie euro bądź też mają inne natężenie. W efekcie polska gospodarka, dla zachowania równowagi makroekonomicznej, w tym utrzymania stabilności cen, potrzebuje innych stóp procentowych niż strefa euro.

Różnice w poziomach pożądaných stóp procentowych między Polską a strefą euro wynikają z dwóch przyczyn:

1. Różnic w kształtowaniu się tzw. naturalnej stopy procentowej, a więc stopy procentowej zapewniającej równowagę makroekonomiczną. Bielecki i in. (2024) wskazują, że poziom naturalnej stopy procentowej w Polsce był w ostatnich 20 latach o 2–3 pkt proc. wyższy niż w strefie euro, co wynikało z szybszego wzrostu produktywności w Polsce w związku z trwającym procesem konwergencji. Oznacza to, że polska gospodarka na ogół potrzebuje istotnie wyższych stóp procentowych niż strefa euro.
2. Niepełnej synchronizacji cykli koniunkturalnych między Polską a strefą euro (rozdział 1.7), związanej w szczególności z asymetrycznymi wstrząsami. Utrata możliwości prowadzenia autonomicznej polityki stóp procentowych oznaczałaby istotne ryzyko destabilizacji koniunktury w cyklu koniunkturalnym (np. zbyt późnego lub niedostatecznego zaostrzenia polityki pieniężnej przez EBC w warunkach narastania presji inflacyjnej w Polsce).

Dotychczasowe doświadczenie potwierdza, że NBP korzystał z autonomii w prowadzeniu polityki pieniężnej i ustalał stopy procentowe niezależnie od decyzji podejmowanych przez EBC. Od 2004 r., a więc od ustanowienia obecnego celu inflacyjnego, stopa referencyjna NBP była wyższa od podstawowej stopy procentowej EBC w każdym dniu (wykres 4, tabela 1). Do września 2025 r. stopa

referencyjna NBP wynosiła średnio około 3,5%, tj. około 2,3 pkt proc. powyżej średniego poziomu podstawowej stopy procentowej EBC⁴. Stopa referencyjna NBP była dodatnia w całym omawianym okresie (minimalny poziom +0,1%), natomiast stopa depozytowa EBC od czerwca 2014 r. do lipca 2022 r. była ujemna (minimalny poziom -0,50%).

Największa różnica między stopą referencyjną NBP a podstawową stopą procentową EBC wynosiła 7 pkt proc. (w połowie lipca 2022 r.). Wynikała ona z rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych w Polsce po pandemii COVID-19 o ponad 9 miesięcy wcześniej, niż miało to miejsce w strefie euro. Gdyby stopy procentowe NBP kształtowały się wówczas na poziomie stóp EBC, inflacja w Polsce – wywołana globalnymi wstrząsami – wzrosłaby silniej i wolniej wracałaby do celu inflacyjnego NBP. Analiza kształtowania się stóp procentowych NBP i EBC wskazuje również na większą elastyczność i szybszą reakcję polskiego banku centralnego na wstrząsy makroekonomiczne. Po pierwsze, od 2004 r. poziom stopy referencyjnej NBP był zmieniany częściej (58 razy) niż poziom podstawowej stopy procentowej EBC (46 razy). Po drugie, analiza korelacji krzyżowej⁵ wskazuje, że zmiany stopy referencyjnej NBP następowały wcześniej o kilka miesięcy niż zmiany podstawowej stopy procentowej EBC (Glapiński 2024).

4 Zob. uwaga pod tabelą 1.

5 Korelacja krzyżowa to korelacja pomiędzy zmianami dwóch zmiennych opóźnionych lub przyspieszonych względem siebie. Jej analiza pozwala więc ocenić, czy zmiany w jednym szeregu czasowym (tu: stopa NBP) wyprzedzały zmiany w drugim szeregu czasowym (tu: zmiana stopy EBC).

Tabela 1.

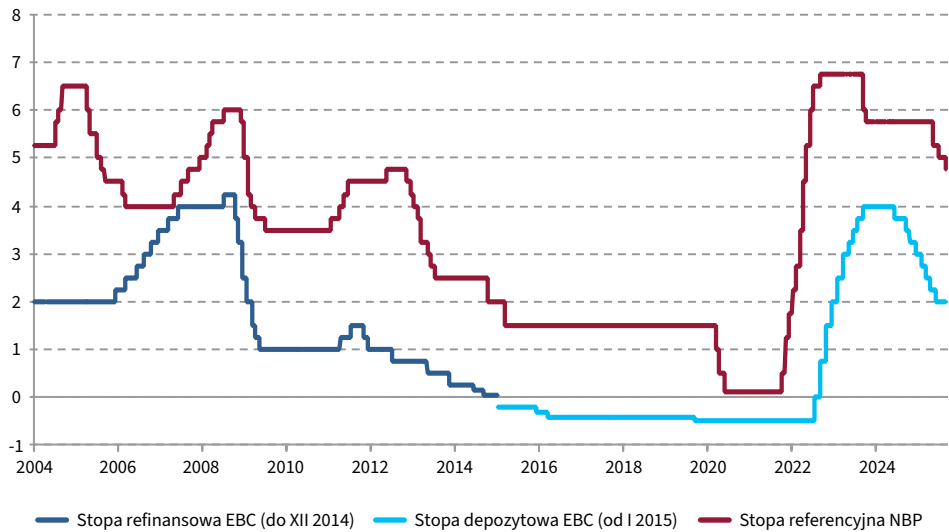
Statystyki opisowe dotyczące stóp procentowych w strefie euro i w Polsce w okresie od stycznia 2004 r. do września 2025 r.

	podstawowa stopa EBC	stopa referencyjna NBP	spread stopa referencyjna NBP – podstawowa stopa EBC
średnia	1,2	3,5	2,3
odchylenie standardowe	1,4	1,9	1,2
min.	-0,50	0,10	0,25
maks.	4,25	6,75	7,00
mediana	1,00	3,75	2,00
liczba zmian	46	58	–

Uwaga: za podstawową stopę procentową EBC w okresie styczeń 2004 r. – grudzień 2014 r. przyjęto stopę podstawowych operacji refinansujących (stopę MRO, *main refinancing operations*), natomiast w okresie styczeń 2015 r. – wrzesień 2025 r. stopę depozytową (stopę DFR, *deposit facility rate*) – ze względu na kształtowanie się stawek rynku międzybankowego O/N w pobliżu tych stóp procentowych EBC w podanych okresach. Obliczenia prowadzono na danych o większej dokładności, niż podano w tabeli, stąd mogą występować różnice wynikające z zaokrągleń. Uwzględniono dane do 3 września 2025 r.
Źródło: opracowanie na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 4.

Stopa referencyjna NBP na tle podstawowej stopy procentowej EBC



Uwaga: uwzględniono dane do 3 września 2025 r.
Źródło: Bloomberg.

Przystąpienie do strefy euro a możliwość wystąpienia niestabilnego boomu

Jak wskazano w poprzednich rozdziałach, strefa euro składa się z krajów o zróżnicowanym poziomie rozwoju gospodarczego i charakteryzujących się niejednorodnym poziomem tzw. naturalnych stóp procentowych. Naturalna stopa procentowa (NSP) wyznacza poziom stopy realnej, który oddziela restrykcyjną politykę pieniężną od polityki ekspansywnej. Ustalenie przez bank centralny realnych stóp procentowych powyżej NSP będzie skutkowało (w średnim okresie) schłodzeniem gospodarki, pojawieniem się ujemnej luki popytowej⁶ i spadkiem inflacji. Ustalenie realnych stóp procentowych poniżej NSP będzie miało przeciwne skutki.

Głównymi strukturalnymi czynnikami oddziałującymi na poziom NSP są sytuacja demograficzna kraju oraz dynamika tempa wzrostu produktywności (Bielecki i in. 2024). Czynniki te w horyzoncie przebiegu typowego cyklu koniunkturalnego nie zależą od polityk gospodarczych. W przypadku krajów mniej zamożnych należy się spodziewać występowania zjawiska konwergencji realnej, czyli zmniejszania dystansu pomiędzy PKB na pracownika w krajach początkowo bogatszych i biedniejszych. Konwergencja ta może równocześnie zachodzić kilkoma kanałami: akumulacją kapitału lub importem *know-how* i nowych technologii produkcji czy przepływami migracyjnymi. Wszystkie te dostosowania skutkują wzrostem produktywności pracy, co sprawia, że należy spodziewać się wyższych poziomów NSP w krajach doganiających, takich jak Polska. Po dołączeniu do jednolitego obszaru walutowego wspólna stopa procentowa może okazać się znacząco niższa od NSP. Dlatego jednym z diskutowanych w literaturze ekonomicznej (Brzoza-Brzezina 2005, Darvas i Szapáry 2008) kosztów funkcjonowania unii walutowej jest ryzyko występowania tzw. niestabilnych boomów (*boom-bust cycle*).

W pierwszej fazie takiego boomu zbyt niskie stopy procentowe w danym kraju mogą powodować powstanie silnego impulsu popytowego, odzwierciedlonego we wzroście kredytu i konsumpcji. Taki boom może też silnie wpływać na rynek nieruchomości, powodując szybki wzrost cen mieszkań i domów. W pierwszej fazie

6 Luka popytowa to różnica między rzeczywistym a potencjalnym poziomem PKB, obliczanym przy założeniu pełnego wykorzystania czynników produkcji, a więc kapitału i pracy. Ujemna luka popytowa oznacza, że gospodarka wytwarza mniej, niż jest w stanie potencjalnie wytworzyć z uwagi na niedostateczny popyt. Dodatnia luka popytowa oznacza, że popyt w gospodarce jest większy, niż gospodarka jest w stanie wytworzyć, co zwyczajowo jest utożsamiane z jej przegrzaniem i narastaniem presji inflacyjnej.

boomu luka popytowa staje się dodatnia, tj. w gospodarce konsumuje się więcej, niż wynikałoby to z jej potencjału produkcyjnego. W rezultacie szybciej rosną ceny dóbr i koszty pracy. EBC (2003) wymieniał konwergencję nominalnych stóp procentowych jako jedną z przyczyn różnic w obserwowanym poziomie inflacji w poszczególnych krajach członkowskich już w pierwszych latach funkcjonowania strefy euro. Pogarsza się bilans handlowy poprzez zaspokajanie zwiększonego popytu dobrami importowanymi oraz spadek konkurencyjności na rynkach zagranicznych, który nie może już być łagodzony osłabieniem się nominalnego kursu walutowego. Umocnienie realnego kursu walutowego⁷ oddziałuje w kierunku spadku produkcji i wzrostu bezrobocia. Jeśli wcześniej narosły potencjalne bańki na rynku kredytowym i mieszkaniowym, rośnie ryzyko ich pęknięcia.

Powyższy efekt nie musi powstać dopiero po wstąpieniu kraju do unii walutowej. Sam proces może rozpocząć się już wcześniej ze względu na kryteria konwergencji, w tym m.in. spadek stóp procentowych w warunkach usztywnienia kursu walutowego po wejściu do systemu ERM II, ale także ze względu na efekty związane z oczekiwanym przystąpieniem kraju do wspólnego obszaru walutowego.

Zmiany zgodne z omówionym mechanizmem wystąpiły w wielu krajach europejskich, w szczególności tzw. peryferyjnych (Brzoza-Brzezina i in. 2014a). Przypadek Grecji został omówiony m.in. w pracach Blanchard i Giavazzi (2002) czy Pagoulatos (2014). Przypadek Hiszpanii został omówiony w Alonso i Sánchez-Bayón (2024), ale również w dalszej części niniejszego materiału (rozdział 1.10). Przypadek Irlandii został omówiony w Honohan i Leddin (2006), a Portugalii – w Blanchard i Giavazzi (2002), Blanchard (2007) czy Almeida i in. (2009). Wiele przywołanych prac wskazywało na ryzyko narastania cyklu boom-bust jeszcze przed kryzysem finansowym.

Powyższy efekt nie dotyczy wyłącznie członków unii walutowej. Mogą być nim też dotknięte kraje utrzymujące sztywny kurs walutowy. Według Bakker i Gulde (2010) do 2008 r. w Europie Środkowo-Wschodniej (EŚW) była wyraźna różnica we wrażliwości makroekonomicznej między krajami ze stałym i płynnym kursem

7 Realny kurs walutowy to nominalny kurs walutowy (np. EUR/PLN) skorygowany o różnice w poziomie cen pomiędzy gospodarkami. Jego zmiany informują nas m.in. o zmianach konkurencyjności cenowej pomiędzy dwiema gospodarkami. W unii walutowej (lub przy stałym nominalnym kursie walutowym) gospodarka, w której ceny rosną szybciej, traci na konkurencyjności względem drugiej gospodarki.

walutowym. Kraje, które wówczas utrzymywały płynny kurs walutowy (Czechy, Polska, Rumunia, Słowacja), miały znacznie mniej wyraźny boom kredytowy, niższą inflację i mniejsze deficyty na rachunku bieżącym niż te ze stałym kursem walutowym (kraje bałtyckie i Bułgaria). Brixiova i in. (2009) opisali przypadek niestabilnego boomu w Estonii, wymieniając niskie stopy procentowe spowodowane reżimem izby walutowej jako jedną z jego przyczyn. Dla Litwy cykl boom-bust omawiali Kuodis i Ramanauskas (2009), a dla Łotwy – Blanchard i in. (2013). Przykład krajów bałtyckich został również szczegółowo opisany w dalszej części niniejszej publikacji (rozdział 1.10).

Na ryzyko wystąpienia boomu popytowego i kredytowego w krajach Europy Środkowej po potencjalnym wstąpieniu do strefy euro wskazywała Schadler i in. (2005). Na ryzyko dla Polski niestabilnych boomów kredytowych związanych z przystąpieniem do strefy euro zwracali też uwagę Eichengreen i Steiner (2008).

Analitycy NBP zbadali niebezpieczeństwo wystąpienia niestabilnego boomu w Polsce w przypadku przystąpienia do strefy euro. W tym celu przeanalizowali historyczne doświadczenia krajów członkowskich strefy euro w latach 2001–2019, porównując potencjalne determinanty wystąpienia niestabilnego boomu z jego skalą w danym kraju.

Za podstawową determinantę uznano odchylenie naturalnej stopy procentowej danego kraju od poziomu strefy euro. Szacowana była ona na podstawie równania Eulera⁸ oraz przybliżana na bazie dynamiki produktywności pracy. Miare niestabilnych boomów skonstruowano na podstawie sześciu zmiennych makroekonomicznych opisujących to zjawisko: cen konsumenckich, cen nieruchomości, kredytu dla sektora prywatnego, luki popytowej, inwestycji brutto oraz bilansu handlowego. Wskaźniki zestawiono dla grupy krajów strefy euro poszerzonej o dwa kraje, które od wielu lat prowadzą politykę sztywnego kursu względem euro: Bułgarię i Danię.

Aby zobrazować łączną skalę wahań aktywności, cen i kredytu w gospodarkach strefy euro (od jej utworzenia do 2019 r.), skonstruowano indeks niestabilnych

8 Równanie Eulera służy do modelowania wyboru gospodarstw domowych odnośnie do konsumpcji i akumulacji aktywów w czasie. Równanie to wiąże stopę wzrostu konsumpcji prywatnej (która w długim okresie musi wynikać z poprawy produktywności gospodarki) z poziomem krajowej stopy procentowej.

boomów⁹. Im wyższa jest jego wartość, tym gospodarka kraju była bardziej dotknięta niestabilnym boomem. Wykres 5 wyraźnie obrazuje wystąpienie tego zjawiska w takich krajach jak Estonia, Łotwa, Litwa, Bułgaria i Grecja. Kraje tzw. twardego rdzenia strefy euro: Austria, Niemcy czy Holandia nie doświadczyły znaczących zawirowań.

Następnie indeks niestabilnych boomów zestawiono z szacunkiem NSP oraz z szacunkiem produktywności pracy¹⁰ (wykresy 6–7). wykresy obrazują zgodną z oczekiwaniami zależność boomów z NSP (dodatnią) i produktywnością pracy (ujemną). Obliczono również potencjalną miarę niestabilnego boomu dla Polski, podstawiając dane dla Polski¹¹ do oszacowań współczynników regresji otrzymanych wcześniej dla krajów strefy euro. Oba wykresy wskazują, że Polska w przypadku przystąpienia do strefy euro, np. w 2019 r., byłaby nadal podatna na wystąpienie niestabilnego boomu.

Oceniając zagrożenie związane z przystąpieniem do strefy euro przez pryzmat niestabilnych boomów, należy pamiętać, że wraz z postępem realnej konwergencji zagrożenie to będzie stopniowo malało. Prognoza sporządzona przez Bieleckiego i in. (2024) wskazuje, że w połowie lat 30. XXI w. różnica NSP między Polską a strefą euro może zmaleć poniżej 1 pkt proc., co do pewnego stopnia ograniczałoby ryzyko wystąpienia niestabilnego boomu, ale go oczywiście nie wyeliminuje. Do podobnych wniosków można dojść, patrząc na problem przez pryzmat relatywnego poziomu produktywności pracy.

Podsumowując, uzyskane wyniki wskazują, że obecnie przyjęcie euro stwarzałoby dla polskiej gospodarki istotne ryzyko powstania niestabilnego boomu. Ocena ta może się oczywiście zmienić w przyszłości wraz z postępującą konwergencją polskiej gospodarki.

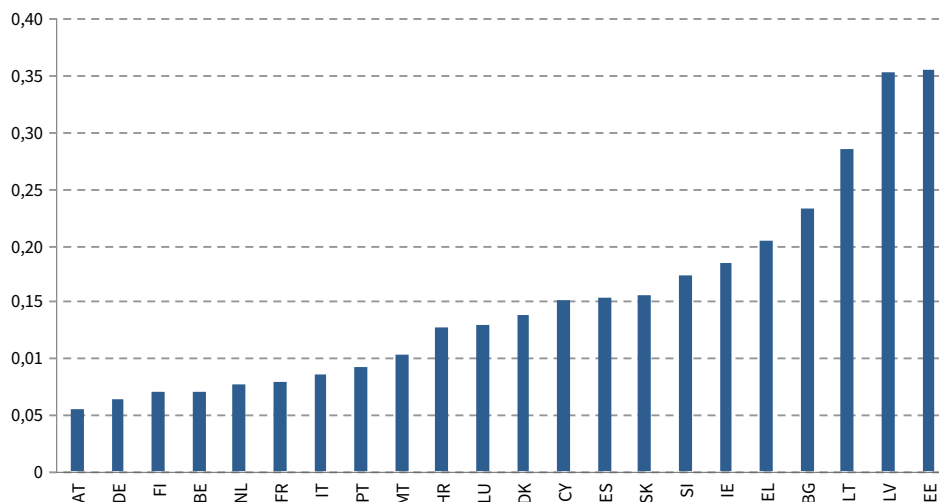
9 Indeks jest oparty na sześciu zmiennych makroekonomicznych: dynamika cen konsumenckich, cen nieruchomości i inwestycji brutto oraz zmiana udziału kredytu dla sektora prywatnego w PKB, eksport netto w PKB i stosunek miary luki popytowej do potencjalnego PKB. Indeks jest pierwszą składową uzyskaną z analizy głównych składowych (PCA) na wystandaryzowanych zmiennych makroekonomicznych. Indeks został obliczony na danych rocznych, a wszystkie ładunki w PCA były dodatnie. Miarą niestabilnego boomu jest amplituda tak obliczonego wskaźnika w latach 2001–2019.

10 Poziom produktywności pracy danego kraju odpowiada realnemu poziomowi PKB PPP podzielonemu przez całkowitą liczbę godzin przepracowanych w danej gospodarce w 1999 r. Za poziom NSP przyjęto jej szacowaną średnią dla lat 1996–2003. W przypadku Słowacji, która usztywniła swój kurs walutowy później niż inne kraje w próbie, obie miary skonstruowano na podstawie odpowiednio opóźnionych danych, tj. poziomu produktywności pracy w 2007 r. oraz szacowanej średniej NSP w latach 2004–2011.

11 W przypadku Polski szacunki oparto na mierze produktywności pracy z 2019 r. oraz na szacowanym średnim poziomie NSP w latach 2015–2022.

Wykres 5.

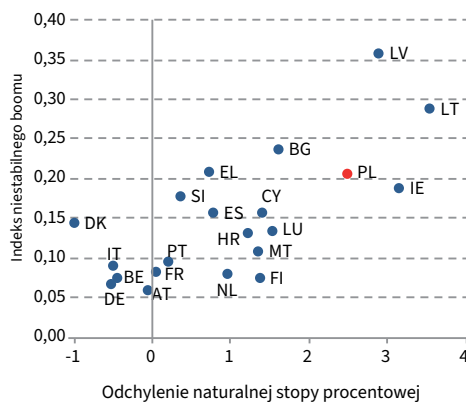
Indeks niestabilnych boomów obliczony na podstawie kształtowania się zmiennych makroekonomicznych w latach 2001–2019



Uwaga: zmienne makroekonomiczne wykorzystane do obliczenia tego indeksu to ceny konsumenne, ceny nieruchomości, kredyt dla sektora prywatnego, luka popytowa, inwestycje brutto oraz bilans handlowy.
Źródło: opracowanie na podstawie materiałów NBP, Eurostatu, Ameco, Banku Światowego, EBC, OECD, The External Wealth of Nations oraz niektórych krajowych urzędów statystycznych i banków centralnych.

Wykres 6.

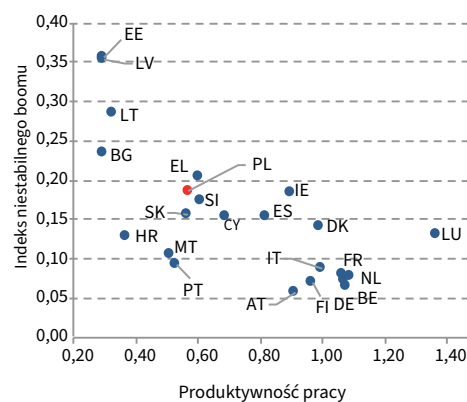
Indeks niestabilnego boomu a odchylenie NSP od poziomu NSP strefy euro



Źródło: opracowanie na podstawie materiałów NBP.

Wykres 7.

Indeks niestabilnego boomu a produktywność pracy względem strefy euro



Źródło: opracowanie na podstawie materiałów NBP.

1.3

Ryzyka związane z utratą płynnego kursu walutowego po przyjęciu euro

Rola płynnego kursu walutowego w stabilizowaniu koniunktury w Polsce

W warunkach zachowania niezależnej polityki pieniężnej i płynnego kursu walutowego odchylenia kursu realnego od poziomu równowagi ulegają relatywnie szybkiemu skorygowaniu dzięki dostosowaniom kursu nominalnego. Przystąpienie do unii walutowej „zamraża” jednak kurs nominalny, co oznacza, że proces powrotu realnego kursu do równowagi odbywa się znacznie wolniej – wyłącznie poprzez stopniowe dostosowania cen względnych pomiędzy krajem a zagranicą (tj. obniżenie krajowych cen i płac względem głównych partnerów handlowych), nazywane dewaluacją wewnętrzną.

Choć obydwie mechanizmy pomagają przywrócić równowagę w gospodarce (w tym odzyskać konkurencyjność, jeśli została ona wcześniej utracona), to jak wskazują Kawalec i Pytlarczyk (2016), efektywniejszym (szybszym i wiążącym się z dużo mniejszymi kosztami) sposobem przywrócenia równowagi w gospodarce jest deprecjacja nominalnego kursu walutowego. Partnerzy handlowi posiadający tę samą walutę nie mają możliwości wykorzystania tego mechanizmu względem siebie. Jedynym sposobem ustabilizowania koniunktury i odzyskania konkurencyjności jest dewaluacja wewnętrzna, która jest procesem długotrwałym i kosztownym. Najczęściej wiąże się z silnym wzrostem bezrobocia i niższym PKB (por. rozdział 1.10).

Badania makroekonomiczne wskazują, że płynny kurs złotego odgrywał w ostatnich latach rolę stabilizatora polskiej gospodarki i pozwalał jej amortyzować zaburzenia zewnętrzne oddziałujące negatywnie na aktywność gospodarczą (Brzoza-Brzezina i in. 2014b, Dąbrowski i Wróblewska 2016, Cieślík i Teresiński 2020, Konopczak i Torój 2012). Silnym szokiem zewnętrznym towarzyszy bowiem zwyczajowo deprecjacja kursu złotego, która wspiera wzrost PKB poprzez stymulację polskiego eksportu.

Szczególnie ciekawym przykładem jest silna deprecjacja kursu złotego, która miała miejsce w czasie globalnego kryzysu finansowego w 2009 r. Złoty osłabił

się wówczas względem euro o 23% r/r, a realny efektywny kurs walutowy złotego osłabił się o 14,6% r/r. Dla porównania realny kurs na Węgrzech osłabił się o 5,5%, w Czechach o 3,6%, zaś kursy realne w Słowenii i Słowacji aprecjonowały, odpowiednio o 2,2% oraz 7,1%.

W efekcie tej deprecjacji polski eksport netto istotnie wsparł wzrost PKB, chroniąc tym samym gospodarkę przed recesją. Warto zauważyć, że tylko Polska uniknęła recesji w tym okresie, przy czym skala spadku PKB była silnie zróżnicowana pomiędzy krajami UE. PKB wzrósł w Polsce w 2009 r. o 2,6% r/r, podczas gdy w strefie euro spadł o 4,4% r/r, w Czechach o 4,8%, na Węgrzech o 6,7%, w Słowenii o 7,6%, a na Słowacji o 5,5%. Badanie Brzozy-Brzeziny i in. (2014) potwierdza, że silna deprecjacja kursu złotego i akomodacyjna polityka pieniężna w okresie globalnego kryzysu finansowego stabilizowały krajową koniunkturę. Gdyby Polska była wówczas w strefie euro, mogłaby doświadczyć głębokiej recesji.

Znaczenie płynnego kursu walutowego dla równowagi zewnętrznej Polski oraz sektora przedsiębiorstw

W dalszej części rozdziału znajduje się analiza, w jaki sposób zmiany kursu walutowego wpływają na eksport i import, konkurencyjność oraz sytuację finansową przedsiębiorstw. Zgodnie z podręcznikowym ujęciem (Blanchard 2022, Krugman i in. 2018) podstawowym kanałem oddziaływania realnego kursu walutowego na eksport i import jest kanał cen względnych, tj. kanał konkurencyjności cenowej. Realna deprecjacja waluty krajowej (która może być wywołana zmianą nominalnego kursu) sprawia, że produkty krajowe stają się tańsze za granicą, wzrasta na nie popyt zagraniczny, dzięki czemu wolumen eksportu rośnie. Produkty zagraniczne stają się natomiast droższe w kraju, przez co popyt na nie spada, a wolumen importu maleje. W konsekwencji bilans handlowy kraju w ujęciu ilościowym się poprawia.

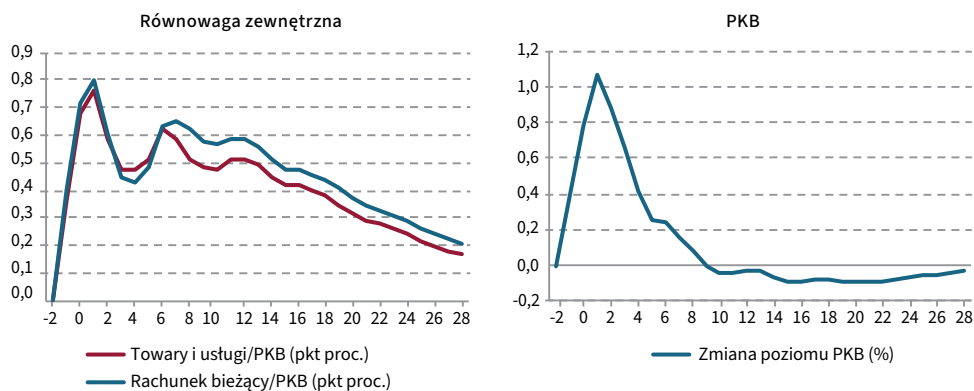
Poprawa bilansu handlowego w ujęciu ilościowym nie musi jednak oznaczać poprawy bilansu handlowego w kategoriach wartościowych, ponieważ deprecjacja waluty krajowej sprawia, że ta sama ilość dóbr ma wyższą wartość księgową w walucie krajowej. O ile w przypadku eksportu zarówno efekt popytowy, jak i księgowy deprecjacji kursu oddziałują w kierunku wzrostu wartości eksportu, o tyle w przypadku importu spadek wolumenu importu wywołany deprecjacją

kursu może zostać zrekompensowany przez wzrost jednostkowych kosztów importu. Kierunek wpływu zmian kursu na bilans handlowy wyrażony w walucie krajowej nie jest więc jednoznaczny i zależy od elastyczności cenowej eksportu oraz importu, wyjściowej wartości bilansu handlowego oraz struktury walutowej fakturowania handlu zagranicznego.

W świetle modelu NECMOD w polskiej gospodarce deprecjacja złotego prowadzi w krótkim horyzoncie czasowym do wyraźnego wzrostu wolumenu eksportu i – mniejszego co do skali – spadku importu. W efekcie następuje poprawa salda handlowego (por. Greszta i in. 2012; wykres 8). Istotny wpływ deprecjacji kursu na saldo handlowe jest zauważalny już w pierwszych kwartałach po wystąpieniu wstrząsu kursowego. Szacuje się, że deprecjacja nominalnego efektywnego kursu walutowego złotego o 10% prowadzi w pierwszym roku działania impulsu do poprawy o 0,6 pkt proc. relacji salda handlowego do PKB. Jednocześnie poziom PKB rośnie o 0,8%. W dłuższym okresie wpływ impulsu kursowego na saldo handlowe i PKB stopniowo wygasa.

Wykres 8.

Analiza skutków deprecjacji kursu złotego o 10% w modelu NECMOD



Uwaga: na osi poziomej oznaczono kolejne kwartały.
Źródło: opracowanie na podstawie modelu NECMOD.

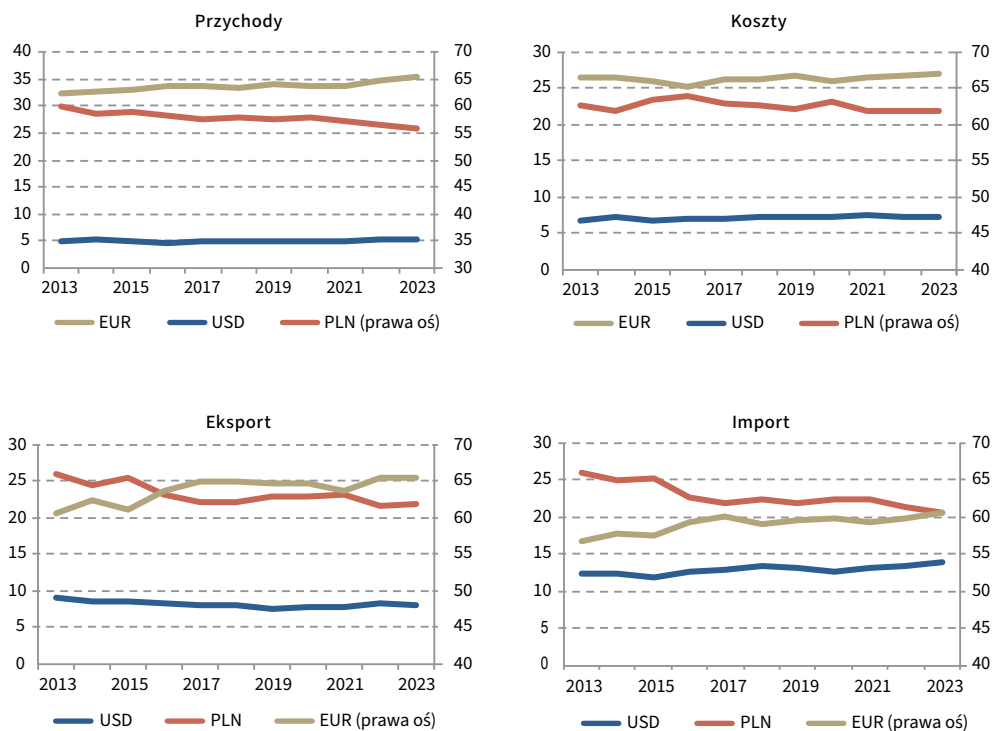
Zmiany kursu walutowego oddziałują na sytuację przedsiębiorstw nie tylko poprzez kanał cen względnych, ale również poprzez kanał finansowy (Banerjee i in. 2020, Shim i in. 2020). Wahania kursu walutowego wpływają bowiem na

wartość netto przedsiębiorstw, które mają – niezabezpieczoną pozabilansowymi instrumentami finansowymi – otwartą bilansową pozycję walutową. Deprecjacja waluty krajowej obniża wartość netto przedsiębiorstw, których niezabezpieczone pasywa w walucie obcej (np. pożyczki i kredyty lub zobowiązania z tytułu importu) przewyższają niezabezpieczone aktywa w walucie obcej (np. należności z tytułu eksportu). Prowadzi to do obniżenia zdolności kredytowej, szczególnie w odniesieniu do finansowania zagranicznego oraz w walucie obcej, co może ograniczać aktywność inwestycyjną i rozwój działalności eksportowej. Kanał finansowy oddziałuje na sytuację takich przedsiębiorstw w odwrotnym kierunku niż kanał cen względnych. Jeśli natomiast aktywa walutowe przewyższają zobowiązania walutowe przedsiębiorstwa, kanał finansowy wzmacnia działanie kanału cen względnych.

Polski sektor przedsiębiorstw charakteryzuje się relatywnie niskim znaczeniem kanału finansowego w transmisji zaburzeń kursowych na zmienne realne. Innymi słowy, zmiany kursu walutowego nie stanowią dla większości polskich przedsiębiorstw istotnego wyzwania, chodzi o zdolność do regulowania swoich zobowiązań denominowanych w obcej walucie. Po pierwsze, struktura walutowa przychodów, kosztów, eksportu oraz importu jest relatywnie zrównoważona i stabilna w czasie (wykres 9), co ogranicza wrażliwość zdolności kredytowej przedsiębiorstw na zmiany kursu walutowego. Po drugie, polskie przedsiębiorstwa tradycyjnie polegają przede wszystkim na samofinansowaniu, w niskim stopniu finansując się kredytem bankowym (Puchalska i Tymoczko 2013). W 2024 r. zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek miało około 59% przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 pracowników i stanowiły one około 14% sumy bilansowej sektora. Po trzecie, przedsiębiorstwa zaciągają kredyty walutowe najczęściej w walucie, w której osiągają przychody (Tymoczko 2018). Kredyty w walutach obcych stanowią wartościowo jedynie około 30% kredytów ogółem sektora przedsiębiorstw niefinansowych (NBP 2018). Po czwarte, sektor przedsiębiorstw niefinansowych jest dobrze zabezpieczony przed ryzykiem kursowym (Głapiński 2024).

Wykres 9.

Szacunkowa struktura walutowa przychodów, kosztów, eksportu oraz importu w próbie przedsiębiorstw niefinansowych



Źródło: opracowanie na podstawie publikacji GUS pt. *Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych*.

Płynny kurs złotego a opłacalność eksportu: dekompozycje modelowe

Kurs walutowy pełni stabilizującą funkcję nie tylko w odniesieniu do wartości eksportu, ale również jego opłacalności. Oszacowania uzyskane z modelu wyjaśniającego nieopłacalność polskiego eksportu za pomocą zmiennych ekonomicznych¹² sugerują, że kurs walutowy może ograniczać znaczenie relacji płac i wydajności pracy dla opłacalności eksportu (wykres 10, tabela 2). W latach 2010–2024 korelacja między wkładem kursu walutowego do odchylenia nieopłacalności eksportu od średniej a wkładem relacji płac i wydajności pracy wynosiła -0,72. W latach 2021–2024 kurs walutowy był natomiast czynnikiem wspierającym opłacalność eksportu, gdy niekorzystnie kształtowała się nie tylko relacja płac i wydajności pracy, ale również koszty materiałów i surowców (wykres 10).

Tabela 2.

Dekompozycja odchylenia nieopłacalności eksportu od średniej w latach 2021–2024

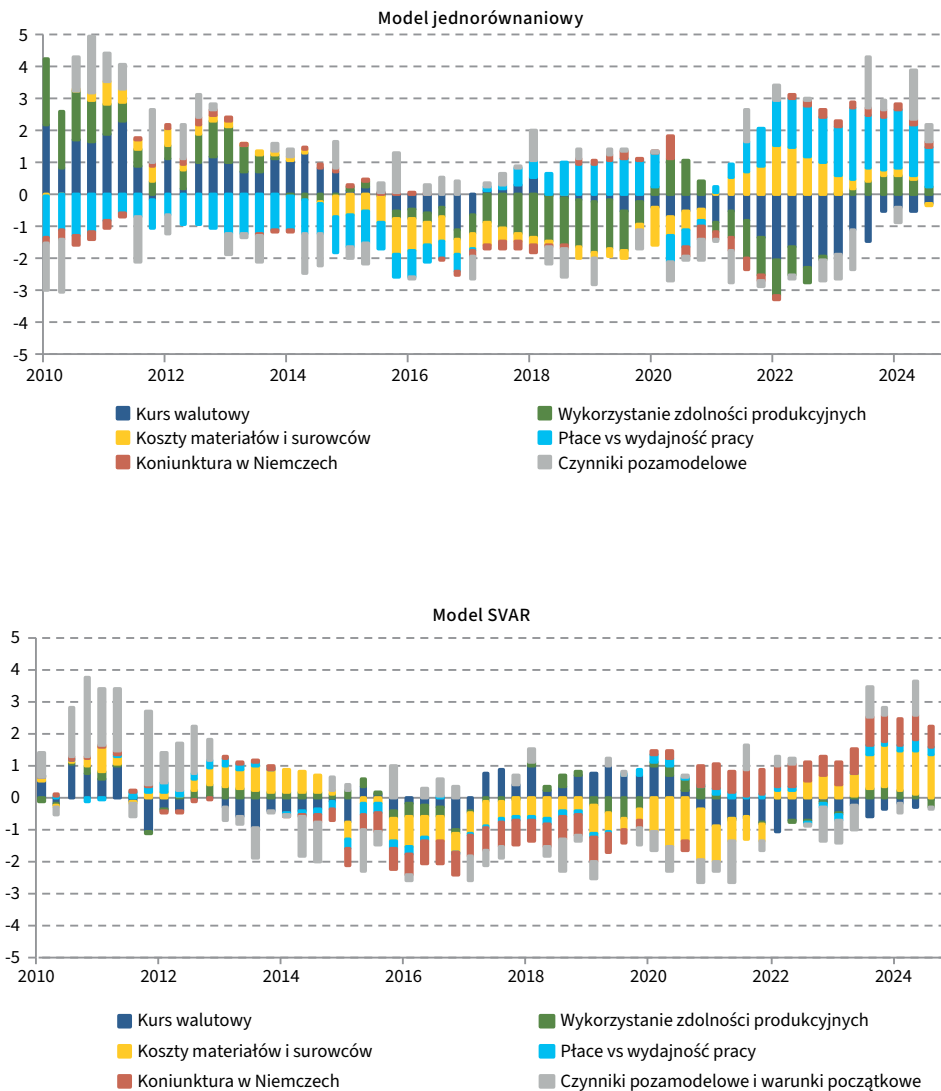
	średni wkład zmiennych model jednorównaniowy				średni wkład szoków model SVAR			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
kurs walutowy	-0,9	-2,0	-1,3	-0,4	-0,7	-0,7	-0,4	-0,2
wykorzystanie zdolności produkcyjnych	-0,9	-0,7	0,3	0,4	0,0	0,0	0,1	0,0
koszty materiałów i surowców	0,5	1,3	0,4	0,1	-0,8	0,4	0,9	1,3
płace vs wydajność	0,7	1,5	1,8	1,5	0,1	0,0	0,1	0,2
koniunktura w Niemczech	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,8	0,6	0,8	0,8
pozostałe czynniki	-0,1	0,0	0,1	0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,2
suma	-0,9	0,2	1,4	2,4	-0,9	0,2	1,4	2,4

Źródło: opracowanie na podstawie materiałów NBP.

12 Zmienna objaśniana: odsetek eksporterów deklarujących występowanie nieopłacalnego eksportu wg Szybkiego Monitoringu NBP; zmienne objaśniające uwzględnione w modelu: ocena relacji między zmianami wynagrodzeń a wydajnością pracy wg SM NBP, stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych wg SM NBP, prognozy dynamiki cen zaopatrzenia wg SM NBP, kurs EUR/PLN, kurs USD/PLN, wskaźnik nowych zamówień w Niemczech wg badań ankietowych Komisji Europejskiej, cena ropy w USD; próba estymacyjna: I kw. 2010 r. – III kw. 2024 r. (dane kwartalne).

Wykres 10.

Dekompozycja modelowa odchylenia od średniej odsetka przedsiębiorstw deklaruujących nieoptymalność eksportu

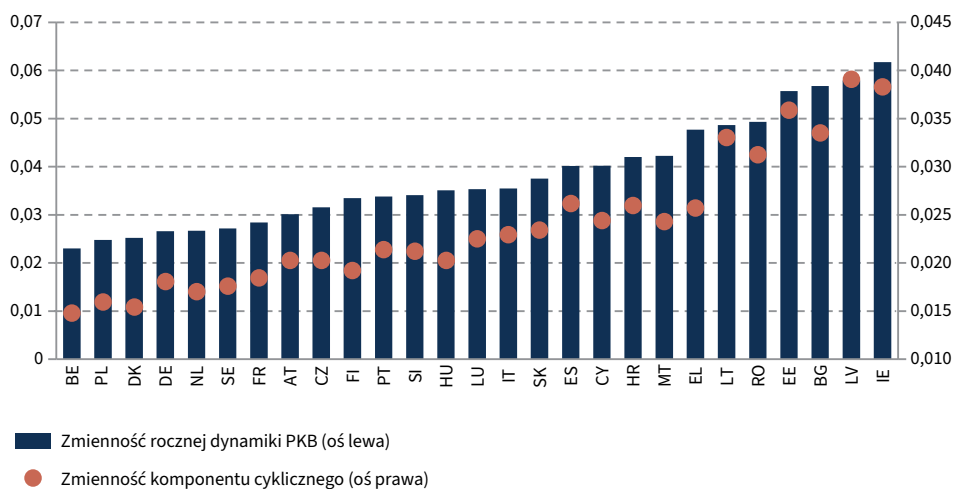


Źródło: opracowanie na podstawie materiałów NBP.

Amortyzującą rolę kursu walutowego potwierdzają również oszacowania strukturalnego modelu VAR (SVAR)¹³, które pozwalają spojrzeć na zjawisko nieopłacalności eksportu nie przez pryzmat korelacji między zmiennymi, ale pierwotnych zaburzeń gospodarczych (tzw. szoków). W świetle przeprowadzonych dekompozycji (wykres 10, tabela 2) szoki kursowe oddziałują amortyzująco przede wszystkim na szoki kosztów materiałów i surowców oraz szoki koniunktury zagranicznej. W latach 2010–2024 korelacja między wkładem szoków kursu walutowego do odchylenia nieopłacalności eksportu od średniej a wkładami szoków kosztów materiałów i surowców oraz szoków koniunktury zagranicznej wynosiła odpowiednio -0,46 i -0,52.

Wykres 11.

Zmienność wzrostu PKB i komponentu cyklicznego (odchylenie standardowe, 1995–2024) w gospodarkach UE



Uwaga: komponent cykliczny oszacowano przy wykorzystaniu filtru HP.
Źródło: opracowanie na podstawie danych Eurostatu i materiałów NBP.

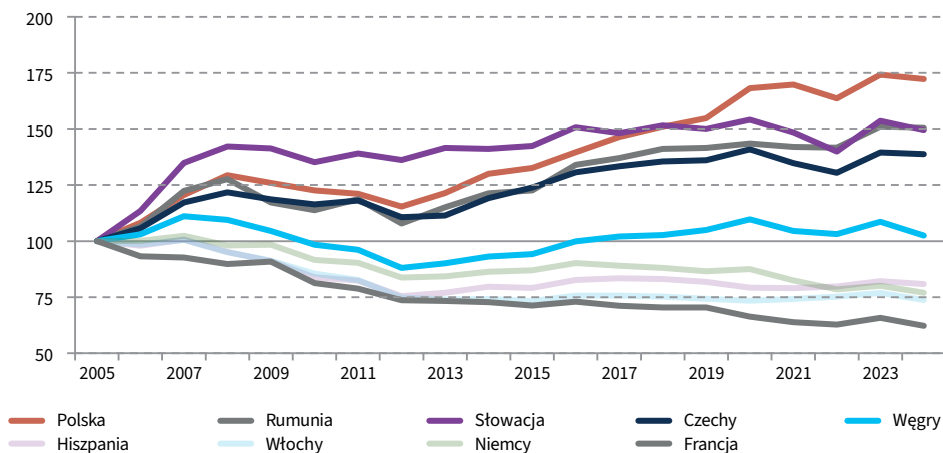
13 Dekompozycję przeprowadzono, przyjmując restrykcje krótkookresowe typu A i uporządkowanie zmiennych zgodne z kolejnością, z jaką zmienne zostały wymienione w Szybkim Monitoringu NBP (NBP 2001–2025).

W latach 2022–2024 korelacje te wyniosły aż -0,95 i -0,82, co oznacza, że kurs walutowy zadziałał absorbująco na zaburzenia zewnętrzne dla polskiej gospodarki zwłaszcza wtedy, gdy zaburzenia te były największe.

Podsumowując, płynny kurs złotego amortyzuje skutki negatywnych wstrząsów gospodarczych. Dzięki temu polska gospodarka mogła absorbować wstrząsy poprzez zmiany kursu walutowego, a nie poprzez zmiany bezrobocia i PKB, które wiążą się na ogół z istotnymi kosztami społecznymi. Płynny kurs złotego – obok dywersyfikacji eksportu i braku nierównowag makroekonomicznych, a także opisaną wcześniej możliwości prowadzenia niezależnej polityki stóp procentowych – powodował, że zmienność wzrostu gospodarczego w Polsce należała w ostatnich dekadach do najniższych w całej UE (wykres 11). Warto również zauważyć, że w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, które należą do strefy euro (Łotwa, Litwa, Estonia) bądź też mają usztywniony kurs walutowy (Bułgaria), zmienność wzrostu PKB należała do najwyższych w całej UE.

Wykres 12.

Udział wybranych krajów UE w światowym eksporcie towarów (pkt, 2005 = 100)



Źródło: opracowanie na podstawie danych UNCTADstat.

Jednym z argumentów przywoływanych przez zwolenników przyjęcia euro jest to, że eliminacja ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych po wejściu Polski do strefy euro mogłaby pobudzić polski eksport. Tymczasem posiadanie własnej waluty o płynnym kursie walutowym nie stanowiło przeszkody w dynamicznym rozwoju eksportu w ostatnich dekadach. Udział Polski w światowym eksporcie towarów silnie wzrósł z 0,8% w 2005 r. do 1,6% w 2024 r. Wyniki dekompozycji wzrostu polskiej wartości dodanej na komponenty związane z popytem krajowym oraz popytem zagranicznym (Hagemeyer i Mućk 2019) wskazują na kluczową rolę czynnika umiędzynarodowienia się w rozwoju polskiej gospodarki. Zgodnie z aktualnymi szacunkami w latach 2011–2022 wkład popytu zagranicznego do rocznej dynamiki wartości dodanej brutto wynosił średnio 2,2 pkt proc. wobec średnio 1,4 pkt proc. wkładu popytu krajowego. Oznacza to, że za ponad 60% wzrostu gospodarczego w Polsce (po wielkim załamaniu w handlu międzynarodowym w latach 2008–2009) odpowiadał eksport wraz z produkcją dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji na rynki zagraniczne. Jednocześnie od 2005 r. polscy eksporterzy najdynamiczniej w całej UE zwiększali swój udział w światowym handlu (wykres 12).

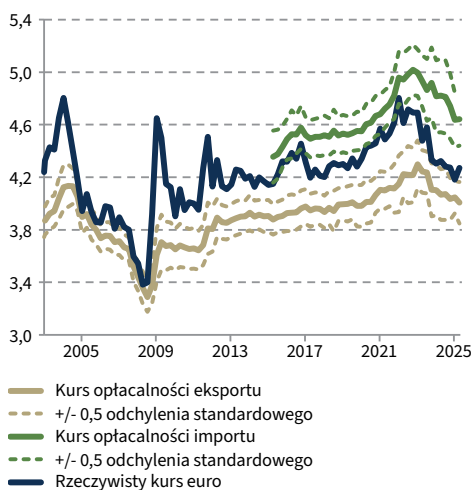
Również badania ankietowe przedsiębiorstw prowadzone przez NBP (2001–2025) wskazują, że kurs walutowy nie stanowi znaczącej bariery rozwoju dla polskich przedsiębiorstw. Od 2013 r. na kurs walutowy jako barierę rozwoju wskazywało średnio 5,4% przedsiębiorstw, a znacznie ważniejszymi barierami były ceny i koszty (9,4%), przepisy i podatki (7,9%) oraz popyt (7,7%). Podobne znaczenie jak kurs walutowy miały natomiast niepewność oraz koszty pracy i presja płacowa. Tak niska bariera kursowa sugeruje, że w ostatnich latach kurs złotego kształtował się na poziomie, który relatywnie dobrze równoważył interesy eksporterów i importerów.

Od 2010 r. kurs walutowy nie stanowi również znaczącej bariery rozwoju polskiego eksportu (wykresy 13–16). W tym okresie kursy rynkowe EUR/PLN oraz USD/PLN kształtowały się na poziomach wyższych średnio o 9% i 12% niż odpowiadające im progowe kursy opłacalności eksportu. W perspektywie długookresowej wahania kursów rynkowych mają również relatywnie niewielkie przełożenie na

to, jak wiele przedsiębiorstw deklaruje występowanie nieopłacalnego eksportu, oraz na udział nieopłacalnego eksportu w eksporcie ogółem. Mimo występowania wyraźnych okresów deprecjacji i aprecjacji złotego (szczególnie względem dolara) nieopłacalność eksportu utrzymuje się od wielu lat na relatywnie niskim i stabilnym poziomie. Wynika to m.in. z faktu, że zdecydowana większość eksporterów jest również importerami (w 2024 r. dotyczyło to 82% przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 pracowników), co znacząco ogranicza wrażliwość działalności eksportowej na zmiany kursowe (Amiti i in. 2014). Ponadto przedsiębiorstwa podejmują liczne działania adaptacyjne (Głapiński 2024), które skutkują dostosowaniem progowego kursu opłacalności do zmian kursu rynkowego.

Wykres 13.

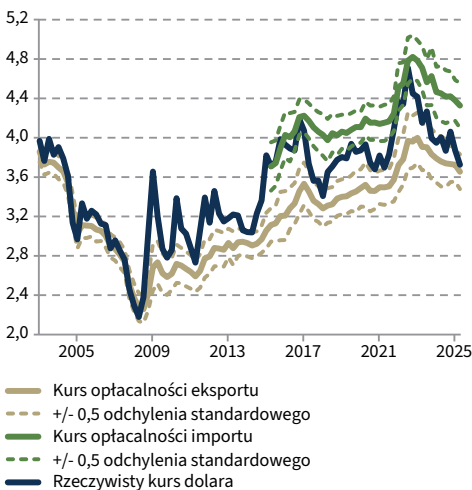
Kurs euro, przy którym eksport i import stają się nieopłacalne, oraz kurs rzeczywisty (w zł)



Źródło: Szybki Monitoring NBP.

Wykres 14.

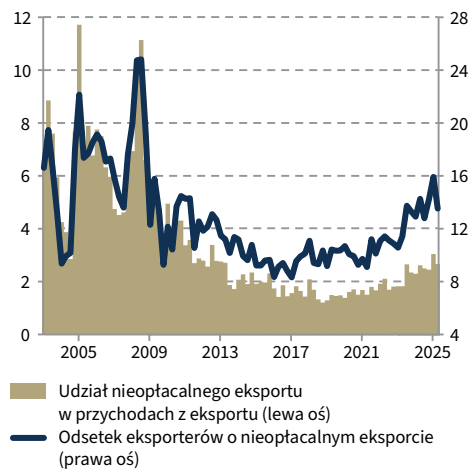
Kurs dolara, przy którym eksport i import stają się nieopłacalne, oraz kurs rzeczywisty (w zł)



Źródło: Szybki Monitoring NBP.

Wykres 15.

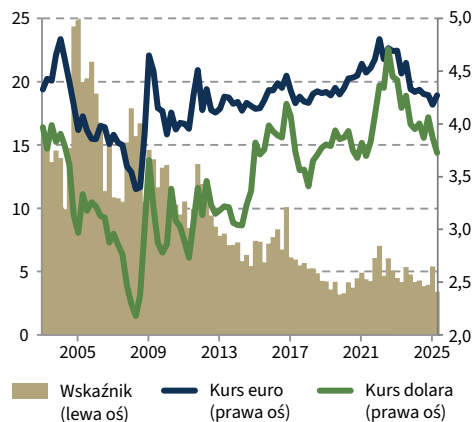
Opłacalność eksportu (w %)



Źródło: Szybki Monitoring NBP.

Wykres 16.

Bariera kursu (w %) oraz rzeczywiste kursy złotego względem euro i dolara (w zł)



Źródło: Szybki Monitoring NBP.

1.4

Ryzyka związane z przyjęciem euro w świetle symulacji modelu DSGE

Poprzednie rozdziały zawierały rozważania na temat ryzyk związanych z przyjęciem euro. W niniejszym rozdziale oprócz kontynuacji tego tematu zostaną zaprezentowane wyniki badania skutków przystąpienia Polski do strefy euro, ze szczególnym uwzględnieniem efektów wynikających z zaburzeń asymetrycznych. Analiza została przeprowadzona z wykorzystaniem dwukrajowego modelu makroekonomicznego obejmującego gospodarkę strefy euro i Polski. Model ten należy do klasy dynamicznych, stochastycznych modeli równowagi ogólnej (DSGE; Smets i Wouters 2003, 2007), jednak – w odróżnieniu od narzędzi standardowo stosowanych w bankach centralnych – dopuszcza odejście od założenia o racjonalnych oczekiwaniach na rzecz oczekiwań behawioralnych (Gabaix 2020).

Zgodnie z tą koncepcją gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa działają w warunkach ograniczeń poznawczych, przez co ich oczekiwania – a w konsekwencji również zachowania – wykazują krótkowzroczność. Jak pokazali Brzoza-Brzezina i in. (2025), podejście to pozwala na znacznie lepsze dopasowanie modelu do danych empirycznych i znacząco modyfikuje reakcje gospodarki na różnego rodzaju zaburzenia. Uwzględnienie ograniczeń poznawczych w modelu umożliwia zatem bardziej realistyczne oszacowanie skutków przystąpienia do unii walutowej niż w przypadku wcześniejszych analiz opartych na modelach z racjonalnymi oczekiwaniami.

Model został wyestymowany na danych dla strefy euro i Polski za okres od I kw. 2000 r. do IV kw. 2024 r., przy założeniu (zgodnym ze stanem faktycznym), że oba obszary prowadziły niezależną politykę pieniężną. Następnie to założenie zostało zastąpione kontrfaktycznym scenariuszem, w którym Polska przystępuje do strefy euro. Symulacja ta zakłada, że wejście do unii walutowej nastąpiło w I kw. 2010 r. – czyli na początku okresu względnej stabilizacji kursu walutowego, obserwowanej w ciągu ostatnich kilkunastu lat.

W dalszej części rozdziału przedstawiono wnioski płynące z przeprowadzonych symulacji – w kilku wariantach – dotyczące wpływu przystąpienia Polski do strefy euro na zmienność makroekonomiczną, rolę oczekiwań w transmisji wstrząsów, znaczenie polityki fiskalnej w warunkach unii walutowej oraz wpływu poziomu

kursu walutowego w momencie przyjęcia wspólnej waluty na ścieżkę dostosowawczą gospodarki.

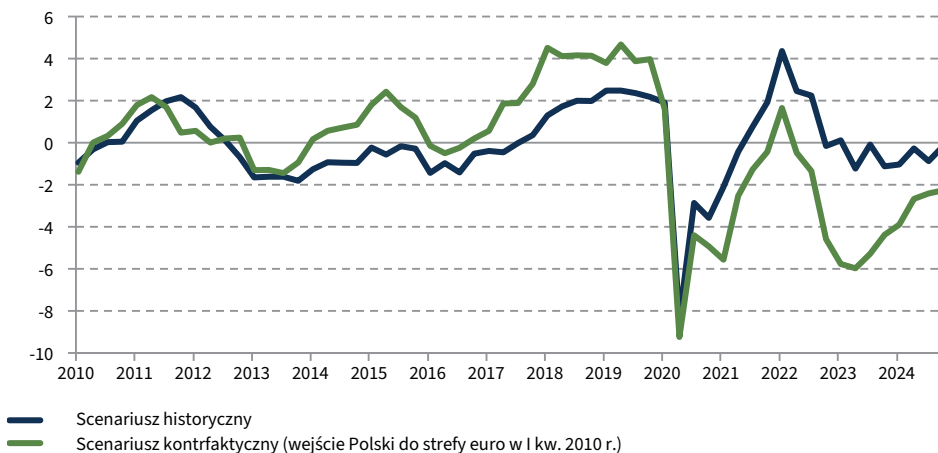
Zmienność makroekonomiczna gospodarki w kontrfaktycznym scenariuszu przystąpienia do strefy euro

W wariantcie przystąpienia do strefy euro w I kw. 2010 r. w dekadzie 2010–2019 realny kurs walutowy kształtowałby się na relatywnie słabszym poziomie niż w rzeczywistości, co przełożyłoby się na nieznacznie szybszy wzrost PKB. W efekcie PKB w latach poprzedzających pandemię wyraźnie odchyliłby się od trendu długookresowego (wykres 17). Z kolei po 2019 r. w scenariuszu kontrfaktycznym dochodzi do umocnienia realnego kursu względem ścieżki historycznej, co przekłada się na wyraźnie niższą dynamikę wzrostu PKB niż w scenariuszu faktycznym. W szczególności w okresie kryzysu pandemicznego spadek PKB byłby wyraźnie głębszy niż w rzeczywistości. Również w 2023 r., gdy gospodarka odczuwała skutki silnego wzrostu cen surowców po agresji Rosji na Ukrainę, PKB wyraźnie by spadł i jego odchylenie od długookresowego trendu sięgnęłoby -6%. Mimo następującej w kolejnych kwartałach szybkiej odbudowy aktywności poziom PKB na koniec 2024 r. byłby niższy od wynikającego z trendu długookresowego o ponad 2%, podczas gdy w rzeczywistości PKB był w tym okresie zbliżony do poziomu wynikającego z tego trendu.

W tabeli 3 przedstawiono historyczne i kontrfaktyczne zmienności PKB. Zmienność PKB zwiększa się w przypadku przystąpienia do strefy euro, co może być tłumaczone dłużej utrzymującymi się odchyleniami realnego kursu walutowego od poziomu równowagi w warunkach unii walutowej (co z kolei wynika z braku możliwości dostosowania nominalnego kursu walutowego).

Wykres 17.

Odchylenie PKB od trendu długookresowego (w %, ceny stałe z 2015 r., zł) w wariacie historycznym i w scenariuszu przystąpienia Polski do strefy euro na początku 2010 r.



Uwaga: PKB przedstawiono jako procentowe odchylenia od stanu stacjonarnego modelu.
Źródło: opracowanie na podstawie materiałów NBP.

Rola sposobu kształtowania się oczekiwań

Wcześniejsze badania dotyczące skutków przystąpienia do unii walutowej opierały się najczęściej na modelach zakładających racjonalne kształtowanie się oczekiwań. Tymczasem coraz więcej dowodów empirycznych wskazuje, że oczekiwania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych często odbiegają od racjonalności (Coibion i Gorodnichenko 2015). W literaturze podkreśla się, że podmioty ekonomiczne wykazują ograniczenia poznawcze, które prowadzą do formułowania prognoz w sposób mniej precyzyjny, niż zakładają standardowe modele makroekonomiczne (szerzej na temat nieracjonalności: Kahneman i Tversky 1972).

Uwzględnienie tej cechy w modelach makroekonomicznych wpływa na zakres i charakter uzyskiwanych wniosków – w tym także na rekomendacje dotyczące polityki pieniężnej i fiskalnej oraz oceny mechanizmów dostosowania kursu walutowego (Gabaix 2020, Brzoza-Brzezina i in. 2025, Kolasa i in. 2025). Z tego względu szczególnie istotne jest zbadanie, na ile przyjęcie bardziej realistycznego – behawioralnego – sposobu formowania oczekiwań wpływa na oszacowanie skutków przystąpienia do strefy euro.

Tabela 3.

Zmienność PKB: historyczna i w scenariuszach przystąpienia do strefy euro

	Historyczna	Scenariusz kontrfaktyczny przystąpienia do strefy euro w 2010Q1	Scenariusz oczekiwań racjonalnych	Scenariusz antycyklicznej polityki fiskalnej
PKB	1,9%	3,0%	3,5%	2,5%

Uwaga: w tabeli przedstawiono odchylenia standardowe.
Źródło: opracowanie na podstawie materiałów NBP.

W tabeli 3 przedstawiono zmienność PKB w bazowym scenariuszu kontrfaktycznym z behawioralnymi oczekiwaniami oraz w alternatywnym scenariuszu, w którym oczekiwania podmiotów gospodarczych są kształtowane zgodnie z hipotezą oczekiwań racjonalnych. Wyniki pokazują, że zmienność PKB jest nieco niższa w modelu z oczekiwaniami behawioralnymi. Można zatem wnioskować, że uwzględnienie w modelu ograniczeń poznawczych podmiotów zmniejsza szacowaną skalę kosztów związanych z potencjalnym wzrostem zmienności PKB po przystąpieniu do strefy euro, w porównaniu z wynikami uzyskiwanymi na podstawie modeli opartych na założeniu racjonalnych oczekiwań. W obu wariantach modelu zmienność PKB po przystąpieniu do strefy euro byłaby jednak wyraźnie wyższa niż w rzeczywistości.

Rola polityki fiskalnej

Ponieważ po przystąpieniu do unii walutowej polityka fiskalna pozostaje w gestii krajowych władz, może potencjalnie odgrywać istotną rolę w przeciwdziałaniu skutkom asymetrycznych zaburzeń oraz wspierać stabilizację makroekonomiczną po przyjęciu wspólnej waluty.

Aby zbadać, w jakim stopniu polityka fiskalna może łagodzić skutki przystąpienia do strefy euro, przeprowadzono dodatkową symulację, w której założono antycykliczne dostosowanie wydatków publicznych. Oznacza to, że wydatki w stosunku do PKB automatycznie maleją w fazie ekspansji gospodarczej i rosną w okresach spowolnienia. Skalę dostosowania zaprojektowano tak, aby wahania wydatków rządowych nie przekraczały 2,5% PKB, co odpowiada zmienności około

trzykrotnie wyższej niż obserwowana historycznie. Założenie to ma na celu zobrazowanie granic możliwości wykorzystania polityki fiskalnej jako narzędzia stabilizacyjnego¹⁴.

Wyniki tej symulacji przedstawiono w ostatniej kolumnie tabeli 3. Pokazują one, że aktywna, antycykliczna polityka fiskalna może potencjalnie ograniczać wahania cykliczne PKB, jednak nawet przy znacznym zwiększeniu zmienności wydatków rządowych amplituda wahań PKB pozostaje wyższa od zmienności historycznej.

Co więcej, w praktyce stosowanie antycyklicznej polityki fiskalnej w unii walutowej bywa trudne (rozdział 1.8). Tym bardziej nie sposób oczekiwać, aby polityka fiskalna po przyjęciu euro skutecznie akomodowała wstrząsy makroekonomiczne i skutecznie łagodziła wahania cykliczne w gospodarce.

Znaczenie kursu wymiany waluty krajowej na euro

Jednym z istotnych czynników wpływających na skutki przystąpienia do unii walutowej jest poziom kursu walutowego, po którym następuje konwersja waluty krajowej na wspólną walutę. W scenariuszu bazowym przyjęto, że Polska przystępuje do strefy euro w I kw. 2010 r., kiedy – według modelu – kurs znajdował się w pobliżu poziomu równowagi. Warto jednak zauważyć, że w poprzedzających dwóch latach kurs ten podlegał znacznym wahaniom skutkującym jego przewartościowaniem (III kw. 2008 r.) lub niedowartościowaniem (I kw. 2009 r.).

W warunkach zachowania niezależnej polityki pieniężnej i płynnego kursu walutowego odchylenia kursu od poziomu równowagi ulegają relatywnie szybkiemu skorygowaniu dzięki dostosowaniom kursu nominalnego. Przystąpienie do unii walutowej zamraża jednak kurs nominalny, co oznacza, że proces powrotu realnego kursu do równowagi odbywa się znacznie wolniej – wyłącznie poprzez stopniowe dostosowania cen względnych pomiędzy krajem a zagranicą. W konsekwencji skutki wynikające z wejścia do strefy euro po kursie znacznie odbiegającym od poziomu równowagi mogą być wyraźnie silniejsze i bardziej długotrwałe.

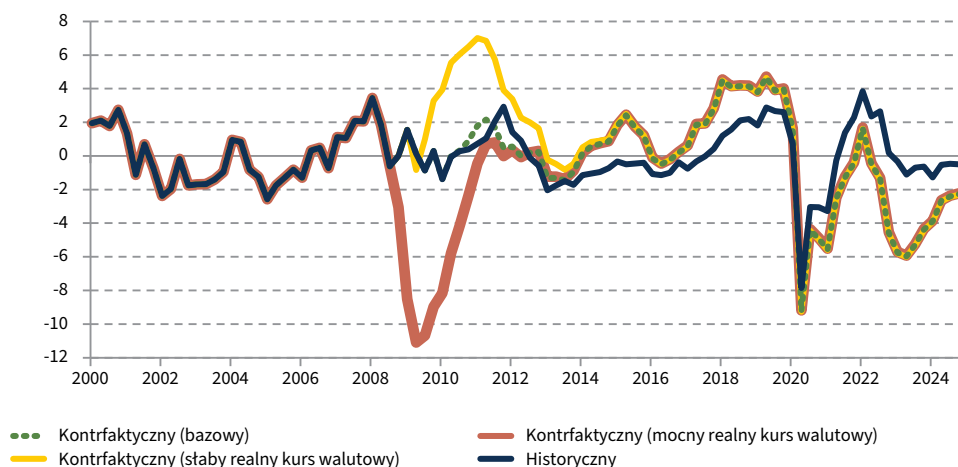
¹⁴ Maksymalne historyczne odchylenie wydatków rządowych od stanu długookresowej równowagi wyniosło 1,75% PKB. Odchylenie standardowe tej zmiennej wynosiło historycznie 0,3%, a w scenariuszu aktywnej polityki fiskalnej rośnie do około 0,9%.

W celu zbadania skali tych efektów przeprowadzono dodatkowe symulacje, zakładające wejście do unii walutowej w momentach, gdy kurs był istotnie niedowartościowany (I kw. 2009 r.) lub przewartościowany (III kw. 2008 r.). Wykres 18 przedstawia wyniki tych symulacji w porównaniu ze scenariuszem bazowym. Wyniki wskazują, że przystąpienie do strefy euro po kursie istotnie słabszym od poziomu równowagi skutkowałoby silnym, ale przejściowym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego. W efekcie poziom PKB mógłby wyraźnie przekroczyć poziom wynikający z trendu długookresowego. Z kolei zamrożenie kursu przewartościowanego prowadziłoby do głębokiej recesji.

Symulacje te potwierdzają kluczową rolę, jaką odgrywa poziom kursu walutowego w momencie przyjęcia wspólnej waluty – błędnie dobrany poziom kursu wejścia może znacząco zintensyfikować koszty krótkookresowe integracji monetarnej. Doświadczyła tego Słowacja, która przyjęła euro z mocnym kursem własnej waluty, co pogłębiło recesję w tej gospodarce w czasie globalnego kryzysu walutowego (rozdział 1.10).

Wykres 18.

Skutki przystąpienia do strefy euro z kursem odbiegającym od poziomu równowagi



Uwaga: PKB przedstawiono jako procentowe odchylenia od stanu stacjonarnego modelu.

Źródło: opracowanie na podstawie materiałów NBP.

1.5

Przyjęcie euro a mechanizm transmisji polityki pieniężnej

Po wejściu do strefy euro stopy procentowe banku centralnego dla polskiej gospodarki – podobnie jak dla pozostałych gospodarek unii walutowej – ustalałby Europejski Bank Centralny. Jak wskazano w poprzednich rozdziałach, poziom stóp procentowych EBC najczęściej nie odpowiadałby potrzebom polskiej gospodarki. Wynika to ze strukturalnych różnic między polską gospodarką a gospodarką strefy euro, które powodują, że wzrost gospodarczy w Polsce jest na ogół szybszy, a inflacja nieco wyższa niż w strefie euro.

Różnice w mechanizmie transmisji między Polską a strefą euro

Jednocześnie różnice strukturalne między polską gospodarką a gospodarką strefy euro powodowałyby, że zmiana stóp procentowych EBC inaczej wpływałaby na gospodarkę Polski niż na gospodarkę strefy euro jako całość. Wynika to z faktu, że relatywne znaczenie głównych kanałów transmisji różni się wyraźnie między Polską i strefą euro. W szczególności przegląd cech strukturalnych polskiej gospodarki wskazuje, że znaczenie kanału kursu walutowego w Polsce może być silniejsze niż w strefie euro i innych gospodarkach rozwiniętych.

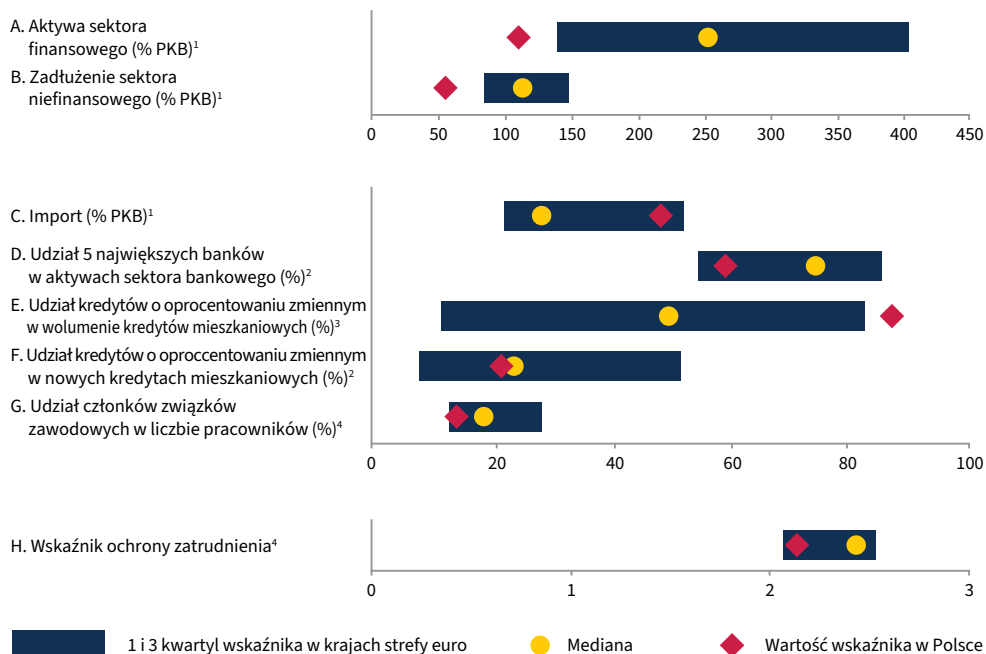
Porównanie wybranych charakterystyk strukturalnych gospodarki polskiej oraz strefy euro przedstawia zarówno czynniki, które – w stosunku do strefy euro – mogą wzmacniać mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce, jak i takie, które mogą go osłabiać (wykres 19).

Stopień rozwoju systemu finansowego w Polsce jest niski w porównaniu z krajami strefy euro. W Polsce wielkość aktywów sektora finansowego¹⁵ w relacji do PKB wynosi 109,0%, zaś poziom zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB wynosi 53,9% (dane za 2024 r.). Oba wskaźniki kształtują się poniżej 25. percentyla odpowiednich cech w krajach strefy euro (tj. 139,2% i 85,0%), przy medianie równej odpowiednio 252,8% i 111,8% (dane za 2024 r.). Relatywnie niski poziom rozwoju systemu finansowego osłabia

15 Prezentowane statystyki obejmują monetarne instytucje finansowe (bez banków centralnych), fundusze inwestycyjne, instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalno-rentowe.

Wykres 19.

Porównanie wskaźników strukturalnych istotnych dla działania mechanizmu transmisji monetarnej dla Polski i krajów strefy euro



Uwagi: Wykres A – sektor finansowy obejmuje monetarne instytucje finansowe (bez banków centralnych), fundusze inwestycyjne, instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalno-rentowe. Dane za 2024 r. Wykres B – dane za 2024 r. Wykres C – dla krajów strefy euro uwzględniono jedynie import spoza strefy euro. Dane za 2024 r. Wykres D – dane za 2024 r. Wykres E – grupa krajów strefy euro nie obejmuje Cypru i Chorwacji ze względu na brak danych. Dane za 2022 r. Wykres F – dane za 2024 r. Wykres G – grupa krajów strefy euro nie obejmuje Cypru i Malty ze względu na brak danych. Dane za 2017 r. z wyjątkiem Grecji, Chorwacji, Francji i Portugalii (2016 r.) oraz Słowenii (2015 r.). Wykres H – umowy na czas określony i nieokreślony; grupa krajów strefy euro nie obejmuje Chorwacji, Cypru i Malty ze względu na brak danych. Dane za 2019 r.

Źródło: opracowanie na podstawie danych: 1 – Eurostat, 2 – EBC, 3 – De Stefani i Mano (2025), UKNF, 4 – OECD.

mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce, ale również może zmniejszać jego opóźnienia (Havranek i Rusnak 2013).

Innym czynnikiem mogącym skracać opóźnienia mechanizmu transmisji w Polsce i dodatkowo zwiększać reakcję inflacji na impulsy polityki pieniężnej jest stosunkowo wysoka na tle krajów strefy euro i wyższa od mediany dla tych gospodarek otwartość handlowa¹⁶. Relacja importu do PKB w Polsce wynosi 48,3%,

¹⁶ Otwartość handlowa jest mierzona jako relacja importu do PKB. W przypadku krajów strefy euro wzięto pod uwagę jedynie import spoza strefy euro.

względem mediany dla gospodarek strefy euro równej 27,9% (25. percentyl – 21,7%, 75. percentyl – 52,3%; dane za 2024 r.). Stosunkowo duża otwartość polskiej gospodarki wzmacnia znaczenie kanału kursowego w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. Jednocześnie jednak duża część polskiego handlu odbywa się w ramach tzw. globalnych łańcuchów produkcji, co może ograniczać wrażliwość produkcji oraz cen na zmiany kursu walutowego (Ahmed i in. 2015).

Stopień koncentracji sektora bankowego w Polsce jest niski w porównaniu z gospodarkami strefy euro. Udział pięciu największych banków w aktywach polskiego sektora bankowego wynosi 59,4% względem mediany dla gospodarek strefy euro równej 74,8% (25. percentyl – 54,7%, 75. percentyl – 86,3%; dane za 2024 r.)¹⁷. Wspiera to działanie kanału stopy procentowej, ponieważ przy większej konkurencji w sektorze bankowym przełożenie zmian stopy procentowej banku centralnego na oprocentowanie kredytów i depozytów jest silniejsze.

Dodatkowo z punktu widzenia siły transmisji polityki pieniężnej korzystny jest wysoki udział kredytów o zmiennej stopie procentowej w wolumenie spłacanych kredytów mieszkaniowych, wzmacniający kanał przepływów gotówkowych. W Polsce udział tych kredytów wynosił 87,8%. Mediana udziału kredytów mieszkaniowych o zmiennym oprocentowaniu w wolumenie kredytów mieszkaniowych w grupie krajów strefy euro wynosi 49,5% (25. percentyl – 10,8%, 75. percentyl – 83,2%). Znaczenie tego czynnika dla mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce ulega jednak stopniowemu osłabieniu ze względu na obserwowany w ostatnich latach wyraźny wzrost popularności nowo udzielanych kredytów o oprocentowaniu okresowo stałym¹⁸.

Sztywności cen i płac w Polsce wydają się mniejsze niż w strefie euro, co powinno, *ceteris paribus*, osłabiać wpływ polityki pieniężnej na wielkości realne (produkcja i zatrudnienie), a wzmacniać jej wpływ na ceny i płace. Charakterystyki rynku pracy w Polsce wskazują na mniejszą niż w strefie euro sztywność wynagrodzeń. W Polsce wskaźnik ochrony zatrudnienia obliczany przez OECD wynosi 2,13 względem mediany dla gospodarek strefy euro równej 2,43 (25. percentyl – 2,07, 75. percentyl – 2,54; dane za 2019 r.)¹⁹. Udział członków związków zawodowych

17 Na niski stopień koncentracji polskiego sektora finansowego wskazuje również indeks Herfindahla-Hirschmana.

18 O ile przed 2019 r. niemal wszystkie nowe kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych charakteryzowały się zmiennym oprocentowaniem (lub stałym w okresie krótszym niż rok), o tyle w 2024 r. udział tych kredytów spadł do 22,0%, nieco poniżej mediany gospodarek strefy euro równej 23,1% (25. percentyl – 7,1%, 75. percentyl – 51,6%).

19 Wskaźnik wyznaczany przez OECD może przyjmować wartości od 0 do 6. Wyższa wartość oznacza większą ochronę pracowników przed zwolnieniami.

w ogólnej liczbie pracowników w Polsce jest równy 13,4% względem mediany dla gospodarek strefy euro na poziomie 17,9% (25. percentyl – 12,1%, 75. percentyl – 28,1%; dane za 2017 r.²⁰). Ponadto zdecydowanie mniej pracowników niż w strefie euro jest objętych zbiorowymi negocjacjami wynagrodzeń (szersze omówienie różnic w strukturalnych uwarunkowaniach funkcjonowania rynków pracy znajduje się w rozdziale 1.6). Również sztywności cenowe w Polsce są mniejsze niż w strefie euro (Macias i Makarski 2013). W ostatnich latach, wskutek podwyższonej inflacji wynikającej z globalnych szoków, zwiększyła się częstotliwość zmian cen, co oznacza zmniejszenie sztywności cenowych (Ciżkowicz i in. 2023).

Rola kursu walutowego w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w Polsce

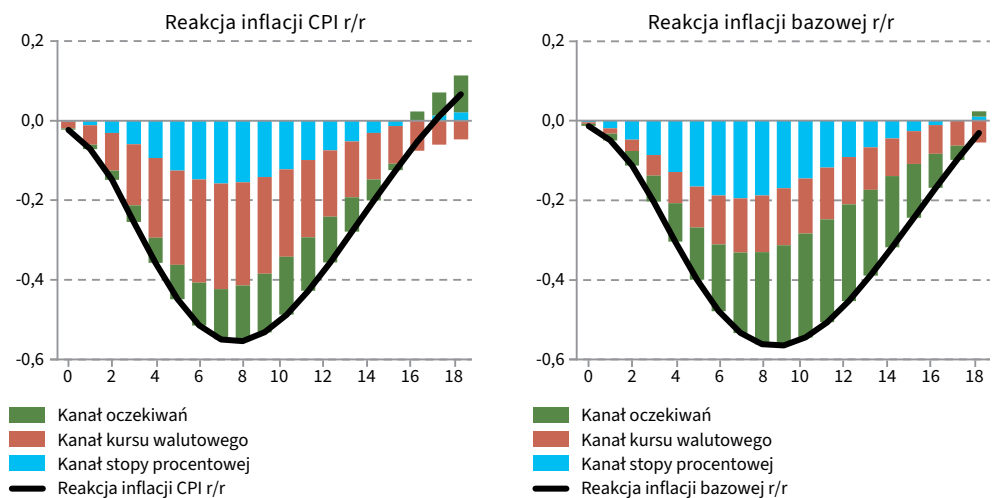
W świetle wyników symulacji modelowych impuls polityki pieniężnej w istotnej części oddziałuje na inflację CPI poprzez zmiany kursu złotego. Znaczenie kanału kursu walutowego jest również ważne, choć mniej istotne niż dla inflacji CPI, w przypadku inflacji bazowej (Ciżkowicz i in. 2023). Maksymalna reakcja inflacji CPI r/r na wzrost krótkoterminowej stopy procentowej o 1 pkt proc. w ciągu czterech kwartałów jest powodowana w około 47% przez efekty kanału kursu walutowego, w około 28% – przez kanał stopy procentowej i w około 24% – przez efekty zmian oczekiwań inflacyjnych (wykres 20). Natomiast w przypadku inflacji bazowej r/r (tj. inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii) kanał kursu walutowego ma wyraźnie mniejsze znaczenie: odpowiada on za około 25% maksymalnego spadku inflacji bazowej, podczas gdy kanał stopy procentowej – za 32%, a efekty zmian oczekiwań inflacyjnych – za 43%.

W przypadku wejścia do strefy euro bądź nawet usztywnienia kursu złotego do euro (np. w ramach mechanizmu ERM II) mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce utraciłby kanał kursowy, poprzez który zmiany w polityce pieniężnej wpływają na aktywność gospodarczą i inflację.

20 Z wyjątkiem Grecji, Chorwacji, Francji i Portugalii (2016 r.) oraz Słowenii (2015 r.).

Wykres 20.

Siła kanałów transmisji – wpływ impulsu polityki pieniężnej na inflację r/r



Uwaga: na osi poziomej oznaczono kwartały po szoku krótkoterminowej stopy procentowej, wyrażonego jako jej wzrost o 1 pkt proc. na okres czterech kwartałów. Oszacowań dokonano z wykorzystaniem modelu MMPP.

Źródło: Ciżkowicz i in. (2023).

1.6

Rola rynku pracy w łagodzeniu wstrząsów makroekonomicznych w unii walutowej

W teorii optymalnego obszaru walutowego ważną rolę odgrywają rynki pracy. W obliczu braku konwencjonalnych mechanizmów stabilizacyjnych stanowią one kluczowy kanał przywrócenia równowagi makroekonomicznej po wystąpieniu asymetrycznego wstrząsu (Dellas i Tavlas 2009). Zgodnie z teorią w unii walutowej wstrząsy takie przyczyniają się początkowo do pogłębienia różnic w stopach bezrobocia oraz aktywności zawodowej w krajach członkowskich. Różnice w tych wskaźnikach mogą z czasem zostać zniwelowane dzięki (Hauser i Seneca 2022):

1. dostosowaniom realnych wynagrodzeń;
2. mobilności geograficznej pracowników.

Obydwa mechanizmy przywrócenia równowagi mogą być niezwykle kosztowne. Jeśli chodzi o dostosowanie realnych wynagrodzeń (tzw. dewaluację wewnętrzną), to pozwala ono przywrócić równowagę w gospodarce (w tym odzyskać konkurencyjność) w sytuacji braku możliwości dostosowania nominalnego kursu walutowego po przyjęciu euro. Należy jednak zwrócić uwagę, że w państwach dotkniętych przez długotrwałe negatywne wstrząsy niewystarczający stopień elastyczności realnych płac i mało mobilna siła robocza mogą skutkować uporczywym spadkiem zatrudnienia, a w konsekwencji także produkcji, generując wysokie koszty gospodarcze i społeczne (Arpaia i in. 2016). Doświadczyły tego w szczególności gospodarki Europy Południowej po globalnym kryzysie finansowym. W efekcie mechanizm dewaluacji wewnętrznej jest znacznie bardziej kosztowny dla gospodarek niż dewaluacja nominalnego kursu walutowego.

W przypadku mobilności geograficznej pracowników (a więc emigracji), o ile może ona pomóc w przywróceniu równowagi gospodarczej w kraju dotkniętym asymetrycznym wstrząsem, o tyle generuje ona olbrzymie koszty, które ujawniają się poprzez spadek populacji i siły państwa czy też obniżenie się długookresowego tempa wzrostu gospodarczego. Niezależnie od powyższego, od początku europejskiej integracji relatywnie niewielki – w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi – stopień mobilności ludności (Blanchard i Katz 1992, Decressin i Fatás 1995) był wskazywany jako jedna z głównych słabości tworzącej się wspólnoty. Choć nowsze badania zwracają uwagę na rosnącą rolę geograficznych

przepływów ludności w absorbowaniu asymetrycznych wstrząsów gospodarczych, to mobilność siły roboczej w Europie wciąż pozostaje słabszym kanałem dostosowań niż w Stanach Zjednoczonych, prowadząc do silniejszych i trwalszych zmian zatrudnienia i aktywności zawodowej (L'Angevin 2007, Beyer i Smets 2015).

Heterogeniczność instytucji w krajach tworzących unię walutową rodzi ryzyko odmiennej reakcji gospodarek członkowskich na wspólne zaburzenia (Abbritti i Mueller 2013) i może być źródłem dywergencji cyklicznej (tj. desynchronizacji cykli koniunkturalnych) pomiędzy jej członkami. W ramach unii walutowej przeciwdziałanie skutkom takich wstrząsów jest szczególnie trudne – brakuje bowiem polityki pieniężnej dostosowanej do specyficznych potrzeb poszczególnych państw członkowskich, jak również mechanizmów kursowych, które mogłyby wspierać konieczne dostosowania gospodarcze. Tymczasem europejskie gospodarki charakteryzują się znacznym zróżnicowaniem wskaźników rynku pracy, takich jak stopa bezrobocia, wskaźnik aktywności zawodowej czy przeciętny czas pracy. Zróżnicowanie to wynika jedynie w ograniczonym stopniu z pozycji cyklicznej (tj. bieżącej koniunktury) gospodarek, a w głównym stopniu – z różnic instytucji rynku pracy, które są kluczowe z punktu widzenia transmisji szoków makroekonomicznych (Blanchard i Wolfers 2000, MWF 2003).

Różnice w instytucjach rynku pracy determinują kanały dostosowań do szoków makroekonomicznych. Z jednej strony rozwiązania instytucjonalne ograniczające elastyczność wynagrodzeń (np. hojny system zasiłków dla bezrobotnych czy automatyczne klauzule indeksacyjne) sprawiają, że zaburzenia makroekonomiczne prowadzą do słabszej reakcji inflacji i silniejszych odpowiedzi bezrobocia i produkcji (Thomas i Zanetti 2009, Cacciatore i Fiori 2016). Z drugiej strony ograniczenia w dostosowywaniu nakładu pracy (np. wysoki stopień ochrony zatrudnienia czy regulacje czasu pracy) ograniczają oddziaływanie szoków na sferę realną kosztem zwiększonej zmienności poziomu cen (Christoffel i in. 2009, Campolmi i Faia 2011, Kolasa i in. 2021).

Charakterystyki polskiego rynku pracy na tle rynków pracy państw UE

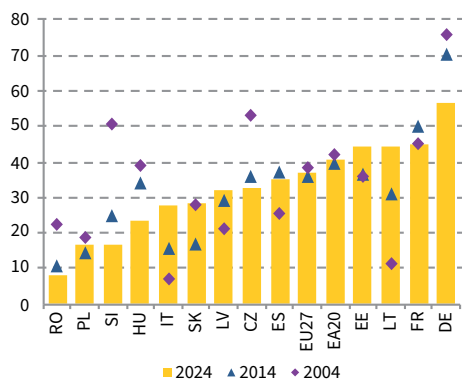
Główne charakterystyki rynku pracy w Polsce różnią się od tych, które dominują w strefie euro. Spośród instytucji rynku pracy istotnych dla tempa i skali dostosowań na rynku pracy w Polsce należy wymienić mniej hojny na tle innych

europejskich krajów system zasiłków dla bezrobotnych, wysoką przeciętną liczbę przepracowanych godzin i relatywnie niewielką elastyczność czasu pracy, wysoki odsetek osób zatrudnionych na czas określony, niski poziom uzwiązkowienia, a także głównie indywidualny charakter negocjacji płacowych.

W krajach UE istnieją znaczne różnice pomiędzy powszechnością i hojnością zasiłków dla bezrobotnych. W Polsce udział osób bezrobotnych otrzymujących zasiłki był w 2024 r. drugim najniższym (po Rumunii) spośród krajów UE (wykres 21), czego przyczyną może być wysoka restrykcyjność wymagań do kwalifikowania się do zasiłku (wykres 22). Stosunkowo niewielka jest także stopa zastąpienia dochodu zasiłkiem. Można oczekiwać, że niska hojność systemu zasiłków dla bezrobotnych w Polsce obniża siłę przetargową pracowników w negocjacjach płacowych, przyczyniając się do ograniczenia sztywności płacowych.

Wykres 21.

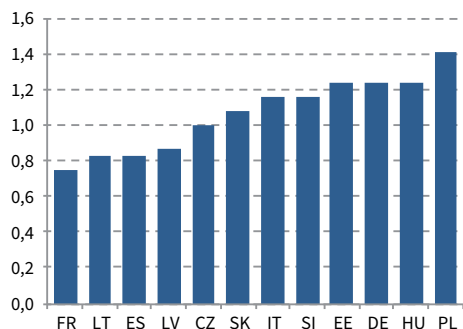
Bezrobotni otrzymujący świadczenie (%)



Uwaga: wykres przedstawia bezrobotnych przebywających na bezrobociu krótkoterminowym (do 12 miesięcy).
Źródło: Eurostat.

Wykres 22.

Restrykcyjność wymagań do kwalifikowania się do zasiłku w 2022 r. (pkt)



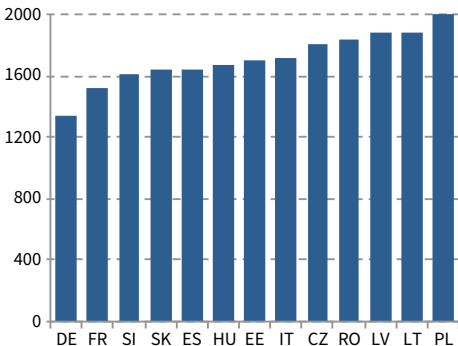
Uwaga: dane dla FR za 2020 r.
Źródło: OECD.

Polska charakteryzuje się najwyższą w UE (obok Grecji) przeciętną liczbą przepracowanych godzin na pracującego (wykres 23). Wynosi ona 2000 godzin rocznie. W największych gospodarkach strefy euro liczba przepracowanych godzin na pracującego jest wyraźnie niższa. We Francji wynosi ona 1509 godzin, a w Niemczech 1331 godzin. Towarzyszy temu – zarówno w Polsce, jak i w innych gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej – niższy niż w krajach Europy Zachodniej udział zatrudnienia pracowników w niepełnym wymiarze czasu pracy (wykres 24).

Różnice te wskazują, że w Polsce możliwość dostosowania liczby przepracowanych godzin w sytuacji pojawienia się wstrząsów gospodarczych jest mniejsza niż w największych gospodarkach strefy euro, co w sytuacji utraty płynnego kursu walutowego i autonomicznej polityki pieniężnej zwiększałoby znaczenie bardziej kosztownych kanałów dostosowań, tj. po stronie zatrudnienia i płac.

Wykres 23.

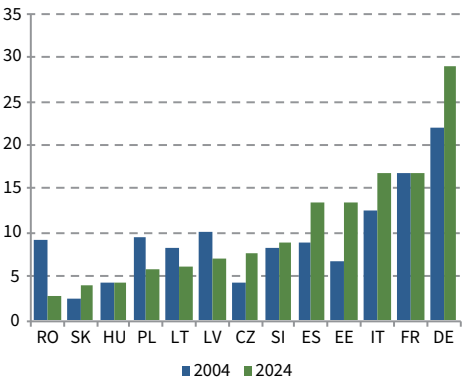
Przeciętna liczba godzin przepracowanych na pracującego w 2024 r. w wybranych gospodarkach UE



Uwagi: wykres przedstawia dane na podstawie rachunków narodowych.
Źródło: Eurostat.

Wykres 24.

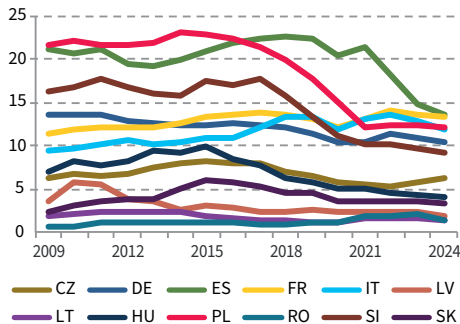
Odsetek pracujących w niepełnym wymiarze czasu pracy w wybranych gospodarkach UE



Źródło: Eurostat.

Wykres 25.

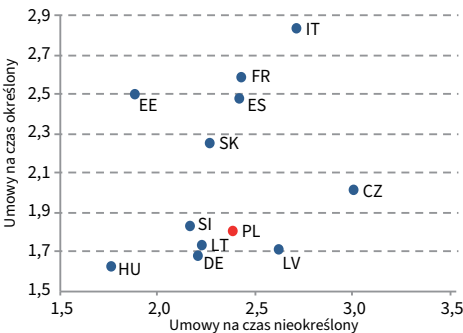
Udział pracowników zatrudnionych na podstawie umów na czas określony w zatrudnieniu ogółem (%)



Źródło: Eurostat.

Wykres 26.

Wskaźniki prawnej ochrony zatrudnienia dla umów na czas nieokreślony i określony w 2019 r. (dla zwolnień indywidualnych, pkt)



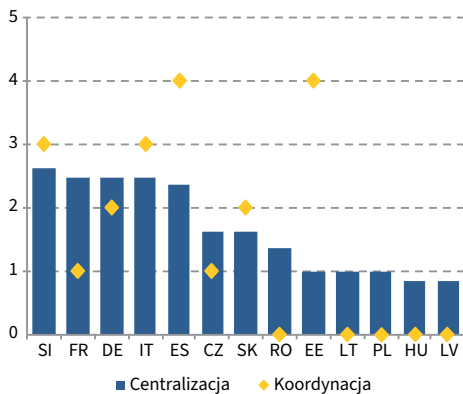
Źródło: OECD.

Polska charakteryzuje się wysokim, choć wyraźnie obniżającym się w ostatnich latach, odsetkiem osób zatrudnionych na czas określony (wykres 25). W krajach UE ochrona zatrudnienia w przypadku tego typu kontraktów jest zazwyczaj niższa niż w przypadku umów na czas nieokreślony (wykres 26). W literaturze wskazuje się, że większy dualizm rynku pracy jest powiązany z niższą produktywnością, a także wyższą cykliczną zmiennością zatrudnienia i PKB (Boeri i Garibaldi 2007, Costain i in. 2010, Kosior i in. 2016).

Kraje EŚW, w tym Polska, charakteryzują się mniejszym stopniem centralizacji i koordynacji negocjacji płacowych (wykres 27) oraz mniejszym udziałem pracowników objętych porozumieniami zbiorowymi niż pozostałe kraje UE (wykres 28). W związku z tym dostosowania wynagrodzeń w tych gospodarkach są bardziej elastyczne i mogą silniej reagować na bieżące procesy gospodarcze. Na tle innych europejskich państw stopień sztywności rynku pracy w Polsce, zarówno w obszarze dostosowań zatrudnienia, jak i płac, należy ocenić jako niewielki.

Wykres 27.

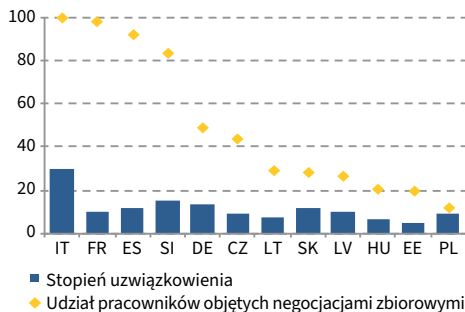
Stopień centralizacji i koordynacji negocjacji płacowych w 2019 r. (pkt)



Źródło: OECD/AIAS ICTWSS Database.

Wykres 28.

Stopień uzwiązkowienia i udział pracowników objętych porozumieniami zbiorowymi (%)



Uwaga: dane dotyczące stopnia uzwiązkowienia za 2021 r. dla LT, za 2019 r. dla IT, ES, DE, EE, za 2018 r. dla CZ, LV, SK, HU, za 2017 r. dla PL, za 2016 r. dla FR, za 2015 r. dla SI. Dane dotyczące udziału pracowników objętych negocjacjami zbiorowymi za 2021 r. dla LT, EE, za 2019 r. dla IT, CZ, HU, PL, za 2018 r. dla ES, DE, LV, FR, za 2017 r. dla SI, SK.

Źródło: OECD/AIAS ICTWSS Database.

Choć relatywnie wysoka elastyczność polskiego rynku pracy sprzyja stabilizacji produkcji i inflacji, to charakterystyki te nie muszą być korzystne w przypadku uczestnictwa w unii walutowej. Zgodnie z badaniami Dellasa i Tavlasa (2005) oraz Campolmi i Faii (2011) wysoka elastyczność płac w kraju przystępującym do unii

walutowej, charakteryzującej się wysokimi sztywnościami rynku pracy, osłabia stabilizacyjny wpływ polityki pieniężnej i przyczynia się do wzrostu zmienności cyklu koniunkturalnego. To niepożądane zjawisko, wynikające z samej odmienności instytucji rynku pracy, jest dodatkowym kosztem przyjęcia euro, niezależnym od potencjalnie nieoptymalnej dla danej gospodarki stopy procentowej ustalonej przez bank centralny w unii walutowej.

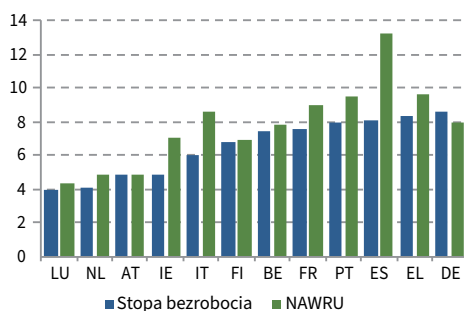
Podobnych wniosków dostarcza badanie Abbrittiego i Muellera (2013) – różnice w kształcie instytucji rynku pracy, zarówno tych wpływających na sztywności wynagrodzeń, jak i ograniczających dostosowania po stronie zatrudnienia, obniżają efektywność wspólnej polityki monetarnej, zmniejszają dobrobyt i podwyższają zmienność różnic w poziomie bezrobocia i inflacji w krajach członkowskich.

Doświadczenia rynków pracy w krajach strefy euro w następstwie światowego kryzysu finansowego

Szczególnie pouczających lekcji dotyczących kosztów przystąpienia do strefy euro dla rynków pracy dostarczają doświadczenia części krajów strefy euro po globalnym kryzysie finansowym.

Wykres 29.

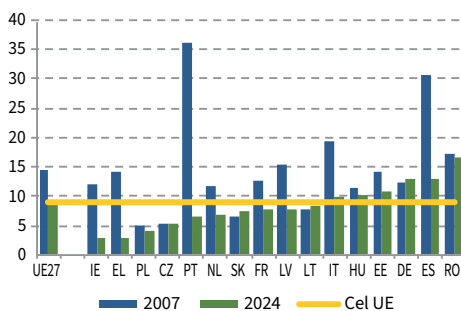
Stopa bezrobocia i NAWRU w krajach strefy euro w 2007 r. (%)



Uwaga: NAWRU – *non-accelerating wage rate of unemployment* (tj. stopa bezrobocia strukturalnego zgodnego ze statym – nieprzyspieszającym – wzrostem płac).
Źródło: Eurostat, AMECO.

Wykres 30.

Osoby przedwcześnie kończące naukę i szkolenia w wybranych krajach UE (%)



Uwaga: cel UE to osiągnięcie odsetka osób przedwcześnie kończących naukę i szkolenia poniżej 9% do 2030 r.
Źródło: Eurostat.

Przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego stopa bezrobocia w większości krajów strefy euro wykazywała trend spadkowy. W grupie 12 gospodarek ówczesnej strefy euro średnia stopa bezrobocia była w 2007 r. najniższa od jej powstania i wyniosła 7,5%. Stopa bezrobocia w Grecji była o 3,5 pkt proc. niższa, we Włoszech o 5,6 pkt proc. niższa, a w Hiszpanii o 7,3 pkt proc. niższa niż w 1999 r.

Światowy kryzys finansowy ujawnił jednak strukturalne słabości rynków pracy (zwłaszcza w krajach południa Europy), które były wcześniej maskowane przez korzystną koniunkturę związaną ze zbyt niskim poziomem stóp procentowych dla części gospodarek tego obszaru walutowego. Relatywnie niski poziom bezrobocia obserwowany przed światowym kryzysem finansowym wynikał więc głównie z czynników cyklicznych, podczas gdy strukturalne problemy w zakresie zarówno kapitału ludzkiego i wydajności pracy, jak i elastyczności rynku pracy pozostały nierozwiązane (wykres 29). Szczególnie dostrzegalną słabością rynków pracy części krajów strefy euro był niski poziom kapitału ludzkiego. Przed kryzysem w Hiszpanii około 31% osób w wieku 18–24 lat zakończyło swoją edukację na poziomie podstawowym lub zasadniczym zawodowym, z czego około $\frac{2}{3}$ od razu zasilalo szeregi pracujących²¹ (wykres 30).

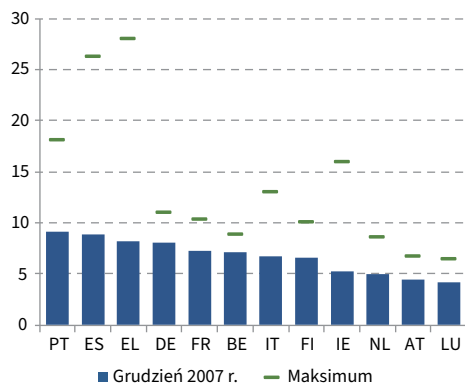
Napływ kapitału do krajów Południa oraz niskie stopy procentowe napędzały w tym czasie wzrost aktywności w nisko wydajnych, pracochłonnych sektorach budownictwa i turystyki. Manasse i Katsikas (2018) zwracają uwagę m.in. na stagnację wzrostu produktywności w Portugalii i Grecji oraz na źle funkcjonujące instytucje rynku pracy związane z negocjacjami zbiorowymi oraz procedurami zatrudniania i zwalniania w Portugalii, Grecji i Hiszpanii. W dużej mierze wskutek wysokiego poziomu ochrony przed zwolnieniem pracowników z umowami na czas nieokreślony znaczny udział osiągnęło zatrudnienie na umowach czasowych i wyniosło 31,6% w Hiszpanii oraz 22,3% w Portugalii. Było to szczególnie powszechne w przypadku najmłodszych pracowników. W grupie wiekowej 15–24 lat zatrudnienie tymczasowe stanowiło 62,7% całkowitego

21 Wczesne kończenie edukacji było powszechne także w Portugalii, na Malcie czy we Włoszech. Po światowym kryzysie finansowym czas edukacji szkolnej wyraźnie się wydłużył: w 2023 r. w Hiszpanii edukacji na poziomie szkoły średniej nie kontynuowało około 14% młodych, tj. jedynie nieznacznie więcej niż w Niemczech (choć nadal dwukrotnie częściej niż w Holandii).

zatrudnienia w Hiszpanii i 53,1% w Portugalii. Ponadto w porównaniu z północą Europy kraje Europy Południowej miały niski udział zatrudnienia na część etatu mimo powszechnych umów tymczasowych i quasi-samozatrudnienia w tych krajach (Gialis i Leontidou 2016).

Wykres 31.

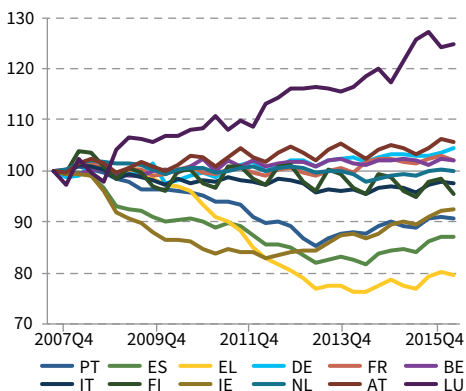
Stopa bezrobocia w krajach strefy euro w grudniu 2007 r. i w miesiącu, w którym osiągnęła maksimum (%)



Uwaga: maksimum stopy bezrobocia sprzed pandemii COVID-19.
Źródło: Eurostat.

Wykres 32.

Poziom zatrudnienia w okresie 2007Q4–2015Q4 (2007Q4=100)

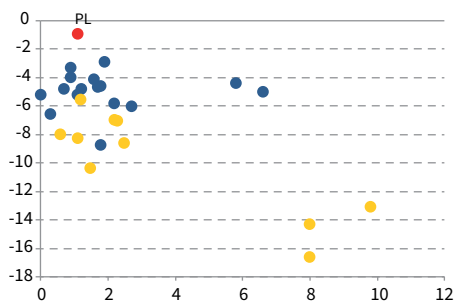


Źródło: Eurostat.

Wybuch globalnego kryzysu finansowego w różnym stopniu dotknął rynki pracy w krajach UE i strefy euro. Załamanie aktywności gospodarczej, które nastąpiło od połowy 2008 r., doprowadziło do gwałtownego wzrostu bezrobocia (wykres 31) i spadku zatrudnienia (wykres 32) w wielu gospodarkach. Najsilniejsze załamanie koniunktury i zarazem najsilniejszy wzrost stopy bezrobocia pomiędzy 2008 a 2009 r. miał miejsce w krajach bałtyckich. Stopa bezrobocia wzrosła o 9,8 pkt proc. na Łotwie i po 8 pkt proc. na Litwie i w Estonii. Równocześnie reakcja rynku pracy była w tym okresie znacząco różna pomiędzy krajami, w których skala załamania produkcji była zbliżona (wykresy 33–34). W pozostałych krajach EŚW, w których doszło do najsilniejszego spadku luki popytowej, stopa bezrobocia wzrosła jedynie o odpowiednio 2,5 i 1,1 pkt proc.

Wykres 33.

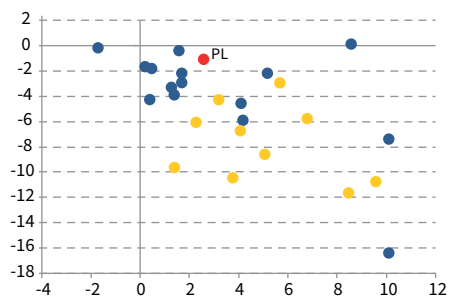
Zmiana luki popytowej (oś pionowa, pkt proc.)
i zmiana stopy bezrobocia (oś pozioma, pkt proc.)
pomiędzy 2008 a 2009 r.



Uwaga: żółtym kolorem oznaczono gospodarki
Europy Środkowo-Wschodniej.
Źródło: Eurostat.

Wykres 34.

Zmiana luki popytowej (oś pionowa, pkt proc.)
i zmiana stopy bezrobocia (oś pozioma, pkt proc.)
pomiędzy 2008 a 2011 r.



Uwaga: żółtym kolorem oznaczono gospodarki
Europy Środkowo-Wschodniej.
Źródło: Eurostat.

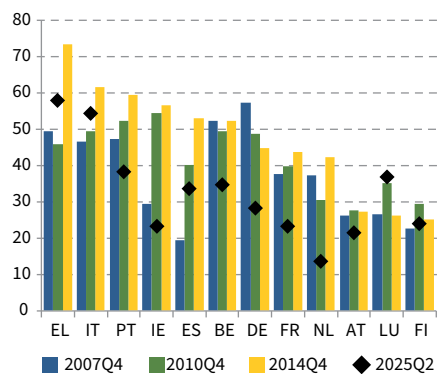
Zróżnicowanie obserwowane było również wśród gospodarek „starej Unii”. W Niemczech stopa bezrobocia wzrosła nieznacznie (o 0,3 pkt proc.). Utrzymaniu zatrudnienia sprzyjał program pracy skróconej (*Kurzarbeitergeld*), dzięki któremu pracownicy otrzymywali część wynagrodzenia za nieprzepracowane godziny i całość wynagrodzenia za przepracowane godziny. W Hiszpanii i Irlandii nastąpił wyraźnie większy wzrost stopy bezrobocia (odpowiednio o 6,6 i 5,8 pkt proc.). Do silnego wzrostu stopy bezrobocia przyczyniały się, obok pęknięcia bańki na rynku nieruchomości, znaczny dualizm rynku pracy w Hiszpanii (skutkujący masowymi zwolnieniami słabo chronionych pracowników zatrudnionych na umowy czasowe) oraz wysoka elastyczność zwalniania i zatrudniania w Irlandii. Jak wskazują Arpaia i Curci (2010), także wzorzec napływów do bezrobocia (destrukcja miejsc pracy) i odpływów z bezrobocia (tworzenie miejsc pracy) był zróżnicowany pomiędzy krajami UE. Szybka destrukcja miejsc pracy miała miejsce w Hiszpanii i Irlandii, a także w krajach bałtyckich, choć na mniejszą skalę. Z kolei przepływy w obu kierunkach wzrosły w krajach nordyckich, a Niemcy i Włochy nie doświadczyły ich znacznych wahań.

Również w kolejnych latach sytuacja na rynkach pracy była silnie zróżnicowana. Wpływały na nią m.in. stan finansów publicznych, systemu finansowego oraz rynku nieruchomości. Równocześnie istotne znaczenie dla tempa odbudowy miały elastyczność płac i zatrudnienia. W gospodarkach bałtyckich stopa bezrobocia zaczęła rosnąć w połowie 2008 r., a następnie zaczęła spadać z wysokich poziomów już w II połowie 2010 r. Kraje Europy Południowej (Grecja, Włochy, Portugalia i Hiszpania) doświadczyły w następstwie kryzysu finansowego również kryzysu zadłużenia, co spotęgowało spadek zatrudnienia. W rezultacie stopa bezrobocia w tych krajach osiągnęła swój szczyt dużo później: w Grecji maksymalnie 28,2% w lipcu 2013 r., w Hiszpanii 26,4% w lutym 2013 r., we Włoszech 13,2% w listopadzie 2014 r., a w Portugalii 18,3% w styczniu 2013 r. Najniższą stopę bezrobocia odnotowały: Luksemburg (maksymalnie 6,6% w maju 2015 r.), Austria (6,9% w sierpniu 2016 r.) i Holandia (8,7% w lutym 2014 r.). W krajach Południa rosnący odsetek bezrobotnych doświadczał wzmożonych trudności w znalezieniu pracy. Tuż przed kryzysem (w IV kw. 2007 r.) bezrobocie długookresowe stanowiło w Hiszpanii 19,5% całkowitego bezrobocia, podczas gdy w IV kw. 2014 r. odsetek ten wzrósł do 56,4%. W Irlandii udział bezrobocia długookresowego wzrósł w tym okresie z 29,2% do 56,4%, a w Grecji z 49,4% do 73,2%. W Niemczech, gdzie wpływ kryzysu na rynek pracy był relatywnie łagodny, udział bezrobocia długookresowego się obniżył (wykres 35).

Dla rynków pracy straty wywołane przez niestabilne boomy okazały się długotrwałe. W części gospodarek zatrudnienie przez wiele lat nie powróciło do poziomu sprzed kryzysu (wykres 32). W Grecji w III kw. 2024 r. zatrudnienie w dalszym ciągu pozostawało o 6,5% poniżej poziomu z IV kw. 2007 r. Na kryzysie finansowym ucierpiały w szczególności osoby młode. Aktywność zawodowa osób w wieku 15–24 lat obniżyła się wyraźnie i w krajach Europy Południowej do III kw. 2024 r. nie wróciła do poziomu sprzed kryzysu (wykres 36).

Wykres 35.

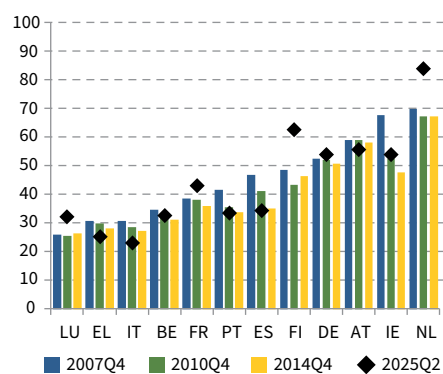
Bezrobocie długookresowe (% bezrobocia całkowitego)



Źródło: Eurostat.

Wykres 36.

Aktywność zawodowa w grupie wiekowej 15–24 lat (%)



Źródło: Eurostat.

1.7

Stopień synchronizacji cyklu koniunkturalnego między Polską a strefą euro

Istotnym elementem warunkującym ryzyka związane z przynależnością do wspólnego obszaru walutowego jest stopień synchronizacji cyklu koniunkturalnego. W sytuacji, gdy cykle koniunkturalne między gospodarkami posługującymi się wspólną walutą przebiegają odmiennie (np. mają inną amplitudę bądź są względem siebie opóźnione lub przyspieszone), polityka pieniężna prowadzona wspólnie dla całego obszaru walutowego staje się nieoptymalna dla części z tych gospodarek (Walters 1986, 1990).

W strefie euro synchronizacja cykli koniunkturalnych między poszczególnymi gospodarkami jest relatywnie wysoka, ale niepełna (Palenzuela i in. 2024). Co oczywiste, w czasie silnych szoków gospodarczych, takich jak pandemia czy globalny kryzys finansowy, PKB w poszczególnych gospodarkach strefy euro zmienia się w tym samym kierunku. Skala tej zmiany różni się jednak istotnie między poszczególnymi gospodarkami. Przykładowo, w 2020 r., mimo że wszystkie gospodarki strefy euro zostały dotknięte kryzysem pandemicznym, zmiana PKB była silnie zróżnicowana. W Hiszpanii PKB spadł o blisko 11%, w Niemczech o nieco ponad 4%, a na Litwie PKB się nie zmienił. Inna skala reakcji gospodarek strefy euro na te same wstrząsy wynika w szczególności z różnic strukturalnych między nimi.

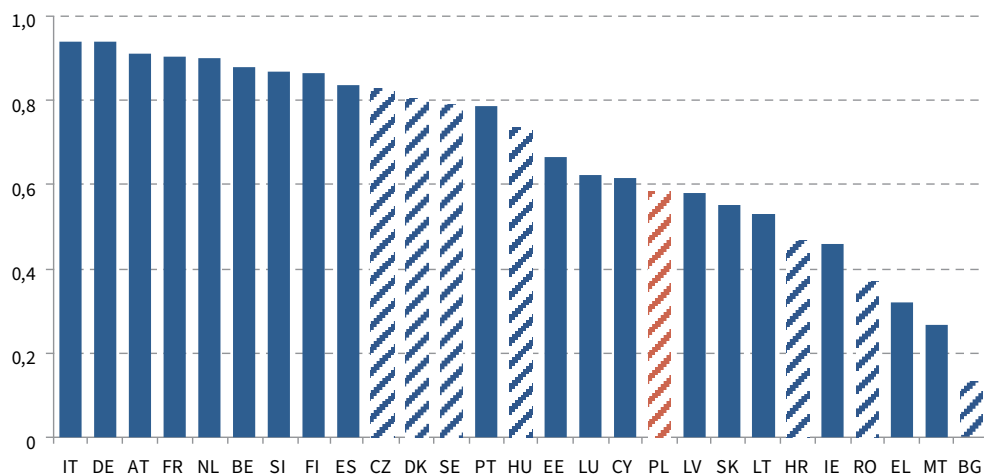
Co istotne z perspektywy gospodarek przyjmujących euro, dostępne badania (Miles i Vijverberg 2018) wskazują, że przyjęcie euro nie wpływa na stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych bądź wpływ ten był jedynie krótkotrwały i dotyczył okresu przed globalnym kryzysem finansowym (Guerini i in. 2023).

Aby zbadać stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych między Polską i poszczególnymi krajami UE a strefą euro, wykorzystano współczynniki korelacji komponentów cyklicznych²² PKB (wykres 37) i produkcji przemysłowej (wykres 38).

22 W tym celu wykorzystano filtr Hodricka-Prescotta. Następnie obliczono współczynniki korelacji liniowej komponentów cyklicznych: i) dla całego horyzontu analizy oraz ii) w kroczących oknach 8-letnich.

Wykres 37.

Korelacja komponentu cyklicznego PKB między krajami UE a strefą euro jako całość w latach 1995–2019

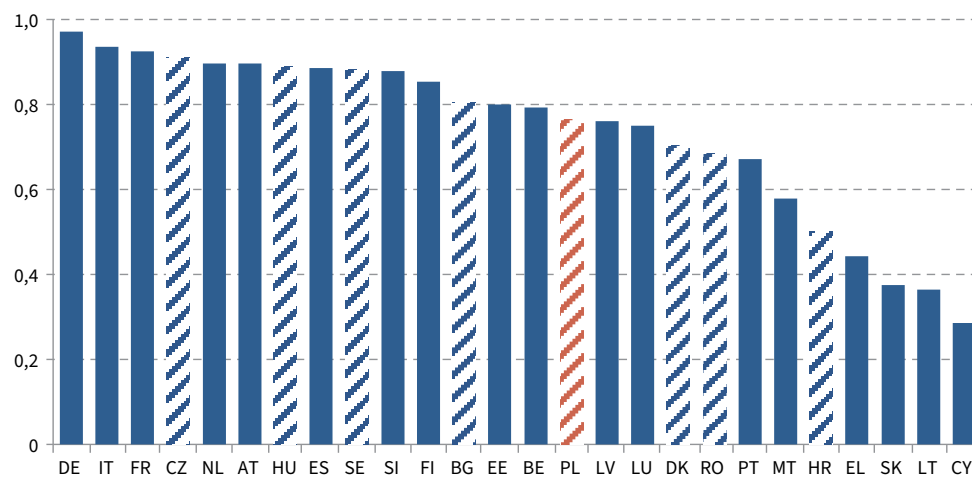


Uwaga: słupkami z ukośnymi kreskami wyróżniono kraje, które mają własną walutę.

Źródło: opracowanie na podstawie danych Eurostatu i materiałów NBP.

Wykres 38.

Korelacja komponentu cyklicznego produkcji przemysłowej między krajami UE a strefą euro jako całość w latach 1995–2019



Uwaga: słupkami z ukośnymi kreskami wyróżniono kraje, które mają własną walutę.

Źródło: opracowanie na podstawie danych Eurostatu i materiałów NBP.

Z tej analizy wyłaniają się dwa zasadnicze wnioski. Po pierwsze, synchronizacja cyklu koniunkturalnego Polski z cyklem koniunkturalnym strefy euro była w analizowanym okresie ograniczona. W przypadku Polski współczynniki korelacji cykli koniunkturalnych w latach 1995–2019 wyniosły 0,6 dla PKB oraz 0,8 dla produkcji przemysłowej²³. Po drugie, synchronizacja cyklu koniunkturalnego między Polską a strefą euro jako całość była w analizowanym okresie mniejsza niż w przypadku większości krajów UE.

Oznacza to, że przyjęcie euro przez Polskę stwarzałoby poważne ryzyko, że prowadzona przez EBC polityka pieniężna nie byłaby odpowiednia dla Polski. Powyższe ryzyko jest większe w związku z tym, że:

- jak wskazują wyniki badań Cieślaka i Teresińskiego (2020), źródłem zmienności gospodarczej w Polsce i w strefie euro są często odmienne wstrząsy gospodarcze;
- wysokiemu stopniowi synchronizacji cykli koniunkturalnych w Europie towarzyszą istotne różnice w długookresowych trendach: Polska charakteryzuje się średnio wyższym tempem wzrostu PKB i jego składowych oraz produkcji przemysłowej niż kraje strefy euro. W latach 2013–2019 średnioroczna stopa wzrostu PKB wyniosła w Polsce 3,9% wobec 1,6% w strefie euro. Również po wybuchu pandemii COVID-19 PKB Polski odbudował się szybciej, osiągając poziom z 2019 r. w I kw. 2021 r. w porównaniu z III kw. 2021 r. w strefie euro. Do II kw. 2025 r. PKB Polski zwiększył się o 15,8% od IV kw. 2019 r. w porównaniu ze wzrostem zaledwie o 6,0% w strefie euro (wykres 39).

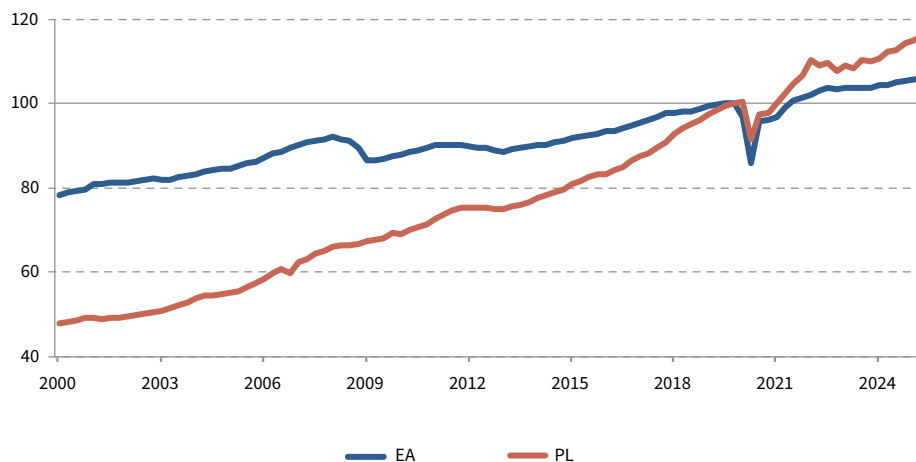
Analogiczne różnice w trendach długookresowych są widoczne także w poszczególnych składowych PKB: konsumpcji (wykres 40), inwestycjach (wykres 41) i eksporcie (wykres 42). Również porównanie dynamik wzrostu produkcji przemysłowej pokazuje znaczące różnice – w latach 2013–2019 produkcja przemysłowa w Polsce rosła średnio o 5,2% rocznie, podczas gdy w strefie euro średnio o 1,2% (wykres 43). Dodatkowo różnica ta pogłębiła się od początku pandemii – między grudniem 2019 r. a kwietniem 2025 r. średnioroczny wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 4,3% w Polsce i 0,5% w strefie euro. W kwietniu 2025 r. poziom produkcji przemysłowej w Polsce był o 25,9% wyższy

23 Ze względu na mniejszą dostępność danych współczynnik korelacji dla poziomu zatrudnienia obliczono na podstawie danych z lat 2000–2019.

niż w grudniu 2019 r., podczas gdy w strefie euro był on wyższy zaledwie o 2,8% względem grudnia 2019 r.

Wykres 39.

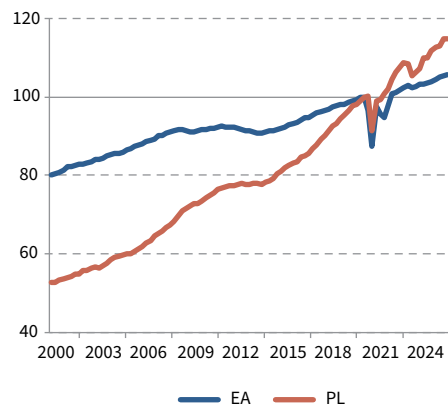
Realny PKB w Polsce i strefie euro (indeks, 2019Q4=100)



Źródło: Eurostat.

Wykres 40.

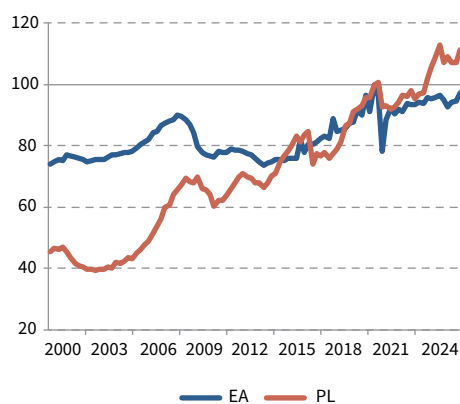
Konsumpcja w Polsce i strefie euro (indeks, 2019Q4=100)



Źródło: Eurostat.

Wykres 41.

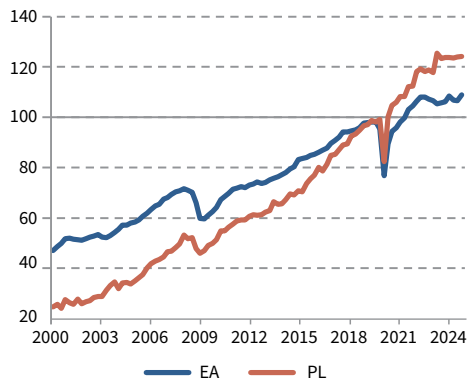
Inwestycje w Polsce i strefie euro (indeks, 2019Q4=100)



Źródło: Eurostat.

Wykres 42.

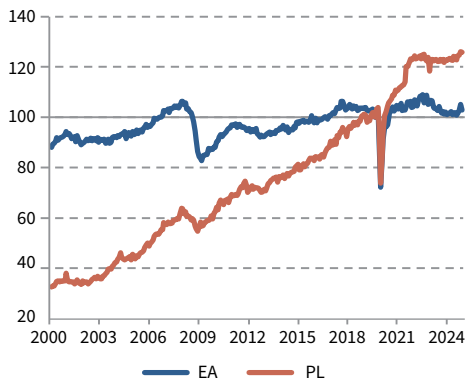
Eksport towarów i usług w Polsce i strefie euro
(indeks, 2019Q4=100)



Źródło: Eurostat.

Wykres 43.

Produkcja przemysłowa w Polsce i strefie euro
(indeks, 2019M12=100)



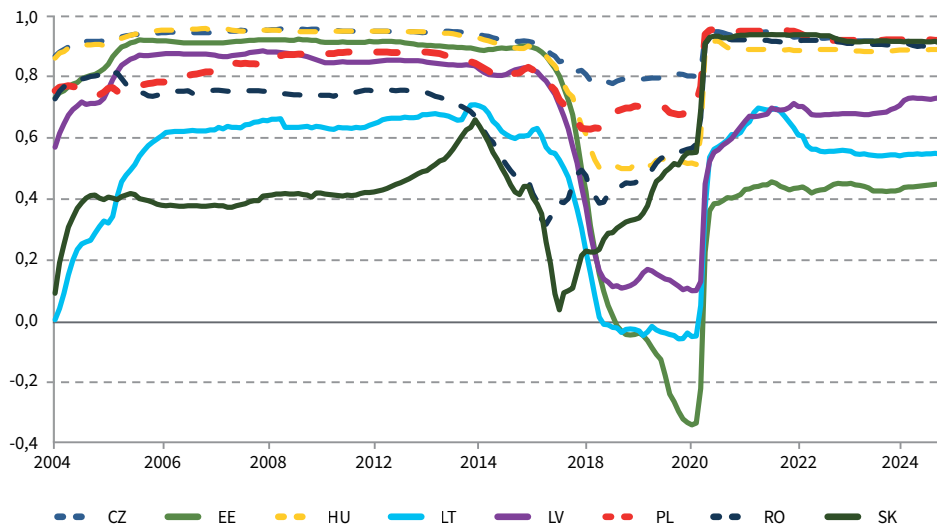
Źródło: Eurostat.

Ważnym wnioskiem z przeprowadzonej analizy jest również to, że przystąpienie do strefy euro nie wpłynęło bezpośrednio na stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych w krajach EŚW. Współczynniki korelacji składowych cyklicznych produkcji przemysłowej Słowacji, Estonii, Łotwy i Litwy (wykres 44) nie podlegały dużym wahaniam w latach 2001–2017, w szczególności nie były widoczne zmiany, które można by bezpośrednio przypisać przystąpieniu tych krajów do strefy euro (odpowiednio w 2009, 2011, 2014 i 2015 r.). Co istotne, po 2009 r.²⁴ stopień zbieżności cykli koniunkturalnych w krajach EŚW, które przyjęły euro, obniżył się istotnie silniej niż w krajach EŚW, które euro nie przyjęły. Dotyczyło to zwłaszcza krajów bałtyckich: Litwy, Łotwy i Estonii (wykres 44). Począwszy od 2020 r., wskutek pandemii COVID-19 korelacje produkcji przemysłowej między gospodarkami krajów bałtyckich a strefą euro z jednej strony zwiększyły się względem poziomów z 2018 i 2019 r. (co było efektem silnego, symetrycznego zewnętrznego szoku), ale z drugiej strony i tak pozostały wyraźnie niższe niż w pozostałych krajach EŚW: Polsce, Czechach, Rumunii i na Węgrzech.

24 Dane z okresu światowego kryzysu finansowego (2007–2009) zniknęły całkowicie z próby od 2017 r. w wyniku przesunięcia kroczącego 8-letniego okna czasowego w kierunku nowszych odczytów, tj. lat 2010–2017.

Wykres 44.

Współczynniki korelacji produkcji przemysłowej między krajami EŚW a strefą euro
(kroczące okna 8-letnie)



Uwaga: linią przerywaną wyróżniono kraje, które mają własną walutę. Rok na osi poziomej oznacza koniec danego 8-letniego okna (np. na 2008 r. pokazano korelację w oknie 2000–2008).

Źródło: opracowanie na podstawie danych Eurostatu i materiałów NBP.

1.8

Polityka fiskalna jako narzędzie stabilizowania cyklu koniunkturalnego po przystąpieniu do strefy euro

W literaturze dotyczącej unii walutowych ważną rolę odgrywa problematyka polityki fiskalnej (Kenen 1969). Przystąpienie do strefy euro i rezygnacja z krajowej polityki pieniężnej powodują bowiem, że to polityka fiskalna staje się głównym narzędziem stabilizowania gospodarki w przypadku wystąpienia szoków asymetrycznych.

Funkcja stabilizacyjna polityki fiskalnej jest realizowana dwoma kanałami. Pierwszym są automatyczne stabilizatory koniunktury, czyli mechanizmy wbudowane w system fiskalny, które samoistnie powodują poprawę wyniku budżetowego w fazie ożywienia gospodarczego oraz jego pogorszenie w fazie spowolnienia. Drugim jest dyskrejonalna polityka fiskalna, tj. zmiany legislacyjne podejmowane przez rząd i parlament, które oddziałują na popyt zagregowany. Według szacunków EBC w krajach strefy euro automatyczne stabilizatory koniunktury wygładzają pomiędzy 10 a 35% typowego szoku na PKB (EBC 2021).

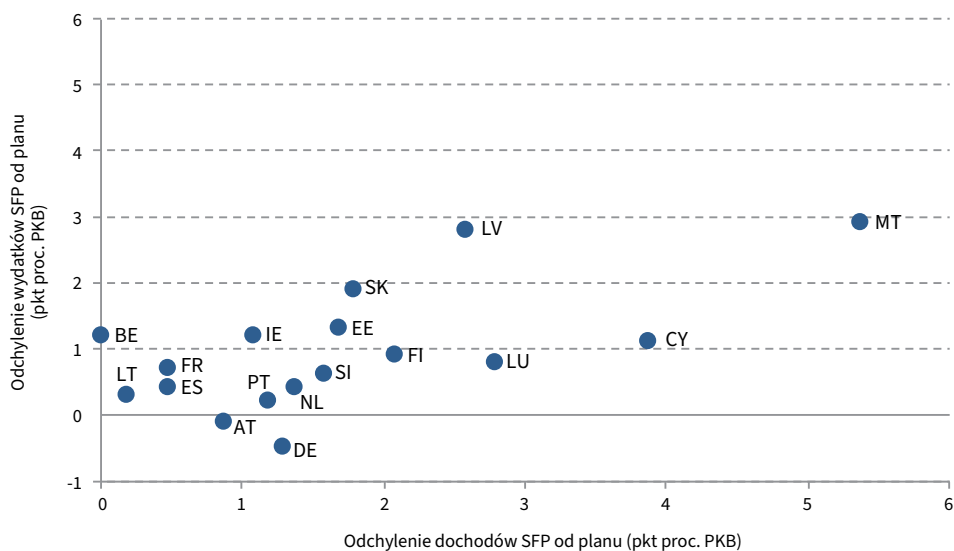
Aby polityka fiskalna oddziaływała stabilizująco, polityka dyskrejonalna powinna być zacieśniana w fazie ożywienia gospodarczego i luzowana w fazie spowolnienia lub przynajmniej powinna być neutralna. Jak wskazuje się w literaturze, u podstaw utworzenia strefy euro i europejskich reguł fiskalnych leżało założenie, że funkcja stabilizacyjna polityki fiskalnej w krajach strefy euro będzie realizowana przede wszystkim poprzez symetryczne działanie automatycznych stabilizatorów na przestrzeni cyklu gospodarczego (EBC 2021). Dyskrejonalna polityka miała natomiast pozostawać neutralna poza wyjątkowymi przypadkami.

W praktyce jednak rządy zwykle wykorzystują narzędzia fiskalne także do realizacji innych celów niż łagodzenie wahań koniunktury, w tym związanych ze spełnieniem oczekiwań społecznych. W szczególności skłonność taka może występować w fazie ożywienia gospodarczego, gdy władze dysponują dodatkowymi dochodami podatkowymi. Stymulowanie popytu w czasie ożywienia zamiast obniżania w tym okresie deficytu oddziałuje procyklicznie i pogłębia wahania koniunktury w cyklu. Z badania cykliczności polityki fiskalnej w krajach strefy euro w latach 1999–2015 (Eyraud i in. 2018) wynika, że w ponad połowie przypadków prowadzona polityka miała charakter procykliczny. Autorzy potwierdzili

ponadto, że reakcja na cykl jest asymetryczna – silniejsza jest tendencja do luzowania polityki w fazie ożywienia niż skłonność do zacieśniania w fazie spowolnienia. Asymetria ta skutkuje narastaniem długu publicznego. Wspomniana tendencja do luzowania polityki fiskalnej w czasie ożywienia gospodarczego była wyraźnie widoczna w okresie sprzyjającej koniunktury w gospodarce europejskiej przed pandemią COVID-19. Zwracała na to uwagę w swoich raportach Europejska Rada Fiskalna (European Fiscal Board 2018, 2019), wskazując, że w 2018 r. ponad 40% wyższych od oczekiwanych dochodów sektora finansów publicznych w krajach strefy euro zostało przeznaczonych na zwiększenie wydatków, a nie obniżenie deficytu (wykres 45).

Wykres 45.

Odchylenie dochodów i wydatków sektora finansów publicznych (SFP) krajów strefy euro od planowanych w 2018 r. (% PKB)



Uwaga: wykres obejmuje wyłącznie kraje, w których w 2018 r. wystąpiło dodatnie odchylenie dochodów od planu (17 spośród 19 państw strefy euro).
Źródło: European Fiscal Board (2019).

Zróżnicowane możliwości prowadzenia stabilizacyjnej polityki fiskalnej

Zdolność do prowadzenia stabilizacyjnej polityki fiskalnej, a w szczególności do wspierania aktywności gospodarczej w fazie recesji poprzez stymulację fiskalną, zależy od przestrzeni fiskalnej²⁵, jaką dysponuje dany kraj.

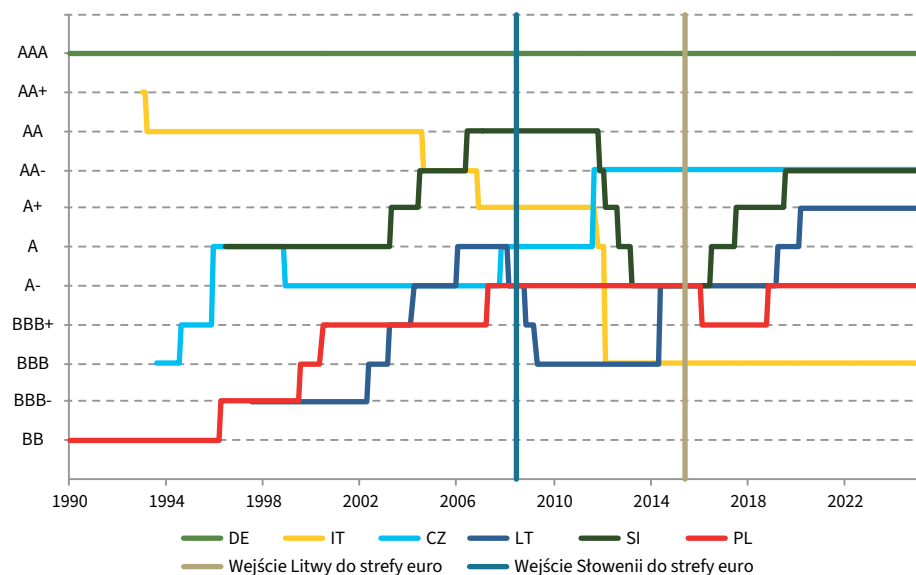
W sytuacji gdy już w punkcie wyjścia relacja długu publicznego do PKB jest wysoka i znajduje się na rosnącej ścieżce, próba wdrożenia ekspansji fiskalnej może spotkać się z negatywną reakcją inwestorów, którzy będą wymagali wyższej premii za ryzyko. Może to uruchomić mechanizm samospełniającej się przepowiedni, gdzie wspomniany wzrost premii za ryzyko pociągnie za sobą wzrost kosztów obsługi długu publicznego, przez co dług publiczny będzie narastał jeszcze szybciej, aż zahamowanie tego wzrostu okaże się niemożliwe. Prawdopodobieństwo wystąpienia takiego negatywnego sprzężenia zwrotnego w krajach strefy euro jest większe, ponieważ państwa należące do unii walutowej emitują dług w walucie, nad którą nie sprawują kontroli (De Grauwe 2011). W efekcie bank centralny takiego państwa traci autonomię w zakresie prowadzenia skupu obligacji i nie może pełnić funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Taka sytuacja w oczach inwestorów może zwiększać ryzyko niewypłacalności państwa i w efekcie skutkować wzrostem kosztów obsługi długu publicznego i ograniczać możliwości prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej w czasie kryzysu. W takiej pułapce znalazły się niektóre gospodarki południa Europy w czasie globalnego kryzysu finansowego (np. Hiszpania, Portugalia, Włochy). Mimo silnego spadku aktywności państwa te nie mogły prowadzić ekspansywnej polityki fiskalnej, która łagodziłaby skalę kryzysu. Wręcz przeciwnie, były zmuszone przeprowadzić zaciężnienie fiskalne, które pogłębiało recesję i prowadziło do dramatycznego wzrostu bezrobocia.

Jednocześnie badania wskazują na brak jednoznacznego wpływu wejścia do strefy euro na ryzyko inwestycyjne państwa (Glapiński 2024). Można bowiem podać przykłady państw, których rating – mimo wejścia do strefy euro – był obniżany (Włochy, Słowenia). Jednocześnie ratingi Polski czy Czech były podwyższane pomimo pozostawania poza strefą euro (wykres 46). Badania pokazują, że przynależność do strefy euro mogła oddziaływać w kierunku wyższego ratingu, jednak

25 Przestrzeń fiskalna to dodatkowe zasoby, jakie jest w stanie wygospodarować sektor finansów publicznych (zwykle finansowane nowym długiem) bez narażenia swojej długookresowej stabilności lub równowagi całej gospodarki.

Wykres 46.

Ratingi S&P Polski oraz wybranych krajów UE



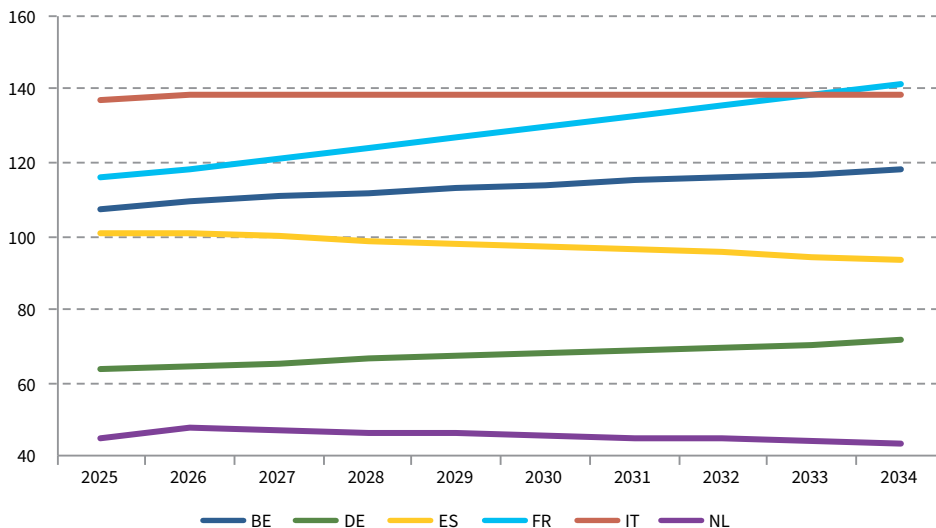
Źródło: Bloomberg.

miało to miejsce tylko w pierwszych latach funkcjonowania strefy euro. W późniejszych latach, a więc gdy ryzyka związane z przyjęciem euro w pełni się ujawniły, wpływ przynależności do strefy euro na rating nie był już statystycznie istotny (MFW 2015, Erhart 2021).

W efekcie możliwość prowadzenia stabilizacyjnej polityki fiskalnej różni się między krajami strefy euro. Przykładem tego może być wielkość pakietów fiskalnych wprowadzanych w krajach UE w odpowiedzi na pandemię COVID-19. Ich skala była wyraźnie niższa w krajach o wysokim długu publicznym. Obecnie również w części krajów strefy euro poziom długu publicznego przekracza 100% PKB i znajduje się na rosnącej ścieżce (wykres 47), wobec czego można oceniać, że przestrzeń do bezpiecznego sfinansowania ekspansji fiskalnej jest ograniczona.

Wykres 47.

Ekstrapolacja relacji długu publicznego do PKB dla wybranych państw strefy euro
(% PKB)



Uwaga: ścieżki długu na lata 2027–2034 ekstrapolowane przy założeniu utrzymania stałego poziomu pierwotnego salda strukturalnego finansów publicznych, tempa wzrostu PKB potencjalnego oraz średniego oprocentowania długu publicznego.

Źródło: Komisja Europejska, prognoza z maja 2025 r.

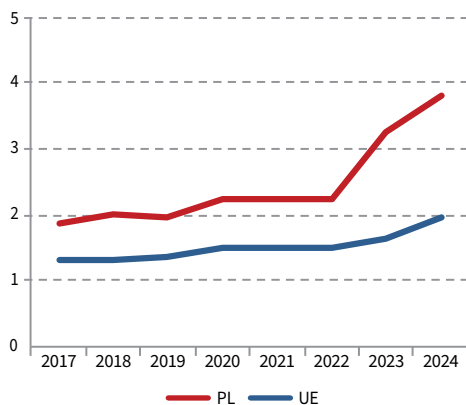
Z czysto modelowego i teoretycznego punktu widzenia powyższe wyzwania związane z brakiem możliwości prowadzenia antycyklicznej polityki fiskalnej mogłyby być rozwiązane poprzez utworzenie tzw. unii fiskalnej. Taka unia w praktyce oznaczałaby, że gospodarki dotknięte przez silne asymetryczne wstrząsy mogłyby otrzymywać transfery fiskalne od innych gospodarek unii walutowej, co pomagałoby ograniczać negatywne skutki tych wstrząsów. W praktyce jednak utworzenie takiej formy unii fiskalnej wydaje się niemożliwe ze względów politycznych. Społeczeństwa w poszczególnych państwach unii walutowej nie akceptowałyby bowiem istotnych transferów fiskalnych do innych państw. Co równie istotne, nawet gdyby takie transfery stały się możliwe, to nie rozwiązywałyby problemu utraty konkurencyjności, którego gospodarki unii walutowej często doświadczają z powodu braku mechanizmu dewaluacji kursu.

Wyzwania dla prowadzenia antycyklicznej polityki fiskalnej w kontekście konieczności zwiększenia wydatków na obronę narodową

Aktualna sytuacja geopolityczna stawia poważne wyzwania przed polityką fiskalną, co może dodatkowo utrudnić antycykliczne kształtowanie polityki fiskalnej. Kraje UE muszą bowiem zwiększać wydatki na obronę narodową (wykresy 48–51) w świetle zadeklarowanego w czerwcu 2025 r. przez członków NATO podniesienia tych nakładów do 5% PKB oraz przedstawionego w marcu 2025 r. przez Komisję Europejską planu wzmocnienia możliwości obronnych państw członkowskich UE (ReArm Europe). Dokument KE przewiduje m.in. wyłączenie zwiększonych potrzeb w tym zakresie z ograniczeń wynikających z europejskich reguł fiskalnych. Zapewnienie antycyklicznego oddziaływania polityki fiskalnej przy jednoczesnym zwiększaniu wydatków obronnych wymagałoby odpowiedniego dostosowania innych kategorii dochodowych i wydatkowych sektora finansów publicznych.

Wykres 48.

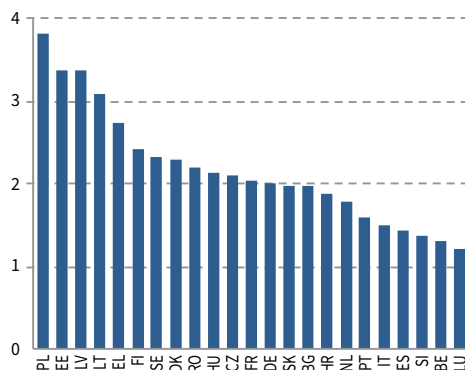
Wydatki na obronę narodową w UE i w Polsce (% PKB)



Źródło: Europejska Agencja Obrony.

Wykres 49.

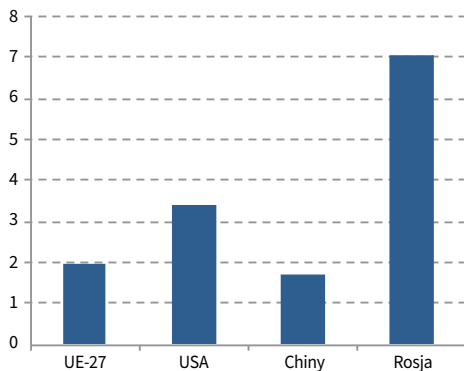
Wydatki na obronność państw członkowskich UE będących w NATO w 2024 r. (szacunki, % PKB)



Źródło: NATO.

Wykres 50.

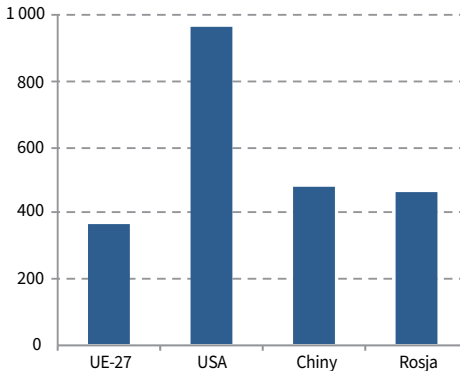
Wydatki na obronność wybranych państw w 2023 r. (% PKB)



Źródło: SIPRI.

Wykres 51.

Wydatki na obronność wybranych państw planowane na 2024 r. (w mld USD)



Uwaga: dane dla UE-27 – szacunki NATO, wielkości dla Chin i Rosji – z uwzględnieniem parytetu siły nabywczej.
Źródło: IISS.org, NATO.

Reguły fiskalne w UE i strefie euro

Polityka fiskalna pozostaje domeną państw członkowskich w ramach unijnych reguł fiskalnych. Przestrzeganie reguł fiskalnych jest oceniane przez Komisję Europejską oraz inne państwa członkowskie na forum Rady Ecofin (ministrów finansów krajów UE). Obserwuje się przy tym wysoki poziom dyskrecjonalności decyzji organów UE oraz opcjonalność sankcji za niestosowanie się do nich.

Podstawę prawną funkcjonowania europejskich reguł fiskalnych, tj. Paktu Stabilności i Wzrostu (PSW), stanowi Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej²⁶. W połączeniu z zapisami aktów drugiego rzędu stanowi on, że kraje UE powinny dążyć do utrzymania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB oraz długu publicznego poniżej 60% PKB. W przypadku gdy deficyt przekracza wartość referencyjną oraz/lub dług przekracza wartość referencyjną i nie jest ograniczany w satysfakcjonującym tempie, wobec danego kraju jest

26 Artykuły 119–144 oraz Protokół nr 12; TFUE.

uruchamiana procedura nadmiernego deficytu (PND), w ramach której jest wyznaczany termin ograniczenia nadmiernego deficytu.

Po reformie PSW z 2024 r.²⁷ (nowe ramy zarządzania gospodarczego) podstawowym wskaźnikiem służącym do oceny postępów w spełnieniu zaleceń procedury nadmiernego deficytu będą pierwotne wydatki netto, tj. wydatki skorygowane m.in. o środki UE i część współfinansowania krajowego projektów realizowanych z udziałem tych środków, dyskrejonalne zmiany dochodowe, koszty obsługi długu oraz czynniki jednorazowe. Komisja Europejska będzie wyznaczała referencyjne średniookresowe ścieżki wydatków netto indywidualnie dla każdego państwa, w którym deficyt i/lub dług publiczny przekraczają odpowiednio 3% i 60% PKB²⁸. Ścieżki te będą uwzględniały wymóg obniżania relacji nadmiernego zadłużenia sektora finansów publicznych do PKB (o 0,5–1,0 pkt proc. PKB rocznie, tj. bardziej stopniowo niż przed reformą) i poprawy salda strukturalnego co najmniej o 0,5 pkt proc. PKB²⁹ rocznie w przypadku przekroczenia przez deficyt wartości referencyjnej 3% PKB. Dla pozostałych państw KE może na wniosek przedstawić ścieżkę techniczną, zapewniającą utrzymanie stabilności finansów publicznych w średnim okresie.

Zasady dyscyplinowania państw UE za nieprzestrzeganie zaleceń w ramach procedury nadmiernego deficytu są inne dla krajów strefy euro i pozostałych członków UE. W przypadku krajów strefy euro Rada Ecofin może na wniosek KE wprowadzić kary finansowe. Stosowanie takich sankcji zostało przewidziane w Traktacie z Maastricht³⁰, którego częścią był protokół dotyczący procedury nadmiernego deficytu. Podstawowa wielkość kary finansowej w ramach tej procedury wynosi 0,2% PKB, ale w określonych przypadkach może zostać zwiększona do poziomu maksymalnie 0,5% PKB. Jak dotąd sankcja ta nie była stosowana, pomimo że w wielu krajach deficyt sektora finansów publicznych wielokrotnie

27 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1263 z dnia 29 kwietnia 2024 r. w sprawie skutecznej koordynacji polityk gospodarczych i w sprawie wieloletniego nadzoru budżetowego oraz uchylające rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97.

28 Ścieżki zostały przedstawione przez Komisję w czerwcu 2024 r.

29 W okresie przejściowym do 2027 r. – pierwotnego salda strukturalnego.

30 Traktat o Unii Europejskiej (Traktat z Maastricht). Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich, C 191, 29.07.1992.

przekraczał 3% PKB, a w niektórych miało to miejsce przez większość lat ich członkostwa w strefie euro³¹. Było tak w Grecji (17 razy), Hiszpanii (16 razy), Francji (19 razy), Portugalii (17 razy) i Słowacji (9 razy). Ponadto od 2013 r.³² projekty ustaw budżetowych państw strefy euro podlegają jesienią corocznej ocenie przez Komisję Europejską w zakresie zgodności z PSW. Komisja może żądać przedstawienia nowego projektu w przypadku, gdy w jej ocenie realizacja zakładanego kształtu polityki fiskalnej oznaczałaby poważne nieprzestrzeganie wymogów polityki budżetowej. Sytuacja taka miała miejsce jedynie raz³³.

Oprócz kar finansowych stanowiących część Paktu Stabilności i Wzrostu istnieje inny mechanizm egzekwowania reguł dotyczących polityki fiskalnej, tj. mechanizm warunkowości makroekonomicznej funduszy strukturalnych UE. Mechanizm ten dotyczy wszystkich państw członkowskich i polega na możliwości zawieszenia funduszy UE w przypadku uporczywego niewypełniania przez kraj członkowski zaleceń procedur zarządzania gospodarczego w UE (procedury nadmiernego deficytu i procedury nierównowag makroekonomicznych).

Egzekwowanie zapisów dyscyplinujących Paktu Stabilności i Wzrostu napotykało na przeszkody niemal od powstania strefy euro w 1999 r. Przez cały okres funkcjonowania strefy euro nie były stosowane ani kary finansowe w ramach PSW, ani też kary w postaci zawieszenia funduszy UE za niewypełnianie zaleceń procedur zarządzania gospodarczego w UE. Jesienią 2024 r. państwa członkowskie UE³⁴ po raz pierwszy przedłożyły swoje średniookresowe plany budżetowo-strukturalne zawierające ścieżki wydatkowe zgodne z nowymi wymogami, a Komisja Europejska

31 Na podstawie aktualnie dostępnych danych – w niektórych krajach (w szczególności w Grecji i Portugalii) w latach 2000–2008 wstępnie publikowane wartości deficytu finansów publicznych w kolejnych latach podlegały znacznym rewizjom w górę.

32 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 473/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie wspólnych przepisów dotyczących monitorowania i oceny projektów planów budżetowych oraz zapewnienia korekty nadmiernego deficytu w państwach członkowskich należących do strefy euro.

33 We Włoszech przyjęto nowy projekt ustawy budżetowej po osiągnięciu porozumienia z KE, w którym deficyt sektora finansów publicznych zakładany na 2019 r. został ograniczony z 2,4 do 2,0% PKB (wobec pierwotnego stanowiska KE 1,8% PKB), co miało zapewnić odpowiednie obniżenie jednej z największych w UE relacji długu publicznego do PKB.

34 Z wyjątkiem Niemiec, Belgii, Austrii, Litwy i Bułgarii – z uwagi na wybory parlamentarne lub formowanie się nowego rządu. Z kolei w przypadku Węgier proces oceny średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego wydłużył się z uwagi na zastrzeżenia KE co do zawartości planu i wiarygodności przyjętych w nim prognoz.

je zatwierdziła (z wyjątkiem planu złożonego przez Holandię, co oznacza, że będzie obowiązywać ścieżka techniczna określona przez KE). Ocena funkcjonowania zreformowanych reguł fiskalnych będzie możliwa, dopiero gdy będzie wiadomo, na ile państwa realizują plany średniookresowe (pierwszej oceny KE dokonała wiosną 2025 r.) oraz jakie kroki dyscyplinujące będzie podejmować KE w razie ewentualnych odchyień. Należy jednak pamiętać, że zapisy traktatowe dotyczące procedury nadmiernego deficytu³⁵, w tym kar finansowych, nie zmieniły się, a zatem nie ma podstaw, by oczekiwać istotnych zmian w stosowaniu europejskich reguł fiskalnych.

Podsumowując, postulat „zastąpienia” stabilizującej funkcji polityki pieniężnej po przystąpieniu do strefy euro przez antycykliczną politykę fiskalną nie przystaje do realiów. Najlepszym tego potwierdzeniem jest dotychczasowa polityka fiskalna krajów strefy euro, która często była procykliczna. Wynika to przede wszystkim z faktu, że polityka ta musi godzić oddziaływanie na rzecz stabilizowania koniunktury z realizacją innych ważnych celów rządu. Nie ma podstaw, by oczekiwać, że ten stan rzeczy ulegnie zmianie, w szczególności w świetle wyzwań geopolitycznych, przed którymi aktualnie stoją państwa UE i które wymagają od nich zwiększenia nakładów na obronę narodową.

35 Reforma PSW z 2024 r. umożliwia uruchomienie PND (w związku z przekroczeniem wartości referencyjnej długu publicznego) w przypadku nieprzestrzegania ścieżki wydatków określonej w zatwierdzonym średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym.

1.9

Wyzwania dla funkcjonowania unii walutowej w związku z realizowaną polityką klimatyczną i zróżnicowaniem rynków energii

Tematyka funkcjonowania rynków energii wydaje się odległa od tematyki unii walutowych. W efekcie w dotychczasowej literaturze ekonomicznej nie podejmowano tego tematu. Jednak ostatnie lata, w których gospodarki europejskie doświadczyły silnego szoku energetycznego i inflacja wzrosła w wielu z nich do poziomów najwyższych od dekad, dobitnie pokazały, jak ważne jest funkcjonowanie rynków energii dla poszczególnych gospodarek, w tym procesów cenowych w nich zachodzących. Jednocześnie realizowana przez UE polityka klimatyczna – o ile nie zostanie zrewidowana – będzie silnie i asymetrycznie oddziaływać na poszczególne gospodarki strefy euro i UE również w kolejnych latach i dekadach. Poniżej dokonano analizy, jakie wyzwania dla funkcjonowania unii walutowej stwarzają odmienne funkcjonowanie rynków energii i polityka klimatyczna.

Analizę warto zacząć od konstatacji, że gospodarki UE istotnie różnią się w aspekcie podaży energii (źródeł pozyskiwania energii, warunków naturalnych, zależności od importu energii i jego kierunków), relatywnego popytu na energię (np. uprzemysłowienia czy udziału branży energochłonnych³⁶), a także regulacyjnym (np. pod względem kontroli cen).

Głównym źródłem elektryczności w UE są elektrownie konwencjonalne. Szczególnie silnie uzależnione od spalania kopalin i biomasy są m.in. Estonia i Polska, gdzie udział węglowodorów w wytwarzaniu energii sięga 75%³⁷ wobec średnio 37% w UE. Natomiast w siedmiu krajach UE odpowiadają one za co najwyżej 25% produkcji prądu. Elektrownie atomowe są natomiast najważniejszym producentem energii elektrycznej we Francji, Finlandii i Belgii, a także w pięciu krajach EŚW. Elektrowni atomowych nie użytkuje jednak obecnie aż 16 członków UE, w tym Polska i kraje bałtyckie, ale także Niemcy i Włochy. Elektrownie solarne, wiatrowe i geotermalne zapewniają łącznie około 27% energii elektrycznej w UE i około 21%

36 Do dóbr energochłonnych wliczono produkty branży chemicznej, przetwórstwa metali, produkty rafinacji ropy naftowej, przetwórstwo minerałów niemetalicznych, wyroby z papieru, przetwórstwo żywności, produkcję motoryzacyjną, wyroby branży drzewnej, wyroby z metali podstawowych, wyroby gumowe i plastikowe, produkcję urządzeń elektrycznych.

37 Dane o źródłach energii elektrycznej dotyczą 2023 r.

w Polsce. Mają one jednak znikome znaczenie w około połowie gospodarek EŚW. Hydroelektrownie mają w UE przeciętnie około 13% udziału w produkcji prądu, jednak w 11 krajach UE, w tym Polsce i Niemczech, ich znaczenie jest marginalne.

Energochłonność (tj. energia potrzebna do wytworzenia jednostki PKB) oraz emisje gazów cieplarnianych *per capita* różnią się nawet ponaddwukrotnie pomiędzy gospodarkami UE. W Polsce energochłonność gospodarki była o 12% wyższa od średniej UE. Ponadprzeciętnie duża energochłonność większości gospodarek EŚW wynika m.in. z warunków przyrodniczych, ze słabszego wyposażenia w nowoczesne technologie oraz wyraźnie wyższego udziału przemysłu w wartości dodanej brutto (WDB, około 23% w 2024 r.) niż w krajach Europy Zachodniej (około 18,5%). Dodatkowo w niektórych krajach EŚW przemysły energochłonne odpowiadały w 2019 r. za ponad 15% WDB, ponaddwukrotnie więcej niż w Holandii, Francji czy Grecji. Z kolei najwyższe w UE emisje gazów cieplarnianych *per capita* notują na ogół kraje najbogatsze (Luksemburg, Dania, Austria). Równocześnie jednak emisje m.in. w Estonii, Polsce i Czechach są wyższe niż w Niemczech. Niezależnie od poziomu zamożności niską emisyjność wykazywały gospodarki wykorzystujące na dużą skalę energię jądrową i hydroelektrownie³⁸.

Różnice w emisyjności, energochłonności i elastyczności procesów produkcyjnych odzwierciedlają odmienne warunki naturalne, a przede wszystkim są konsekwencją przeszłych decyzji inwestycyjnych i wyboru poszczególnych technologii, których zmiana jest kosztowna. Równocześnie nie istnieją mechanizmy transferowe lub ubezpieczeniowe pozwalające na wygładzanie szoków na rynkach energii pomiędzy gospodarkami UE czy strefy euro. Największy instrument tego typu, tj. Fundusz Modernizacyjny, przeznaczony dla 11 krajów EŚW oraz Portugalii i Grecji, nie dysponuje wystarczającymi środkami, aby wydatnie wesprzeć wyrównanie różnic w emisyjności i energochłonności gospodarek. Możliwości przepływu energii pomiędzy krajami pozostają natomiast ograniczone przez różnicowanie regulacyjne oraz fragmentaryzację jedynie częściowo zintegrowanych sieci przesyłowych.

38 Jedną z najmniej emisyjnych gospodarek UE jest Szwecja. Emisje *per capita* w Chorwacji, Łotwie i Rumunii (tj. w gospodarkach wykorzystujących hydroelektrownie i elektrownie atomowe) były w 2023 r. przynajmniej 40% niższe niż w Polsce i są jednymi z niższych w UE.

Zróźnicowanie rynków energii gospodarek UE i strefy euro sprawia, że wspólne szoki oddziałują w asymetryczny sposób na gospodarki członkowskie. Utrudnia to prowadzenie wspólnej polityki pieniężnej, zwiększając jej niedopasowanie do potrzeb gospodarek narodowych. Najlepszym przykładem był kryzys energetyczny po agresji Rosji na Ukrainę, który wpłynął w różnym stopniu na koszty produkcji, ceny konsumenckie, poziom produkcji oraz konkurencyjność europejskich gospodarek.

Ceny energii dla gospodarstw domowych zareagowały w różnym tempie i skali na zmiany cen energii na rynkach hurtowych. Dodatkowo rządy stosowały niezależnie od siebie instrumenty fiskalno-administracyjne w celu złagodzenia skutków wzrostu cen, a ich skalę determinowała głównie przestrzeń fiskalna. W rezultacie we wrześniu 2022 r. dynamika cen energii dla gospodarstw domowych wg wskaźnika HICP wahała się od 0,0% r/r do 113,8% r/r przy średniej wynoszącej 39,4% r/r. Dla porównania w 2019 r. dynamika ta wynosiła średnio 1,2% r/r, a jej zróźnicowanie było 10-krotnie mniejsze³⁹. Rozpiętość inflacji HICP w krajach UE wzrosła z około 3,7 pkt proc. w 2019 r. do 14,8 pkt proc. w 2022 r. i sięgnęła 22,7 pkt proc. w marcu 2023 r. Dodatkowo w następstwie wzrostu kosztów utrzymania wzrosły oczekiwania płacowe.

O ile jednak banki centralne w Polsce, Czechach, na Węgrzech i w Rumunii podniosły stopy procentowe już w 2021 r., o tyle należące do strefy euro kraje bałtyckie (gdzie inflacja była przez długi czas najwyższa w UE) czekały na podwyżki stóp procentowych przez EBC do lipca 2022 r., a ich skala była wyraźnie mniejsza niż w krajach EŚW z własną walutą.

Zróźnicowanie zmian cen produkcji przyczyniło się także do zmian relatywnej konkurencyjności gospodarek⁴⁰, a odmienna wrażliwość gospodarek na szok ener-

39 Największy wzrost cen energii dla gospodarstw domowych (według HICP) odnotowały w 2022 r. Holandia (71%), Estonia (65%), Belgia (58%) i Włochy (51%). Łącznie pomiędzy 2021 a 2024 r. ceny energii wzrosły najbardziej w Czechach (70%), Estonii (65%) i Polsce (46%). Pomijając Malte (gdzie stałe ceny energii zapewniały m.in. długoterminowe kontrakty na dostawy surowców), łączny wzrost cen energii był w tych latach najwolniejszy w Szwecji (7%) i Hiszpanii (8%), ponadto w Portugalii, Finlandii i Chorwacji nie przekroczył 20%. W 2024 r. zróźnicowanie rocznej dynamiki cen energii w ramach wskaźnika HICP w krajach UE było nadal 2,5-krotnie wyższe niż w 2019 r.

40 Ceny elektryczności dla przedsiębiorstw wzrosły między I połową 2021 r. a I połową 2024 r. znacznie silniej na Węgrzech (o 170%), w Czechach (100%) i w Polsce (o 82%) niż np. w Hiszpanii i Niemczech (o 25%). Nawet wyłączając skrajne przypadki, skumulowana dynamika cen elektryczności dla przedsiębiorstw między I połową 2021 r. a I połową 2024 r. wahała się w krajach UE od około zera do ponad 100%.

getyczny przyczyniła się również do wzrostu zróżnicowania ich pozycji cyklicznej. Wynika to z różnego wpływu zarówno na realne dochody do dyspozycji, jak i na opłacalność produkcji i popyt na towary przemysłowe. Głównie wskutek kryzysu energetycznego w okresie III kw. 2021 r. – III kw. 2024 r. WDB w przemyśle Niemiec obniżyła się o 5% (a w niektórych krajach EŚW jeszcze silniej), podczas gdy w Hiszpanii, gdzie zarówno rola przemysłu energochłonnego, jak i wzrostu cen energii były relatywnie niewielkie, WDB w przemyśle była w III kw. 2024 r. o niemal 7% wyższa niż w III kw. 2021 r.

Również asymetryczny wpływ na poszczególne gospodarki UE będzie mieć zaostrenie polityki klimatycznej UE. Należy oczekiwać, że ze względu na wyższą emisyjność i energochłonność to gospodarki EŚW silniej odczują skutki realizowanej polityki klimatycznej UE niż kraje Europy Zachodniej. W szczególności polityka klimatyczna UE będzie w większym stopniu podnosić ceny energii i inflację ogółem, a także silniej oddziaływać negatywnie na PKB⁴¹ i pogorszenie konkurencyjności.

Dżubur i Pointner (2024)⁴² wskazują, że wzrost kosztów emisji CO₂ pozwalający na osiągnięcie celów emisji wg strategii Fit for 55 do 2030 r. będzie oznaczać wzrost cen konsumenckich w strefie euro o 6,4% względem scenariusza bazowego. Przy czym w grupie analizowanych gospodarek strefy euro będzie się on wahał od 4% we Francji, Portugalii i Finlandii do ponad 10% w Chorwacji i Belgii oraz ponad 16% w Słowacji. O ile w strefie euro Dżubur i Pointner (2024) oczekują straty średnio około 2,2% PKB, o tyle w Słowacji strata ta ma przekroczyć 4,5% PKB.

Według szacunków Rabobank (2022) zwiększenie opodatkowania emisji przez UE o 150 dolarów za tonę CO₂ ma przyczynić się do obniżenia PKB w UE średnio o 2,9% – przy czym PKB miałyby obniżyć się względem scenariusza bazowego znacznie silniej w gospodarkach EŚW: w Polsce o 5,9%, w Czechach o 5,7%, a w Rumunii i na Węgrzech po prawie 4%⁴³. Polska i Czechy miałyby doświadczyć w takim scenariuszu spadku eksportu o około 6,4%, a na Węgrzech i w Rumunii miałyby on przekroczyć 5%.

41 W porównaniu z sytuacją braku zaostrenia polityki klimatycznej.

42 Badanie nie zawiera oszacowań dla krajów spoza strefy euro, w tym Polski.

43 Gospodarka „starej Unii”, w której wpływ wzrostu cen emisji byłby najwyższy, jest Grecja (9,1%).

Biorąc pod uwagę powyższe, można oczekiwać, że w kolejnych latach rynek energii pozostanie ważnym elementem kształtującym procesy gospodarcze w poszczególnych gospodarkach. Wstrząsy na tych rynkach będą asymetrycznie wpływać na gospodarki europejskie. Jest to kolejny argument za utrzymaniem płynnego kursu walutowego, który może łagodzić skutki asymetrycznych wstrząsów dla konkurencyjności gospodarek, oraz za utrzymaniem autonomii w prowadzeniu polityki stóp procentowych, która będzie mogła być odpowiednio dostosowywana do procesów cenowych w gospodarce zachodzących pod wpływem zmian w cenach energii.

1.10

Ryzyka związane z usztywnieniem kursu walutowego i przyjęciem euro: doświadczenia Hiszpanii, Słowacji i krajów bałtyckich

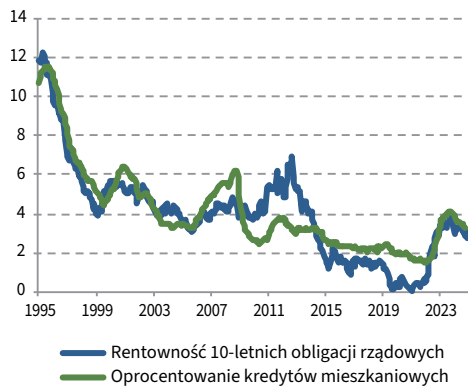
Przedstawiona w poprzednim rozdziale analiza wskazuje, że przyjęcie euro może stwarzać istotne ryzyka dla stabilności makroekonomicznej. Co istotne, ryzyka te nie są tylko teoretyczne. Doświadczenia krajów, które zostały dotknięte silnymi kryzysami w latach 2007–2015, pokazują, że przystąpienie do unii walutowej i związany z tym gwałtowny spadek kosztów finansowania niesie za sobą ryzyko powstania istotnych nierównowag makroekonomicznych, które mogą doprowadzić do silnego załamania gospodarki. Jednocześnie w sytuacji wystąpienia negatywnego wstrząsu gospodarki strefy euro dotknięte kryzysem nie mają możliwości dewaluacji kursu, co pozwoliłoby im ograniczyć skalę spadku aktywności i wzrostu bezrobocia. Poniżej przedstawiono te ryzyka na przykładzie Hiszpanii, Słowacji i krajów bałtyckich.

Niestabilny boom kredytowy w Hiszpanii i jego konsekwencje

Hiszpania była jednym z 11 krajów, które w 1999 r. utworzyły strefę euro. Przyjęcie wspólnej waluty było dla tego kraju w krótkim okresie czynnikiem pobudzającym aktywność gospodarczą poprzez spadek stóp procentowych (wykres 52). Gospodarka Hiszpanii w okresie poprzedzającym powstanie strefy euro, a następnie w pierwszych latach funkcjonowania europejskiej unii monetarnej weszła w kilkuletni okres dynamicznego wzrostu gospodarczego (wykres 53). Średnioroczne tempo wzrostu PKB w latach 1996–2007 wyniosło 3,7% r/r, wobec średnio 2,3% w krajach ówczesnej strefy euro. Dzięki temu Hiszpanii wyraźnie udało się nadgonić dystans do zamożniejszych krajów Europy (wykres 54). PKB *per capita* wg parytetu siły nabywczej zwiększył się z 77% wartości dla strefy euro w 1996 r. do 92% w 2007 r. Jednocześnie wyraźnie poprawiła się sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia spadła z ponad 21% na początku 1995 r. do 8% w połowie 2007 r. (wykres 55).

Wykres 52.

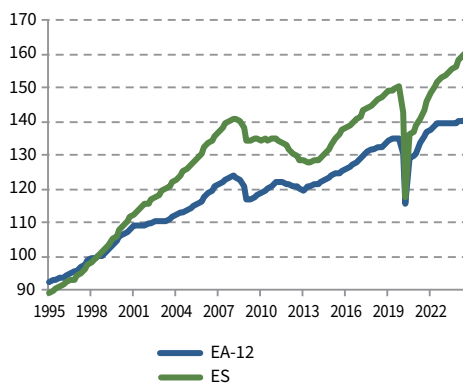
Rentowność 10-letnich obligacji rządowych i średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w Hiszpanii (% r/r)



Źródło: LSEG.

Wykres 53.

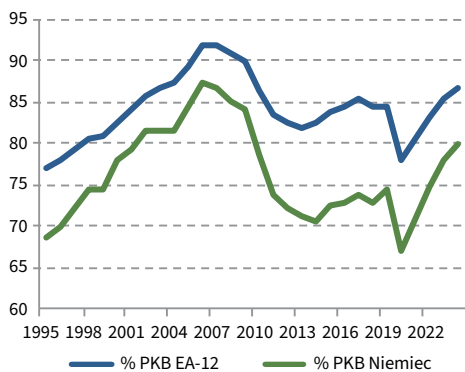
PKB w Hiszpanii i EA-12 (indeks, 1999=100)



Źródło: Eurostat.

Wykres 54.

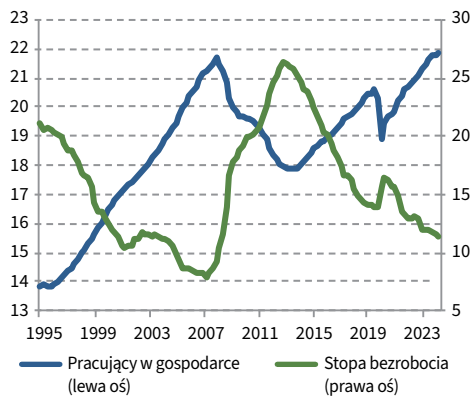
PKB *per capita* w Hiszpanii w stosunku do PKB *per capita* w Niemczech i średniej EA-12 (%)



Źródło: Eurostat.

Wykres 55.

Liczba pracujących (mln osób) i stopa bezrobocia (%) w Hiszpanii



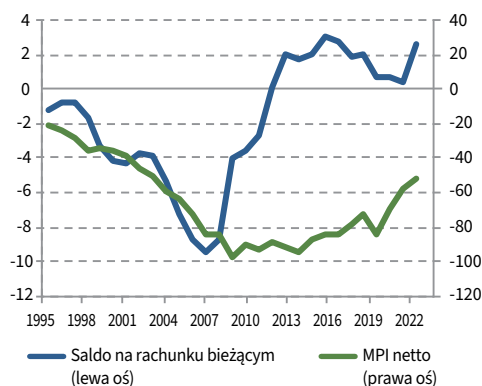
Źródło: Eurostat.

Ten dynamiczny wzrost gospodarczy wiązał się jednak z narastaniem głębokich nierównowag. Inwestorzy błędnie ocenili, że eliminacja ryzyka kursowego łączyła się też z eliminacją ryzyka inwestycyjnego. Skutkowało to silnym napływem kapitału zagranicznego, w dużej mierze skierowanego do sektora finansowego. Dynamiczny wzrost popytu krajowego, zwłaszcza inwestycyjnego, w pierwszych latach po przyjęciu wspólnej waluty skutkowało powiększaniem się deficytu na rachunku obrotów bieżących (wykres 56). W efekcie zobowiązania zagraniczne netto Hiszpanii zwiększyły się z około 20% PKB w 1995 r. do 97% PKB w 2009 r. Ponadto usztywnienie kursu walutowego w sytuacji boomu gospodarczego, któremu towarzyszył szybki wzrost wynagrodzeń i cen, skutkowało spadkiem konkurencyjności cenowej gospodarki (wykres 57). Był to dodatkowy czynnik wpływający na pogorszenie się salda handlu zagranicznego. W latach 1999–2009 nominalne jednostkowe koszty pracy w Hiszpanii wzrosły o niemal 40%, a realny efektywny kurs walutowy w latach 2000–2009 aprecjonował o blisko 20%.

Spadek kosztów finansowania i napływ kapitału w wyniku przyjęcia euro doprowadziły także do powstania nierównowag na rynku nieruchomości. Napływ relatywnie taniego kapitału do sektora bankowego oraz wzrost dochodów ludności

Wykres 56.

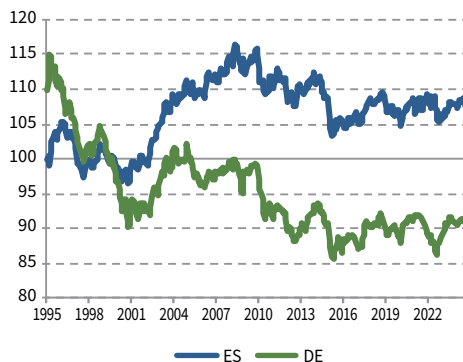
Saldo na rachunku obrotów bieżących i międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)



Uwagi: MPI – międzynarodowa pozycja inwestycyjna.
Źródło: Eurostat.

Wykres 57.

Realny kurs walutowy w Hiszpanii i Niemczech (indeks 1999=100)

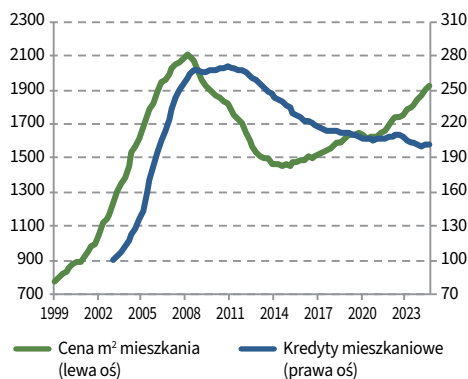


Źródło: BIS.

przełożył się na ekspansję akcji kredytowej. W szczególności dotyczyło to wyraźnego wzrostu podaży kredytów mieszkaniowych, która w latach 2003–2009 wzrosła ponaddwukrotnie. Za zdynamizowanie akcji kredytowej w dużym stopniu odpowiadał funkcjonujący równolegle do sektora banków komercyjnych system kas oszczędnościowych (*cajas de ahorros*), cechujący się mniejszą centralną kontrolą nadzorczą nad tymi instytucjami. W rezultacie ekspansji kredytowej ceny 1 m² mieszkania w Hiszpanii wzrosły w okresie od 1999 do 2009 r. prawie trzykrotnie (wykres 58). Boom budowlany nie dotyczył tylko rynku mieszkaniowego. Miał on miejsce także w przypadku inwestycji rządowych, a zwłaszcza samorządowych. Wysokie wydatki na infrastrukturę nie zawsze jednak były dobrze zaplanowane i dostosowane do potrzeb mieszkańców.

Wykres 58.

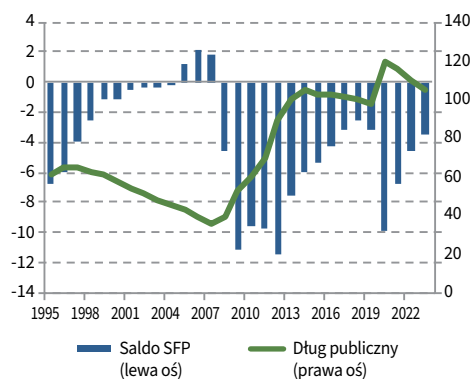
Średnia cena m² mieszkania (EUR) i podaż kredytów mieszkaniowych (stan na koniec kwartału, indeks I kw. 2003=100)



Źródło: LSEG, EBC.

Wykres 59.

Saldo sektora finansów publicznych i dług publiczny (% PKB)



Źródło: Eurostat.

Wysoki poziom nierównowag makroekonomicznych spowodował, że hiszpańska gospodarka wyjątkowo silnie ucierpiała wskutek kryzysu finansowego. Bezpośrednim impulsem do załamania gospodarczego było zatrzymanie napływu kapitału zagranicznego, wzrost kosztów i warunków finansowania oraz spadek cen na rynku nieruchomości. Ponadto utrata konkurencyjności eksportu wywołana szybkim wzrostem płac w latach poprzedzających kryzys sprawiła, że w warunkach sztywnego kursu walutowego można ją było odbudować wyłącznie poprzez redukcję kosztów, przede wszystkim realnych wynagrodzeń. PKB w okresie

I kw. 2008 r. – III kw. 2013 r. obniżył się o 8,9%, co oznaczało powrót do poziomu z 2005 r.⁴⁴ Jednocześnie wyraźnie pogorszyła się sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia z około 8% w połowie 2007 r. wzrosła do ponad 25% w I połowie 2013 r., a wśród osób do 25 roku życia przekroczyła 55%.

Konsekwencją światowego kryzysu finansowego było także załamanie się sektora finansów publicznych. W pierwszych latach po przyjęciu euro sytuacja sektora publicznego w Hiszpanii sukcesywnie się poprawiała. Spadek kosztów finansowania oraz szybki wzrost gospodarczy napędzany przez napływ kapitału zagranicznego sprawiły, że saldo SFP z 6,8% deficytu w 1995 r. zmieniło się w 2,1% nadwyżki w 2007 r., a dług publiczny w tym okresie spadł z 61,6% do 35,7% PKB (wykres 59). Sytuacja gwałtownie pogorszyła się w momencie wybuchu kryzysu finansowego. W rezultacie spadku przychodów budżetowych i wzrostu wydatków (m.in. na ratowanie sektora finansowego), w sytuacji wieloletniego załamania gospodarczego oraz wzrostu kosztów finansowania na skutek kryzysu zadłużeniowego, wyraźnie pogorszył się stan finansów publicznych. W latach 2008–2014 deficyt wyniósł średnio 8,6% PKB, co spowodowało wzrost długu publicznego do 104,4% PKB w 2014 r.

Konsekwencje przyjęcia euro przez Słowację w czasie globalnego kryzysu finansowego

Słowacja oparła swoją strategię rozwoju gospodarczego na szybkiej integracji z UE i strefą euro. Spowodowało to, że gospodarka tego kraju w bardzo szybkim tempie integrowała się z gospodarką strefy euro, przede wszystkim poprzez przyciąganie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), integrację wewnątrz europejskich sieci produkcyjnych oraz wzmacnianie powiązań handlowych (wykres 60). Do 2008 r. do Słowacji napłynęło ponad 36 mld euro (55% ówczesnego PKB), z czego blisko połowa trafiła do sektora przemysłowego. Dzięki temu napływowi w 2006 r. udział wartości dodanej wytworzonej w przemyśle przekroczył 30% całości, podczas gdy w większości krajów UE, a w szczególności Europy Zachodniej, miała miejsce deindustrializacja.

⁴⁴ Poziom PKB sprzed wybuchu światowego kryzysu finansowego w Hiszpanii udało się osiągnąć dopiero w II połowie 2016 r.

Słowacja stała się jedną z najbardziej otwartych handlowo gospodarek europejskich. Coraz większą rolę zaczęły odgrywać gałęzie przemysłu ściśle zintegrowane ze światowymi, a szczególnie europejskimi, łańcuchami produkcyjnymi, w tym przemysł motoryzacyjny. Udział eksportu w PKB, który pod koniec XX w. wynosił niespełna 50%, w 2008 r. wzrósł do ponad 80%, co było jednym z najwyższych poziomów wśród krajów UE.

Strategia ta stwarzała jednak również istotne ryzyka makroekonomiczne. Ujawniły się one wraz z wprowadzeniem euro, co zbieгло się w czasie z wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Brak własnej waluty w sytuacji największego globalnego kryzysu gospodarczego od wielu dekad spotęgował negatywne konsekwencje tego wstrząsu dla słowackiej gospodarki.

Słowacja przystąpiła do mechanizmu ERM II już w listopadzie 2005 r., a członkiem strefy euro została na początku 2009 r., czyli już w okresie trwania światowego kryzysu finansowego. Związana z procesem akcesji do strefy euro dwukrotna rewaluacja kursu walutowego⁴⁵ spowodowała, że wymiana korony na euro nastąpiła po niekorzystnym dla eksporterów kursie. Spowodowało to wyraźny spadek konkurencyjności słowackiego eksportu właściwie w tym samym momencie, w którym doszło do załamania się światowego handlu i popytu zagranicznego (wykres 61). Od lipca 2008 r. do lutego 2009 r. realny efektywny kurs walutowy Słowacji umocnił się o 6,8%, podczas gdy w sąsiednich gospodarkach wyraźnie się wówczas osłabił (w Polsce o 28,7%) za sprawą nominalnej deprecjacji kursów w tych krajach.

W rezultacie spadek eksportu Słowacji w I kw. 2009 r. wyniósł 25,7% r/r i był wyraźnie wyższy niż w sąsiednich krajach EŚW, a zwłaszcza w Polsce. Słowacki PKB w 2009 r. zmniejszył się o 5,5%, podczas gdy w Polsce spadek PKB w ogóle nie miał miejsca (PKB wzrósł o 2,6%). Jednocześnie kryzys gospodarczy przełożył się na silny wzrost bezrobocia na Słowacji (wykres 62). Od IV kw. 2008 r. do I kw. 2010 r. stopa bezrobocia na Słowacji wzrosła o 5,5 pkt proc., do 14,6%, podczas gdy w innych krajach EŚW (tj. w Polsce, w Czechach i na Węgrzech) wzrost ten wyniósł średnio 3,1 pkt proc. Obecnie stopa bezrobocia na Słowacji cały czas utrzymuje się

45 W okresie przedakcesyjnym dwukrotnie, w 2006 i 2008 r., rewaluowano parytet centralny, co spowodowało, że kurs konwersji korony na euro w 2009 r. wyniósł 30,129 EUR/SKK wobec zaproponowanych pierwotnie 38,455 EUR/SKK. To oznaczało prawie 28-procentową rewaluację.

na poziomie wyższym niż w Polsce, Czechach i na Węgrzech (tj. w gospodarkach EŚW posiadających własne waluty).

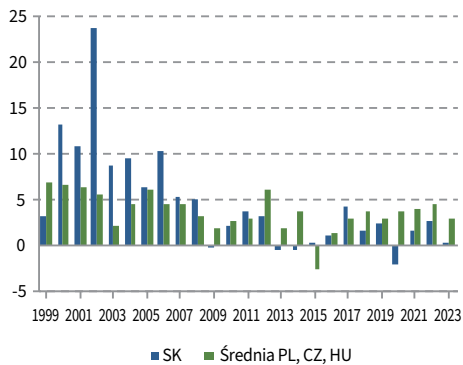
Szacunki Narodowego Banku Słowacji (NBS) wskazują, że płynny kurs walutowy wpłynąłby na zmniejszenie skali recesji na Słowacji w 2009 r. Symulacje NBS (2015) sugerują, że gdyby Słowacja posiadała własną walutę, skala recesji w czasie globalnego kryzysu finansowego byłaby o 1–2 pkt proc. mniejsza, niż była faktycznie.

Brak możliwości nominalnej deprecjacji waluty krajowej wymusił na Słowacji dewaluację wewnętrzną (wykres 63). Rezygnacja z autonomicznej polityki pieniężnej i kursowej oznaczała, że poprawę konkurencyjności cenowej w Słowacji można było osiągnąć jedynie poprzez wzrost wydajności lub ograniczenie kosztów pracy. Wewnętrzną dewaluację osiągnięto dzięki uelastycznieniu prawa pracy (reformy z lat 2010–2012). Pośrednio wpłynęło to na wzrost produktywności m.in. poprzez możliwość zwolnienia najmniej wydajnych pracowników oraz wzrost elastyczności dotyczącej liczby przepracowanych godzin. Ponadto elastyczne przepisy prawa pracy doprowadziły do spadku presji na wzrost wynagrodzeń i kosztów pracy.

Po kryzysie finansowym proces konwergencji w Słowacji wyraźnie wyhamował. W pierwszych latach XXI w. Słowacja bardzo szybko nadrabiała dystans wobec innych krajów UE. W latach 2001–2008 dystans do unijnej średniej pod względem PKB *per capita* zmniejszał się o średnio 1,7 pkt proc. rocznie. W latach 2010–2024 tempo to spowolniło do 0,8 pkt proc. rocznie. Jednocześnie po kryzysie finansowym napływ BIZ wyraźnie osłabł. Średnioroczny napływ BIZ w relacji do PKB w latach 2009–2023 wyniósł 1,2% PKB wobec 9,5% PKB w dekadzie poprzedzającej przystąpienie do strefy euro. To jednocześnie było wynikiem zdecydowanie niższym niż w innych krajach regionu (w Polsce, Czechach i na Węgrzech udział ten wyniósł średnio 2,8% PKB).

Wykres 60.

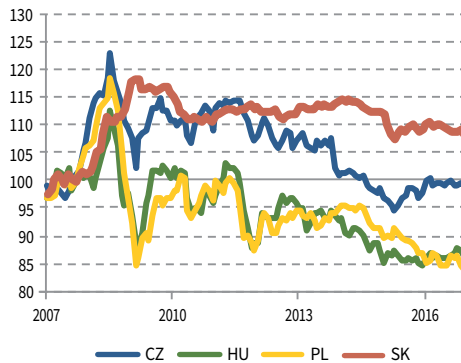
Napływ BIZ na Słowację na tle innych krajów regionu (średnia arytmetyczna dla Polski, Czech i Węgier) (% PKB)



Źródło: UNCTAD.

Wykres 61.

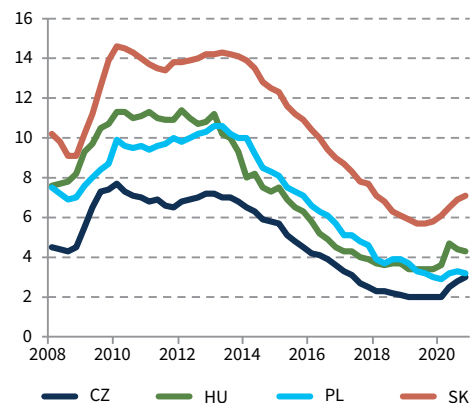
Realny efektywny kurs walutowy w krajach EŚW w latach 2007-2017 (indeks 2007=100)



Źródło: BIS.

Wykres 62.

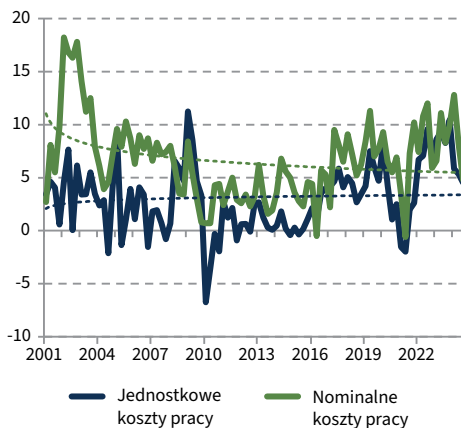
Stopa bezrobocia na Słowacji na tle Polski, Czech i Węgier



Źródło: Eurostat.

Wykres 63.

Nominalne i jednostkowe koszty pracy na Słowacji (% r/r)



Źródło: Eurostat.

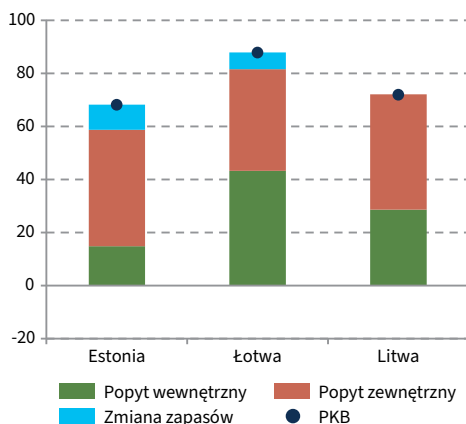
Kryzysy gospodarcze w krajach bałtyckich

Po uzyskaniu niepodległości w 1991 r. w krajach bałtyckich (tj. na Litwie, Łotwie i w Estonii) w oficjalnym obiegu pieniężnym dalej funkcjonował radziecki rubel. W 1992 r. w Estonii i w 1994 r. na Litwie ustanowiono reżimy izby walutowej, w ramach których kursy wymiany korony i lita ściśle powiązano odpowiednio z marką niemiecką i dolarem amerykańskim. Z kolei na Łotwie zdecydowano się na tradycyjne usztywnienie kursu lata wobec syntetycznej waluty SDR⁴⁶. Do 2005 r. wszystkie te trzy gospodarki powiązały swoje waluty z euro w ramach mechanizmu ERM II.

Na początku bieżącego stulecia gospodarki krajów bałtyckich rozwijały się dynamicznie w warunkach rosnącej otwartości handlowej i ekspansji kredytowej. W latach 2000–2007 wysokie średnioroczne tempo wzrostu PKB na Litwie (7,5%) i w Estonii (8,0%) było napędzane przede wszystkim przez produkcję towarów i usług na rynki zagraniczne (wykres 64). W okresie tym udział eksportu w PKB zwiększył się o 41,5% na Litwie i 24,2% w Estonii (wykres 65), odzwierciedlając

Wykres 64.

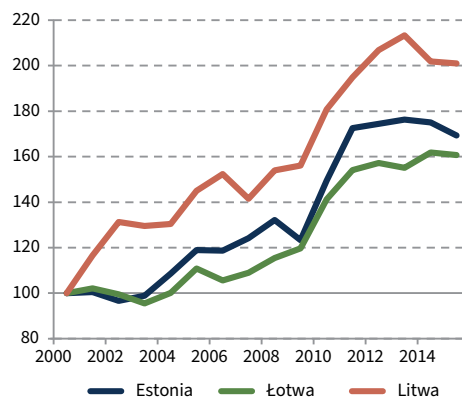
Dekompozycja skumulowanej dynamiki PKB w latach 2000–2007 (% pkt proc.)



Uwaga: popyt wewnętrzny = spożycie publiczne + konsumpcja + inwestycje – import; popyt zewnętrzny = eksport.
Źródło: Eurostat.

Wykres 65.

Poziom udział eksportu w PKB w latach 2000–2015 (indeks, 2000=100)



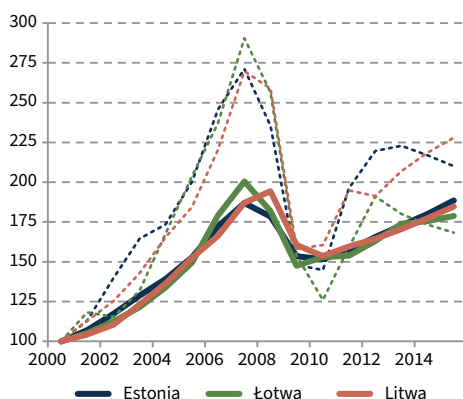
Źródło: Eurostat.

46 Tj. średniej ważonej koszyka walut, w którego skład wchodziły: dolar amerykański, marka niemiecka, frank francuski, jen japoński oraz funt brytyjski.

integrację handlową z UE i rosnącą partycypację w globalnych łańcuchach wartości. Z kolei na Łotwie absorpcja wewnętrzna i zewnętrzna produkcji krajowej w podobnym stopniu odpowiadały za dynamiczny wzrost gospodarczy w latach 2000–2007.

Wykres 66.

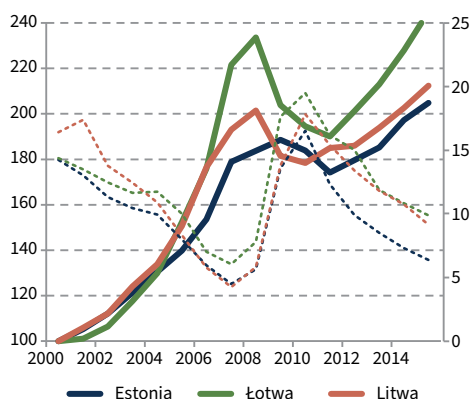
Poziomy konsumpcji prywatnej (linie ciągłe, indeks, 2000=100) i inwestycji (linie kropkowane, indeks, 2000=100)



Źródło: Eurostat.

Wykres 67.

Poziomy realnych wynagrodzeń godzinowych (linie ciągłe, lewa oś, indeks, 2000=100) i stopy bezrobocia (linie kropkowane, prawa oś, %)

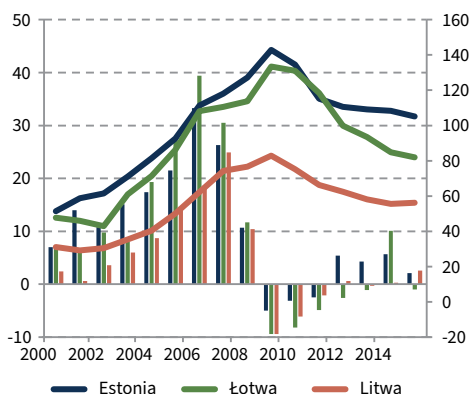


Uwaga: na wykresie ukazano godzinowy fundusz płac skorygowany wskaźnikiem HICP.

Źródło: Eurostat.

Wykres 68.

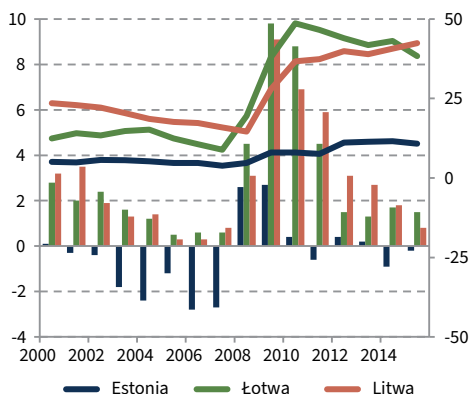
Zadłużenie (wykres liniowy, prawa oś, % PKB) i przepływy kredytu do sektora prywatnego (wykres słupkowy, lewa oś, % PKB)



Źródło: Eurostat.

Wykres 69.

Deficyt (wykres słupkowy, lewa oś, % PKB) i dług sektora finansów publicznych (wykres liniowy, prawa oś, % PKB)



Źródło: Eurostat.

We wszystkich tych trzech gospodarkach dynamicznie zwiększające się konsumpcja prywatna oraz inwestycje (wykres 66) – oprócz korzystnych uwarunkowań na rynku pracy (wykres 67) – były silnie napędzane przez ekspansję kredytową⁴⁷ w tym okresie (wykres 68). Równocześnie w latach 2000–2007 deficyty sektora finansów publicznych na Litwie i Łotwie zauważalnie się zmniejszały, a w Estonii systematycznie notowano nadwyżki. Wobec powyższego dług publiczny w krajach bałtyckich pozostawał na niskich i stabilnych poziomach (wykres 69). Należy przy tym odnotować, że miało to miejsce w warunkach silnie dodatniej luki popytowej, a deficyt skorygowany o wahania cykliczne w latach 2004–2008 się pogłębiał⁴⁸, co wskazuje na *de facto* procykliczność polityki fiskalnej prowadzonej w szczególności przez Litwę oraz Łotwę w tym okresie.

Ekspansja kredytowa w krajach bałtyckich była ściśle związana z napływem kapitału zagranicznego oraz oczekiwaniami dalszej szybkiej konwergencji i wstąpienia do strefy euro. Sprzyjały temu zarówno czynniki podażowe, jak i popytowe (Staehr 2013). Poprawiający się klimat inwestycyjny wokół krajów bałtyckich oraz spadające rentowności w zachodnich gospodarkach istotnie przyczyniły się do ekspansji sektora bankowego przez zagraniczne podmioty (głównie z krajów skandynawskich) i zwiększenia dostępności finansowania zagranicznego. Chociaż działalność pożyczkowa sektora bankowego w znacznej mierze opierała się na finansowaniu pochodzącym ze skandynawskich spółek macierzystych, to banki krajowe nie miały trudności z pozyskiwaniem kapitału zagranicznego innymi kanałami⁴⁹. Szybko rosnące płace oraz perspektywa dalszego prężnego rozwoju gospodarczego zachęcały firmy i gospodarstwa domowe do zadłużania się w celu zwiększenia konsumpcji i inwestycji. Popyt na kredyt był również silnie napędzany spadającymi stopami procentowymi, a w szczególności możliwością zaciągania długu denominowanego w euro ze względu na relatywnie niskie oprocentowanie realne oraz praktyczny brak ryzyka kursowego z uwagi na stosowane reżimy

47 W 2007 r. zadłużenie prywatne wzrosło do 74,2% PKB na Litwie (31,1% PKB w 2000 r.), 110,5% PKB na Łotwie (47,8% PKB w 2000 r.) oraz 118,0% PKB w Estonii (51,4% PKB w 2000 r.).

48 Na Litwie i Łotwie przekraczał w tym okresie średnio 3% potencjalnego PKB, a w Estonii wynosił przeciętnie 1,5% potencjalnego PKB.

49 Odbывало się to głównie poprzez przyjmowanie depozytów od nierezydentów i uzyskiwanie pożyczek na globalnym rynku międzybankowym (Purfield i Rosenberg 2010).

stałych kursów względem euro. Pożyczki te szybko stały się głównym źródłem kredytowania sektora prywatnego w krajach bałtyckich (Purfield i Rosenberg 2010).

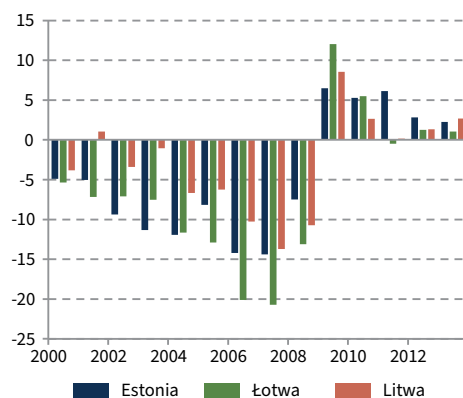
Uzależnienie wzrostu gospodarczego od kredytu prywatnego doprowadziło do pogłębienia nierównowag. Napływ kapitału z tytułu pozostałych inwestycji (tj. głównie do sektora bankowego), który był głównym źródłem finansowania akcji kredytowej, odpowiadał w znacznej mierze za pogłębienie się deficytu na rachunku finansowym (wykres 70). Jednym z symptomów przegrzania gospodarek bałtyckich było przekierowywanie w coraz większym stopniu kredytu, zatrudnienia i inwestycji do sektorów dóbr niehandlowych (Purfield i Rosenberg 2010). Sprzyjało to zwłaszcza wysokiej aktywności w budownictwie, co doprowadziło do powstania bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości (wykres 71). Jednocześnie silny popyt wewnętrzny stymulował wzrost dóbr importowanych, a presja kosztowa i cenowa związane z szybko rosnącymi płacami i inflacją⁵⁰ w pewnym stopniu ograniczały konkurencyjność towarów i usług eksportowanych przez kraje bałtyckie (wykres 72). W rezultacie pomimo systematycznego wzrostu eksportu gospodarki te doświadczyły pogłębienia się ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących (wykresy 73–74). W sumie w latach 2006–2007 deficyty na rachunkach obrotów bieżących i finansowym wzrosły do ponad 10% PKB na Litwie i w Estonii oraz ponad 20% PKB na Łotwie.

Dynamika PKB w krajach bałtyckich zaczęła spowalniać jeszcze przed wybuchem światowego kryzysu finansowego, w warunkach ograniczania ekspansji kredytowej i wzrostu niepewności. Narastające nierównowagi zewnętrzne i wewnętrzne skłoniły rządzących do wprowadzania środków mających na celu ograniczenie wzrostu akcji kredytowej już w 2005 r., choć ich wpływ był ograniczony (Staeher 2013). Jednocześnie niektóre podmioty zagraniczne dążyły do zmniejszenia ekspozycji na kraje bałtyckie. Przykładowo, dwa główne szwedzkie banki zdecydowały się na kontrolowane ograniczenie wzrostu udzielanych kredytów z 40–60% rocznie w latach 2005–2007 do docelowych 20–25% (Purfield i Rosenberg 2010). Ponadto na przestrzeni 2007 r. zwiększyła się niepewność

50 Inflacja w krajach bałtyckich była napędzana głównie przez popyt wewnętrzny, jednak do osiągnięcia dwucyfrowego szczytu w 2008 r. przyczyniły się także znaczący wzrost cen na globalnym rynku surowców oraz podwyżki podatków pośrednich i cen regulowanych (Purfield i Rosenberg, 2010). Według wskaźnika HICP ogólna dynamika cen wyniosła wówczas 11,1% na Litwie (1,1% w 2000 r.), 15,3% na Łotwie (2,6% w 2000 r.) oraz 10,6% w Estonii (3,9% w 2000 r.).

Wykres 70.

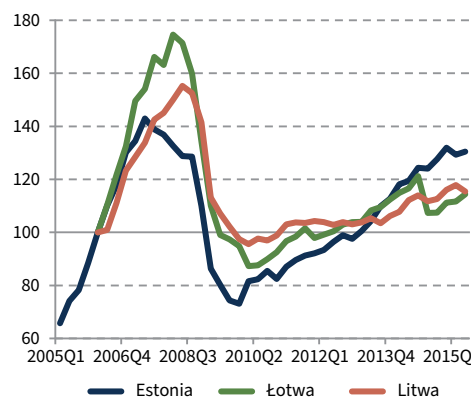
Saldo rachunku finansowego (% PKB)



Źródło: Eurostat.

Wykres 71.

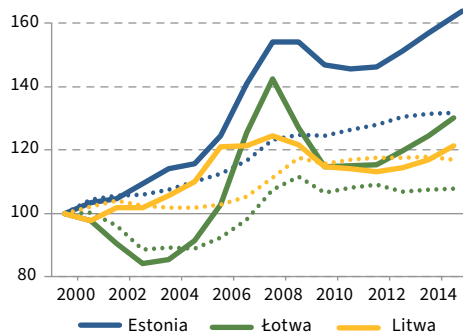
Ceny nieruchomości (indeks, 2006Q1 = 100)



Źródło: Eurostat.

Wykres 72.

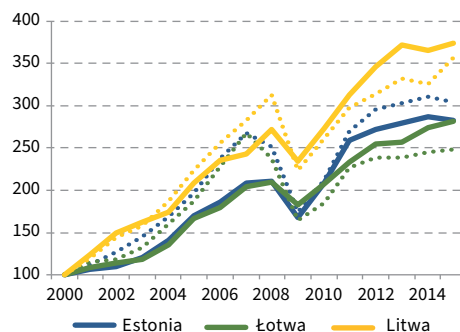
Realne efektywne kursy walutowe skorygowane jednostkowymi kosztami pracy (linie ciągłe, indeks, 2000=100) i indeksem cen konsumenckich (linie kropkowane, indeks, 2000=100)



Uwaga: wyższe wartości oznaczają aprecjację.
Źródło: Eurostat.

Wykres 73.

Poziomy eksportu (linie ciągłe, indeks, 2000=100) i importu (linie kropkowane, indeks, 2000=100)



Źródło: Eurostat.

z uwagi na obniżenie ratingu kredytowego przez S&P, krótkotrwały atak spekulacyjny na łotewskiego łata, napięcia polityczne między Estonią i Rosją oraz pojawienie się na globalnych rynkach finansowych pierwszych oznak nadchodzącego kryzysu. Gospodarka litewska była najmniej przegrzana spośród krajów bałtyckich, co wynikało po części z jej większych rozmiarów, ale również z wyższego wzrostu produktywności (Purfield i Rosenberg 2010). Dlatego też spowolnienie ekspansji kredytowej (wykres 68) oraz wzrost niepewności silniej i w pierwszej kolejności przełożyły się na osłabienie aktywności gospodarczej w Estonii i na Łotwie. W szczególności pogorszyła się koniunktura w sektorze budownictwa mieszkaniowego oraz następowało schładzanie rynku nieruchomości. W konsekwencji perspektywy dalszych dynamicznych wzrostów dochodów i zysków się pogorszyły, a osłabienie popytu wewnętrznego się pogłębiło (Reiner 2010).

Kryzys finansowy spowodował skokowy wzrost niepewności oraz odpływ kapitału zagranicznego. Wybuch paniki na globalnych rynkach finansowych w następstwie bankructwa banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. przełożył się na gwałtowny odpływ kapitału z sektora bankowego krajów bałtyckich. Skutkowało to znaczącym zmniejszeniem deficytu rachunku finansowego w całym 2008 r. Banki zagraniczne operujące w tych gospodarkach doświadczyły poważnego ograniczenia finansowania ze względu na obawy o kondycję spółek macierzystych wskutek załamania międzynarodowych przepływów finansowych. Zamarcie globalnego rynku międzybankowego i wycofywanie depozytów przez nierezydentów przełożyło się także na problemy z płynnością krajowych podmiotów⁵¹. Dzięki działaniom decydentów i spółek macierzystych w celu zabezpieczenia płynności żaden z głównych banków nie upadł podczas kryzysu finansowego w krajach bałtyckich. Pogorszenie bilansów – z uwagi na wzrost pożyczek zagrożonych brakiem możliwości spłaty – znacząco ograniczyło jednak możliwości i chęci sektora bankowego do przyszłej aktywności kredytowej (Purfield i Rosenberg 2010).

Drastyczne ograniczenie akcji kredytowej i wysoka niepewność finalnie doprowadziły do głębokiej recesji. Spadki PKB w 2009 r. sięgnęły 14,8% na Litwie, 16,0% na Łotwie i 14,6% w Estonii. Wskutek odcięcia banków od finansowania

51 W szczególności estoński sektor bankowy był silnie zdominowany przez zagraniczne banki. W przypadku Litwy i Łotwy proporcje w udziałach zagranicznych i krajowych podmiotów były bardziej zrównoważone (Staehr 2013).

zagranicznego warunki kredytowania uległy silnemu zacieśnieniu. Jednocześnie wzrost niepewności wśród gospodarstw domowych i inwestorów (związany m.in. z potencjalnym porzuceniem stałego kursu wymiany i dewaluacją rodzimych walut) przyczynił się do poważnego spadku popytu na kredyt. W konsekwencji nastąpiła zapaść konsumpcji i inwestycji, co w szczególności uderzyło w rynek nieruchomości, na którym pękła bańka spekulacyjna (wykres 71). Załamanie popytu zewnętrznego i światowego handlu także znacząco odbiło się na gospodarkach bałtyckich ze względu na ich wysoką otwartość i dużą zależność od globalnych łańcuchów wartości. Dodatkowo konkurencyjność eksportu krajów bałtyckich pogorszyła się w krótkim terminie, gdyż waluty partnerów handlowych uległy gwałtownej deprecjacji względem euro (Purfield i Rosenberg 2010). W 2009 r. we wszystkich tych trzech gospodarkach odnotowano jednak nadwyżki salda obrotów bieżących, co wynikało z wyjątkowo silnego spadku importu, napędzanego słabością popytu krajowego (wykres 74).

Władze krajów bałtyckich skoncentrowały się na stabilizacji sytuacji makroekonomicznej poprzez dewaluację wewnętrzną, tym samym utrzymując sztywny kurs wymiany wobec euro. Środki podjęte przez decydentów miały na celu przywrócić stabilność makroekonomiczną kosztem popytu wewnętrznego i rynku pracy. W warunkach silnego spadku wpływów podatkowych, wynikającego z załamania aktywności gospodarczej, konsolidacja fiskalna zastosowana przez kraje bałtyckie polegała głównie na cięciu wydatków publicznych. Obejmowały one redukcję zatrudnienia i płac nominalnych w sektorze publicznym, ograniczenie programów socjalnych, odroczenie inwestycji publicznych oraz wdrożenie reform strukturalnych (Staehr 2013). Środki podjęte przez rząd estoński były wyjątkowo restrykcyjne, podczas gdy na Litwie i Łotwie zacieśnienie fiskalne przebiegało bardziej stopniowo (Purfield i Rosenberg 2010). Obrazuje to wysokość deficytu budżetowego, który w 2009 r. wyniósł zaledwie 2,7% w Estonii oraz 9,8% na Łotwie i 9,1% na Litwie. Z uwagi na relatywnie dużą elastyczność rynku pracy w gospodarkach bałtyckich silne dostosowanie nastąpiło także w sektorze prywatnym.

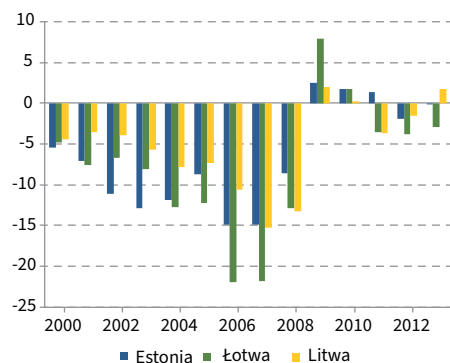
Strategia dewaluacji wewnętrznej pozwoliła w krótkim czasie przywrócić stabilność makroekonomiczną, lecz przy bardzo wysokich kosztach społecznych. Stopa bezrobocia osiągnęła szczyt w 2010 r. na poziomie 17,8% na Litwie (4,3% w 2007 r.), 19,5% na Łotwie (6,1% w 2007 r.) i 16,5% w Estonii (4,5% w 2007 r.). Dla porównania w innych gospodarkach regionu – szczególnie w tych z płynnym reżimem

kursu walutowego – dostosowanie rynku pracy było znacznie słabsze (wykres 75). Ponadto realne wynagrodzenia w 2011 r. były niższe względem poziomu z 2008 r. o 8,2% na Litwie, 18,7% na Łotwie oraz 5,2% w Estonii. Jednocześnie szacunki przywołane przez Purfield i Rosenberga (2010) pokazują, że skala dostosowania fiskalnego obejmującego m.in. redukcję wydatków na opiekę zdrowotną, edukację i zabezpieczenia socjalne w 2009 r. wyniosła 1,4% PKB w Estonii, 0,7% PKB na Łotwie oraz 0,6% PKB na Litwie. W wyniku dostosowań na rynku pracy i cięć budżetowych relatywnie duża część społeczeństwa – głównie litewskiego i łotewskiego – była zmuszona do emigracji zarobkowej. Według danych Eurostatu w ciągu zaledwie pięciu lat (w okresie 2008–2012) wyjechało – w większości na stałe – łącznie 2,0% populacji Estonii, 7,6% populacji Łotwy i 8,1% populacji Litwy. Wszystkie te czynniki przeciwdziałały odbudowie popytu wewnętrznego i wspierały redukcję presji kosztowej, co skutkowało deprecjacją realnego efektywnego kursu walutowego⁵² i ustabilizowaniem salda na rachunku obrotów bieżących.

52 Nominalny efektywny kurs walutowy (NEER – *nominal effective exchange rate*) jest średnią ważoną kursów bilateralnych (np. EUR/PLN, USD/PLN, CZK/PLN, GBP/PLN), gdzie wagi odpowiadają znaczeniu poszczególnych partnerów handlowych. Zmiany NEER opisują aprecjację lub deprecjację kursu nominalnego względem wszystkich jej partnerów. Realny efektywny kurs walutowy (REER – *real effective exchange rate*) to NEER skorygowany o różnice w poziomie cen pomiędzy gospodarkami. Zmiany REER informują nas m.in. o zmianach konkurencyjności cenowej danej gospodarki względem wszystkich jej partnerów.

Wykres 74.

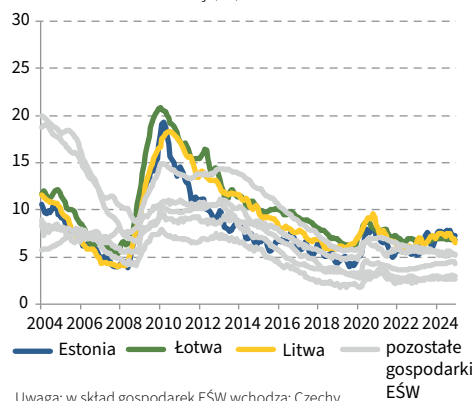
Saldo obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: Eurostat.

Wykres 75.

Stopa bezrobocia w krajach bałtyckich na tle pozostałych gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej (%)



Uwaga: w skład gospodarek ESW wchodzi: Czechy, Węgry, Polska, Rumunia i Słowacja.

Źródło: Eurostat.

Podsumowanie

1. Pozostając poza strefą euro, polska gospodarka odniosła w ostatnich dekadach spektakularny sukces. Polski PKB *per capita*, skorygowany o różnice cen, stanowił w 2024 r. już 79% średniej dla UE, podczas gdy jeszcze w 2000 r. wynosił 48% tej średniej. W kolejnych latach polska gospodarka ma szansę prześcignąć – pod względem PKB *per capita* – Hiszpanię, a na początku kolejnej dekady Włochy i inne zamożne gospodarki europejskie.
2. Aby tak się stało, Narodowy Bank Polski musi pozostać niezależny i Polska musi utrzymać własną walutę. Przyjęcie euro oznaczałoby dla polskiej gospodarki istotny wzrost ryzyka utraty równowagi makroekonomicznej i trwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Ryzyka te miałyby dwa źródła. Po pierwsze, wchodząc do strefy euro, polska gospodarka utraciłaby możliwość dostosowania stóp procentowych do potrzeb krajowej gospodarki. Po drugie, po przyjęciu euro Polska utraciłaby korzyści płynące z posiadania płynnego kursu walutowego, który pozostaje ważnym kanałem absorbującym wstrząsy gospodarcze.
3. Ryzyka związane z przyjęciem euro wynikają w szczególności z faktu, że strefa euro nie jest optymalnym obszarem walutowym. Mobilność czynników produkcji pozostaje ograniczona, podobnie jak elastyczność rynków pracy i produktów. Co naturalne, brak jest mandatu demokratycznego na wprowadzenie federalizmu fiskalnego, który – przynajmniej teoretycznie – pozwalałby łagodzić negatywne skutki gospodarcze asymetrycznych wstrząsów w poszczególnych krajach. Gospodarki strefy euro pozostają silnie zróżnicowane pod względem poziomu PKB *per capita*, tempa wzrostu PKB, długu publicznego, poziomu aktywów i wierzytelności zagranicznych, funkcjonowania rynków energii czy wreszcie – kształtowania się inflacji. W efekcie niemożliwe jest prowadzenie polityki pieniężnej, która byłaby optymalna dla wszystkich gospodarek strefy euro jednocześnie.
4. Dzięki posiadaniu przez Polskę własnej waluty NBP może ustalać stopy procentowe na poziomie, który najlepiej służy polskiej gospodarce, w tym zapewnia długookresową stabilność cen oraz ogranicza skutki wstrząsów makroekonomicznych uderzających w polską gospodarkę. NBP zmienia stopy procentowe częściej i szybciej reaguje na wstrząsy makroekonomiczne.

Różnice między stopą referencyjną NBP a podstawową stopą procentową EBC sięgały nawet 7 pkt proc. W strefie euro stopy procentowe na ogół są niższe. Przeciętna różnica między stopą referencyjną NBP a podstawową stopą procentową EBC od 2004 r. wynosiła 2,3 pkt proc.

5. Polska gospodarka należy do gospodarek konwergujących, w których wzrost produktywności jest szybszy niż w zamożniejszych gospodarkach, a co za tym idzie, naturalna stopa procentowa jest wyższa. Przyjęcie euro oznaczałoby spadek stóp procentowych poniżej poziomu pozwalającego utrzymać równowagę makroekonomiczną i stwarzałoby istotne ryzyko powstania niestabilnego boomu, który ostatecznie wiąże się z utratą konkurencyjności, masowym bezrobociem i wieloletnim spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Doświadczyły tego po przyjęciu euro m.in. Grecja, Hiszpania czy Portugalia.
6. Płynny kurs złotego pozwala amortyzować zaburzenia zewnętrzne oddziałujące negatywnie na aktywność gospodarczą, zwłaszcza wtedy, gdy zaburzenia te były bardzo duże (np. w czasie globalnego kryzysu finansowego czy też globalnych wstrząsów w czasie pandemii i w kryzysie energetycznym po agresji Rosji na Ukrainę). Dzięki temu zmienność wzrostu gospodarczego w Polsce należała w ostatnich dekadach do najniższych w całej Unii Europejskiej. Badania jednoznacznie wskazują, że gdyby Polska była w strefie euro, zmienność PKB byłaby wyraźnie większa i po okresach szybkiego wzrostu następowałoby wyraźne obniżenie dynamiki PKB. Przyjęcie euro po zbyt mocnym kursie prowadziłoby do głębokiej recesji.
7. Posiadanie własnej waluty o płynnym kursie walutowym nie stanowiło przeszkody dla dynamicznego rozwoju eksportu w ostatnich dekadach. Od 2005 r. polscy przedsiębiorcy najsilniej w całej UE zwiększyli swój udział w światowym handlu. Badania ankietowe przedsiębiorstw prowadzone przez NBP wskazują, że kurs walutowy nie stanowi znaczącej bariery rozwoju dla polskich przedsiębiorstw.
8. Po przyjęciu euro różnice strukturalne między polską gospodarką a gospodarką strefy euro powodowałyby, że zmiana stóp procentowych EBC inaczej wpływałaby na gospodarkę Polski niż na gospodarkę strefy euro jako całość. W szczególności stopień rozwoju systemu finansowego w Polsce jest niski w porównaniu z krajami strefy euro, a otwartość na handel

zagraniczny – wysoka. Jednocześnie sztywności cen i płac w Polsce wydają się mniejsze niż w strefie euro. Główne charakterystyki rynku pracy w Polsce różnią się przy tym od tych, które dominują w strefie euro. W przypadku wejścia do strefy euro różnice te rozdziłyby ryzyko odmiennej reakcji polskiej gospodarki na wspólne zaburzenia.

9. Synchronizacja cyklu koniunkturalnego Polski z cyklem koniunkturalnym strefy euro jest ograniczona i mniejsza niż w przypadku większości krajów UE. Badania pokazują, że przystąpienie do strefy euro nie wpłynęło bezpośrednio na stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych ze strefą euro w krajach EŚW.
10. Przystąpienie do strefy euro i rezygnacja z krajowej polityki pieniężnej powodują, że polityka fiskalna staje się głównym narzędziem stabilizowania gospodarki. W praktyce jednak polityka fiskalna w krajach strefy euro często jest procykliczna, a więc wzmacnia, a nie łagodzi wahania koniunktury. Jednocześnie badania wskazują, że nawet w przypadku, gdyby polityka fiskalna po hipotetycznym wejściu Polski do strefy euro była prowadzona w sposób antycykliczny, to i tak zmienność wzrostu PKB by wzrosła. Badania wskazują jednocześnie na brak jednoznacznego wpływu wejścia do strefy euro na ryzyko inwestycyjne państwa.

Bibliografia

- Abbritti M., Mueller A.I. (2013), *Asymmetric Labor Market Institutions in the EMU and the Volatility of Inflation and Unemployment Differentials*, „Journal of Money, Credit and Banking” 45(6), 1165–1186.
- Ahmed S., Appendino M., Ruta M. (2015), *Global value chains and the exchange rate elasticity of exports*, „IMF Working Paper” 15252, International Monetary Fund.
- Almeida V., Castro G., Félix, R. (2009), *The Portuguese economy in the context of economic, financial and monetary integration*, Banco de Portugal.
- Alonso M.A., Sánchez-Bayón A. (2024), *Spanish Boom-bust Cycle Within the Euro Area: Credit Expansion, Malinvestments & Recession (2002–2014)*, „Politická ekonomie” 2024(4), 597–625.
- Amiti M., Itskhoki O., Konings J. (2014), *Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect*, „The American Economic Review” 104(7), 1942–1978.
- Arpaia A., Curci N. (2010), *EU labour market behaviour during the Great Recession*, „MPRA Working Paper” 22393.
- Arpaia A., Kiss A., Palvolgyi B., Turrini A. (2016), *Labour mobility and labour market adjustment in the EU*, „IZA Journal of Migration” 5(1), 1–21.
- Bakker B.B., Gulde A.M. (2010), *The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?*, „IMF Working Paper” 10/130, International Monetary Fund.
- Banerjee R., Hofmann B., Mehrotra A. (2022), *Corporate investment and the exchange rate: The financial channel*, „International Finance” 25(3), 296–312.
- Beyer R.C.M., Smets F. (2015), *Labour market adjustments and migration in Europe and the United States: how different?*, „Economic Policy” 30(84), 643–682.
- Bielecki M., Brzoza-Brzezina M., Błażejowska A., Kuziemska-Pawlak K., Szafrński G. (2024), *Estimates and Projections of the Natural Rate of Interest for Poland and the Euro Area*, „Gospodarka Narodowa” 3(319), 1–32.
- Blanchard O., Katz L. (1992), *Regional Evolutions*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1, 1–75.
- Blanchard O., Wolfers J. (2000), *The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence*, „The Economic Journal” 110(462), 1–33.

- Blanchard O., Giavazzi F. (2002), *Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein Horioka puzzle?*, „Brookings Papers on Economic Activity” 33(2002–2), 147–210.
- Blanchard O. (2007), *Adjustment Within the Euro. The Difficult Case of Portugal*, „Portuguese Economic Journal” 6(1), 1–21.
- Blanchard O., Griffiths M., Gruss B. (2013), *Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis*, „Brookings Papers on Economic Activity” (fall 2013), 325–371.
- Blanchard O. (2022), *Makroekonomia*, Wydawnictwo Nieoczywiste, Warszawa.
- Boeri T., Garbibaldi P. (2007), *Two tier reforms of employment protection: a honeymoon effect?*, „Economic Journal” 117(521), 357–385.
- Brixiova Z., Vartia L., Worgotter A. (2009), *Capital inflows, household debt and the boom-bust cycle in Estonia*, „OECD Economics Department Working Papers” 700.
- Brzoza-Brzezina M. (2005), *Lending booms in the new EU Member States: will euro adoption matter?*, „Working Paper Series” 543, European Central Bank.
- Brzoza-Brzezina M., Jacquinot P., Kolasa M. (2014), *Can We Prevent Boom-Bust Cycles During Euro Area Accession?*, „Open Economies Review” 25, 35–69.
- Brzoza-Brzezina M., Makarski K., Wesołowski G. (2014), *Would it have paid to be in the eurozone?*, „Economic Modelling” 41, 66–79.
- Brzoza-Brzezina M., Galiński P.R., Makarski K. (2025), *Monetary and fiscal policy in a two-country model with behavioral expectations*, „Journal of International Money and Finance” 155(C), Elsevier.
- Cacciatore M., Fiori G. (2016), *The macroeconomic effects of goods and labor market deregulation*, „Review of Economic Dynamics” 20, 1–24.
- Campolmi A., Faia E. (2011), *Labor market institutions and inflation volatility in the euro area*, „Journal of Economic Dynamics and Control” 35(5), 793–812.
- Christoffel K., Kuester K., Linzert T. (2009), *The role of labor markets for euro area monetary policy*, „European Economic Review” 53(8), 908–936.
- Cieřlik A., Teresiński J. (2020), *Comparing business cycles in the Eurozone and in Poland: a Bayesian DSGE approach*, „Bank i Kredyt” 51(4), 317–366.
- Ciřkiewicz M., Kocięcki A., Łyziak T., Pipień M., Stanisławska E. [red.] (2023), *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku*, „Materiały i Studia” 346, Narodowy Bank Polski.

- Coibion O., Gorodnichenko Y. (2015), *Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts*, „The American Economic Review” 105(8), 2644–2678.
- Costain J., Jimeno J., Thomas C. (2010), *Employment fluctuations in a dual labor market*, „Banco de Espana Working Papers” 1013, Banco de Espana.
- Darvas Z., Szapáry G. (2008), *Euro Area Enlargement and Euro Adoption Strategies*, *European Economy*, „Economic Papers” 304.
- Dąbrowski M.A., Wróblewska J. (2016), *Exchange rate as a shock absorber in Poland and Slovakia: Evidence from Bayesian SVAR models with common serial correlation*, „Economic Modelling” 58, 249–262.
- De Grauwe P. (2011), *Managing a Fragile Eurozone*, VoxEU.
- De Grauwe P. (2022), *Economics of monetary union*, Oxford University Press.
- De Stafani A., Mano R. (2025), *Long-Term Debt and Short-Term Rates: Fixed-Rate Mortgages and Monetary Transmission*, „IMF Working Papers” 25/24.
- Decressin J., Fatás A. (1995), *Regional Labor Market Dynamics in Europe*, „European Economic Review” 39, 1627–1655.
- Dellas H., Tavlas G.S. (2005), *Wage Rigidity and Monetary Union*, „Economic Journal” 115(506), 907–927.
- Dellas H., Tavlas G.S. (2009), *An optimum-currency-area odyssey*, „Journal of International Money and Finance” 28, 1117–1137.
- Džubur N., Pointner W. (2024), *Macroeconomic effects of carbon prices – a cross-country perspective*, „OeNB Bulletin Q3/24”, Oesterreichische Nationalbank.
- EBC (2003), *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications. Technical report*, European Central Bank.
- EBC (2021), *Monetary-Fiscal Policy Interactions in the Euro Area*, „Occasional Paper Series” 273.
- Eichengreen B. (1992), *Is Europe an optimum currency area?*, „NBER Working Papers” 3579.
- Eichengreen B., Steiner K. (2008), *Is Poland at Risk of a Boom-and-Bust Cycle in the Run-Up to Euro Adoption?*, „NBER Working Papers” 14438.
- Emerson M. (1992), *One market, one money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, Oxford University Press.
- Erhart S. (2021), *The Impact of Euro Adoption on Sovereign Credit Ratings and Long-term Rates*, „Publications Office of the European Union”, Luxembourg.

- European Fiscal Board (2018), *Annual Report*, European Commission.
- European Fiscal Board (2019), *Annual Report*, European Commission.
- Eyraud L., Gaspar V., Poghosyan T. (2017), *Fiscal Politics in the Euro Area*, w: Gaspar V., Gupta S., Mulas-Granados C. [red.], *Fiscal Politics*, International Monetary Fund.
- Feldstein M. (1997), *EMU and international conflict*, „Foreign Affairs” 76(6), 60–73.
- Gabaix X. (2020), *A Behavioral New Keynesian Model*, „The American Economic Review” 110(8), 2271–2327.
- Gasparotti A., Kullas M. (2019), *20 Years of the Euro: Winners and Losers. An empirical study*, Centre for European Policy.
- Gialis S., Leontidou L. (2016), *Antinomies of flexibilization and atypical employment in Mediterranean Europe: Greek, Italian and Spanish regions during the crisis*, „European Urban and Regional Studies” 23(4), 716–733.
- Glapiński A. (2024), *Narodowy Bank Polski w czasie megaszoków ekonomicznych po pandemii i w kryzysie energetycznym – historia sukcesu*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Glapiński A. (2025), *Ryzyka związane z przedwczesnym przyjęciem euro przez Polskę w świetle teorii optymalnych obszarów walutowych*, „Bank i Kredyt” 56(3), 253–268.
- Greszta M., Hulej M., Lewińska R., Michałek A., Pońsko P., Rybaczyk B., Schulz B. (2012), *Reestymacja kwartalnego modelu gospodarki polskiej NECMOD 2012*, Narodowy Bank Polski, lipiec 2012, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/necmod_reestymacja_2012.pdf, dostęp: 15.09.2025.
- Guerini M., Luu D.T., Napoletano M. (2023), *Synchronization patterns in the European Union*, „Applied Economics” 55(18), 2038–2059.
- Hagemeyer J., Mućk J. (2019), *Export led growth and its determinants: Evidence from Central and Eastern European countries*, „The World Economy” 42(7), 1994–2025.
- Hauser D., Seneca M. (2022), *Labor mobility in a monetary union*, „Journal of International Economics” 137, 103600.
- Havránek T., Rusnák M. (2013), *Transmission lags of monetary policy: A meta-analysis*, International Journal of Central Banking, 9(4), 39–75.
- Honohan P., Leddin A.J. (2006), *Ireland in EMU – more shocks, less insulation?*, „The Economic and Social Review” 37(2), 263–294.

- Ingram J.C. (1969), *Comment: The Currency Area Problem*, w: Mundell R.A., Swoboda A.K. [red.], *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 95–100.
- Kahneman D., Tversky A. (1972), *Subjective probability: A judgment of representativeness*, „Cognitive Psychology” 3(3), 430–454.
- Kawalec S., Pytlarczyk E. (2016), *Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Kenen P.B. (1969), *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, w: Mundell R.A., Swoboda A.K. [red.], *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, 41–60.
- Kolasa M., Rubaszek M., Walerych M. (2021), *Do flexible working hours amplify or stabilize unemployment fluctuations?*, „European Economic Review” 131, 103605.
- Kolasa M., Ravgotra S., Zabczyk P. (2025), *Monetary policy and exchange rate dynamics in a behavioral open economy model*, „Journal of International Economics” 155, 104087.
- Kosior A., Rubaszek M., Wierus K. (2016), *On the importance of the dual labour market for a country within a monetary union*, „International Labour Review” 155(4), 509–534.
- Krugman P. (2013), *Revenge of the optimum currency area*, „NBER Macroeconomics Annual” 27(1), 439–448.
- Krugman P.R., Obstfeld M., Melitz M.J. (2018), *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*, 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kuodis R., Ramanauskas, T. (2009), *From boom to bust: lessons from Lithuania*, Lietuvos Bankas.
- L'Angevin C. (2007), *Labour market adjustment dynamics and labour mobility within the euro area*, Documents de Travail de la DGTPE, 6.
- Macias P., Makarski K. (2013), *Stylizowane fakty o cenach konsumenta w Polsce*, „Materiały i Studia” 295, Narodowy Bank Polski.
- Manasse P., Katsikas D. (2018), *Economic crisis and structural reforms in Southern Europe: Policy lessons*, VoxEU.
- Martin R. (2010), *Boom and bust in the Baltic countries: Lessons to be learnt*, „Intereconomics”, Springer, Heidelberg, 45(4), 220–226.
- McKinnon R.I. (1963), *Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 53(4), 717–725.

- MFW (2003), *Unemployment and labor market institutions: why reforms pay off*, „World Economic Outlook”, International Monetary Found.
- MFW (2015), *Central and Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum, 2014. Selected Issues Paper*, „IMF Country Reports” 2015(98).
- Miles W., Vijverberg C.P.C. (2018), *Did the euro common currency increase or decrease business cycle synchronization for its member countries?*, „Economica” 85, 558–580.
- Mody A. (2019), *Eurotragedia. Dramat w dziewięciu aktach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mongelli F.P. (2005), *What is European Economic and Monetary Union telling us about the properties of optimum currency areas?*, „Journal of Common Market Studies” 43(3), 607–635.
- Mongelli F.P. (2008), *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*, „Economic Papers” 302, European Economy Commission.
- Mundell R.A. (1961), *A theory of optimum currency areas*, „The American Economic Review” 51(4), 657–665.
- NBP (2001–2025), *Szybki monitoring NBP*, <https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/szybki-monitoring/>, dostęp: 5.10.2025.
- NBP (2018), *Dane finansowe sektora bankowego*, <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/dane-finansowe-sektora-bankowego/>, dostęp: 5.10.2025.
- Pagoulatos G. (2014), *State-driven in Boom and in Bust: Structural Limitations of Financial Power in Greece*, „Government and Opposition” 49(3), 452–482.
- Palenzuela D.R., Grigoraş V., Saiz L., Stoevsky G., Tóth M., Warmedinger T. (2024), *The euro area business cycle and its drivers*, „ECB Occasional Paper Series” 354.
- Puchalska K., Tymoczko I.D. (2013), *Szerokie ujęcie ekspozycji polskich przedsiębiorstw niefinansowych na ryzyko walutowe. Źródła i skala ekspozycji oraz metody zarządzania ryzykiem walutowym*, „Materiały i Studia” 293, Narodowy Bank Polski.
- Purfield C., Rosenberg C. (2010), *Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008–09*, „IMF Working Papers” 2010(213).

- Rabobank (2022), *Economic impacts of a carbon tax*, RaboResearch Special 17.02.2022, Rabobank.
- 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 Papers” 234.
- Shim I., Kalemli-Özcan Ş., Liu X. (2020), *Exchange Rate Fluctuations and Firm Leverage*, „IMF Working Papers” 2020(283).
- Smets F., Wouters R. (2003), *An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area*, „Journal of the European Economic Association” 1(5), 1123–1175.
- Smets F., Wouters R. (2007), *Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach*, „The American Economic Review” 97(3), 586–606.
- Staehr K. (2013), *Austerity in the Baltic States During the Global Financial Crisis*, „Intereconomics” 48(5), 293–302.
- Stażka A. (2008), *The Flexible Exchange Rate as a Stabilising Instrument: The Case of Poland*, w: NBP (2009), *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Narodowy Bank Polski.
- Thomas C., Zanetti F. (2009), *Labor market reform and price stability: An application to the euro area*, „Journal of Monetary Economics” 56(6), 885–899.
- Torój A., Konopczak K. (2012), *Crisis Resistance Versus Monetary Regime: A Polish–Slovak Counterfactual Exercise*, „Central European Journal of Economic Modeling and Econometrics” 4(1), 1–22.
- Tóth J. (2015), *Slovak Brief Experience with Euro during Global Recession*, prezentacja przedstawiona podczas konferencji Národná banka Slovenska.
- Tymoczko I.T. (2018), *Kredyty walutowe nie stanowią zagrożenia dla polskich firm*, „Obserwator Finansowy” 16.04.2018, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/analizy/kredyty-walutowe-nie-stanowia-zagrozenia-dla-polskich-przedsiębiorstw/>, dostęp: 15.09.2025.
- Walters A. (1986), *Britain's Economic Renaissance*, Oxford University Press, Oxford.
- Walters A. (1990), *Sterling in Danger: Economic Consequences of Fixed Exchange Rate*, Fontana, London.

2

NIEZALEŻNOŚĆ BANKÓW CENTRALNYCH JAKO FUNDAMENT STABILNOŚCI CEN

Wprowadzenie

W ciągu ostatnich lat gospodarka światowa doświadczyła serii bezprecedensowych szoków. Najpierw pandemia COVID-19 wpędziła świat w recesję, potem jej wtórne efekty oraz agresja Rosji przeciw Ukrainie wywołały silny wzrost cen. Szok inflacyjny dotknął praktycznie wszystkie kraje świata. Działania zmierzające do ograniczenia kosztów gospodarczych pandemii, a następnie do obniżenia inflacji były ogromnym wyzwaniem dla polityki pieniężnej. Początkowo banki centralne musiały bowiem wspierać gospodarki w najgłębszej od dekad recesji, a zaraz potem ograniczać najwyższą od dziesięcioleci inflację. Za każdym razem podejmowały trudne decyzje, z jednej strony dbając o długookresową stabilność cen, z drugiej – o ograniczenie strat dla wzrostu gospodarczego, rynku pracy i obywateli.

Skokowy wzrost inflacji, a później działania zmierzające do przywrócenia stabilności cen spowodowały, że w niektórych krajach pojawiły się polityczne ataki na banki centralne. Najpierw obwiniano je o doprowadzenie do wysokiej inflacji, później – gdy walczyły z ryzykiem utrwalenia inflacji wywołanej głównie przez szoki podażowe – o nadmierne chłodzenie koniunktury. W efekcie zaczęto podważać niezależność banków centralnych. Pojawiły się próby wywierania politycznego wpływu na te banki. W niektórych krajach przedstawiciele władz publicznych otwarcie krytykowali banki centralne, nawołując do podejmowania „pożądanych” decyzji, co zwykle sprowadzało się do nacisków na przeprowadzenie luzowania monetarnego. Problem ten dotyczył zarówno gospodarek rozwiniętych, jak i gospodarek wschodzących, w tym Polski.

Niestety dzisiaj niezależność banków centralnych, w tym NBP, bywa kwestionowana najsilniej od dekad, ponieważ niektórzy politycy widzą korzyść w atakowaniu władz monetarnych. Ataki te zwykle opierają się na mylnym przekonaniu, według którego bank centralny – niezależnie od charakteru i skali zewnętrznych szoków makroekonomicznych – może stale zapewniać niską inflację, wysoki wzrost gospodarczy, niskie bezrobocie i niskie stopy procentowe. W rzeczywistości – szczególnie w sytuacji silnych szoków podażowych – połączenie tych dążeń bywa trudne, a często niemożliwe.

W historii bankowości centralnej wielokrotnie podejmowano próby sterowania systemem monetarnym w celu osiągnięcia doraźnych politycznych korzyści. Na skutek nadmiernego zadłużenia państwa często zmuszano władze monetarne

do dewaluacji pieniądza, w tym poprzez nadmierne obniżenie stóp procentowych. Wszystkie te próby, choć początkowo dawały ulgę finansom państwa, ostatecznie kończyły się kryzysem zaufania do systemu monetarnego – z dotkliwymi skutkami zarówno dla skarbu państwa, jak i całego społeczeństwa.

Z czasem stało się jasne, że niezależność banku centralnego od innych organów władzy państwowej jest niezbędna do ochrony społeczeństwa przed konsekwencjami błędów w polityce gospodarczej. Dlatego w XX w. w wielu krajach wprowadzono prawne gwarancje niezależności banków centralnych. Porównując sytuację w różnych gospodarkach w latach 70. i 80. XX w., zauważono bowiem, że tam, gdzie banki centralne są bardziej niezależne, tam skuteczniej i przy mniejszych kosztach dla sfery realnej można obniżyć inflację.

Przyznanie bankom centralnym niezależności izoluje politykę pieniężną od nacisków politycznych, a tym samym zwiększa wiarygodność składanych przez władze monetarne obietnic, co umożliwia tym władzom zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. W ten sposób niezależność sama w sobie sprzyja zapewnieniu stabilności cen, ograniczając straty dla gospodarki. Dzięki niezależności polityka pieniężna dąży do zachowania wartości pieniądza, bez względu na to, czego oczekują od banku centralnego politycy, których horyzont planowania jest zwykle znacznie krótszy.

Niezależność nie jest więc przywilejem banków centralnych, tylko koniecznym warunkiem skutecznego wypełniania ich mandatu, a więc utrzymania stabilności cen przy możliwie najmniejszym uszczerbku dla sfery realnej i rynku pracy.

Niedawne wydarzenia związane z przywracaniem stabilności cen po globalnym szoku inflacyjnym także pokazują, że niezależne banki centralne, które zbudowały wysoką wiarygodność – a jednocześnie potrafią szybko i zdecydowanie dostosować politykę pieniężną do zmieniających się uwarunkowań – są w stanie prowadzić skuteczną dezinflację. Co więcej, są one w stanie przeprowadzić dezinflację bez silnych negatywnych skutków dla aktywności gospodarczej i bez wzrostu bezrobocia.

W tym kontekście warto przypomnieć doświadczenia polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w ostatnich latach. Po silnym zaostrzeniu polityki pieniężnej (od jesieni 2021 r. do jesieni 2022 r.) w ciągu 2023 r. nastąpiła szybka dezinflacja. Jednocześnie koszty dezinflacji dla realnej gospodarki zostały ograniczone. W II kw. 2025 r. realna wartość PKB w Polsce przekraczała o blisko 16%

poziom sprzed pandemii, a bezrobocie było najniższe w historii i należało do najniższych w Unii Europejskiej. Niezależna polityka pieniężna NBP w ostatnich latach była zatem skuteczna w obniżeniu inflacji, co jednocześnie sprzyjało rozwojowi kraju.

Gdy stoimy w obliczu globalnej niepewności i najwyższych w historii potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, niezależność Narodowego Banku Polskiego jest fundamentem stabilności i bezpieczeństwa polskiego systemu monetarnego, finansowego i gospodarczego. Zaufanie społeczeństwa do niezależnego banku centralnego – szczególnie wobec dynamicznie zmieniającego się otoczenia – sprzyja niższym oczekiwaniom inflacyjnym, niższej inflacji i w konsekwencji trwale niższym stopom procentowym. W rezultacie na niezależności banku centralnego korzystają wszyscy, w tym konsumenci, firmy i rząd. W obecnej sytuacji geopolitycznej utrzymanie niezależności NBP zwiększa także bezpieczeństwo Polski. Państwo polskie jest w stanie finansować zwiększone wydatki obronne bez ponoszenia dodatkowych kosztów z tym związanych. Dlatego jakiegokolwiek próby naruszania niezależności NBP są niebezpieczne, ponieważ ich skutkiem jest podważanie wiarygodności banku centralnego, a ostatecznie tworzenie ryzyka kryzysu monetarnego, którego ciężar poniosłoby całe społeczeństwo. Zagrożeń dla niezależności banków centralnych z pewnością nie wolno bagatelizować.

Trzeba też pamiętać, że wiarygodność łatwo jest utracić, a jej odbudowa wymagałaby wieloletnich wyrzeczeń Polaków. Dlatego niezależność Narodowego Banku Polskiego należy chronić jak najcenniejszy skarb narodowy. Gwarantowana konstytucyjnie niezależność banku centralnego to jedno z największych osiągnięć instytucjonalnych współczesnego państwa polskiego.

2.1

Rola niezależności banków centralnych – przegląd literatury

Ekonomia – jako nauka społeczna – często nie dostarcza jednoznacznych wniosków dotyczących interpretacji i konsekwencji poszczególnych zdarzeń gospodarczych czy też zasadności poszczególnych rozwiązań (np. zmian w podatkach czy regulacjach). W efekcie spory między ekonomistami często są toczone przez dekady i bywa, że nie przynoszą niebudzących wątpliwości konkluzji.

Kwestia niezależności banków centralnych jest jednak pewnym wyjątkiem. Wśród ekonomistów panuje bowiem szeroki konsensus, ugruntowany w bogatej literaturze ekonomicznej i doświadczeniach historycznych, że niezależność banków centralnych jest warunkiem koniecznym utrzymania długookresowej stabilności cen. W efekcie we wszystkich cywilizowanych krajach demokratycznych niezależność banku centralnego jest kluczowym elementem architektury instytucjonalnej państwa, pozwalającym budować dobrobyt obywateli.

Podstawowy powód przyznania bankom centralnym niezależności od rządu⁵³ i bieżącej polityki jest taki, że niezależność władz monetarnych pomaga utrzymać niską i stabilną inflację. Wniosek ten płynie z pionierskich prac naukowych, takich jak teoretyczne artykuły Kydlanda i Prescottta (1977), Barro i Gordona (1983) czy empiryczne badania Bade'a i Parkina (1988), Grilliego i in. (1991) oraz Alesiny i Summersa (1993), a także – analizujące to zagadnienie z uwzględnieniem kwestii wzrostu gospodarczego – prace Grimesa (1991), Fischera (1993), Barro (1995) oraz Briaulta (1995).

Analizując kwestię roli niezależności banków centralnych, warto zacząć od wniosków z literatury teoretycznej. Argumentacja teoretyczna Kydlanda i Prescottta⁵⁴ (1977) oraz Barro i Gordona (1983) opierała się na konstatacji, że czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu niskiej inflacji jest przekonanie podmiotów gospodarczych, a więc przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, że podstawowym celem prowadzonej przez bank centralny polityki pieniężnej jest

53 W literaturze ekonomicznej używa się określenia rząd (ew. polityka rządowa) w znaczeniu władzy politycznej kraju. Nie chodzi więc tu wprost o wskazanie konkretnego organu.

54 Warto wskazać, że Finn Kydland i Edward Prescott zostali laureatami Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii w 2004 r. za ich wkład w analizę cykli koniunkturalnych i polityki gospodarczej.

stabilność cen. W sytuacji, gdy podmioty gospodarcze – które w powyższej literaturze racjonalnie formułują swoje oczekiwania – mają przekonanie, że bank centralny jest niezależny, wiarygodny i jego celem jest utrzymanie niskiej inflacji, ich oczekiwania inflacyjne są zakotwiczone na poziomie pożądanym przez władze monetarne. W efekcie podmioty gospodarcze ufają, że bank centralny nie będzie powodował tzw. niespodzianek inflacyjnych poprzez ekspansję monetarną ukierunkowaną na przejściowe zwiększenie aktywności gospodarczej i zmniejszenie bezrobocia kosztem dopuszczenia do wyższej inflacji.

Co ważne, zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych – w szczególności poprzez ograniczenie skali żądań płacowych – działa stabilizująco na dynamikę cen, nawet w obliczu przejściowych wstrząsów, takich jak na przykład wzrost cen surowców na rynkach światowych. To z kolei może zwiększać efektywność polityki pieniężnej, tym samym powodując, że obniżenie inflacji będzie wymagało dostosowania stóp procentowych w bardziej ograniczonym zakresie. Mniejsze zacieśnienie warunków finansowania oznacza natomiast wyższą aktywność gospodarczą i lepszą sytuację na rynku pracy.

Niezależność banków centralnych najogólniej można opisać jako odseparowanie władz monetarnych od wpływów politycznych (de Haan i Eijffinger 2016). To odseparowanie jest uzasadnione przede wszystkim tym, że horyzont decyzyjny i cele polityki rządu mogą nie być tożsame z horyzontem decyzyjnym i celami polityki pieniężnej. Jak wiadomo, najsilniejszy wpływ polityki pieniężnej na procesy gospodarcze ujawnia się dopiero po kilku kwartałach. Często również ustabilizowanie inflacji wymaga podjęcia przez bank centralny niepopularnych decyzji o podniesieniu stóp procentowych, co w krótkim okresie ogranicza aktywność gospodarczą.

Tymczasem horyzont czasowy, na którym skupiają się politycy, może być krótszy niż ten potrzebny do oceny pełnych efektów polityki pieniężnej. W rezultacie politycy mogą preferować osiągnięcie krótkookresowych celów związanych ze wzrostem gospodarczym, a nie utrzymaniem stabilności cen, która jest konieczna do długookresowego rozwoju kraju. Prowadzi to do pojawienia się problemu tzw. obciążenia inflacyjnego (ang. *inflationary bias*), które – jeżeli oczekiwania inflacyjne będą uwzględniały spodziewany wzrost inflacji wynikający z dążenia do nadmiernego stymulowania aktywności gospodarczej – przyniosłoby niezamierzone rezultaty, tj. wyższą inflację, ale bez trwale wyższej produkcji i niższego bezrobocia (Kydland i Prescott 1977, Barro i Gordon 1983).

Na przestrzeni lat w literaturze były wysuwane również dodatkowe argumenty wskazujące na potrzebę powierzenia polityki pieniężnej wyspecjalizowanym instytucjom w postaci niezależnych banków centralnych (Bernanke 2017). Wskazuje się bowiem, że polityka pieniężna – ze względu na swoją złożoność – wymaga specjalistycznej i technicznej wiedzy i z tego powodu decyzje monetarne powinny być powierzone „technokratycznym” organom.

Wnioski dotyczące istotnej roli niezależności banków centralnych w utrzymywaniu długookresowej stabilności cen były potwierdzane przez liczne analizy empiryczne:

1. Badania Bade’a i Parkina (1988), Grilliego i in. (1991) oraz Alesiny i Summersa (1993) pokazały, że niezależność władz monetarnych ułatwia osiągnięcie niższej inflacji, bez jednoczesnego negatywnego wpływu na zmienne realne, tj. bez powodowania ubytku w wielkości produkcji lub zatrudnienia. Bade i Parkin (1988)⁵⁵ stwierdzili, że „istnieją dowody na to, że banki centralne niezależne od rządów [...] zapewniają niższą stopę inflacji niż inne banki centralne”.
2. Podobnie wyniki swoich badań podsumowali Grilli i in. (1991)⁵⁶, wskazując, że „niezależność banku centralnego sprzyja niskiej inflacji bez widocznych kosztów w postaci realnych wyników gospodarczych”.
3. Alesina i Summers (1993)⁵⁷ ocenili, że „niezależność banku centralnego sprzyja stabilności cen, ale nie ma mierzalnego wpływu na realne wyniki gospodarcze”.
4. Dodatkowym elementem wzmacniającym argumentację na rzecz jednoznacznego podporządkowania polityki pieniężnej zapewnieniu stabilności cen było potwierdzenie negatywnej empirycznej zależności między wysoką i zmienną inflacją a tempem wzrostu gospodarczego w długim okresie (np. Grimes 1991, Fischer 1993, Barro 1995, Briault 1995).

55 „[...] there is evidence that central banks which are independent of central governments both in policy-making and in the appointment of directors deliver a lower rate of inflation than other central bank types”, Bade i Parkin (1988, s. 1).

56 „Central bank independence promotes low inflation with no apparent costs in terms of real economic performance [...]”, Grilli i in. (1991, s. 342).

57 „[...] while central bank independence promotes price stability, it has no measurable impact on real economic performance”, Alesina i Summers (1993, s. 151).

5. Liczne późniejsze badania nadal potwierdzają wnioski z prac Bade'a i Parkina (1988), Grilliego i in. (1991) oraz Alesiny i Summersa (1993), tj. że większa niezależność banku centralnego wiąże się z niższą inflacją (m.in.: Cukierman i in. 2002, Neyapti 2003, Crowe and Meade 2007, 2008, Vuletin i Zhu 2011, Arnone i Romelli 2013, Garriga 2016, Binder 2021, Çakmakli i in. 2024, Drechsel 2024). Na te same wnioski wskazuje także obejmująca 59 badań empirycznych metaanaliza Klompa i de Haana (2010).
6. W szczególności Drechsel (2024), analizujący przypadek Stanów Zjednoczonych, zauważa istnienie zależności między presją polityczną na bank centralny a wyższą inflacją.
7. Podobnie badania Vuletina i Zhu (2011) wskazują, że częstsze zmiany prezesów banków centralnych prowadzą do wyższej inflacji – zależność ta występuje, kiedy zmiany następują przed upływem kadencji oraz kiedy nowy prezes jest politycznie powiązany z rządem.
8. Szacunki Binder (2021) sygnalizują dodatkowo, że presja polityczna nie tylko prowadzi do wyższej inflacji, ale zwiększa także jej uporczywość.
9. Z kolei badanie Çakmakli i in. (2024) pokazuje, że presja polityczna na bank centralny może znacząco przyczyniać się do wzrostu zmienności makroekonomicznej, w tym wpływać negatywnie na poziom i zmienność kursów walutowych, rentowności obligacji i premii za ryzyko.

Wobec wyżej opisanych wniosków z literatury teoretycznej i empirycznej konsensus ekonomiczny jasno wskazuje, że dla zapewnienia długookresowo niskiej inflacji konieczne jest rozdzielenie polityki rządowej od polityki monetarnej poprzez przyznanie daleko idącej niezależności bankom centralnym, których nadrzędnym celem jest stabilność cen.

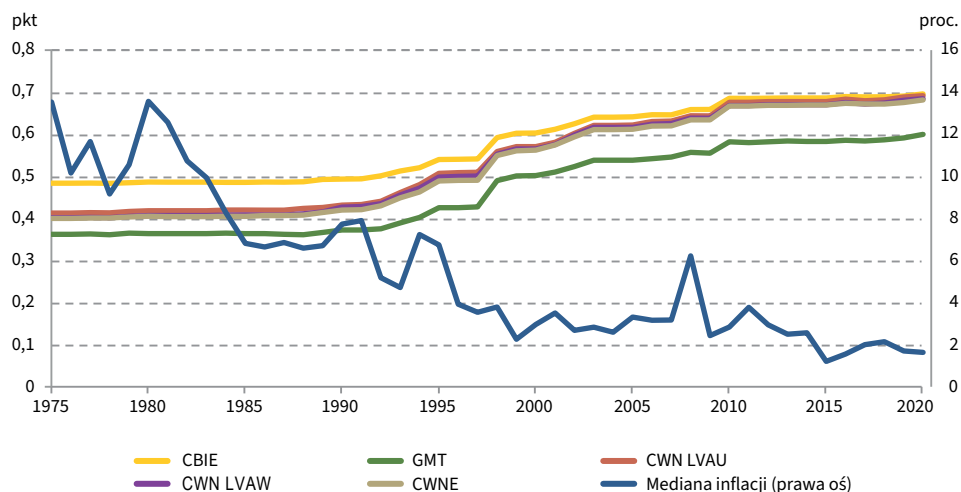
Analizując niezależność banków centralnych w perspektywie historycznej, warto zauważyć, że szczególnie silne poparcie dla idei niezależności pojawiło się po inflacyjnych doświadczeniach lat 70. i 80. XX w., kiedy to wstrząsy dotyczące cen surowców przyczyniły się w wielu gospodarkach do utrwalenia inflacji na podwyższonym poziomie i stagflacji. Utrwalenie się inflacji wynikało z niewystarczającej reakcji banków centralnych, co w literaturze wiąże się z występującą wówczas presją polityczną na banki centralne, aby nie zaostrzać nadmiernie polityki pieniężnej.

W kolejnych dekadach zarysowała się jeszcze wyraźniejsza tendencja do istotnego zwiększenia niezależności banków centralnych (Haldane 2020). Było to związane z rozpowszechnianiem się w latach 90. XX w. strategii celu inflacyjnego, w której nadrzędnym zadaniem banku centralnego była dbałość o niską i stabilną inflację, ze znaczącą rolą komunikacji, która może wzmacniać wiarygodność polityki pieniężnej.

Wraz z rosnącą niezależnością banków centralnych inflacja na świecie wyraźnie zmalała (wykres 76).

Wykres 76.

Inflacja na tle indeksów niezależności banków centralnych na świecie



Uwagi: obliczenia indeksów niezależności – średnia znormalizowanych wartości indeksów niezależności dla 67 krajów świata (ich łączny PKB stanowił prawie 70% światowego PKB w 2020 r.), dla których były dostępne pełne dane w przedstawionym okresie. Indeksy niezależności:

CBIE – Romelli (2022)

GMT – Grilli, Masciandaro i Tabellini (1991)

CWN – Cukierman, Webb i Neyapti (1992); LVAU – wersja nieważona; LVAW – wersja ważona

CWNE – Jacome i Vazquez (2008)

Mediana inflacji konsumpcyjnej (na podstawie Bank Światowy, 2025) dla tej samej grupy krajów.

Źródło: Opracowanie na podstawie Romelli (2022) oraz Bank Światowy (2025).

2.2

Elementy niezależności banków centralnych

Można wyróżnić dwa kluczowe aspekty niezależności banków centralnych (Grilli i in. 1991, DeBelle i Fischer 1994):

- niezależność co do celów;
- niezależność co do instrumentów.

Pierwszy element, tj. niezależność co do celów (ang. *goal independence*), odnosi się do tego, kto określa cel polityki pieniężnej. W różnych gospodarkach są stosowane różne rozwiązania. Kluczowym aspektem w tym zakresie jest przy tym ustalenie stabilności cen jako priorytetowego zadania banku centralnego. Jednocześnie zmiany tak określonego celu mogą negatywnie wpływać na zaufanie do waluty i długookresowej stabilności cen w gospodarce.

Drugi zasadniczy wymiar niezależności, tj. niezależność co do instrumentów (ang. *instrument independence*), polega na tym, że – posiadając wyznaczony cel – bank centralny ma swobodę decydowania o sposobie jego realizacji, bez ingerencji ze strony rządu. Literatura wskazuje, że krytycznie ważna jest ochrona banku centralnego przed naciskiem politycznym właśnie w zakresie decydowania o wykorzystaniu instrumentów polityki pieniężnej (de Haan i Eijffinger 2016).

W ramach niezależności co do instrumentów można wyszczególnić kilka różnych jej podkategorii. W Europejskim Systemie Banków Centralnych (ESBC) wskazuje się na (EBC, 2024):

- niezależność funkcjonalną, która może być rozumiana jako sytuacja, w której bank centralny ma jasno określone zadania i swobodę działania w celu ich realizacji, niezależnie od innych instytucji;
- niezależność instytucjonalną, która oznacza, że decyzje władz monetarnych nie powinny podlegać zatwierdzeniu, zawieszeniu czy anulowaniu przez inne podmioty; wykluczone jest w szczególności dawanie instrukcji władzom monetarnym, jak również przyjmowanie przez bank centralny instrukcji od innych instytucji;
- niezależność personalną, którą wspiera ustanowienie relatywnie długiej kadencji decydentów banku centralnego, w tym bardzo ograniczona możliwość ich odwołania, a przede wszystkim brak możliwości odwołania ze względów politycznych;
- niezależność finansową, która oznacza głównie to, że bank centralny dysponuje wystarczającymi środkami do finansowania swojej działalności.

2.3

Miary niezależności banków centralnych

W literaturze zaproponowano wiele miar stopnia niezależności banków centralnych. Ich analiza sugeruje, że wśród różnych uregulowań kluczowe znaczenie dla niezależności władz monetarnych ma sposób sformułowania mandatu banku centralnego, w tym znaczenie stabilności cen jako celu polityki pieniężnej, a także powierzenie prowadzenia polityki pieniężnej kolegialnemu organowi wraz z odpowiednio określoną kadencyjnością decydentów. Wymienione elementy składają się na formalną niezależność, tzw. niezależność *de iure* (ocenianą m.in. w pracach Cukiermana, Webba i Neyaptiego 1992, Dincera i Eichengreena 2014, Romelliego 2022, Unsal, Papageorgiou i Garbersa 2022). Niezmiernie ważna jest również rzeczywista niezależność, tzw. niezależność *de facto* (analizowana m.in. przez Cukiermana i in. 1992, Blindera i in. 2017, Binder 2021).

Niezależność formalna jest oceniana na podstawie zapisów w aktach prawnych odnoszących się m.in. do takich zagadnień, jak: sposób sformułowania celów polityki pieniężnej, procedury mianowania i odwoływania decydentów, w tym zwłaszcza prezesa banku centralnego, czy uregulowań dotyczących finansowych powiązań banku centralnego z rządem. Ocena rzeczywistej niezależności w literaturze często opiera się natomiast na porównaniu długości okresu sprawowania funkcji prezesa banku centralnego przez określoną osobę z długością kadencji przewidzianą w aktach prawnych, a także na miarach bazujących m.in. na kwestionariuszach wypełnianych przez decydentów banku centralnego.

Należy podkreślić, że zdecydowana większość wskaźników niezależności banków centralnych zwraca szczególną uwagę na regulacje prawne lub faktyczną możliwość odwołania prezesa banku centralnego ze stanowiska. Zgodnie z metodologią tych wskaźników łatwość odwołania prezesa oznacza wyraźnie mniejszą niezależność banku centralnego. W przypadku większości indeksów zaproponowanych w literaturze brak możliwości odwołania prezesa ze stanowiska oznacza pełną niezależność według tego kryterium. Warto zwrócić uwagę na fakt, że w literaturze ekonomicznej odwołanie prezesa w związku z zarzutami dotyczącymi polityki pieniężnej jest oceniane jako obniżające niezależność banku centralnego w sposób szczególnie silny.

2.4

Konsekwencje braku niezależności banku centralnego na podstawie doświadczeń wybranych gospodarek

Przykładami na to, jak naciski polityczne wywierane na bank centralny mogą doprowadzić do zbyt wysokiej inflacji, czego koszty ponosi całe społeczeństwo, mogą być w szczególności: polityka pieniężna Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych w okresie szoków naftowych początku lat 70. XX w., powracająca w ostatnich dekadach hiperinflacja w Zimbabwie spowodowana dominacją fiskalną, kolejne odsłony kryzysów i niestabilności makroekonomicznej w Argentynie.

Stany Zjednoczone w okresie szoków naftowych początku lat 70. XX w.

W analizach polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Fed) w okresie szoków naftowych początku lat 70. XX w. wskazuje się, że presja polityczna wywierana wówczas na przedstawicieli banku centralnego miała kilka różnych wymiarów (Abrams i Butkiewicz 2012, Weise 2012)⁵⁸.

Po pierwsze, członkowie Federalnego Komitetu do spraw Otwartego Rynku – FOMC (Federal Open Market Committee) obawiali się, że zbyt restrykcyjna polityka pieniężna będzie skutkowała działaniami legislacyjnymi ograniczającymi formalną niezależność Fed. Po drugie, uważali, że ich obowiązkiem jest wspieranie priorytetów politycznych amerykańskiej administracji. Po trzecie wreszcie, obawiali się, że w odpowiedzi na restrykcyjną politykę pieniężną rząd będzie prowadził bardziej ekspansywną politykę fiskalną.

W efekcie politykę pieniężną Fed w latach 70. charakteryzował „gradualizm”, tj. Fed, dążąc do obniżenia inflacji, zacieśniał politykę pieniężną na tyle, aby obniżyć tempo wzrostu PKB poniżej poziomu potencjalnego, ale jednocześnie starając się nie dopuścić do recesji i nadmiernego wzrostu bezrobocia. Fed oceniał przy tym, że naturalna stopa bezrobocia – a więc w uproszczeniu taka, przy której rynek pracy nie generuje zagrożenia nadmiernego wzrostu płac, a przez to inflacji – kształtowała się na niskim poziomie. Stanowiło to dodatkowy czynnik sprzyjający

58 Weise (2012) nawiązał do wypowiedzi byłego prezesa Fed Arthura Burnsa z 1979 r., wskazującej, że w latach 70. XX w. Fed nie chciał działać wbrew woli Kongresu i testował granice swojej polityki antyinflacyjnej, starając się nie dopuścić do niekorzystnych dla banku centralnego zmian legislacyjnych.

prowadzeniu bardziej akomodacyjnej polityki pieniężnej w imię ograniczenia jej efektów dla wielkości zatrudnienia.

W rezultacie, jak wskazuje Weise (2012), Fed przedwcześnie wycofał się z epizodów zacieśnienia polityki pieniężnej w latach 1970, 1973 i 1974 i zrobił to właśnie z powodu presji politycznej. Również wyniki analizy ekonometrycznej sugerują, że presja polityczna wywierana na bank centralny przyczyniała się do wyższej inflacji w Stanach Zjednoczonych w latach 60. i 70. XX w. (Drechsel 2024)⁵⁹, podczas gdy w późniejszym okresie oddziaływanie presji politycznej na Fed i tym samym na inflację – zanikło. W szczególności na posiedzeniach FOMC, po objęciu funkcji prezesa Fed przez Paula Volckera w sierpniu 1979 r., wskazywano na poparcie ze strony Kongresu dla restrykcyjnej polityki Fed, co miało wesprzeć sukces antyinflacyjnej polityki pieniężnej tamtego okresu.

W następstwie negatywnych szoków podaźowych oraz braku zdecydowanej reakcji Fed w Stanach Zjednoczonych w latach 70. XX w. inflacja utrzymywała się na podwyższonym poziomie (inflacja CPI w latach 1970–1979 wyniosła średnio około 7%).

Powracająca hiperinflacja w Zimbabwe w pierwszej i drugiej dekadzie XXI w.

W kontekście hiperinflacji w Zimbabwe w pierwszej dekadzie XXI w. (według MFW, 2009, roczna inflacja osiągnęła szczytowy poziom około 1 mld proc. we wrześniu 2008 r.) w literaturze zwraca się uwagę na bezpośrednie finansowanie deficytu budżetowego przez bank centralny (Koech 2011, MFW 2020). Władze monetarne Zimbabwe prowadziły również operacje quasi-fiskalne⁶⁰ (MFW 2005, 2012, Coorey i in. 2007, Muñoz 2007), których skala w latach 2005–2008 – według szacunków MFW (2009) – przekraczała 20% PKB rocznie. Prowadzenie operacji quasi-fiskalnych przyczyniło się do osłabienia wiarygodności i niezależności banku centralnego (Muñoz 2007).

Wskutek hiperinflacji pod koniec 2008 r. w Zimbabwe zaprzestano w praktyce korzystania z lokalnej waluty (dolara Zimbabwe), a na początku 2009 r. władze wprowadziły tzw. system wielowalutowy, tj. usankcjonowały dokonywanie

59 Wyniki estymacji wskazują, że presja polityczna na Fed, przekładająca się na poluzowanie polityki pieniężnej, trwale podnosi poziom cen przy braku istotnego oddziaływania na PKB (Drechsel 2024).

60 W tym sprzedaż walut obcych po kursie mocniejszym od rynkowego lub dostarczanie ich za darmo przedsiębiorstwom państwowym.

transakcji w walutach obcych (w tym obowiązek uiszczania należności podatkowych w walutach obcych). W efekcie dolar Zimbabwe zniknął z obiegu (MFW 2009), a tzw. walutą referencyjną w ramach systemu wielowalutowego był rand RPA⁶¹. Oprócz niego stosowano także dolara amerykańskiego, funta brytyjskiego, euro oraz pulę Botswany. W następstwie dolaryzacji hiperinflacja została zahamowana (MFW 2009).

MFW (2009) podkreślał, że przywrócenie w Zimbabwe krajowej waluty powinno być poprzedzone wprowadzeniem wiarygodnych ram instytucjonalnych dla funkcjonowania banku centralnego, co jednak nie miało miejsca (MFW 2022). Po przywróceniu krajowej waluty i powrocie do praktyki finansowania deficytów budżetowych przez bank centralny oraz prowadzenia przez niego działań quasi-fiskalnych powrócił również problem wysokiej inflacji – średnioroczna inflacja, która w latach 2010–2017 nie przekraczała 4%, wzrosła do ponad 550% w 2020 r. (według danych MFW). Ponownie więc postulowano wzmocnienie niezależności banku centralnego i eliminację dominacji fiskalnej.

Kolejne kryzysy i brak stabilności makroekonomicznej w Argentynie

Gospodarka Argentyny od wielu dekad zmaga się z brakiem stabilności makroekonomicznej, przejawiającym się nawracającymi kryzysami walutowymi, bankowymi i zadłużeniowymi⁶². W efekcie kryzysów, które skutkowały nieuregulowaniem przez Argentynę części zobowiązań zagranicznych, rząd często tracił dostęp do międzynarodowych rynków finansowych. Jednak nie prowadziło to do trwałego zwiększenia dyscypliny finansowej.

O ile w latach 2003–2007 Argentyna doświadczyła ożywienia gospodarczego, któremu towarzyszyła względna równowaga fiskalna i zewnętrzna (Buera i Nicolini 2019, Pesce i Feldman 2023), o tyle w reakcji na wybuch globalnego kryzysu finansowego, który oddziaływał na gospodarkę głównie poprzez spadek cen surowców, rząd Argentyny poluzował politykę fiskalną (Pesce i Feldman 2023). Wobec braku dostępu do międzynarodowych rynków finansowych nadwyżka wydatków publicznych ponad dochody była finansowana w dużym stopniu przez

61 Rząd Zimbabwe zadeklarował zamiar przygotowania budżetu i ustalania należności podatkowych w randach RPA (MFW 2009).

62 Wyjątkiem był okres obowiązywania tzw. Planu Wymienialności (1991–2001), kiedy kurs argentyńskiego peso był sztywno powiązany z dolarem amerykańskim w ramach izby walutowej (Buera i Nicolini 2019, Cachanosky i Mazza 2021).

bank centralny (Cachanosky i Mazza 2021). W 2010 r. odwołano prezesa Banku Argentyny, który sprzeciwiał się wykorzystaniu rezerw walutowych do spłaty zobowiązań rządu (Vuletin i Zhu 2011).

W 2016 r. ograniczono finansowanie monetarne rządu (Cachanosky i Mazza 2021, Buera i Nicolini 2019), czemu sprzyjało odzyskanie przez Argentynę dostępu do międzynarodowych rynków finansowych dzięki porozumieniu z wierzycielami, którzy nie wzięli udziału we wcześniejszej restrukturyzacji długu (Pesce i Feldman 2023). W ramach programu dostosowawczego, związanego z przyznaniem w 2018 r. Argentynie finansowania z MFW w formie Stand-By Arrangement, rząd zobowiązał się do zmian w legislacji regulującej funkcjonowanie banku centralnego. Miały one obejmować m.in. zakaz finansowania rządu przez bank centralny, wprowadzenie wyraźnie zdefiniowanych i ograniczonych przesłanek i procedur odwoływania członków władz banku, wzmocnienie stabilności cen jako podstawowego celu banku centralnego (MFW 2018). W raporcie MFW (2018) wskazano, że ówczesna administracja zobowiązała się szanować operacyjną niezależność banku centralnego w okresie przed wprowadzeniem nowych regulacji. W ocenie realizacji programu SBA (MFW 2021)⁶³ zwrócono uwagę, że częste zmiany personalne na stanowisku prezesa banku centralnego budziły wątpliwości co do niezależności banku. Wskazano także, że wiarygodność polityki pieniężnej była ograniczona z powodu obaw o występowanie dominacji fiskalnej.

Pomimo podejmowanych prób reform Argentynie nie udało się osiągnąć trwałej stabilizacji makroekonomicznej. W kolejnych latach inflacja wyraźnie wzrosła (według danych MFW z około 34% w 2018 r. do ponad 133% w 2023 r.)⁶⁴. Przykład Argentyny pokazuje, jak trudno odbudować wiarygodność i długofalowe zaufanie do polityki gospodarczej.

63 W raporcie MFW (2021) wskazano, że w sierpniu 2019 r. zaprzestano realizacji programu stabilizacyjnego, a formalnie został on anulowany w lipcu 2020 r.

64 W międzyczasie podejmowano kolejne próby ustabilizowania sytuacji. Na przykład po objęciu władzy przez nową administrację w grudniu 2023 r. wprowadzono program stabilizacyjny obejmujący m.in. dewaluację peso oraz ambitną konsolidację fiskalną i zaprzestanie finansowania deficytu fiskalnego przez bank centralny (MFW 2024, 2025). Skala dostosowania fiskalnego w pierwszym roku wyniosła ponad 5% PKB (MFW 2024, 2025). Inflacja CPI – po przejściowym silnym wzroście związanym z dewaluacją i podwyżkami cen regulowanych (do około 289% w kwietniu 2024 r.) – wyraźnie się obniżyła i aktualne przewidywania sugerują, że ma dalej spadać (MFW 2025).

2.5

Aktualne zagrożenia dla niezależności banków centralnych

Aktualnie największym zagrożeniem dla niezależności banków centralnych jest podważanie przez polityków istniejących rozwiązań instytucjonalnych. Na to zjawisko zwracali uwagę Goodhart i Lastra (2018). W ostatnich latach najpierw skokowy wzrost inflacji (wywołany globalnymi wstrząsami związanymi z pandemią oraz wzrostem cen surowców w związku z agresją Rosji przeciw Ukrainie), a później zdecydowane działania banków centralnych zmierzające do przywrócenia stabilności cen spowodowały, że w niektórych krajach polityczne ataki na banki centralne się nasiliły.

Nawet w sytuacji, gdy te ataki są jedynie elementem retoryki politycznej i nie prowadzą do konkretnych działań zmierzających do ograniczenia niezależności banków centralnych – są one niezwykle szkodliwe. Mogą bowiem prowadzić do obniżenia zaufania społeczeństwa do niezależnego banku centralnego, a w efekcie do wyższych oczekiwań inflacyjnych, wyższej inflacji i w konsekwencji trwale wyższych stóp procentowych.

Ataki polityczne na banki centralne w ostatnich latach nie miały przy tym merytorycznych podstaw. Zdecydowana reakcja wielu banków centralnych na popandemiczny wzrost inflacji, niepozwalająca na odkotwiczenie się oczekiwań inflacyjnych i przyczyniająca się do skutecznej dezinflacji bez wyraźnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy, pokazuje, że polityka pieniężna była wiarygodna i skuteczna.

W tym kontekście warto przypomnieć doświadczenia polityki pieniężnej NBP. W Polsce, dzięki silnemu zacieśnieniu polityki pieniężnej w latach 2021–2022 (stopa referencyjna NBP została podwyższona o blisko 7 pkt proc., z 0,1% do 6,75%), inflacja została obniżona z 18,4% (w lutym 2023 r.) do 2,8% (w lutym 2024 r.). Jednocześnie koszty dezinflacji dla realnej gospodarki i rynku pracy zostały ograniczone. Obecnie stopa bezrobocia w Polsce należy do najniższych w UE, a PKB w połowie 2025 r. przekraczał o ok. 16% poziom sprzed pandemii (czyli z IV kw. 2019 r.). Pokazuje to jednoznacznie, że niezależna polityka pieniężna NBP w ostatnich latach była nie tylko skuteczna w obniżeniu inflacji, ale również sprzyjała zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu i poprawie sytuacji materialnej Polaków.

Warto pamiętać, że niezależny bank centralny, przyczyniając się do ogólnej stabilności makroekonomicznej, zapewnia fundament dla długookresowego wzrostu, co ma znaczenie zwłaszcza w czasach rosnących napięć geopolitycznych. Wskazuje na to prezes EBC Christine Lagarde (2025). Co jednak istotne, dzisiaj wiele państw, w tym Polska, stoi w obliczu nie tylko narastających napięć geopolitycznych, ale także wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu i rosnącego długu publicznego, w tym w związku z koniecznością zwiększania wydatków na zbrojenia.

W tym kontekście zachowanie niezależności Narodowego Banku Polskiego nabiera jeszcze większego znaczenia. Jest ona bowiem fundamentem stabilności i bezpieczeństwa polskiego systemu monetarnego, finansowego i gospodarczego. W efekcie na niezależności NBP korzystają wszyscy, w tym konsumenci, firmy i rząd, bo umożliwia ona utrzymywanie długookresowo niskiej inflacji. Ogranicza to premię za inflację i zwiększa wiarygodność państwa, sprzyjając tym samym niższym kosztom obsługi długu publicznego.

Podsumowanie

Analiza literatury ekonomicznej, zarówno teoretycznej, jak i empirycznej, oraz przegląd doświadczeń banków centralnych na przestrzeni ostatnich dekad wskazują jednoznacznie na kluczową rolę niezależności banków centralnych w zapewnieniu długookresowej stabilności cen. Na ich podstawie można sformułować następujące wnioski:

1. Przyznanie bankom centralnym niezależności zabezpiecza je przed naciskami politycznymi, a tym samym zwiększa wiarygodność polityki pieniężnej, co przekłada się na lepsze zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Dzięki temu niezależność banków centralnych sama w sobie sprzyja zapewnieniu stabilności cen, ograniczając koszty dezinflacji dla gospodarki w sytuacji wystąpienia zewnętrznych wstrząsów inflacyjnych. Wysokie zaufanie społeczeństwa do banku centralnego skutkuje niższymi oczekiwaniami inflacyjnymi, a to oznacza niższą inflację i – w konsekwencji – trwale niższe stopy procentowe.
2. W historii jest znanych wiele przypadków sterowania systemem monetarnym w celu osiągnięcia krótkoterminowych korzyści, które prowadziły do nadmiernego zadłużenia państwa, co często kończyło się dewaluacją pieniądza. Kryzysy zaufania do systemu monetarnego wiązały się z dotkliwymi skutkami dla społeczeństwa, przez co z czasem stało się jasne, że niezależność banku centralnego jest niezbędna do uniknięcia kosztowych błędów w polityce gospodarczej.
3. Bazując na wcześniejszych doświadczeniach, pod koniec XX w. w wielu krajach stopniowo zwiększano zakres niezależności banków centralnych, wprowadzając prawne gwarancje niezależności władz monetarnych. Bogata literatura ekonomiczna i doświadczenia historyczne potwierdzają, że tam, gdzie banki centralne są bardziej niezależne, tam skuteczniej i przy mniejszych kosztach dla gospodarki można obniżyć inflację. Po przyznaniu większej niezależności bankom centralnym inflacja na świecie wyraźnie się obniżyła.
4. Również działania banków centralnych – zmierzające w ostatnich latach do przywrócenia stabilności cen po globalnym szoku inflacyjnym – które w wielu krajach przyczyniły się do szybkiej dezinflacji przy ograniczonych kosztach dla realnej gospodarki, wskazują na znaczącą rolę niezależności polityki pieniężnej w tym procesie.

5. Niezależność banku centralnego nabiera szczególnego znaczenia dzisiaj, kiedy wiele państw, w tym Polska, stoi w obliczu nie tylko rosnących napięć geopolitycznych, ale także wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu i rosnącego długu publicznego, również w związku z koniecznością zwiększania wydatków na zbrojenia.
6. Jeżeli chcemy skutecznie dbać o stabilność cen, która jest niezbędnym fundamentem długofalowej stabilności makroekonomicznej kraju – musimy dbać o zachowanie niezależności banku centralnego. Niezależność nie jest więc przywilejem banków centralnych, tylko warunkiem koniecznym skutecznego wypełniania ich mandatu. Dlatego gwarantowana konstytucyjnie niezależność banku centralnego to jedno z największych osiągnięć instytucjonalnych współczesnego państwa polskiego, które należy chronić jak najcenniejszy skarb narodowy.

Bibliografia

- Abrams B.A., Butkiewicz J. (2012), *The Political Business Cycle: New Evidence from Nixon Tapes*, „Journal of Money, Credit and Banking” 44(2–3), 385–399.
- Adrian T. (2024), *Central Bank Independence: Why It's Needed and How to Protect It*, przemówienie podczas Bank of Thailand Annual Retreat, 14.06.2024.
- Adrian T., Khan A., Menand L. (2024), *A New Measure of Central Bank Independence*, „IMF Working Papers” 2024/35, International Monetary Fund.
- Alesina A., Summers L. (1993), *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, „Journal of Money, Credit and Banking” 25(2), 151–162.
- Arnone M., Romelli D. (2013), *Dynamic central bank independence indices and inflation rate: A new empirical exploration*, „Journal of Financial Stability” 9(3), 385–398.
- Bade R., Parkin M. (1988), *Central bank law and monetary policy*, Technical report, Department of Economics University of Western Ontario.
- Bank Światowy (2025), *World Development Indicators*, <https://databank.worldbank.org/>, dostęp 26.06.2025.
- Barro R. (1995), *Inflation and Economic Growth*, „NBER Working Paper” 5326.
- Barro R., Gordon D.B. (1983), *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*, „Journal of Political Economy” 91(4), 589–610.
- Bernanke B.S. (2017), *Monetary policy in a new era*, artykuł na konferencję „Rethinking Macroeconomic Policy”, Peterson Institute for International Economics, Washington DC.
- Binder C.C. (2021), *Political Pressure on Central Banks*, „Journal of Money, Credit and Banking” 53, 715–744.
- Blinder A., Ehrmann M., de Haan J., Jansen D. (2017), *Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis*, „Working Paper Series” 2047, European Central Bank.
- Briault C. (1995), *The costs of inflation*, „Quarterly Bulletin” 33–45, Bank of England.
- Buera F., Nicolini P.J. (2019), *The Monetary and Fiscal History of Argentina, 1960–2017*, Staff Report 580, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

- Cachanosky N., Mazza F.J.F. (2021), *Why did inflation targeting fail in Argentina?*, „Quarterly Review of Economics and Finance” 80, 102–116.
- Çakmakli C., Demiralp S., Güneş G.Ş. (2024), *Do Financial Markets Respond to Populist Rhetoric?*, „Oxford Bulletin of Economics and Statistics” 86(3), 541–567.
- Coorey S., Clausen R.J., Funke N., Muñoz S., Ould-Abdallah B. (2007), *Lessons from High Inflation Episodes for Stabilizing the Economy in Zimbabwe*, „IMF Working Papers” 2007(99), International Monetary Fund.
- Crowe Ch., Meade E. (2007), *The Evolution of Central Bank Governance around the World*, „Journal of Economic Perspectives” 21(4), 69–90.
- Crowe Ch., Meade E. (2008), *Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness*, „IMF Working Papers” 119, International Monetary Fund.
- Cukierman A., Miller G.P., Neyapti B. (2002), *Central bank reform, liberalization and inflation in transition economies – an international perspective*, „Journal of Monetary Economics” 49(2), 237–264.
- Cukierman A., Webb S.B., Neyapti B. (1992), *Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*, „World Bank Economic Review” 6(3), 353–398.
- Dall’Orto Mas R., Vonessen B., Fehlker C., Arnold K. (2020), *The case for central bank independence: a review of key issues in the international debate*, „Occasional paper series” 248, European Central Bank.
- de Haan J., Bodea C., Hicks R., Eijffinger S.C. (2018), *Central bank independence before and after the crisis*, „Comparative Economic Studies” 60, 183–202.
- de Haan J., Eijffinger S. (2016), *The Politics of Central-Bank Independence*, „DNB Working Paper” 539, De Nederlandsche Bank.
- Debelle G., Fischer S. (1994), *How Independent Should a Central Bank Be?*, w: Fuhrer J.C. (red.), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, 195–225.
- Dincer N.N., Eichengreen B. (2014), *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*, „International Journal of Central Banking” 10(1), 189–259.
- Drechsel T. (2024), *Estimating the effects of political pressure on the Fed: a narrative approach with new data*, „NBER Working Paper” 32461.
- EBC (2024), *Convergence Report 2024*, European Central Bank.

- Fischer S. (1993), *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*, „NBER Working Paper” 4565.
- Garriga A.C. (2016), *Central Bank Independence in the World: A New Data Set*, „International Interactions” 42(5), 849–868.
- Goodhart C., Lastra R. (2018), *Populism and central bank independence*, „Open Economies Review” 29, 49–68.
- Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G., Malinvaud E., Pagano M. (1991), *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*, „Economic Policy” 6(13), 341–392.
- Grimes A. (1991), *The effects of inflation on growth: Some international evidence*, „Weltwirtschaftliches Archiv” 127(4), 631–644.
- Haldane A. (2020), *What Has Central Bank Independence Ever Done for Us?*, przemówienie wygłoszone podczas „UCL Economists’ Society Economics Conference”, 28.11.2020.
- Jácome L.I., Vázquez F. (2008), *Is there any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean*, „European Journal of Political Economy” 24(4), 788–801.
- Jácome L.I., Vázquez F. (2005), *Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean*, „IMF Working Papers” 2005(075), International Monetary Fund.
- Klomp J., de Haan J. (2010), *Inflation and central bank independence: a meta regression analysis*, „Journal of Economic Surveys” 24(4), 593–621.
- Koech J. (2011), *Hyperinflation in Zimbabwe*, „Annual Report Globalisation and Monetary Policy Institute”, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Kydland F., Prescott E. (1977), *Rules Rather Than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans*, „Journal of Political Economy” 85(3), 473–491.
- Lagarde Ch. (2025), *Central bank independence in an era of volatility*, przemówienie wygłoszone podczas „Lamfalussy Lectures Conference”, 15.01.2025.
- MFW (2005), *Zimbabwe: Selected Issues and Statistical Appendix*, „IMF Country Report” 2005(359).
- MFW (2009), *Zimbabwe: 2009 Article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Zimbabwe*, „IMF Country Report” 2009(139).

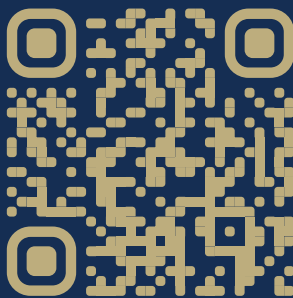
- MFW (2012), *Zimbabwe: 2012 Article IV Consultation*, „IMF Country Report” 2012(27).
- MFW (2020), *Zimbabwe: 2019 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Zimbabwe*, „IMF Country Report” 2020(82).
- MFW (2021), *Argentina: Ex-post evaluation of exceptional access under the 2018 stand-by arrangement – Press Release; Staff Report*, „IMF Country Report” 2021(279).
- MFW (2022), *Zimbabwe: 2022 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Zimbabwe*, „IMF Country Report” 2022(112).
- MFW (2024), *Argentina: Eighth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, Requests for Modification of Performance Criteria, Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, and Financing Assurances Review – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina*, „IMF Country Report” 2024(167).
- MFW (2025), *Argentina: Request for an extended arrangement under the extended fund facility – press release; staff report; staff supplement; and statement by the executive director for Argentina*, „IMF Country Report” 2025(95).
- Muñoz S. (2007), *Central Bank Quasi-fiscal Losses and High Inflation in Zimbabwe: a Note*, „IMF Working Papers” 2007(98).
- Neyapti B. (2003), *Budget Deficits and Inflation: The Roles of Central Bank Independence and Financial Market Development*, „Contemporary Economic Policy” 21(4), 458–475.
- Pesce A.M., Feldman G. (2023), *Monetary policy challenges over two decades: a view from Argentina*, „BIS Papers” 143.
- Romelli D. (2022), *The political economy of reforms in Central Bank design: evidence from a new dataset*, „Economic Policy” 37(112), 641–688.
- Strong Ch.O. (2021), *Political influence, central bank independence and inflation in Africa: A comparative analysis*, „European Journal of Political Economy” 69, 102004.
- Unsal D.F., Papageorgiou C., Garbers H. (2022), *Monetary Policy Frameworks: an Index and New Evidence*, „IMF Working Papers” 2022/022, International Monetary Fund.

- Vuletin G., Zhu L. (2011), *Replacing a „Disobedient” Central Bank Governor with a „Docile” One: a Novel Measure of Central Bank Independence and Its Effect on Inflation*, „Journal of Money, Credit and Banking” 43(6), 1185–1215.
- Weise Ch. (2012), *Political Pressures on Monetary Policy During the US Great Inflation*, „American Economic Journal: Macroeconomics” 4(2), 33–64.



Zobacz

inne wydawnictwa NBP





Narodowy Bank Polski –
niezależny bank centralny –
fundamentem stabilnej i bezpiecznej
gospodarki Polski



Narodowy Bank Polski
w czasie megalozłoków ekonomicznych
po pandemii i w kryzysie energetycznym –
historia sukcesu



Złoty filarem budowy dostatniej Polski.
Stulecie polskiej waluty –
od Grabskiego do Głapińskiego



Publikacja stanowi bardzo cenne opracowanie na polskim rynku wydawniczym. Utrzymana jest na wysokim poziomie eksperckim, a jednocześnie cechuje się dużą kompleksowością ujęcia tematu.

To wszechstronne studium, które wnikliwie analizuje konsekwencje przystąpienia Polski do strefy euro oraz dostarcza bogatego zestawu argumentów umożliwiających ocenę takiej decyzji gospodarczej.

dr hab. Piotr Łasak, prof. UJ

Książka powinna być wykorzystywana jako literatura uzupełniająca na uczelniach wyższych, a także może wspomagać proces dydaktyczny w szkołach średnich. Autor od początku swoich rozważań, bez jakiegokolwiek zawahania, stawia tezę o potrzebie zachowania polskiego złotego jako naszej waluty krajowej, dla której kurs wyznaczany jest w sposób płynny.

Książka ta wnosi znaczący wkład w rozwój ekonomii i finansów.

dr hab. Mariusz Andrzejewski, prof. UEK



Dbamy o wartość polskiego pieniądza