

**Jacek Pietrucha\***

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

## RÓŻNICE W WYSOKOŚCI STÓP PROCENTOWYCH A NIERÓWNOWAGI MAKROEKONOMICZNE W STREFIE EURO

### Streszczenie

W artykule przedmiotem zainteresowania są różnice w wysokości stóp procentowych przed przyjęciem euro jako źródło narastania nierównowag makroekonomicznych. Przeanalizowano różnice nominalnych oraz realnych stóp procentowych dla krajów dotkniętych kryzysem i wyciągnięto wnioski dla Polski. Występujące różnice między Polską a strefą euro mogą wskazywać na zbliżony do krajów dotkniętych kryzysem potencjał do narastania nierównowag makroekonomicznych. Oznacza to, że w przypadku przyjęcia wspólnej waluty polityka gospodarcza musi być przygotowana na działania pozwalające na zahamowanie lub skorygowanie nierównowag makroekonomicznych.

**Słowa kluczowe:** strefa euro, nierównowagi makroekonomiczne, akcesja, euro, konwergencja nominalna

### Wprowadzenie

W dyskusjach nad konwergencją nominalną niezbędną w związku z utworzeniem unii walutowej wiele miejsca poświęca się jej formalnemu rozumieniu narzuconemu przez prawo unijne w postaci kryteriów konwergencji nominalnej. Doświadczenia kryzysu w strefie euro (SE) wskazują jednak, że jest to niewystarczające

---

\* Adres e-mail: [jacek.pietrucha@ue.katowice.pl](mailto:jacek.pietrucha@ue.katowice.pl).

ujęcie. Wszystkie kraje dotknięte kryzysem spełniły formalne kryteria (z wyjątkiem kryterium budżetowego przez Grecję), a jednak to niedostatki konwergencji nominalnej stanowiły jedno ze źródeł kryzysu. W artykule skoncentrowano się na roli różnic w wysokości stóp procentowych w narastaniu nierównowag makroekonomicznych, które następnie doprowadziły, w okresie globalnego kryzysu, do zaostrożenia tego kryzysu w krajach SE. Celem artykułu jest przeanalizowanie różnic w wysokości stóp procentowych w okresie przyjmowania wspólnej waluty i ich znaczenia dla nierównowag.

W artykule skoncentrowano się na krajach peryferyjnych strefy euro dotkniętych kryzysem i objętych różnymi formami wsparcia finansowego ze strony UE – Grecji, Irlandii, Hiszpanii i Portugalii (Irlandia objęta była programem pomocowym w latach 2010–2013, Grecja od 2010 r., Hiszpania w latach 2012–2014, Portugalia w latach 2011–2014). W analizie uwzględniono również dane dla dwóch krajów Europy Środkowej i Wschodniej, które przystąpiły do SE – Słowenii i Słowacji. W pierwszym z tych krajów również narastały znaczące nierównowagi makroekonomiczne, w drugim z nich do chwili obecnej takich procesów nie można zaobserwować, trzeba jednak uwzględnić fakt, że Słowacja przyjmowała wspólną walutę w okresie kryzysu światowego, w związku z tym globalna sytuacja nie sprzyjała narastaniu boomów kredytowych. W porównaniach zdecydowano się na spread względem stopy niemieckiej, a nie strefy euro, z kilku powodów. Po pierwsze, przed 1999 rokiem nie występowała wspólna stopa dla strefy euro, a po utworzeniu SE nie występuje nadal długoterminowa. Nie występuje również realna wspólnotowa stopa. Po drugie, na wspólnotowe wartości podawane w statystykach Eurostatu składają się stopy narodowe, co jednak oznacza, że uwzględniane są również stopy tych krajów, w których wystąpiły nierównowagi. Zdecydowano się zatem na wybór jako punktu odniesienia Niemiec – największej gospodarki SE, relatywnie zrównoważonej makroekonomicznie.

## 1. Stopy procentowe a przystąpienie do unii walutowej

Wysokość stóp procentowych odzwierciedla wiele istotnych parametrów strukturalnych i koniunkturalnych gospodarek. Warto szczegółowo omówić następujące kwestie. Po pierwsze, nominalna stopa procentowa może być zdekomponowana na trzy składowe:

$$i = r^{rf} + PR + \pi^e,$$

gdzie:

- $i$  – nominalna stopa procentowa,
- $r^{rf}$  – realna stopa procentowa wolna od ryzyka,
- $PR$  – premia za ryzyko,
- $\pi^e$  – oczekiwana inflacja<sup>1</sup>.

Utworzenie unii walutowej może mieć wpływ na premię za ryzyko oraz oczekiwania inflacyjne. W krajach o słabszych i mniej stabilnych gospodarkach w przeszłości wejście do unii oznacza spadek premii za ryzyko, może także ustabilizować oczekiwania inflacyjne na poziomie wspólnotowego celu inflacyjnego.

Po drugie, część podejść teoretycznych w ekonomii zakłada występowanie stopy procentowej równowagi. Pojęcie stopy procentowej równowagi (lub stopy procentowej naturalnej) odnosi się zazwyczaj do poziomu stopy procentowej zgodnej z długookresową równowagą w gospodarce<sup>2</sup>. Stopy te między innymi są wyższe w krajach, których gospodarka znajduje w procesie konwergencji. Stworzenie unii walutowej w warunkach zróżnicowania stóp procentowych równowagi oznacza, że dla poszczególnych krajów członkowskich stopy procentowe mogą być nieadekwatne. Należy oczekiwać, że w krajach o wyższym PKB *per capita*, wyższym zasobie kapitału, wolniejszym wzroście produktywności i wolniejszym wzroście PKB naturalna stopa procentowa będzie niższa, a tym samym wspólnotowa zbyt wysoka. Z kolei w krajach o niższym PKB *per capita*, niższym zasobie kapitału *per capita*, wyższym wzroście produktywności i wyższym wzroście PKB naturalna stopa procentowa będzie wyższa, a tym samym wspólna stopa procentowa zbyt niska.

Po trzecie, punktem odniesienia co do właściwej wysokości krótkoterminowej stopy procentowej może być tzw. reguła Taylora.

$$i = \pi + r^* + \lambda (\pi - \pi^*) + 1 - \lambda (X),$$

gdzie:

- $i$  – stopa procentowa zgodna z regułą Taylora,

---

<sup>1</sup> P. Howells, K. Bain, *The Economics of Money, Banking and Finance*, Prentice Hall, London 2008, s. 197.

<sup>2</sup> M. Brzoza-Brzezina, *Rola naturalnej stopy procentowej w polskiej polityce pieniężnej*, „*Ekonomista*” 2003, nr 5; T. Laubach, J. Williams, *Measuring the Natural Rate of Interest*, „*Review of Economics and Statistics*” 2003, Vol. 85, nr 4.

- $r^*$  – stopa procentowa równowagi,  
 $\pi$  – inflacja,  
 $\pi^*$  – cel inflacyjny banku centralnego,  
 $X$  – luka produktowa (odchylenie rzeczywistego PKB od potencjalnego)<sup>3</sup>.

Krótkoterminowa stopa procentowa zależna jest zatem od czynników strukturalnych decydujących o stopie procentowej równowagi oraz czynnikach koniunkturalnych (odchylenia od produktu potencjalnego). Jako że czynniki te mogą być zróżnicowane między krajami unii walutowej (zróżnicowanie stóp procentowych równowagi, wysokości inflacji lub luki popytowej), jednolita krótkookresowa stopa procentowa może nie być adekwatna dla niektórych krajów.

Po czwarte, w warunkach występowania różnic inflacyjnych między krajami należącymi do unii walutowej jednolita nominalna stopa procentowa może oznaczać zróżnicowane stopy realne. Jeśli przyjąć równanie Fischera realnej stopy procentowej:

$$i = r + \pi^e + (r \cdot \pi^e).$$

W ustabilizowanych gospodarkach, gdy  $r$  i  $\pi$  są małe, to:

$$i \approx r + \pi^e.$$

Jeśli zamiast oczekiwań inflacyjnych uwzględnić rzeczywistą inflację, to realna stopa procentowa *ex post* to:

$$i \approx r + \pi.$$

Wyższa inflacja w jednym z krajów członkowskich oznacza niższą realną stopę procentową w tym kraju (nawet jeśli nominalna stopa procentowa dla całego ugrupowania jest identyczna). W efekcie powstaje mechanizm asymetrycznego, procyklicznego oddziaływania wspólnotowej polityki pieniężnej, zwany w literaturze przedmiotu krytyką Waltersa<sup>4</sup>. W kraju o wyższej inflacji na tle pozostałych krajów członkowskich (na przykład w wyniku wyższej uporczywości inflacji w związku

<sup>3</sup> J.B. Taylor, *Discretion Versus Policy Rules in Practice*, „Carnegie-Rochester Series on Public Policy” 1993, Vol. 39; A. Wojtyła, *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004.

<sup>4</sup> A. Walters, *Walters Critique*, w: *The Economics and Politics of Money: The Selected Essays of Alan Walters*, red. K. Matthews, Elgar, Cheltenham–Northampton 1994.

z przeszłością inflacyjną kraju, efektu Balassy-Samuelsona w kraju doganiającym, różnic strukturalno-instytucjonalnych, np. w instytucjach rynku pracy, wystąpienia szoku asymetrycznego) realna stopa procentowa staje się niższa, co oznacza *de facto* bardziej ekspansywną politykę pieniężną aniżeli w pozostałych krajach i dalszy wzrost presji inflacyjnej.

Zmiany stopy procentowej w związku z przyjęciem wspólnej waluty mogą mieć charakter:

- dostosowania do zmienionych warunków strukturalnych i koniunkturalnych (niższa premia za ryzyko, niższe oczekiwania inflacyjne) związanych z uczestnictwem w unii walutowej, co należy uznać za korzyść z integracji,
- nadmiernej zmiany (np. nadmiernego spadku) niemającego uzasadnienia w zmienionych uwarunkowaniach strukturalnych i koniunkturalnych, a wynikającej z niezbędnych dostosowań instytucjonalnych (jednolita polityka pieniężna, jednolity rynek pieniężny) oraz ewentualnego przestrzelenia oczekiwań związanych ze skutkami wejścia do unii walutowej.

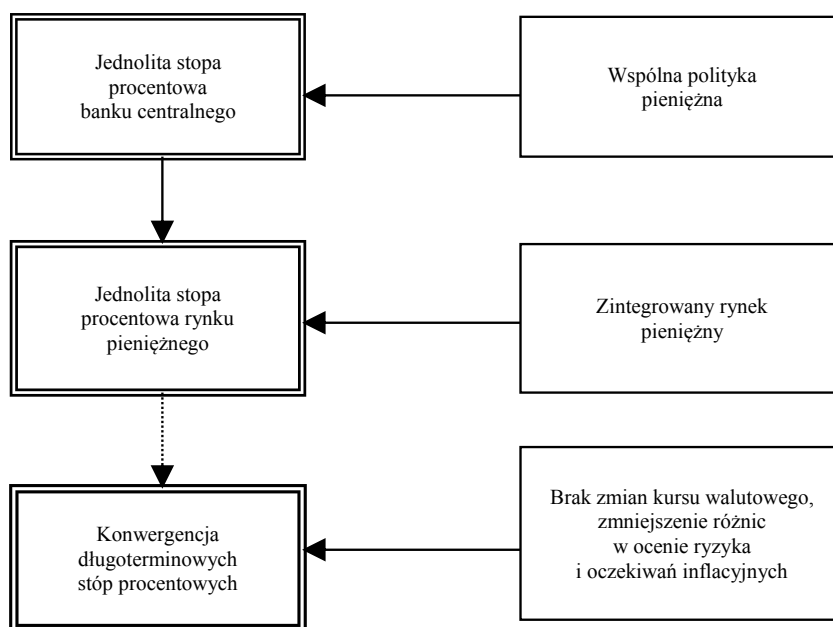
W drugim z opisanych przypadków zwiększeniu ulega potencjał do narastania nierównowag makroekonomicznych.

## 2. Stopy procentowe po utworzeniu strefy euro

W warunkach instytucjonalnych SE przyjęcie wspólnej waluty oznacza ujednoczenie stopy procentowej banku centralnego (ustalanej przez Europejski Bank Centralny) oraz krótkoterminowej stopy procentowej (rysunek 1). To ostatnie wynika z tego, że stopa procentowa rynku pieniężnego (w strefie euro stopa EURIBOR) odgrywa znaczącą rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, w związku z tym rynek pieniężny został ujednoczony. Nie występuje natomiast żaden mechanizm (zarówno formalny, jak i rynkowy) bezpośredniego ujednoczania pozostałych stóp procentowych, w tym długoterminowych stóp procentowych. Nie wymaga tego prawo wspólnotowe, a skala przeniesienia zmian stóp krótkoterminowych na długoterminowe jest ograniczona i zmienna między krajami. Jednak ze względu na to, że uczestniczenie we wspólnym obszarze walutowym może sprzyjać zbliżeniu premii za ryzyko oraz oczekiwań inflacyjnych, długoterminowe nominalne stopy procentowe także mogą ulegać zbliżeniu.

Spadek nominalnych stóp procentowych (długo- i krótkoterminowych) w relacji do początków lat 90. ubiegłego wieku odnotowały wszystkie kraje tworzące SE (proces ten rozpoczął się już przed przyjęciem wspólnej waluty). Szczególnie znaczące spadki krótkoterminowych nominalnych stóp procentowych miały jednak miejsce w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Portugalii (rysunki 2 i 4). Efekt spadku stóp wystąpił także w Słowenii i na Słowacji. Również szacunki odchyień krótkoterminowych stóp procentowych od reguły Taylora wskazują wysoce ekspansywny charakter wspólnej polityki pieniężnej EBC w krajach peryferyjnych<sup>5</sup>.

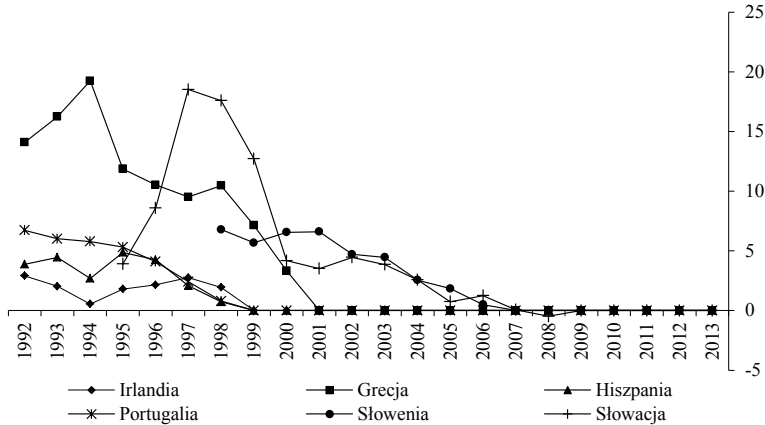
Rysunek 1. Stopy procentowe w unii walutowej



Źródło: opracowanie własne.

<sup>5</sup> R. Ahrend, B. Cournède, R. Price, *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, „OECD Economics Department Working Papers” 2008, No. 597; A. van Poeck, *One Money and Sixteen Needs: Has The ECB's Monetary Policy Become More Balanced Towards the Needs of the Member States?*, „De Economist” 2010, Vol. 158, No. 1, s. 43–60; G. Flaig, T. Wollmershaeuser, *Does The Euro-Zone Diverge? A Stress Indicator For Analyzing Trends and Cycles in Real GDP and Inflation*, „Cesifo Working Paper” 2007, No. 1937.

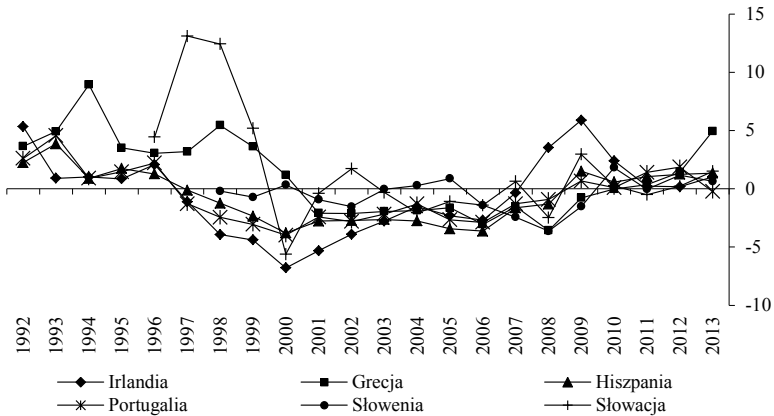
Rysunek 2. Nominalna krótkoterminowa stopa procentowa w wybranych krajach strefy euro



Różnica względem analogicznej stopy niemieckiej.

Źródło: AMECO, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm) (dostęp 11.09.2014).

Rysunek 3. Realna krótkoterminowa stopa procentowa w wybranych krajach strefy euro



Źródło: AMECO, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm) (dostęp 11.09.2014).

Interpretowanie różnic dotyczących realnych stóp procentowych jest trudniejsze. Jeśli między krajem aspirującym a krajami należącymi do unii walutowej występują różnice w wysokości realnej stopy procentowej, to mogą one wynikać z:

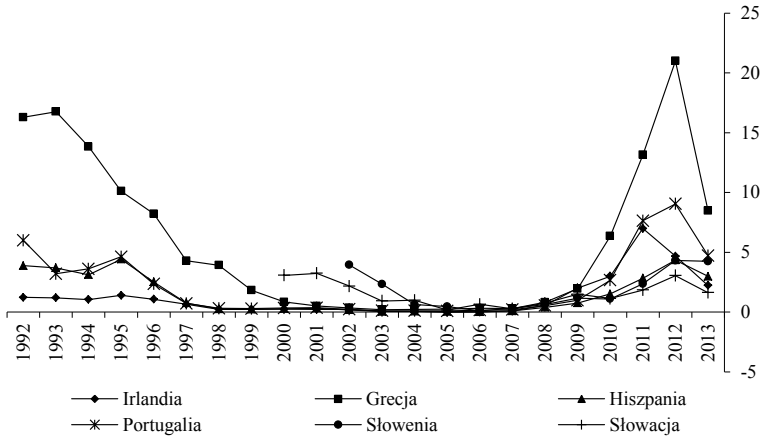
- występujących nierównowag makroekonomicznych (w kraju kandydującym lub w unii walutowej) objawiających się m.in. nadmierną inflacją lub deflacją,
- niedopasowania realnej stopy procentowej do stopy procentowej występującej w unii walutowej, np. właściwa dla kraju kandydującego stopa procentowa jest wyższa niż w unii walutowej.

Na ekspansywny charakter wspólnej polityki pieniężnej w krajach peryferyjnych strefy euro miały także wpływ występujące w chwili akcesji różnice inflacyjne, utrzymujące się również w następnych latach. W okresie przygotowawczym do wejścia do SE można zauważyć lekkie wzrosty realnej stopy procentowej. Wynikało to m.in. z wysiłków podejmowanych w warunkach trudności z realizacją nominalnych kryteriów konwergencji, zmierzających do poprawy stabilności makroekonomicznej i punktowego (tj. na moment dokonywania oceny) zrealizowania kryteriów. Jednak po przyjęciu wspólnej waluty wyższa niż w pozostałych krajach unii inflacja powodowała, że realna stopa procentowa (przy identycznej lub zbliżonej nominalnej) była odpowiednio niższa niż w pozostałych krajach strefy euro. Ostatecznie kraje peryferyjne odnotowały znaczące spadki realnych stóp procentowych, przy czym w latach 1999–2008 były one niższe (ze względu na wyższą inflację) niż występujące w Niemczech (rysunki 3 i 5). Przykładowo utrzymujące się różnice inflacyjne między Grecją a głównymi gospodarkami strefy euro spowodowały, że realne stopy procentowe były w tym kraju niższe niż np. w Niemczech.

Częściowo reakcja stóp procentowych po utworzeniu strefy euro wynikała z dostosowań do zmienionych warunków strukturalnych (braku zmian kursu walutowego, zbliżenie oczekiwań inflacyjnych i premii za ryzyko), a zatem zbliżenie stóp procentowych i ich spadek w krajach o dotychczas wysokich stopach po części ma „dobry” charakter, tj. wynika z dostosowania do nowych warunków, nie stwarza zagrożeń dla równowagi i ma tym samym charakter korzyści z wejścia do unii walutowej. W części jednak może stanowić zagrożenie, zwłaszcza wówczas, gdy spadek stóp procentowych jest nadmierny w stosunku do stopy procentowej właściwej ze względu na specyfikę strukturalną lub koniunkturalną danego kraju. Stopa procentowa równowagi kraju przystępującego może odbiegać od stopy procentowej



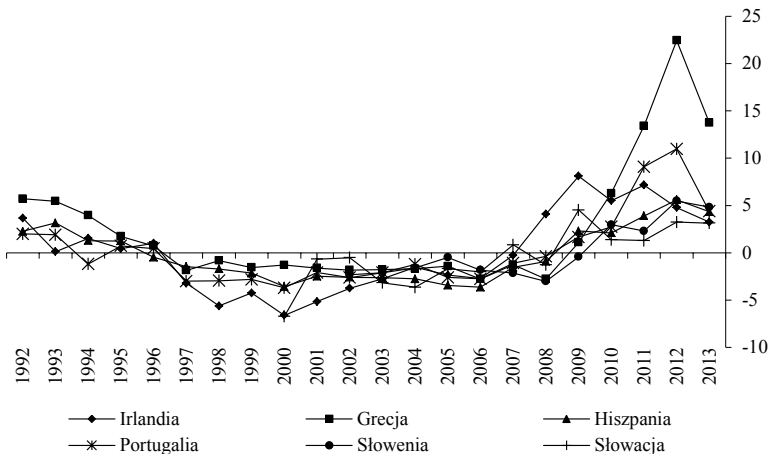
Rysunek 4. Nominalna długoterminowa stopa procentowa  
w wybranych krajach strefy euro



Różnica względem analogicznej stopy niemieckiej.

Źródło: AMECO, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm) (dostęp 11.09.2014).

Rysunek 5. Realna długoterminowa stopa procentowa  
w wybranych krajach strefy euro



Źródło: AMECO, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm) (dostęp 11.09.2015).

równowagi w krajach unii walutowej lub przebieg cyklu koniunkturalnego odbiegać od charakterystyki cyklu w unii walutowej. Zagrożeniem jest również przestrzelenie oczekiwań co do skali konwergencji, w tym spadku premii za ryzyko (jakie miało miejsce w pierwszym okresie istnienia SE), a tym samym nadmierny spadek stóp procentowych. Przykładowo w Grecji stopy długoterminowe nominalne spadły z około 25% na początku lat 90. XX wieku poniżej 5%, co należy interpretować w ten sposób, że uczestnicy rynków finansowych uznali, że w związku z przystąpieniem Grecji do unii walutowej premia za ryzyko związana z greckimi obligacjami skarbowymi jest zbliżona do niemieckiej.

### 3. Stopy procentowe a nierównowagi makroekonomiczne w strefie euro

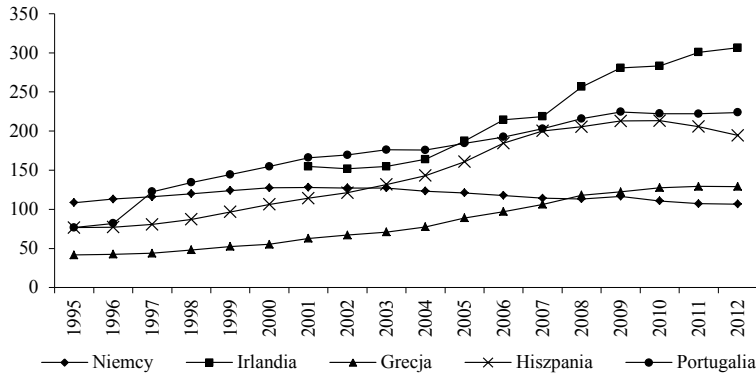
Za źródło narastania nierównowag uważa się zwłaszcza poluzowanie ograniczenia budżetowego, jakie miało miejsce w związku z przystępowaniem do strefy euro<sup>6</sup>. Złożyło się na to kilka zjawisk, jednak kluczową przyczyną był spadek stóp procentowych<sup>7</sup>. Wejście do SE wywołało, zwłaszcza w przypadku krajów peryferyjnych, znaczny spadek krótko- i długoterminowych stóp procentowych, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym (rysunki 2–5). To, w powiązaniu z poprawą dostępu do finansowania międzynarodowego (co ułatwiło refinansowanie krajowego kredytu na międzynarodowych rynkach pieniężnych) oraz optymistycznymi oczekiwaniami odnoszącymi się do przyszłości gospodarki, sprzyjało wzrostowi zadłużenia prywatnego (rysunek 6).

Spadek stóp procentowych sprzyjał nie tylko boomowi kredytowemu w sektorze prywatnym, ale także osłabieniu rynkowego ograniczenia dla narastania nierównowagi w finansach publicznych. Przyjęcie wspólnej waluty przyczyniło się krajach peryferyjnych SE do znacznego spadku kosztów obsługi długu publicznego (np. w Grecji o ok. 7% PKB). Zmniejszyło to w wielu krajach presję na stabilizowanie finansów publicznych. W wielu krajach peryferyjnych budżetowe korzyści związane z przystąpieniem do strefy euro (spadek kosztów obsługi długu oraz przejściowy wzrost dochodów publicznych) spożytkowano na wzrost konsumpcji publicznej.

<sup>6</sup> Szerzej por. J. Pietrucha, J. Czech-Rogosz, M. Tusińska, *Nierównowaga zewnętrzna krajów strefy euro*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013, s. 53.

<sup>7</sup> J. Pietrucha, *Kryzys w strefie euro jako tło zmian w zarządzaniu gospodarczym*, w: *Zarządzanie gospodarcze w strefie euro*, red. J. Pietrucha, J. Żabińska, Difin, Warszawa 2014.

Rysunek 6. Dług sektora prywatnego (jako % PKB) w wybranych krajach strefy euro



Definicja procedury nierównowagi makroekonomicznej.

Źródło: Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbances-procedure/indicators> (dostęp 11.09.2014).

Obydwa zjawiska – boom kredytowy w sektorze prywatnym oraz zmiana struktury wydatków publicznych (wzrost konsumpcji publicznej) – sprzyjały wzrostowi popytu. Wzrostowi popytu krajowego w rachunku dochodu narodowego towarzyszy pogorszenie eksportu netto, a szerzej rachunku bieżącego, gdyż eksport netto (lub szerzej saldo rachunku bieżącego) jest równy różnicy między PKB a sumą wydatków krajowych (popytu krajowego)<sup>8</sup>.

Znaczne różnice w wysokości stóp procentowych w okresie poprzedzającym przystąpienie do unii walutowej wskazują zatem na zagrożenia związane z uruchomieniem procesów prowadzących do boomu kredytowego i popytowego po przyjęciu wspólnej waluty. Przy czym krótkookresowa stopa procentowa istotna jest zwłaszcza dla rynku kredytowo-depozytowego oraz boomu kredytowego w sektorze prywatnym, długookresowa ważna jest zwłaszcza z punktu widzenia kosztów zadłużania finansów publicznych. Różnic w wysokości stóp procentowych nie należy przy tym interpretować tylko formalnie, tj. z punktu widzenia spełnienia traktatowego kryterium konwergencji.

<sup>8</sup> Co można zapisać następująco:  $NX = Y - (C + I + G)$ , gdzie  $NX$  to różnica między eksportem a importem,  $Y$  to PKB,  $C$  to konsumpcja prywatna,  $I$  to inwestycje,  $G$  to wydatki rządowe. Szerzej por. P. Montiel, *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 40 i n.

#### 4. Różnice w wysokości stóp procentowych między Polską a strefą euro

W tabeli 1 zestawiono dla krajów, w których wystąpiły znaczne nierównowagi makroekonomiczne, oraz Słowenii i Słowacji dane obrazujące konwergencję nominalną na 8 lat, 5 lat i rok przed przyjęciem wspólnej waluty, a także dane dla Polski. Dane dla Polski za rok 2013 dają zróżnicowany obraz. Różnice dotyczące stóp procentowych nie odbiegają znacząco od tej, jaka występowała w takich krajach, jak Hiszpania czy Portugalia na kilka lat przed przyjęciem wspólnej waluty, są natomiast niższe aniżeli w przypadku Grecji, wyższe niż w Irlandii.

Tabela 1. Stopy procentowe w okresie przystępowania do strefy euro

	Polska			Grecja			Hiszpania			Irlandia			Portugalia			Słowacja			Słowenia		
	2013	8*	5*	1*	8	5	1	8	5	1	8	5	1	8	5	1	8	5	1		
Nominalna krótkoterminowa stopa procentowa**	2,8	16,2	10,5	3,3	4,1	2,6	0,7	1,3	0,6	1,9	8,4	5,8	0,8	3,5	2,5	-0,5	6,8	6,6	0,5		
Nominalna długoterminowa stopa procentowa**	2,5	16,7	8,2	0,8	2,9	3,1	0,2	0,7	1,1	0,2	6,1	3,6	0,3	3,2	0,1	0,7	bd	3,9	0,1		
Realna krótkoterminowa stopa procentowa**	3,6	4,9	3,1	-2,1	2,3	0,9	-1,2	5,3	1,0	-3,9	2,6	0,9	-2,4	-0,4	-2,1	-2,5	-0,2	-0,9	-1,4		
Realna długoterminowa stopa procentowa**	3,3	5,4	0,7	-1,3	1,8	1,3	-1,8	4,9	1,5	-5,7	0,9	-1,2	-1,9	-0,7	-3,6	-1,2	bd	-2,3	-1,8		

\* Liczba lat przed przystąpieniem do strefy euro.

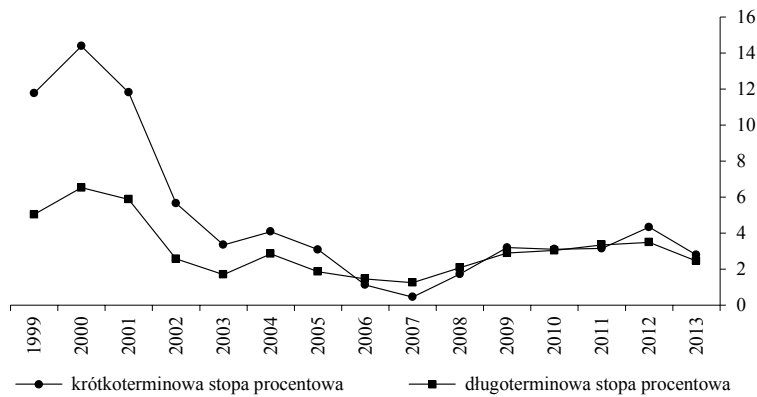
\*\* Spread względem analogicznej stopy niemieckiej.

Źródło: AMECO – obliczenia własne.

Bieżąca wielkość luki zależna jest jednak od licznych zdarzeń (faza cyklu koniunkturalnego, jednorazowe działania polityki gospodarczej). Punktowa analiza może być zatem myląca. W ostatnich latach wzrosła różnica zarówno w przypadku krótkoterminowej, jak i długoterminowej stopy (rysunek 7), pomimo że jedne i drugie spadały w Polsce i osiągnęły historycznie rekordowo niskie poziomy. Europejski Bank Centralny, w reakcji na kryzys, prowadzi relatywnie ekspansywną politykę pieniężną (z główną stopą bliską zero, a depozytową ujemną). W tym samym okresie NBP nie był zmuszony do tak radykalnych działań i chociaż obniżał oprocentowanie, to stopy spadały wolniej. Z kolei w przypadku długoterminowych stóp procentowych, w wyniku kryzysu i znacznego wzrostu niepewności w gospodarce światowej, doszło do dywergencji stóp w strefie euro i znacznych spadków

rentowności niemieckich obligacji (stanowiących „bezpieczną przystań” na okres kryzysu). Można zatem oczekiwać, że po ustaniu efektów związanych z kryzysem globalnym i w strefie euro luka w zakresie stóp procentowych ulegnie zmniejszeniu.

Rysunek 7. Nominalne stopy procentowe w Polsce



Spread względem EURIBOR dla krótkoterminowej i względem niemieckiej dla długoterminowej stopy procentowej.

Źródło: AMECO.

Analizując różnice w wysokości stopy procentowej między Polską a krajami SE należy uwzględnić następujące kwestie:

1. Dane dotyczące realnej stopy procentowej *ex post* nie oddają w pełni różnic w wysokości realnej stopy procentowej. Nominalna stopa procentowa zasadniczo powinna być deflowana o wysokość oczekiwań inflacyjnych, a te mogą być odmienne od rzeczywistej inflacji. Gdyby były zaczepione o wysokość celu inflacyjnego, procykliczny efekt realnych stóp nie występowałby. Oczekiwania inflacyjne w Polsce mają jednak przede wszystkim ekstrapolacyjny charakter i nie są zaczepione o cel inflacyjny NBP i trudno oczekiwać, że zaczepienie o cel EBC byłoby większe.
2. Skala zmniejszania różnic w wysokości długoterminowych stóp procentowych po wejściu Polski do strefy euro prawdopodobnie będzie mniejsza niż w przypadku krajów przystępujących wcześniej. Jest niemal niemożliwe, aby po doświadczeniach kryzysu w strefie euro ponownie nastąpiło tak silne przestrzelenie oczekiwań co do spadku premii za ryzyko. Wskazuje na to

także dywergencja w zakresie długoterminowych stóp procentowych krajów strefy euro po kryzysie.

3. Wysokość stopy procentowej (koszt kredytu) jest tylko jednym z czynników określających wzrost zadłużenia prywatnego i publicznego. W przypadku sektora prywatnego, obok czynników związanych z kosztem kredytu, istotną rolę ogrywa polityka kredytowa banków, na którą można oddziaływać instrumentami polityki nadzorczej. Podobną rolę w przypadku finansów publicznych odgrywają reguły fiskalne.
4. Trudno jest również wskazać naturalną granicę dotyczącą skali różnic w wysokości stóp procentowych oddzielającą kraje, które mogą do strefy euro przystąpić, i te, dla których taka decyzja jest niebezpieczna. Nie jest możliwe jednoznaczne stwierdzenie, przy jakim poziomie dysparytetu stóp procentowych czy też różnic inflacyjnych należy powstrzymać się od wejścia do unii walutowej. Jednak im większa luka, tym poważniejsze staje się potencjalne zagrożenie narastania nierównowag makroekonomicznych i tym większe wyzwania dla prowadzonej polityki gospodarczej.

## Podsumowanie

Wejście do unii walutowej w warunkach dysproporcji stóp procentowych może rodzić zagrożenie dla równowagi makroekonomicznej. Takie wnioski płyną z doświadczeń kilku krajów do tej pory przystępujących do strefy euro. Występujące w chwili obecnej różnice w wysokości stóp procentowych między Polską a strefą euro są na tyle niskie, że Polska spełnia formalne kryterium konwergencji dotyczące stóp procentowych. Jednocześnie jednak różnice te są zbliżone do tych występujących w krajach, które zanotowały nierównowagi makroekonomiczne (tylko w stosunku do Grecji niższe). Występujące od wejścia do UE różnice wciąż wskazują na pewien poziom niedostosowania, a co za tym idzie – potencjał do narastania nierównowag w przypadku przystąpienia do unii walutowej. Fakt ten powinien być uwzględniany przy projektowaniu polityki gospodarczej w warunkach ewentualnego członkostwa w strefie euro.

## Literatura

- Ahrend R., Cournède B., Price R., *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, „OECD Economics Department Working Papers” 2008, No. 597.
- Brzoza-Brzezina M., *Rola naturalnej stopy procentowej w polskiej polityce pieniężnej*, „Ekonomista” 2003, nr 5.
- Flaig G., Wollmershaeuser T., *Does The Euro-Zone Diverge? A StressIndicator For Analyzing Trends and Cycles in Real GDP and Inflation*, „Cesifo Working Paper” 2007, No. 1937.
- Howells P., Bain K., *The Economics of Money, Banking and Finance*, Frentice Hall, London 2008.
- Laubach T., Williams J., *Measuring the Natural Rate of Interest*, „Review of Economics and Statistics” 2003, Vol. 85, No. 4.
- Montiel P., *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Pietrucha J., Czech-Rogosz J., Tusińska M., *Nierównowaga zewnętrzna krajów strefy euro*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013.
- Pietrucha J., *Kryzys w strefie euro jako tło zmian w zarządzaniu gospodarczym*, w: *Zarządzanie gospodarcze w strefie euro*, red. J. Pietrucha, J. Żabińska, Difin, Warszawa 2014.
- Poeck A. van, *One Money and Sixteen Needs: Has The ECB’s Monetary Policy Become More Balanced Towards the Needs of the Member States?*, „De Economist” 2010, Vol. 158, No. 1.
- Taylor J.B., *Discretion Versus Policy Rules in Practice*, „Carnegie-Rochester Series on Public Policy” 1993, Vol. 39.
- Walters A., *Walters Critique*, w: *The Economics and Politics of Money: The Selected Essays of Alan Walters*, red. K. Matthews, Elgar, Cheltenham–Northampton 1994.
- Wojtyna A., *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004.

## INTEREST RATES CONVERGENCE AND MACROECONOMIC IMBALANCES IN EURO AREA

### Abstract

Paper discusses lack of interest rates convergence prior to euro adoption as the reason of eurozone crisis. Paper examines spreads of nominal and real interest rates. Taking into account differences in interest rates between Poland and the euro area (similar to the

countries affected by the crisis prior to joining eurozone), there is a potential for accumulation of macroeconomic imbalances, especially if we take into consideration the state of the real convergence. This means that in the case of adoption of a common currency, economic policy must be prepared to act allowing the suppression or correction of macroeconomic imbalances.

*Translated by Jacek Pietrucha*

**Keywords:** Euro area, macroeconomic imbalances, accession, euro, nominal convergence

**JEL codes:** E42, E43, F36