

Wawrzyniec Michalczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## Długoterminowa stopa procentowa jako wyznacznik konwergencji. Przypadek Polski

Celem artykułu jest przedstawienie długoterminowej stopy procentowej jako jednego z wyznaczników konwergencji, a także wykorzystania jej do oceny zbieżności polskiej gospodarki w stosunku do strefy euro. Jako metodę badawczą zastosowano analizę literatury i danych statystycznych. Badanie objęło okres od maja 2004 r. do grudnia 2013 r. Wydaje się, że długoterminowa stopa procentowa stanowi jeden z istotniejszych mierników konwergencji gospodarek. Podstawową tego przyczyną jest wpływ na jej poziom nie tylko uwarunkowań rynkowych, ale również determinant mających swoje źródło w jakości polityki gospodarczej (cel inflacyjny, wiarygodność władz, sytuacja w finansach publicznych itp.). Pomimo stosunkowo wysokiej wartości stopy długoterminowej w Polsce na tle innych krajów Unii Europejskiej spoza strefy euro w analizowanym okresie, można zaobserwować długookresowy trend spadkowy w zakresie różnicy pomiędzy jej poziomem dla Polski i średnim w unii walutowej. To zjawisko może wskazywać na stopniowe pogłębianie konwergencji i coraz większą gotowość gospodarki polskiej na przyjęcie euro.

### The long-term interest rate as a determinant of convergence. The case of Poland

The aim of the article is to present the characteristics of the long-term interest rate as one of the determinants of convergence as well as to use it in order to assess the convergence of Polish economy in relation to the euro area. As research methods, an analysis of literature and an analysis of statistical data were utilised. The research period starts in May 2004 and ends in December 2013. The long-term interest rate seems to be one of the most important measures of the economies' convergence. The main reason is that its level is influenced not only by market conditions but also by determinants having their origin in the quality of economic policy (inflation target, authorities' credibility, the situation in the public finance, etc.). Despite the relatively high value of the long-term interest rate in Poland in the analysed period compared to other European Union member states outside the euro area, one can observe a long-term downward trend in the difference between its level in Poland and the monetary union's average. This phenomenon may indicate a gradual deepening of the convergence and increasing readiness of Polish economy to adopt the euro.

Keywords: long-term interest rate, convergence, euro, Polish economy

Klasyfikacja JEL: E40, E43, F36, G12, O47

## Wprowadzenie

Przez wiele lat zarówno ekonomiści głównego nurtu, jak i politycy nie doceniali wpływu odpowiedniego stopnia konwergencji gospodarek wchodzących w skład unii walutowej na spełnienie oczekiwań związanych z jej utworzeniem i funkcjonowaniem. Wyrazem tego było chociażby sformułowanie tzw. hipotezy endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego, a także, jak się okazało, nadmierny optymizm przy powoływaniu do życia strefy euro pod koniec lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Kryzys w europejskich finansach publicznych, chociaż wynikły z wielu różnorodnych przesłanek, przyczynił się jednak do powrotu w dyskusjach ekonomicznych m.in. właśnie do problemu określenia właściwego wymaganego poziomu konwergencji gospodarek, które dążą do przyjęcia wspólnej waluty.

Celem niniejszego opracowania jest scharakteryzowanie długoterminowej stopy procentowej jako jednego z wyznaczników tej konwergencji oraz wykorzystanie tego miernika do oszacowania zbieżności gospodarki Polski względem strefy euro. Jako metodę badawczą wykorzystano analizę literatury oraz danych statystycznych. Przyjęty dla analiz okres to maj 2004 r. – grudzień 2013 r., wyznaczony, z jednej strony, momentem akcesji Polski do Unii Europejskiej, co miało przełożenie na jej postrzeganie na arenie międzynarodowej i, pośrednio, na determinanty poziomu stopy długoterminowej, a z drugiej – dostępnością danych empirycznych w momencie przygotowywania tekstu.

### 1. Pojęcie konwergencji i jej zakres

Słowo „konwergencja” (ang. *convergence*, czyli „zbieżność”, „spójność”, „podobieństwo”) określa pojęcie oznaczające upodabnianie się struktur gospodarczych, kulturowych i społecznych. Pojęcie to – i jego zastosowanie do analiz procesów gospodarczych, w szczególności dotyczących integracji monetarnej – zajmuje centralne miejsce w tzw. teorii konwergencji, będącej m.in. rozwinięciem i uzupełnieniem teorii optymalnych obszarów walutowych. Odpowiednio wysoki poziom konwergencji (podobieństwa) gospodarek to jedna z najistotniejszych przesłanek stabilnego funkcjonowania obszaru walutowego. Wynika to przede wszystkim z możliwości wystąpienia tzw. wstrząsów asymetrycznych, uznawanych za jedno z największych zagrożeń dla unii monetarnej, ponieważ narzędzia wspólnej polityki pieniężnej są wobec nich nieskuteczne. Sposobem zapobiegania im jest tworzenie unii walutowych właśnie przez kraje o wysokim stopniu konwergencji [Michalczyk, 2012a, 2012b].

Teoria konwergencji wskazuje na pewne podstawowe obszary gospodarek, w ramach których powinny one być zbieżne, aby zapewnić, z jednej strony, stabilność kursu walutowego przed utworzeniem unii monetarnej, a z drugiej – brak wstrząsów asymetrycznych po jej utworzeniu. Ocena zbieżności poszczególnych dziedzin czy wskaźników pozwala *ex ante* określić podatność obszaru walutowego na ewentualne szoki [Borowiec, 2001; Borowski, 2000]. W literaturze wyróżnia się następujące, podstawowe obszary tak rozumianej konwergencji: podejście do finansów publicznych, procesy inflacyjne (w tym skłonność do tolerowania inflacji), cykl koniunkturalny (na którego synchronizację ma znaczny wpływ rozmiar i charakter wymiany między krajami), struktura gospodarki (w tym specjalizacja oraz elastyczność cenowa i dochodowa w handlu z zagranicą) i stopa procentowa [Albiński, 2008; Borowiec, 2001; Borowski, 2000, 2008; De Grauwe, 2003; Drabowski, 1985; Michalczyk, 2012a, 2012b; Pszczółka, 2006]. W tym kontekście należy podkreślić, że dysparytet stóp procentowych zarówno w teorii, jak i częstokroć w praktyce stanowi jeden z najważniejszych czynników indukujących wahania kursu, a wobec jego eliminacji w unii walutowej – wywołujących ryzyko szoków asymetrycznych. Stopę procentową, zarówno krótko-, jak i długoterminową, można także traktować jako zagregowany miernik stopnia konwergencji z uwagi na jej silną współzależność z innymi obszarami i zmiennymi makroekonomicznymi, takimi jak: tempo wzrostu cen, ogólny poziom ryzyka gospodarczego w kraju czy sposób zarządzania finansami publicznymi. Ten ostatni czynnik bardzo silnie wpływa na poziom stopy długookresowej, gdyż zawiera ona premię za ryzyko związane z ewentualnym nadmiernym zadłużaniem się władz i z efektami ich polityki. Należy też pamiętać o wpływie tzw. efektu wypychania, czyli korekty stopy procentowej pod wpływem ekspansji fiskalnej i związanego z tym zwiększonego popytu na kredyt na rynku finansowym [Michalczyk 2012a, 2012b]. Również Traktat z Maastricht uznaje poziom stopy procentowej za ważny wyznacznik zbieżności, stwierdzając w artykule 121, że „trwały charakter konwergencji [...] odzwierciedla się w poziomach długoterminowych stóp procentowych” [Traktat..., 2006].

Istotne znaczenie dla analiz konwergencji ma wyróżnienie jej dwóch rodzajów – nominalnej i realnej. Pierwszy z nich obejmuje podobieństwo wyłącznie podstawowych („nominalnych”) wskaźników makroekonomicznych, takich jak inflacja, stopa procentowa czy deficyt i dług publiczny, i stanowi jedynie warunek konieczny odporności gospodarki jednawalutowej na szoki. Konwergencja realna dotyczy natomiast rzeczywistego („realnego”) podobieństwa gospodarek, tj. ich struktury, cykli koniunkturalnych, wydajności, dochodu itd., a skala zagrożenia wstrząsami asymetrycznymi jest odwrotnie proporcjonalna do jej stopnia [Borowski, 2000; Frankel, 2005; Kurkowiak, 2008; Michalczyk 2012a, 2012b; Pronobis, 2008; Tchorek, 2008]. Teoria posługuje się dodatkowo zróżnicowanymi modelami do analiz konwergencji, wyróżniając np. tzw. sigma-konwergencję, czyli tenden-

cję do zmniejszania się skali rozproszenia dochodu pomiędzy krajami; beta-konwergencję, czyli dostosowanie tempa wzrostu gospodarczego w danym państwie do oddalenia poziomu dochodu od docelowego pułapu równowagi; konwergencję absolutną i warunkową (w zależności od założenia, czy każdy kraj ma swój własny docelowy poziom równowagi, czy też poziomy te są identyczne). W takim ujęciu konwergencję realną traktuje się nie tylko jako stan, ale i jako proces [Barro, 1997; Geodecki, 2006; Michalczyk, 2012a; NBP, 2009; Soszyńska, 2008; Young, Higgins, Levy, 2008].

Ogólnie zatem ujmując, uznaje się, że unię monetarną powinny tworzyć gospodarki o wysokim wzajemnym poziomie konwergencji. Swego czasu jednak w literaturze toczyła się dyskusja na temat tego, czy ten odpowiednio wysoki poziom zbieżności wymagany jest już przed przystąpieniem danego kraju do unii (*ex ante*), czy też funkcjonowanie wspólnego pieniądza poprzez pogłębianie stopnia integracji gospodarczej i intensyfikację wymiany przyczyni się *ex post* do osiągnięcia odpowiedniego stopnia konwergencji. Jednym z efektów tej dyskusji było sformułowanie tzw. hipotezy endogeniczności kryteriów integracji walutowej (w tym kryterium należytej konwergencji), zakładającej, że kraj, który nie spełnia ich przed przystąpieniem do obszaru jednowalutowego, powinien je samorzutnie spełnić już po pewnym czasie przynależności do niego [Bilski, 2006; Borowski, 2004; De Grauwe, 2003; Frankel, 1999; Frankel, Rose, 1998; Michalczyk, 2012a, 2012b; Pszczółka, 2006; Verdun, 2002; Wójcik, 2005]. Miałoby to dotyczyć w szczególności długoterminowych stóp procentowych, zwłaszcza w efekcie pogłębiania stopnia synchronizacji cykli koniunkturalnych [Michalczyk, 2012b]. Niemniej jednak, pojawiały się również głosy wskazujące na możliwość wystąpienia przeciwnego zjawiska, gdyż pogłębiająca się integracja gospodarcza, poprzez specjalizację i rozwój handlu międzygałęziowego czy wewnątrzgałęziowego pionowego, może spowodować zmniejszenie konwergencji w zakresie cykli koniunkturalnych [Eichengreen, 1992; Krugman, 1993].

Znaczenie hipotezy endogeniczności kryteriów integracji walutowej istotnie się zmniejszyło na skutek zjawisk kryzysowych w strefie euro na przełomie pierwszej i drugiej dekady XXI w. Za jedną z ważnych przyczyn recesji i negatywnych procesów w unii walutowej uznaje się właśnie brak odpowiedniego poziomu konwergencji gospodarczej. Niedostatek konwergencji np. w przypadku Grecji przejawiał się przede wszystkim w sferze finansów publicznych, a z kolei w odniesieniu do Hiszpanii czy Portugalii – zbyt wysokim poziomem stopy procentowej, której nagłe obniżenie po przystąpieniu do strefy euro poskutkowało boorem kredytowym, napięciami inflacyjnymi i spadkiem konkurencyjności. Na tym tle można sformułować wniosek, że długoterminowa stopa procentowa ma szczególne znaczenie w kontekście pomiaru konwergencji i szacowania możliwości niezakłóconego funkcjonowania danej gospodarki w obszarze jednowalu-

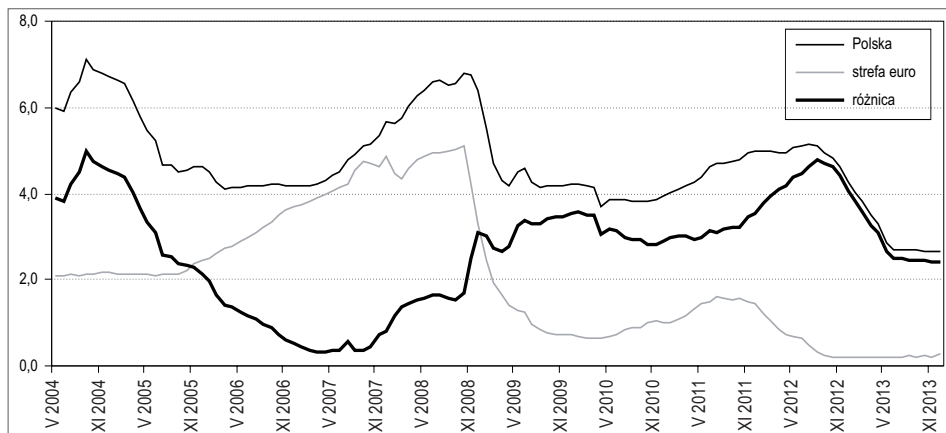
towym. Z jednej strony, wysoki stopień zgodności stopy długoterminowej wskazuje na poziom dyscypliny finansów publicznych odpowiednio dostosowany do innych krajów posługujących się wspólnym pieniądzem oraz na ogólny poziom ryzyka finansowego kraju. Jeśli jednak uwzględni się silną współzależność między stopą krótko- a długoterminową, to wysoka konwergencja tej drugiej względem wskaźników w pozostałych państwach unii walutowej daje przesłanki również właściwego dostosowania wspólnej polityki monetarnej do potrzeb danej gospodarki. Oddala to możliwość nadmiernej ekspansji kredytowej na skutek spadku stóp w momencie akcesji do unii, związanego z tym nagłego wzrostu popytu, inflacji i deficytu płatniczego oraz, ostatecznie, utraty konkurencyjności i recesji.

## 2. Długoterminowa stopa procentowa w Polsce jako wyznacznik konwergencji względem strefy euro

Ponieważ, jak wskazywano, stopa długoterminowa jest silnie uwarunkowana w szczególności przez stopę krótkoterminową, to właśnie od niej warto rozpocząć analizę. Przez większość analizowanego okresu (maj 2004 r. – grudzień 2013 r.) występowała znaczna różnica pomiędzy krótkoterminową stopą procentową złotego (mierzoną trzymiesięczną stopą rynku pieniężnego) a tym samym wskaźnikiem dla euro (rys. 1). Chociaż uległa ona zmniejszeniu z około-akcesyjnego poziomu około 4–5 punktów procentowych do prawie zera w roku 2007, to potem nastąpił znów jej istotny wzrost do pułapu od 3 p.p. do nawet prawie 5 p.p. w drugiej połowie 2012 r. Pod koniec 2013 r. różnica ustabilizowała się na poziomie około 2,5 p.p.

Jedną z przyczyn dysparytetu wydaje się potwierdzane przez badania zjawisko odbiegania poziomu tzw. naturalnej stopy procentowej w Polsce (3,5–4%) od jej pułapu w krajach rozwiniętych (2–3%). Do innych czynników wpływających na to zróżnicowanie można zaliczyć np. inne oczekiwania inflacyjne, odmienne cele banków centralnych, rozbieżności w zakresie średniego poziomu tempa wzrostu cen, efekt doganiania, różnice w poziomie rozwoju i strukturze produkcji i konsumpcji oraz premię za ryzyko związane ze zmiennością kursu i niższą wiarygodnością polityki gospodarczej [Brzoza-Brzezina, 2011; Kowalewski, Tchorek, Górski, 2011].

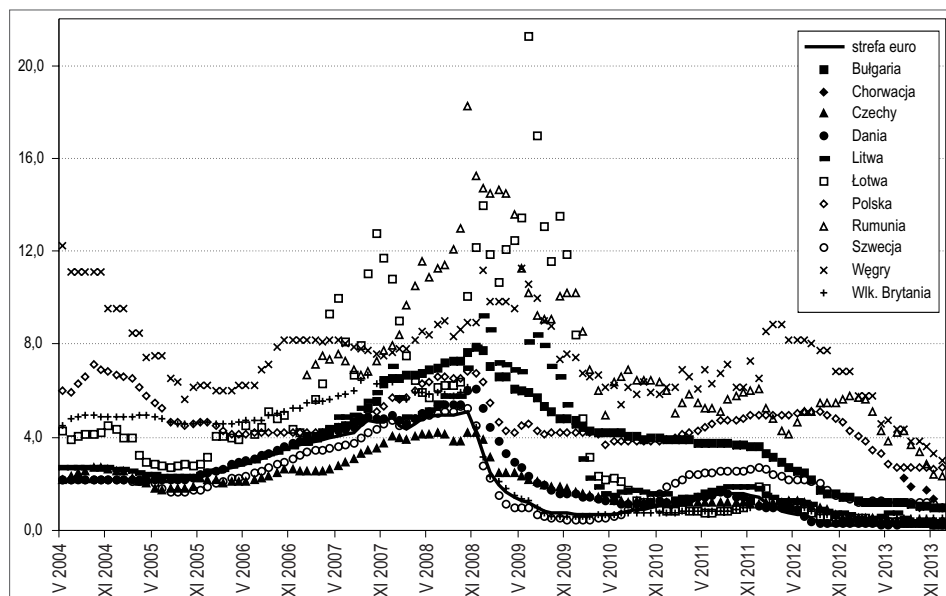
Warto podkreślić, że na tle innych krajów Unii Europejskiej różnica pomiędzy krótkoterminową stopą procentową w Polsce i analogicznym wskaźnikiem dla strefy euro jest mimo wszystko zasadniczo przeciętna (rys. 2). Zwłaszcza w okresie 2008–2009 poziom tej stopy w większości krajów (w szczególności np. na Łotwie, w Rumunii czy na Węgrzech) był znacznie wyższy, chociaż w ostatniej



Rysunek 1. Krótkoterminowa stopa procentowa w Polsce i strefie euro w okresie maj 2004–grudzień 2013 (trzymiesięczna stopa rynku pieniężnego; w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Eurostat, 2014].

części analizowanego okresu (2011–2013) już jedynie Rumunia i Węgry osiągały podobne wskaźniki co Polska. Właściwie we wszystkich państwach UE spoza strefy euro krótkoterminowa stopa procentowa od początku roku 2012 wyka-



Rysunek 2. Krótkoterminowa stopa procentowa w krajach UE pozostających poza strefą euro w roku 2013 w okresie maj 2004–grudzień 2013 (trzymiesięczna stopa rynku pieniężnego; w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Eurostat, 2014].

zywała tendencję spadkową, zgodną z trendem charakterystycznym dla tego wskaźnika w unii walutowej. Przy pominięciu zatem zawirowań związanych z globalnym kryzysem konwergencja w gospodarce krajów Unii Europejskiej w tym zakresie wydaje się pogłębiać.

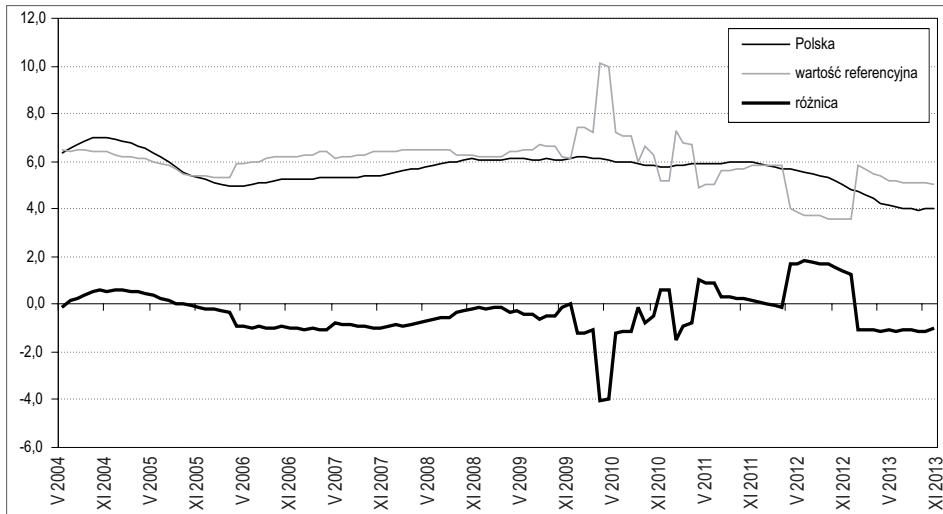
Z kolei jako podstawę do analizy stopnia zbieżności długoterminowej stopy procentowej w Polsce względem strefy euro warto przyjąć, jak się wydaje, procedurę określoną w Traktacie z Maastricht. Zgodnie z jego zapisami, kryterium konwergencji stopy procentowej zostaje spełnione, jeśli rentowność długoterminowych (dziesięcioletnich) rządowych papierów wartościowych w danym kraju nie przekracza wartości referencyjnej. Wartość ta jest natomiast określona jako nieważona średnia arytmetyczna stóp w trzech krajach Unii Europejskiej „o najbardziej stabilnych cenach”, powiększona o 2 p.p. [Traktat..., 2006].

Taka konstrukcja kryterium, a także pewne specyficzne rozwiązania w zakresie jego interpretacji sprawiają jednak, że jego zastosowanie ma dość ograniczone walory poznawcze [Michalczyk, 2013]. Przy doborze trzech państw o najbardziej stabilnych cenach bierze się pod uwagę wszystkie kraje UE – nie wyłącznie te należące do strefy euro czy nawet nie tylko te, które planują do niej w najbliższym czasie przystąpić. W związku z tym kryterium to służy raczej do oceny konwergencji względem całej gospodarki UE, a nie w stosunku do Unii Gospodarczej i Walutowej. Jest to w istocie efekt niedostosowania postanowień traktatowych sprzed ponad dwudziestu lat do bieżącej sytuacji.

Dodatkowo, przy obliczaniu wartości referencyjnej organy UE przyjmują, że państwa o znacznie odstającym w dół wskaźniku inflacji (zwłaszcza ujemnym) nie są krajami „o najbardziej stabilnych cenach”. Co więcej, oficjalne interpretacje, publikowane w tzw. Raportach o konwergencji, są często zmieniane i dostosowywane do doraźnych potrzeb. Przed wybuchem globalnego kryzysu stwierdzano, że kraje o nawet niewielkim ujemnym tempie wzrostu cen automatycznie nie są państwami „o najbardziej stabilnych cenach”. Gdy deflacja stała się wszechobecna w związku z panującą w gospodarce europejskiej recesją, zmodyfikowano tę regułę i uznano, że deflacja jest dopuszczalna, jeśli jej poziom nie odbiega istotnie od średniego poziomu w UE [EBC, 2004, 2010; EC, 2004, 2010; Michalczyk, 2013; Torój, 2014]. Z kolei w 2012 r. władze wspólnotowe stwierdziły, że przy obliczaniu wartości referencyjnej stopy procentowej należy też eliminować kraje, które doznają kryzysu na rynku długoterminowych obligacji (np. Grecja czy Irlandia) [EBC, 2012; EC, 2012; Witkowski, 2014].

Z uwagi na znaczną rozbieżność niskiej lub ujemnej stopy inflacji względem średniej w UE przy obliczaniu wartości referencyjnej pominięto: do sierpnia 2004 r. – Litwę, od listopada 2009 r. do maja 2011 r. – Irlandię, od czerwca 2010 r. do stycznia 2011 r. – Łotwę, a od lutego 2013 r. – Grecję. Ze względu na istotne zaburzenia funkcjonowania rynków finansowych przy obliczaniu wartości referencyjnej po-

minięto również: od czerwca 2011 r. do stycznia 2013 r. – Irlandię i od maja 2012 r. do stycznia 2013 r. – Grecję.



Rysunek 3. Wypełnianie kryterium konwergencji stóp procentowych przez Polskę w okresie maj 2004–grudzień 2013 (średnioroczna rentowność długoterminowych papierów rządowych; w %)

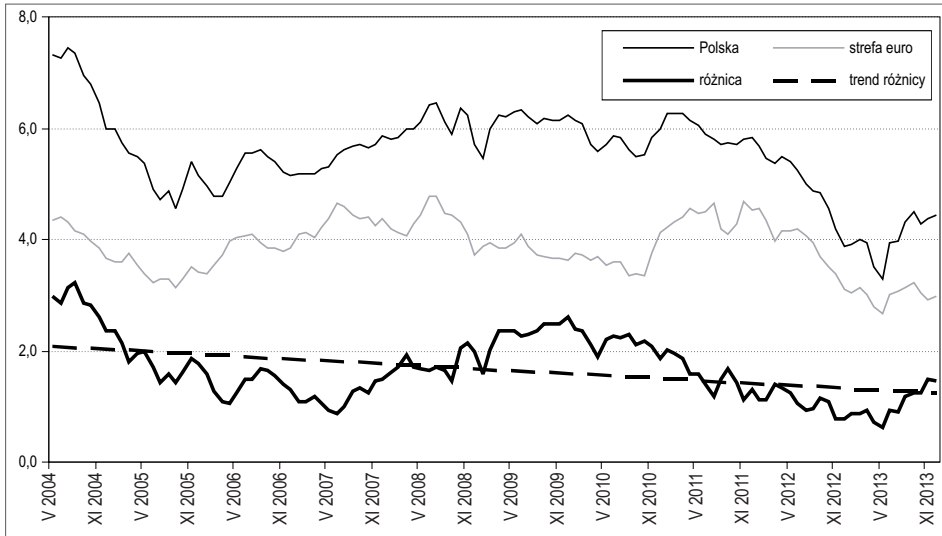
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Eurostat, 2014].

Jeśli zastosować przytoczoną interpretację, okazuje się, że Polska spełniała kryterium konwergencji stóp procentowych w analizowanym przedziale czasu w następujących okresach: maj 2004 r., październik 2005 r. – listopad 2009 r., styczeń – listopad 2010 r., luty – kwiecień 2011 r., marzec – kwiecień 2012 r. i od lutego 2013 r. (rys. 3). Co jednak charakterystyczne, rentowność długookresowych rządowych obligacji w Polsce była zasadniczo stabilna; jej średnioroczny poziom nie wykroczył poza przedział od około 4 do około 7%. Trudności z wypełnieniem kryterium wynikały przede wszystkim z ciągłych rosad w składzie grupy trzech krajów o najbardziej stabilnych cenach, co w efekcie powodowało skoki wartości referencyjnej.

Pewne wnioski przynosi również zastosowanie do oceny konwergencji wskaźnika bardziej obiektywnego i niewrażliwego na zmiany wykładni władz, jakim jest różnica pomiędzy długoterminową stopą procentową w Polsce i jej średnim odpowiednikiem w strefie euro (rys. 4). W analizowanym okresie różnicę tę charakteryzuje pewna tendencja spadkowa, przerwana w okresie od połowy 2007 r. do połowy 2010 r. (pierwsza faza globalnego kryzysu) i w drugiej połowie 2013 r., kiedy to wskaźnik dla Polski uległ istotnemu zwiększeniu. Ten trend spadkowy, a także niewielka w istocie wartość różnicy (średnio około 1–2 p.p.)



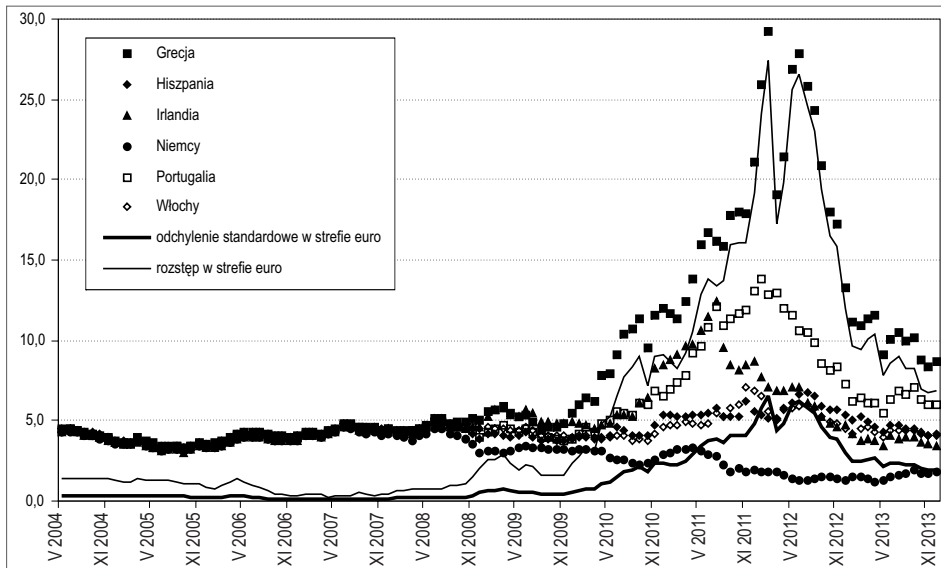
napawają pewnym optymizmem, jeśli chodzi o pogłębianie konwergencji w tym zakresie pomiędzy gospodarką polską a strefy euro.



Rysunek 4. Długoterminowa stopa procentowa w Polsce i średnia w strefie euro w okresie maj 2004–grudzień 2013 (średniomiesięczna rentowność długoterminowych papierów rządowych; w %)

Źródło: Opracowanie własne.

Charakterystyczne dla badanego okresu jest jednak istotne zwiększenie stopnia dywergencji długoterminowych stóp procentowych w samej Unii Gospodarczej i Walutowej [Michalczyk, 2012b]. Zjawisko to wystąpiło w roku 2008, właściwie od wybuchu globalnego kryzysu, a nasiliło się w okresie towarzyszącego mu, nieco późniejszego, kryzysu w gospodarce europejskiej. Pierwsze symptomy pojawiły się w Grecji, gdzie wysoki deficyt finansów publicznych i fałszowanie danych statystycznych poskutkowało załamaniem wiarygodności władz, spadkiem ratingu papierów wartościowych, utratą zaufania do nich i skokiem rentowności obligacji [Ministerstwo Finansów, 2010]. Po niedługim czasie zjawiska te wystąpiły w innych państwach, głównie w Portugalii, Hiszpanii, Irlandii i we Włoszech. Różnica pomiędzy rentownościami długoterminowych obligacji niemieckich i greckich wzrosła z około 0,2–0,3 p.p. do końca 2007 r. do nawet ponad 27 p.p. na początku 2012 r. W tym kontekście należy przypomnieć, że rozstęp stopy długoterminowej w krajach strefy euro do początku roku 2008 nie przekraczał 1–2 p.p., a odchylenie standardowe tej zmiennej było bliskie zeru (rys. 5).

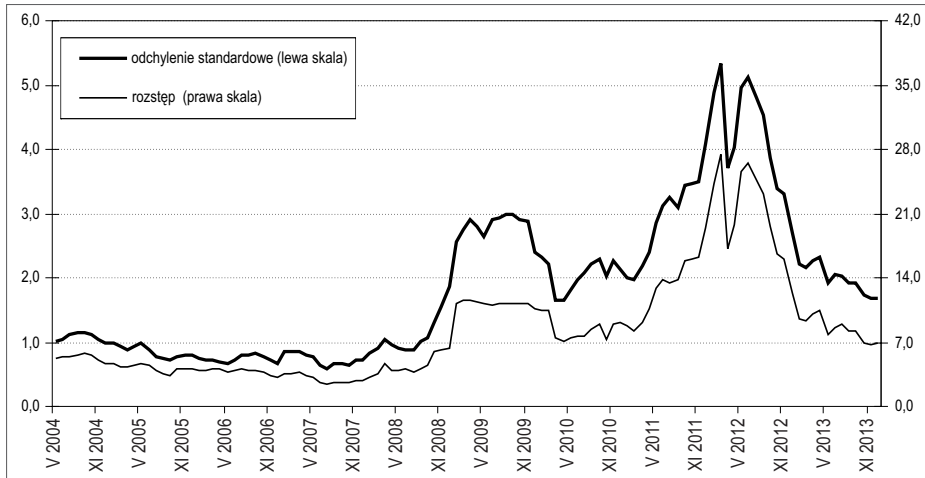


Rysunek 5. Długoterminowa stopa procentowa w wybranych krajach strefy euro w okresie maj 2004–grudzień 2013 (średniomiesięczna rentowność długoterminowych papierów rządowych; w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Eurostat, 2014].

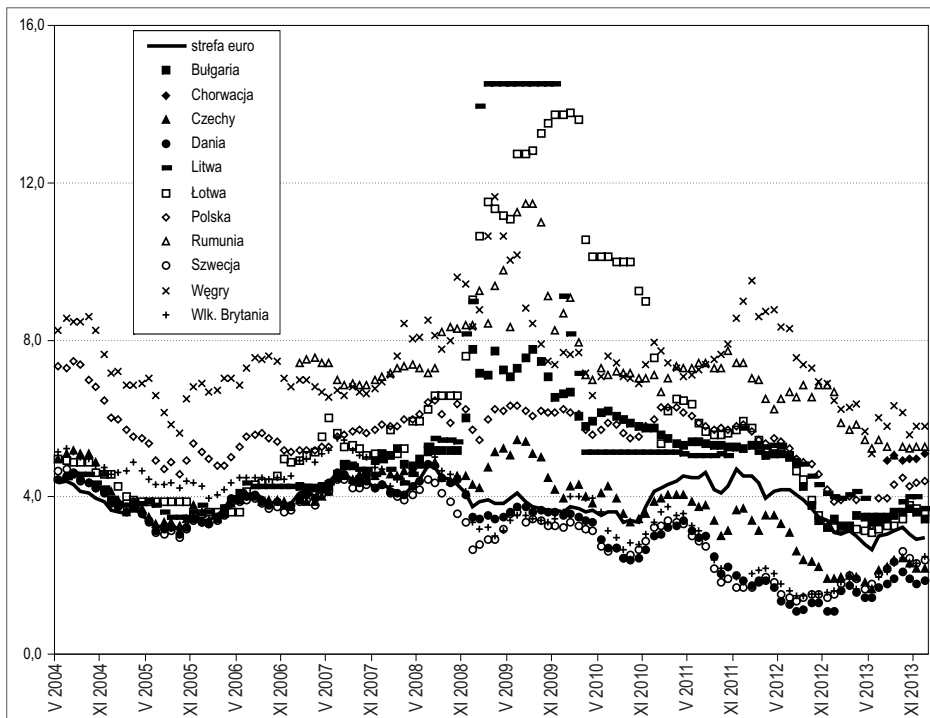
Zwiększanie się dysparytetów w zakresie długoterminowej stopy procentowej zauważalne było w latach 2008–2013 nie tylko w unii walutowej, ale i w całej Unii Europejskiej [Michalczyk, 2012b]. Analiza przebiegu wartości odchylenia standardowego i rozstępu rentowności rządowych długoterminowych papierów wartościowych wskazuje, że trend wzrostowy w zakresie obu tych wskaźników zaczął się tu pojawiać w ostatnich miesiącach 2008 r., ale już w pierwszej fazie miał znacznie większe nasilenie niż w przypadku samej strefy euro (rys. 6). Później tendencja nieco złagodniała, a w pierwszej połowie roku 2010 można było zaobserwować nawet spadek wartości mierników dyspersji. Wkrótce jednak nastąpił okres kolejnego, znacznego zwiększania się poziomów rozstępu i odchylenia standardowego stopy długoterminowej w państwach Unii Europejskiej. Trwał on właściwie aż do drugiej połowy 2012 r., kiedy to powrócił ostatecznie trend spadkowy.

Warto jeszcze wskazać, jak kształtuje się różnica pomiędzy stopą długoterminową w Polsce i w strefie euro na tle innych krajów UE posługujących się walutami narodowymi. Zasadniczo, co charakterystyczne, rentowność rządowych długoterminowych papierów wartościowych jest niższa w ostatnich latach niż w strefie euro w tej grupie krajów jedynie w Szwecji, Danii, Wielkiej Brytanii i, od niedawna, Czech (rys. 7). Z kolei stopa w Polsce do wybuchu globalnego kryzysu



Rysunek 6. Miary dyspersji długoterminowej stopy procentowej w krajach Unii Europejskiej w okresie maj 2004–grudzień 2013; w %

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Eurostat, 2014].



Rysunek 7. Długoterminowa stopa procentowa w krajach UE pozostających poza strefą euro w 2013 r. w okresie maj 2004–grudzień 2013 (średniomiesięczna rentowność długoterminowych papierów rządowych; w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Eurostat, 2014].

należała do najwyższych w UE i przewyższała ją tylko poziom tej zmiennej na Węgrzech i w Rumunii. W okresie zawirowań związanych z recesją polska długoterminowa stopa procentowa pozostała stabilna, a jej poziom w innych krajach UE istotnie się zwiększył, co sprawiło, że dysparytet pomiędzy stopą w Polsce a jej odpowiednikiem w strefie euro stał się jednym z niższych spośród krajów posługujących się walutami narodowymi. Natomiast w końcowej części analizowanego okresu powróciła tendencja z lat 2004–2007 i pod koniec 2013 r. większy dysparytet występował ponownie jedynie w przypadku Węgier i Rumunii, a także Chorwacji.

## Podsumowanie

Długoterminowa stopa procentowa wydaje się stanowić jeden z ważniejszych wskaźników konwergencji gospodarek. Wynika to głównie z faktu, że jako agregat makroekonomiczny ujmuje w sobie nie tylko uwarunkowania rynkowe wpływające na nominalny koszt kredytu w danym kraju (takie, jak tempo wzrostu cen, oczekiwania inflacyjne, premia za ryzyko itd.), ale również determinanty mające swoje źródło w sposobie prowadzenia i jakości polityki gospodarczej (cel inflacyjny, wiarygodność władz, sytuacja w finansach publicznych itp.).

Ocena konwergencji gospodarki polskiej względem europejskiej w oparciu o długoterminową stopę procentową pozwala na sformułowanie różnych spostrzeżeń. Niemniej jednak, pomimo jej stosunkowo wysokiego poziomu na tle innych krajów UE spoza strefy euro, można zaobserwować długookresową tendencję spadkową w zakresie różnicy pomiędzy jej wartością dla Polski i średnim pułapem w obszarze wspólnego pieniądza. To zjawisko może wskazywać na stopniowe pogłębianie konwergencji i coraz większą gotowość gospodarki polskiej na przyjęcie euro.

## Bibliografia

- Albiński P., 2008, *Polski program konwergencji – szansa i ryzyko realizacji*, [w:] *Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia*, red. J. Ostaszewski, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Barro R. J., 1997, *Makroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Bilski J., 2006, *Międzynarodowy system walutowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Borowiec J., 2001, *Unia ekonomiczna i monetarna. Historia, podstawy teoretyczne, praktyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław.
- Borowski J., 2000, *Polska i UGW. Optymalny obszar walutowy?*, Materiały i Studia NBP, nr 115.
- Borowski J. (red.), 2004, *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, Warszawa.
- Borowski J., 2008, *Czy warto przyjąć euro w Polsce?*, Zeszyty FOR, nr 4.

- Brzoza-Brzezina M., 2011, *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- De Grauwe P., 2003, *Unia walutowa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Drabowski E., 1985, *Teorie kursu walutowego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- EBC, 2004, *Convergence Report May 2004*, Frankfurt.
- EBC, 2010, *Convergence Report May 2010*, Frankfurt.
- EBC, 2012, *Convergence Report May 2012*, Frankfurt.
- Eichengreen B., 1992, *Should the Maastricht Treaty Be Saved?*, Princeton Studies in International Finance, no. 74.
- EC, 2004, European Commission, *Convergence Report 2004*, Brussels.
- EC, 2010, European Commission, *Convergence Report 2010*, Brussels.
- EC, 2012, European Commission, *Convergence Report 2012*, Brussels.
- Eurostat, 2014, *Interest Rates*, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/interest\\_rates/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/interest_rates/data/database) [dostęp: 20.02.2014].
- Frankel J. A., 1999, *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*, NBER Working Paper Series, no. 7338.
- Frankel J. A., 2005, *Real Convergence and Euro Adoption in Central and Eastern Europe. Trade and Business Cycle Correlations as Endogenous Criteria for Joining EMU*, [w:] *Euro Adoption in Central and Eastern Europe. Opportunities and Challenges*, ed. S. Schadler, IMF, Washington.
- Frankel J. A., Rose A. K., 1998, *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, Economic Journal, vol. 108, no. 449.
- Geodecki T., 2006, *Procesy konwergencji i polaryzacji w regionach Unii Europejskiej*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie, nr 714
- Kowalewski P., Tchorek G., Górski J. (red.), 2011, *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, NBP, Warszawa.
- Krugman P., 1993, *Lessons of Massachusetts for EMU*, [w:] *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, ed. F. Giavazzi, F. Torres, Cambridge University Press, New York.
- Kurkowiak B., 2008, *Proces konwergencji realnej w warunkach integracji walutowej*, [w:] *Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia*, red. J. Ostaszewski, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
- Michalczyk W., 2012a, *Ewolucja polityki walutowej w Polsce po roku 1989 w perspektywie przystąpienia do strefy euro*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław.
- Michalczyk W., 2012b, *Specyfika dywergencji stóp procentowych w Unii Europejskiej*, Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica, nr 273.
- Michalczyk W., 2013, *Kryteria konwergencji polskiej gospodarki jako wyznacznik tempa integracji walutowej*, Zeszyty Naukowe – Uniwersytet Szczeciński, nr 756.
- Ministerstwo Finansów, 2010, *Kryzys grecki – geneza i konsekwencje*, Warszawa.
- NBP, 2009, *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Warszawa.
- Pronobis M., 2008, *Polska w strefie euro*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Pszczołka I., 2006, *Euro a integracja europejskich rynków finansowych*, CeDeWu, Warszawa.
- Soszyńska E., 2008, *Realna konwergencja w ramach integracji regionalnej, jej uwarunkowania i kanały transmisji – przykład Unii Europejskiej*, [w:] *Systemy gospodarcze i ich ewolucja*

- w kierunku jednolitego europejskiego obszaru walutowego*, red. S. Swadźba, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice.
- Torój A., 2014, *Raporty o konwergencji 2010. Zmiany w sposobie kalkulacji wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen*, [http://www.mf.gov.pl/documents/764034/1002547/notatka\\_raport\\_o\\_konwergencji\\_2010.pdf](http://www.mf.gov.pl/documents/764034/1002547/notatka_raport_o_konwergencji_2010.pdf) [dostęp: 20.02.2014].
- Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską*, 2006, OJ C 321 z 29.12.2006.
- Verdun A. (red.), 2002, *The Euro. European Integration Theory and Economic and Monetary Union*, Rowman & Littlefield Publishers, Lanham–Boulder–New York–Oxford.
- Witkowski D., 2014, *Dyskrecjonalność w zakresie interpretacji wybranych zasad koordynacji polityk gospodarczych w UE – wnioski dla Polski*, [http://www.mf.gov.pl/documents/764034/1002547/Dyskrecjonalnosc\\_w\\_RoK\\_MIP.pdf](http://www.mf.gov.pl/documents/764034/1002547/Dyskrecjonalnosc_w_RoK_MIP.pdf) [dostęp: 20.02.2014].
- Wójcik C., 2005, *Przesłanki wyboru systemów kursowych*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
- Young A. T., Higgins M. J., Levy D., 2008, *Sigma convergence versus beta convergence. Evidence from U.S. county-level data*, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 40, no. 5.