

Ryzyka związane z przedwczesnym przyjęciem euro przez Polskę w świetle teorii optymalnych obszarów walutowych

Adam Glapiński*

Nadesłany: 12 maja 2025 r. Zaakceptowany: 3 czerwca 2025 r.

DOI: 10.5604/01.3001.0055.1336

Streszczenie

Odwołując się do teorii optymalnych obszarów walutowych, w artykule przeanalizowano cechy strefy euro, które sprawiają, że nie pojawiają się oczekiwane korzyści z utworzenia unii walutowej. Jednocześnie część państw strefy euro poniosła znaczne koszty makroekonomiczne po przyjęciu wspólnej waluty. Polska gospodarka obecnie znacznie różni się od gospodarki strefy euro, zwłaszcza w związku z szybszym wzrostem produktywności oraz wyższą naturalną stopą procentową. Przyjęcie wspólnej waluty oznaczałoby dla naszego kraju utratę możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, co istotnie zwiększałoby ryzyko destabilizacji makroekonomicznej. Przywrócenie równowagi gospodarczej wiązałoby się z istotnymi kosztami społecznymi, w tym ze wzrostem bezrobocia oraz emigracją, co zahamowałoby proces konwergencji. Dodatkowo, rezygnacja z płynnego kursu walutowego pozbawiłaby gospodarkę ważnego mechanizmu dostosowawczego, zwiększając zmienność wzrostu gospodarczego i bezrobocia.

Słowa kluczowe: optymalne obszary walutowe, strefa euro, unia walutowa, płynny kurs walutowy

JEL: E42, E58, F45

* Szkoła Główna Handlowa, Instytut Ekonomii Politycznej, Prawa i Polityki Gospodarczej; ORCID 0000-0002-0078-7136.

1. Wprowadzenie

Wchodząc do unii walutowej, państwa rezygnują z posiadania własnej waluty. W efekcie tracą możliwość stosowania polityki kursowej oraz polityki stóp procentowych, czyli narzędzi polityki gospodarczej umożliwiających utrzymywanie bądź przywracanie równowagi makroekonomicznej po wystąpieniu wstrząsu. Ich utrata stanowi koszt dla gospodarki, który może się przejawiać większą zmiennością wzrostu gospodarczego i bezrobocia, a także kształtowaniem się inflacji na poziomie wyższym bądź niższym niż pożądany (Eichengreen 1990; De Grauwe 2022)¹.

Jednocześnie w części literatury wskazuje się na potencjalne korzyści wynikające z utworzenia unii walutowej bądź przystąpienia do niej danej gospodarki. Mają one wynikać m.in. z niższych kosztów transakcyjnych związanych z wymianą walut, eliminacji ryzyka walutowego, zwiększonych inwestycji zagranicznych i rozwoju handlu wewnątrz obszaru walutowego, co mogłoby przyspieszać wzrost gospodarczy (por. m.in. De Grauwe 2022; Mongelli 2005; Krugman 2013).

Dyskusja na temat kryteriów oceny korzyści i kosztów związanych z utworzeniem unii walutowej trwa od lat 60. XX w., kiedy Mundell (1961) przedstawił teorię tzw. optymalnych obszarów walutowych. W myśl tej koncepcji, aby poszczególne gospodarki miały szanse osiągnąć korzyści z wejścia do wspólnego obszaru walutowego, muszą spełnić pewne kryteria ekonomiczne. Inaczej bowiem koszty wynikające z rezygnacji z płynnego kursu walutowego i autonomicznej polityki stóp procentowych będą przewyższać ewentualne korzyści z posługiwania się wspólną walutą.

Koszty i korzyści związane z funkcjonowaniem unii walutowej można oceniać nie tylko na gruncie teoretycznym, lecz także empirycznym. Rezygnacja z krajowych walut i wprowadzenie euro do obiegu w 1999 r., a także funkcjonowanie tej unii walutowej przez niemal trzy kolejne dekady pozwalają bowiem ocenić, które rodzaje ryzyka i korzyści z utworzenia unii walutowej faktycznie się zmaterializowały.

W niniejszym artykule przybliżono najważniejsze kryteria oceny zasadności tworzenia unii walutowych w kontekście teorii optymalnych obszarów walutowych. Następnie na tle zarysowanej teorii optymalnych obszarów walutowych przedstawiono analizę funkcjonowania strefy euro jako unii walutowej. Omówiono przy tym te cechy strefy euro, które sprawiają, że zakładane korzyści wynikające z utworzenia tej unii walutowej się nie materializują, wskazując jednocześnie, że wiele krajów po przyjęciu euro poniosło istotne koszty makroekonomiczne. Na koniec przedstawiono ocenę ryzyka dla Polski związanego z przedwczesnym przyjęciem euro.

2. Teoria optymalnych obszarów walutowych

Teoria optymalnych obszarów walutowych została zaproponowana w latach 60. ubiegłego wieku przez Mundella (1961), a następnie rozszerzona m.in. przez McKinnona (1963), Kenena (1969), Ingrama (1969), a także wielu innych ekonomistów w kolejnych dekadach; por. np. Krugman (2013), Mongelli (2008) bądź przegląd literatury na ten temat dokonany w opracowaniu Stążki (2008).

Na wstępie należy zwrócić uwagę, że mimo wielu prac naukowych dotyczących teorii optymalnych obszarów walutowych w literaturze nie występuje jedna lista kryteriów ekonomicznych, które pozwalają ocenić, czy dane gospodarki stanowią optymalny obszar walutowy. Poszczególni autorzy koncentru-

¹ Jeszcze wcześniej Friedman (1953) zwracał uwagę na istotną rolę płynnego kursu walutowego jako czynnika absorbującego go wstrząsy gospodarcze, wskazując na wzrost zmienności makroekonomicznej po usztywnieniu kursu.

ją się bowiem na różnych zagadnieniach istotnych z punktu widzenia funkcjonowania unii walutowej. Poniżej przedstawiono kryteria optymalności obszarów walutowych najczęściej wskazywane w literaturze przedmiotu.

2.1. Rola mobilności czynników produkcji oraz elastyczność cen i płac w stabilizowaniu gospodarek w obszarach walutowych

Mundell (1961) wskazywał, że najważniejszym warunkiem optymalności obszaru walutowego jest mobilność czynników produkcji. Od tej mobilności zależy możliwość przywrócenia równowagi w gospodarce po wystąpieniu asymetrycznego wstrząsu. Przy założeniu braku barier w przepływie kapitału kryterium mobilności czynników produkcji można sprowadzić do łatwości przepływu pracowników między poszczególnymi gospodarkami tworzącymi obszar walutowy. Jest to istotne, bowiem w sytuacji wystąpienia asymetrycznego wstrząsu w gospodarce tworzącej wspólny obszar walutowy, prowadzącego w niej do wzrostu bezrobocia, umożliwia przywrócenie równowagi i ponowny spadek bezrobocia poprzez emigrację zarobkową.

Ważnym kryterium optymalności obszarów walutowych podawanym w literaturze jest również integracja rynków finansowych, umożliwiająca mobilność drugiego czynnika produkcji, którym jest kapitał (Ingram 1969; Mundell 1973; Mongelli 2008; McKinnon 2004). Według literatury integracja rynków finansowych może pozwolić na efektywną alokację kapitału w unii walutowej. Może również pozwalać na napływ kapitału do gospodarki dotkniętej negatywnym asymetrycznym wstrząsem, a przez to ograniczyć jego skutki. Jednocześnie integracja rynków finansowych w unii walutowej pozwala obywatelom poszczególnych państw zwiększyć dywersyfikację aktywów w obrębie danych gospodarek, jak również upodobnić ich generalną strukturę dzięki swobodnemu przepływowi kapitału w ramach wspólnego obszaru walutowego. W efekcie w przypadku wystąpienia negatywnego asymetrycznego wstrząsu powodującego spadek stopy zwrotu z krajowych aktywów łączna stopa zwrotu z posiadanych aktywów (krajowych i zagranicznych) nie musi się istotnie obniżyć. Z drugiej strony w literaturze wskazuje się, że utworzenie unii walutowej może zwiększać zmienność przepływów kapitału między poszczególnymi gospodarkami, co może destabilizować rynki finansowe, prowadzić do nieefektywnej alokacji kapitału i w efekcie negatywnie wpływać na dobrobyt (Fornaro 2022).

Oprócz mobilności czynników produkcji Mundell (1961) podkreślał również, że duże znaczenie w przywracaniu równowagi w gospodarkach unii walutowej ma elastyczność cen i płac. Elastyczność ta, w sytuacji wystąpienia asymetrycznego wstrząsu prowadzącego do wzrostu bezrobocia, umożliwia tzw. dewaluację wewnętrzną, a więc redukcję cen i płac realnych. Spadek cen i płac realnych stanowi alternatywny mechanizm przywracania równowagi w gospodarce, w tym odzyskiwania konkurencyjności, w sytuacji, gdy dewaluacja/deprecjacja nominalnego kursu walutowego nie jest możliwa.

2.2. Rola polityki fiskalnej w stabilizowaniu gospodarek we wspólnych obszarach walutowych

Innym narzędziem, które w świetle teorii optymalnych obszarów walutowych może ograniczyć koszty związane z utratą autonomii monetarnej i możliwości dostosowania kursu walutowego, jest polityka

fiskalna (Kenen 1969). W warunkach braku możliwości dostosowania polityki pieniężnej i kursowej to polityka fiskalna staje się głównym narzędziem umożliwiającym przywrócenie równowagi makroekonomicznej w sytuacji wystąpienia asymetrycznego wstrząsu.

Stosowanie polityki fiskalnej jako narzędzia przywracającego równowagę w gospodarce napotyka jednak dwa wyzwania. Po pierwsze, aby polityka fiskalna mogła skutecznie zastąpić politykę pieniężną i kursową w stabilizowaniu koniunktury, musi być prowadzona w sposób antycykliczny, a więc powinna być luzowana w okresie spowolnienia gospodarczego oraz zacieśniana w okresie ekspansji. Po drugie, stosowanie tej polityki w celu stabilizacji koniunktury czasami jest niemożliwe. Jest tak w przypadku, gdy gospodarka dotknięta asymetrycznym wstrząsem mierzy się równoległe z brakiem możliwości prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej i zwiększenia długu publicznego, a nawet ryzykiem niewypłacalności (Krugman 2013). W takim przypadku równowaga gospodarcza mogłaby zostać przywrócona dzięki transferowi środków do gospodarek dotkniętych asymetrycznym wstrząsem z pozostałych gospodarek unii walutowej. Oznaczałoby to jednak konieczność stworzenia pewnej formy unii fiskalnej (Kenen 1969; Farhi, Werning 2017).

De Grauwe (2011) w kontekście możliwości stosowania polityki fiskalnej jako narzędzia przywracającego równowagę gospodarczą po wstąpieniu do unii walutowej wskazywał na jeszcze jeden istotny element. Państwo przystępujące do unii walutowej traci możliwość emisji długu publicznego w walucie, którą emituje i nad którą sprawuje kontrolę. W tej sytuacji krajowy bank centralny nie może pełnić funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Innymi słowy, będąc częścią obszaru walutowego, dany kraj traci autonomię w zakresie prowadzenia skupu obligacji, co w oczach inwestorów może zwiększać ryzyko jego niewypłacalności i w efekcie prowadzić do wzrostu rentowności obligacji. Taka sytuacja może w istocie – poprzez mechanizm samospełniającej się przepowiedni – doprowadzić do niewypłacalności. Mechanizm ten był widoczny w krajach południa Europy w czasie kryzysu zadłużenia strefy euro po globalnym kryzysie finansowym z 2009 r.

2.3. Synchronizacja cykli koniunkturalnych w gospodarkach tworzących unię walutową

Część literatury dotycząca optymalnych obszarów walutowych nie tyle koncentruje się na mechanizmach dostosowawczych po wystąpieniu asymetrycznego wstrząsu, ile analizuje kryteria ekonomiczne, które sprawiają, że ryzyko wystąpienia takiego wstrząsu będzie ograniczone. Jednym z nich jest stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych (Frankel, Rose 1998; Palenzuela i in. 2024). W przypadku silnej synchronizacji cykli koniunkturalnych wystąpienie asymetrycznego wstrząsu staje się mało prawdopodobne.

Odmienne kształtowanie się cykli koniunkturalnych w gospodarkach tego samego obszaru walutowego sprawia natomiast, że polityka pieniężna prowadzona wspólnie dla całego obszaru walutowego staje się nieoptymalna dla części z tych gospodarek. Na tę kwestię zwracał uwagę m.in. Walters (1986, 1990).

Warto zauważyć, że niedopasowanie stóp procentowych we wspólnym obszarze walutowym nie musi wynikać jedynie z braku synchronizacji cykli koniunkturalnych, ale może być także skutkiem różnego kształtowania się tzw. naturalnych stóp procentowych w poszczególnych krajach obszaru walutowego. Oznacza to, że nawet w sytuacji, gdy cykle koniunkturalne w poszczególnych gospodarkach unii walutowej będą silnie skorelowane, poziom stopy procentowej banku centralnego konieczny do zapewnienia równowagi makroekonomicznej może być inny. Skutkiem tego może być kształtowanie

się realnych stóp procentowych poniżej poziomu naturalnej stopy procentowej. Może to prowadzić do narastania nierównowagi w gospodarce, w tym pojawienia się cykli *boom-bust* (Honohan, Lane 2003; Brzoza-Brzezina, Jacquinot, Kolasa 2010).

Istotne miejsce w literaturze dotyczącej optymalnych obszarów walutowych zajmuje problematyka ich tzw. endogeniczności. Na tę kwestię zwracali szczególną uwagę Frankel i Rose (1998). Idea endogeniczności optymalnych obszarów walutowych opiera się na założeniu, że wstąpienie do unii walutowej może prowadzić do istotnych zmian gospodarczych, wskutek czego gospodarki należące do unii walutowej zaczną się do siebie upodabniać. W efekcie gospodarka przystępująca do unii walutowej nie musi spełniać kryteriów dotyczących optymalnego obszaru walutowego, ale z czasem – wraz z jej upodobnianiem się do innych gospodarek – kryteria te zaczyna spełniać.

Zmiany po wejściu do unii walutowej mogą wynikać z większej integracji handlowej i finansowej, osiągnięcia podobnego stopnia elastyczności na rynku pracy i produktu czy też spadku podatności gospodarki na asymetryczne wstrząsy wskutek większej synchronizacji cykli koniunkturalnych (De Grauwe, Mongelli 2005). Jednak argumenty teoretyczne dotyczące wzrostu synchronizacji cykli koniunkturalnych między poszczególnymi gospodarkami unii walutowej nie są jednoznaczne. Z jednej strony wskazywano, że wraz z pogłębianiem się integracji handlowej krajów należących do wspólnego obszaru walutowego wzrośnie synchronizacja cykli koniunkturalnych (Commission of the European Communities 1990). Odmienne zdanie prezentowali Krugman (1992, 2001) i Eichengreen (1992), którzy wskazywali, że wraz z integracją walutową zwiększa się specjalizacja produkcji w krajach należących do obszaru walutowego, co ogranicza synchronizację cykli koniunkturalnych.

3. Strefa euro jako (nie)optymalny obszar walutowy

Przed przedstawieniem oceny stopnia spełnienia kryteriów optymalnego obszaru walutowego przez strefę euro należy zaznaczyć, że utworzenie wspólnego obszaru walutowego było od początku przede wszystkim projektem o charakterze politycznym, wpisującym się w szerszy nurt integracji europejskiej realizowanej przez liderów największych europejskich państw. Mody (2019), analizując trzy dekady procesu negocjacji politycznych dotyczących utworzenia strefy euro (od 1969 do 1999 r.), dochodzi do wniosku, że europejscy przywódcy – propagując euro jako projekt „proeuropejski” – ulegli syndromowi myślenia grupowego. Z tego względu wiele ostrzeżeń ekonomistów dotyczących kosztów rezygnacji z krajowych walut było ignorowanych. Już w latach 90. XX w. (a więc na długo przed wprowadzeniem euro do obiegu), a także na początku XXI w. w znacznej części literatury wskazywano na istotne zastrzeżenia co do optymalności strefy euro jako wspólnego obszaru walutowego (Eichengreen 1992; Feldstein 1997; Bordo, Jonung 2003; Korhonen, Fidrmuc 2001; Beine, Candelon, Sekkat 2003).

Przed wszystkim w strefie euro mobilność czynników produkcji (zwłaszcza pracy) pozostaje ograniczona, elastyczność rynków pracy i produktów nie pozwala na szybkie i efektywne przywracanie równowagi w gospodarkach dotkniętych asymetrycznym szokiem, brak jest federalizmu fiskalnego, a synchronizacja cykli koniunkturalnych w gospodarkach tworzących strefę euro jest ograniczona. Powyższe cechy funkcjonowania strefy euro sprawiają, że zakładane korzyści ze wspólnej waluty w dużej mierze nie wystąpiły (por. Glapiński 2024). W szczególności euro nie doprowadziło do istotnego przyspieszenia wymiany handlowej między gospodarkami unii walutowej. Nie stwierdzono również jednoznacznego wpływu wejścia do strefy euro na postrzegane przez inwestorów ryzyko inwestycyjne państwa. Najważ-

niejsze jednak, że przyjęcie wspólnej waluty nie przyczyniło się do przyspieszenia procesu konwergencji mniej zamożnych gospodarek strefy euro. Przeciwnie, zróżnicowanie zamożności gospodarek (mierzone poziomem PKB per capita), które utworzyły strefę euro w 1999 r., w kolejnych dekadach wzrosło. Jednocześnie w części mniej zamożnych gospodarek przyjmujących euro wystąpiły cykle *boom-bust*, które silnie zwiększyły wahania aktywności i bezrobocia, a następnie długotrwale obniżyły poziom PKB (por. punkt 3.4).

3.1. Mobilność pracowników i funkcjonowanie rynków pracy w strefie euro

Zaczynając od kwestii mobilności pracowników w strefie euro, należy zauważyć, że jest ona relatywnie niska w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi oraz poszczególnymi krajami strefy euro. Fakt ten był wskazywany jako wyzwanie dla przyszłego funkcjonowania unii walutowej już na początku lat 90. (Blanchard, Katz 1992; Decressin, Fatás 1995).

Arpaia i in. (2016) przypisują niską mobilność pracowników w ramach strefy euro takim czynnikom, jak różne języki, kultura czy zróżnicowanie w zakresie prowadzonej polityki rynku pracy i polityki społecznej. Jednocześnie w strefie euro występują bariery regulacyjne i prawne przepływu pracowników, związane choćby z uznawaniem dyplomów i kwalifikacji, dostępem do regulowanych zawodów czy transferem praw socjalnych. Mniejsza mobilność pracowników powoduje, że dostosowanie zatrudnienia do szoków gospodarczych jest mocniejsze i trwalsze (L'Angevin 2007; Beyer, Smets 2015). Było to szczególnie widoczne w okresie po globalnym kryzysie finansowym, kiedy stopa bezrobocia w niektórych gospodarkach strefy euro (Hiszpania, Grecja) silnie wzrosła, osiągając poziom zbliżony do 25%.

Niezależnie od powyższego należy zwrócić uwagę, że zarysowane wyżej podejście do kwestii mobilności pracowników prezentuje wąską perspektywę i koncentruje się jedynie na równowadze makroekonomicznej. Abstrahuje jednocześnie od innych istotnych zjawisk gospodarczych i społecznych. Należy bowiem podkreślić, że choć emigracja może doprowadzić do przywrócenia równowagi na rynku pracy, to jest to proces skrajnie niekorzystny dla siły państwa, liczebności populacji, procesów demograficznych i długookresowego tempa wzrostu gospodarczego. W efekcie emigracja nie jest akceptowalnym rozwiązaniem z perspektywy państw narodowych tworzących strefę euro.

Analizując dalej kwestie związane z funkcjonowaniem rynków pracy w strefie euro, należy zauważyć, że rynki te są silnie zróżnicowane w poszczególnych gospodarkach. W dużych gospodarkach tego obszaru walutowego stopa bezrobocia waha się od 3,4% w Niemczech do 10,4% w Hiszpanii². Jednocześnie stopa zatrudnienia wynosi od 67,1% we Włoszech do 83,5% w Holandii³. Zróżnicowanie podstawowych wskaźników rynku pracy, w tym stopy bezrobocia, wynika w niewielkim stopniu z pozycji cyklicznej danej gospodarki. Jej źródłem są przede wszystkim różnice strukturalne między poszczególnymi gospodarkami, w tym w zakresie instytucji rynków pracy i jego elastyczności (por. Eichhorst, Marx, Wehner 2016; Heimberger 2019; European Commission 2013; Kosior, Rubaszek, Wierus 2016; NBP 2014).

To zróżnicowanie ma dwie zasadnicze implikacje dla funkcjonowania unii walutowej. Po pierwsze, powoduje, że reakcja rynków pracy na wspólne wstrząsy jest często odmienna w poszczególnych gospodarkach, co utrudnia prowadzenie wspólnej polityki pieniężnej. Po drugie, zróżnicowanie strukturalne i instytucjonalne rynków pracy zwiększa ryzyko pojawienia się asymetrycznego wstrząsu gospodarczego.

² Dane Eurostatu za luty 2025 r.

³ Dane Eurostatu za 2024 r.

3.2. Polityka fiskalna jako czynnik absorbujący wstrząsy w strefie euro

Przechodząc do kwestii związanych z polityką fiskalną w strefie euro, należy zwrócić uwagę na trzy kwestie. Po pierwsze, o ile w teorii polityka fiskalna może być ważnym narzędziem stabilizującym wahanie aktywności w cyklu koniunkturalnym w sytuacji utraty autonomiczności polityki pieniężnej i kursowej, o tyle w praktyce prowadzenie polityki fiskalnej w sposób antycykliczny napotyka wyzwania. Eyraud, Gaspar i Poghosyan (2017) w wyniku analizy polityki fiskalnej w krajach strefy euro w latach 1999–2015 wykazali, że w ponad połowie obserwacji polityka fiskalna była prowadzona procyklicznie.

Po drugie, kraje strefy euro istotnie różnią się między sobą poziomem długu publicznego. W części dług publiczny pozostaje umiarkowany (m.in. w krajach bałtyckich czy w Holandii i w Niemczech), w niektórych natomiast przekracza 100% PKB, często istotnie (w Belgii, Francji, Grecji, Hiszpanii czy we Włoszech)⁴. W efekcie kraje strefy euro silnie różnią się przestrzenią fiskalną możliwą do wykorzystania w celu ustabilizowania wahań cyklicznych w gospodarce. Jaskrawym przykładem braku możliwości stosowania antycyklicznej polityki fiskalnej był kryzys zadłużeniowy w części gospodarek południa Europy (tj. w Grecji, Hiszpanii czy Portugalii), które – pomimo negatywnego wstrząsu gospodarczego – musiały przeprowadzać zacieśnienie fiskalne w sytuacji rosnących kosztów zadłużenia, co wiązało się z przedłużeniem recesji i silnym wzrostem bezrobocia.

Po trzecie, prowadzenie wspólnej polityki budżetowej strefy euro jest obecnie niemożliwe i jeszcze długo takie pozostanie. Wynika to przede wszystkim z braku unii politycznej oraz braku demokratycznego mandatu i przyzwolenia społecznego na dokonywanie istotnych transferów fiskalnych między krajami tworzącymi ten obszar walutowy. Jednak z czysto ekonomicznego i modelowego punktu widzenia transfery fiskalne mogłyby dopełniać unię walutową i ograniczać koszty związane z utratą autonomii monetarnej. Niezależnie od tego, na ile mogłyby pomóc stabilizować cykle koniunkturalne, nie stanowiłyby remedium na utratę konkurencyjności poszczególnych gospodarek unii walutowej (Kawalec, Pytlarczyk 2016), a więc nie rozwiązywałyby problemów, z którymi zmagają się części gospodarek strefy euro w związku z brakiem możliwości dostosowywania kursu walutowego.

3.3. Stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych w gospodarkach strefy euro

Jeśli chodzi o synchronizację cykli koniunkturalnych w strefie euro, to badania wskazują, że synchronizacja ta jest niepełna (Palenzuela i in. 2024). O ile w czasie kryzysów gospodarczych, takich jak globalny kryzys walutowy czy kryzys pandemiczny, korelacja zmian PKB w poszczególnych krajach strefy euro była silna, o tyle w pozostałych okresach była ograniczona (choć dodatnia). Jednocześnie kraje strefy euro charakteryzują się silnie zróżnicowaną amplitudą wahań aktywności w cyklu koniunkturalnym (przykładowo w Hiszpanii jest ona 2–3-krotnie wyższa niż w Niemczech czy we Francji). Inne badania wskazują, że przystąpienie do strefy euro nie wpływa na stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych (Miles, Vijverberg 2018) bądź wpływ ten był jedynie krótkotrwały i dotyczył okresu przed globalnym kryzysem finansowym (por. Guerini, Luu, Napoletano 2023). Niektóre badania (Belke, Domnick, Gros 2017) pokazują, że wzrost synchronizacji cykli koniunkturalnych w strefie euro dotyczył jedynie krajów centralnych tego obszaru walutowego. Należy zatem odrzucić hipotezę o endogeniczności strefy euro w kontekście optymalnego obszaru walutowego.

⁴ Dane Eurostatu za 2024 r.

Istotnym czynnikiem determinującym stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych w strefie euro były również cykle finansowe. Na podstawie analiz gospodarek południa Europy będących członkami strefy euro Aizenman (2018) wskazuje, że w gospodarkach należących do unii walutowej może się zwiększać korelacja cykli koniunkturalnych, jednak jest ona nietrwała. Jest bowiem napędzana niestabilnym napływem kapitału, rosnącym zadłużeniem i wzrostem nierównowagi na rynkach finansowych mniej zamożnych gospodarek unii walutowej. Dlatego po okresie rosnącej korelacji cykli koniunkturalnych poprzedzającym globalny kryzys finansowy z 2009 r. nastąpił jej ponowny spadek w sytuacji odpływu kapitału i załamania akcji kredytowej.

Istotnym elementem powodującym brak pełnej synchronizacji cykli koniunkturalnych w strefie euro jest zróżnicowanie jej gospodarek pod względem sektorowej struktury tworzenia wartości dodanej. W Niemczech udział przetwórstwa przemysłowego w tworzeniu PKB wynosi około 19%, tymczasem we Francji czy w Hiszpanii jest niemal dwukrotnie mniejszy (odpowiednio 10% i 11%)⁵. Warto wskazać, że kraje strefy euro wyspecjalizowały się w produkcji niektórych produktów bądź usług. Przykładowo, można zauważyć istotną koncentrację przemysłu samochodowego w Niemczech czy usług turystycznych w krajach południa Europy. Te różnice w strukturze również powodują odmienną reakcję gospodarek na wspólne wstrząsy gospodarcze oraz zwiększają ryzyko wystąpienia asymetrycznego wstrząsu. Jednocześnie, jak się wydaje, to właśnie dzięki silnej bazie przemysłowej i ukierunkowaniu produkcji na eksport Niemcy były gospodarką, która – w odróżnieniu od południa Europy – skorzystała na wprowadzeniu euro. Jak wskazuje analiza Gasparottiego i Kullasa (2019) wprowadzenie euro pozwoliło Niemcom i Holandii osiągnąć wyższy poziom PKB per capita. W pozostałych analizowanych krajach (tj. w Belgii, Hiszpanii, Grecji, Portugalii, we Francji i Włoszech) PKB per capita wskutek przyjęcia euro był niższy.

Omawiane powyżej zróżnicowanie gospodarek strefy euro powoduje, że procesy inflacyjne w krajach należących do tego obszaru walutowego bardzo często przebiegają odmiennie bądź mają różne nasilenie. Analiza średniej inflacji od 2015 r. wyraźnie wskazuje na zróżnicowanie jej poziomu między krajami strefy euro. W krajach bałtyckich średnia inflacja wyraźnie przekraczała 4%, natomiast w części krajów strefy euro (Finlandia, Grecja, Irlandia) znajdowała się poniżej 2%⁶. Różnice w inflacji były szczególnie istotne w czasie globalnego szoku inflacyjnego z lat 2021–2023. W niektórych miesiącach tego okresu różnica między inflacją HICP w krajach strefy euro wynosiła niemal 20 pkt proc.⁷

3.4. Konsekwencje braku dopasowania stóp procentowych do potrzeb poszczególnych gospodarek strefy euro

Różnice w kształtowaniu się inflacji – której stabilizacja na niskim poziomie jest podstawowym zadaniem banku centralnego – stwarzają wyzwania dla polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego. Jest tak, bowiem EBC musi ustalać stopę procentową na jednakowym poziomie dla wszystkich krajów należących do unii walutowej, niezależnie od procesów cenowych zachodzących w poszczególnych gospodarkach.

⁵ Dane Banku Światowego za 2023 r.

⁶ Dane Eurostat za okres styczeń 2015 – marzec 2025 r.

⁷ W sierpniu 2022 r. inflacja HICP w Estonii wynosiła 25,2%, a we Francji – 6,6%.

Co istotne, kraje należące do strefy euro charakteryzują się różnymi poziomami naturalnej stopy procentowej, a więc stopy procentowej zapewniającej równowagę makroekonomiczną. Według badania Branda, Bieleckiego i Penalvera (2019) różnice w poziomie naturalnej stopy procentowej w gospodarkach strefy euro przekraczają nawet 2 pkt proc. Oznacza to, że stopa procentowa ustalana przez bank centralny strefy euro nie może być optymalna dla wszystkich gospodarek tej unii walutowej jednocześnie.

Doświadczenia wynikające z funkcjonowania strefy euro wskazują, że niedopasowanie poziomu stóp procentowych do potrzeb danej gospodarki może mieć poważne implikacje dla stabilności makroekonomicznej, a także dla długofalowego tempa wzrostu gospodarczego. Dotyczy to w szczególności gospodarek mniej zamożnych, w których w związku z procesem konwergencji wzrost gospodarczy jest na ogół szybszy. Oznacza to, że gospodarki te, aby utrzymać się na ścieżce zrównoważonego wzrostu, potrzebują wyższych stóp procentowych. Tymczasem w wielu mniej zamożnych gospodarkach, które przyjmowały euro, stopy procentowe spadły poniżej poziomu zapewniającego równowagę gospodarczą, co w efekcie prowadziło do powstania cyklu *boom-bust*.

Przykładem gospodarek, w których wystąpił taki cykl, były kraje południa Europy. W tych gospodarkach w związku z niższymi stopami procentowymi po przyjęciu euro następował silny wzrost zadłużenia. Jak wskazuje Glapiński (2024), w Hiszpanii zadłużenie sektora prywatnego wzrosło w pierwszej dekadzie XXI w. z około 100% PKB w 2000 r. do ponad 200% PKB w 2010 r. Silny wzrost zadłużenia nastąpił również w Grecji (dług sektora prywatnego wzrósł z 54% PKB do prawie 130% PKB, a dług publiczny podniósł się z 105% PKB do 148% PKB). Choć szybkie zwiększenie zadłużenia doprowadziło do przejściowego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, to wiązało się jednocześnie z narastaniem nierównowagi makroekonomicznej, w tym z utratą konkurencyjności wskutek zbyt szybkiego tempa wzrostu wynagrodzeń. W efekcie pojawiła się głęboka nierównowaga w bilansie płatniczym. Jednak po wybuchu globalnego kryzysu finansowego gospodarki te doświadczyły głębokiej i długotrwałej recesji, silnego wzrostu bezrobocia (w Grecji oraz w Hiszpanii stopa bezrobocia wzrosła do mniej więcej 25%) oraz zahamowania procesu konwergencji na wiele lat. W Hiszpanii PKB powrócił do poziomu z 2008 r. dopiero dziewięć lat później, a w Grecji PKB cały czas pozostaje wyraźnie niższy niż w 2008 r.

Doświadczenia tych krajów pokazują, że wewnętrzna dewaluacja – która jest konieczna do przywrócenia równowagi makroekonomicznej w sytuacji braku możliwości dostosowania nominalnego kursu walutowego – jest procesem na ogół długotrwałym i kosztownym społecznie. Jak stwierdzają Kawalec i Pytlarczyk (2016), efektywniejszym sposobem przywrócenia równowagi w gospodarce jest deprecjacja kursu walutowego, która pomaga odzyskać konkurencyjność szybciej i nie musi się wiązać z tak istotnym wzrostem bezrobocia oraz trwałą utratą PKB.

4. Ryzyka dla Polski związane z przedwczesnym przyjęciem euro

Jak wyżej wskazano, strefa euro nie jest optymalnym obszarem walutowym. Jednocześnie polska gospodarka istotnie różni się od gospodarek strefy euro. W efekcie przyjęcie obecnie euro przez Polskę stwarzałoby istotne ryzyka makroekonomiczne dla gospodarki. Ryzyka te mają dwa główne źródła. Po pierwsze, po wejściu do strefy euro Polska utraciłaby możliwość elastycznego kształtowania stóp procentowych banku centralnego w zależności od potrzeb gospodarki. Po drugie, wejście do strefy euro wiązałoby się z utratą możliwości stosowania płynnego kursu walutowego jako narzędzia absorbującego wstrząsy gospodarcze.

4.1. Utrata możliwości dostosowywania stóp procentowych do potrzeb krajowej gospodarki

Pozostając poza strefą euro, Narodowy Bank Polski może szybko i elastycznie dostosowywać politykę pieniężną do zmieniających się uwarunkowań w polskiej gospodarce. Jest to istotne z trzech powodów.

Po pierwsze, między polską gospodarką a gospodarką strefy euro występują istotne różnice strukturalne. Dotyczą one w szczególności rynku pracy (którego elastyczność w Polsce jest relatywnie wysoka) oraz rynku nieruchomości, w tym zwłaszcza niskiego stopnia rozwoju rynku wynajmu w Polsce (por. NBP 2014). Polska gospodarka różni się od gospodarki strefy euro także zadłużeniem prywatnego sektora niefinansowego, które w naszym kraju jest wyraźnie niższe (w III kwartale 2024 r. wyniosło 58,5% PKB wobec 157,6% PKB w strefie euro⁸), a także otwartością na handel międzynarodowy (w Polsce jest ona większa). Różnice te sprawiają, że polska gospodarka po wejściu do strefy euro byłaby szczególnie podatna na asymetryczne wstrząsy. Jednocześnie powodują, że wstrząsy wspólne mogłyby w inny sposób wpływać na polską gospodarkę niż na gospodarkę strefy euro, czyniąc wspólną politykę pieniężną nieadekwatną z punktu widzenia potrzeb naszego kraju. Dodatkowo, mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce po przyjęciu euro byłby najprawdopodobniej inny niż dla strefy euro, co również stwarzałoby ryzyko destabilizacji gospodarki, nawet w sytuacji, gdyby stopy procentowe EBC były ustalone na poziomie adekwatnym dla strefy euro jako całości.

Po drugie, jak wskazuje Glapiński (2024), stopień synchronizacji cyklu koniunkturalnego Polski ze strefą euro jest ograniczony. Współczynnik korelacji cyklu koniunkturalnego mierzonego wskaźnikiem PKB w Polsce i w strefie euro w latach 1995–2019 wyniósł 0,6. Był on przy tym mniejszy niż w przypadku dużych gospodarek strefy euro. Podobnych wniosków dostarcza badanie Cieślaka i Teresińskiego (2020). Dowodzi ono, że wprowadzie cykle koniunkturalne w Polsce i w strefie euro przebiegają do pewnego stopnia podobnie, jednak źródłem zmienności gospodarczej w obu krajach są często odmienne wstrząsy gospodarcze.

Po trzecie, w długim okresie wzrost gospodarczy w Polsce jest wyraźnie szybszy (w latach 2004–2024 wyniósł średnio 3,8% wobec 1,2% w strefie euro), co wynika z trwającego procesu konwergencji polskiej gospodarki i szybszego wzrostu produktywności. Ponadto, jak wskazują badania (Bielecki i in. 2024), poziom naturalnej stopy procentowej w Polsce był w ostatnich 20 latach o 2–3 pkt proc. wyższy niż w strefie euro. Według tego badania różnice w kształtowaniu się naturalnych stóp procentowych wynikały przede wszystkim z szybszego wzrostu produktywności w Polsce w związku z trwającym procesem konwergencji.

Powyższe rozważania prowadzą do wniosku, że w celu zachowania równowagi makroekonomicznej polska gospodarka potrzebuje innych (na ogół wyższych) stóp procentowych niż strefa euro. Dotychczasowe doświadczenia Narodowego Banku Polskiego wskazują, że w okresie od ustanowienia obecnego poziomu celu inflacyjnego NBP (tj. od stycznia 2004 r.) do kwietnia 2025 r. stopa referencyjna NBP wynosiła średnio około 3,5%. Oznacza to, że była o około 2,3 pkt proc. wyższa od średniego poziomu podstawowej stopy procentowej EBC⁹. Różnica ta jest spójna z szacowaną naturalną stopą procentową dla Polski i dla strefy euro. Jak wskazano w opracowaniu Glapińskiego (2024), poziom stopy referencyjnej

⁸ Dane BIS.

⁹ Jako podstawową stopę procentową EBC w okresie styczeń 2004 – grudzień 2014 r. przyjęto stopę podstawowych operacji refinansujących (stopę MRO, *main refinancing operations*), natomiast w okresie styczeń 2015 – kwiecień 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.

NBP jest zmieniany częściej niż poziom podstawowej stopy procentowej EBC, a z analizy korelacji wynika, że zmiany stopy referencyjnej NBP następują przeciętnie o 3–4 miesiące wcześniej niż zmiany podstawowej stopy procentowej EBC. Pokazuje to, że NBP na ogół szybciej reaguje na wstrząsy gospodarcze.

Gdyby Polska należała do strefy euro, to stopy procentowe byłyby niższe niż faktycznie ustalane przez NBP. Jednocześnie stopy te byłyby niższe niż szacunki naturalnej stopy procentowej dla Polski. Długotrwałe utrzymywanie stóp procentowych na poziomie niższym niż odpowiedni dla polskiej gospodarki stwarzałoby ryzyko powstania nierównowagi makroekonomicznej, w tym pojawienia się cyklu *boom-bust*, podobnie jak w innych gospodarkach konwergujących należących do strefy euro. Oznacza to, że wzrost gospodarczy w Polsce mógłby przejściowo przyspieszyć, co jednak wiązałoby się z powstaniem nierównowagi makroekonomicznej, a następnie załamaniem gospodarczym i – w negatywnym scenariuszu – długotrwałą recesją. W obliczu braku możliwości dostosowania kursu walutowego równowaga gospodarcza musiałaby zostać przywrócona za pośrednictwem kosztownego społecznie procesu dewaluacji wewnętrznej, której towarzyszyłby silny wzrost bezrobocia, bądź poprzez – trudną do zaakceptowania dla państwa – emigrację.

4.2. Utrata płynnego kursu walutowego jako narzędzia absorbującego wstrząsy gospodarcze

Przyjęcie euro przez Polskę wiązałoby się z utratą możliwości stosowania płynnego kursu walutowego jako narzędzia absorbującego wstrząsy gospodarcze. W literaturze wskazuje się, że płynny kurs walutowy w Polsce pozostaje ważnym kanałem absorbującym szoki (por. Dąbrowski, Wróblewska 2016; Torój, Konopczak 2012). W efekcie reakcja realnej gospodarki, w tym rynku pracy, na wstrząsy gospodarcze jest ograniczona. Było to szczególnie widoczne w czasie globalnego kryzysu finansowego z 2009 r., kiedy Polska – w dużym stopniu dzięki silnej deprecjacji kursu złotego – utrzymała dodatni wzrost gospodarczy (2,6%). W tym samym czasie w strefie euro wystąpiła głęboka recesja (spadek PKB wyniósł 4,4%). Badanie Brzozy-Brzeziny i in. (2013) wskazuje, że gdyby Polska była wówczas w strefie euro, to doświadczyłaby silnej recesji.

Należy również wskazać, że płynny kurs walutowy odgrywa istotną rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Zgodnie z badaniem Ciżkowicz-Pękały i in. (2023) niemal połowa oddziaływania zmian stóp procentowych NBP na inflację CPI w Polsce odbywa się za pośrednictwem kanału kursu walutowego.

Co równie ważne, płynny kurs walutowy nie stanowi bariery rozwoju handlu i polskiego eksportu. Udział Polski w światowym eksporcie towarów silnie wzrósł: z 0,8% w 2005 r. do 1,6% w 2024 r. Badanie Hagemejera i Mućka (2019) wskazuje, że w latach 1995–2014 eksport odpowiadał za mniej więcej połowę wzrostu gospodarczego Polski. Jednocześnie tylko niewielka część przedsiębiorstw (5,2% w I kwartale 2025 r.¹⁰) wskazuje kurs walutowy jako barierę rozwoju.

Oznacza to, że brak przyjęcia euro w Polsce nie stanowił przeszkody w dynamicznym rozwoju eksportu w ostatnich dekadach. Jak wskazano w opracowaniu Glapińskiego (2024), źródłem tego rozwoju były przede wszystkim: wysoka konkurencyjność polskiej gospodarki, integracja handlowa i gospodarcza z pozostałymi państwami UE oraz rozwój regionalnych sieci podaży. W efekcie – jak pokazuje

¹⁰ Według badania NBP „Szybki Monitoring. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw” z kwietnia 2025 r.

doświadczenie krajów Europy Środkowo-Wschodniej, z których zdecydowana większość zwiększała swoje udziały w handlu światowym niezależnie od tego, czy przystąpiły do strefy euro – kwestia przyjęcia wspólnej waluty nie miała dużego znaczenia w rozwoju handlu zagranicznego w tym regionie.

5. Podsumowanie

Teoretyczne rozważania dotyczące optymalnych obszarów walutowych, jak również dotychczasowe funkcjonowanie strefy euro jasno wskazują, że strefa euro nie stanowi optymalnego obszaru walutowego. Przede wszystkim mobilność czynników produkcji (zwłaszcza pracy) oraz elastyczność cen i płac są w tym obszarze walutowym ograniczone. Jednocześnie nie ma – ze zrozumiałych względów podykтовanych brakiem mandatu demokratycznego – narzędzia fiskalnego, które umożliwiałoby istotny transfer środków do gospodarek dotkniętych asymetrycznym wstrząsem. Gospodarki strefy euro pozostają zróżnicowane pod względem struktury produkcji, instytucjonalnych uwarunkowań rynków pracy, poziomu zadłużenia czy stopnia zamożności i realnej konwergencji.

Powyższe różnice powodują, że synchronizacja cykli koniunkturalnych między gospodarkami strefy euro jest niepełna. Procesy inflacyjne często przebiegają odmiennie bądź mają różne natężenie. Gospodarki strefy euro różnią się również poziomem naturalnych stóp procentowych. W efekcie stopa procentowa banku centralnego w strefie euro nie może być jednocześnie adekwatna dla wszystkich gospodarek tego obszaru walutowego. W przeszłości przyczyniało się to do powstawania niestabilnych boomów kredytowych w części gospodarek. Ich konsekwencją były silne i długotrwałe spadki aktywności gospodarczej, którym towarzyszył istotny wzrost bezrobocia.

Analizując teoretyczną literaturę dotyczącą optymalnych obszarów walutowych, jak również dotychczasowe funkcjonowanie strefy euro, należy jednoznacznie stwierdzić, że przyjęcie euro przez Polskę stwarzałoby obecnie istotne ryzyka dla zachowania równowagi gospodarczej oraz dalszego procesu konwergencji polskiej gospodarki. Ryzyka te miałyby przede wszystkim dwa źródła. Po pierwsze, wchodząc do strefy euro, polska gospodarka utraciłaby możliwość dostosowania stóp procentowych do potrzeb krajowej gospodarki. Stopy procentowe po wejściu do strefy euro często nie byłyby odpowiednie dla fazy cyklu koniunkturalnego, w którym znajduje się Polska. Jednocześnie kształtowałyby się długotrwałe na poziomie niższym niż naturalna stopa procentowa. W efekcie przyjęcie euro wiązałoby się z istotnym ryzykiem powstania cyklu *boom-bust*, a więc przejściowego przyspieszenia aktywności gospodarczej napędzanego wzrostem kredytu, po którym nastąpiłoby załamanie aktywności i wzrost bezrobocia. Przywrócenie równowagi w gospodarce – w warunkach braku możliwości deprecjacji kursu – byłoby długotrwałe, kosztowne społecznie i wiązałoby się z silnym wzrostem bezrobocia oraz emigracją. Po drugie, wchodząc do strefy euro, Polska utraciłaby korzyści płynące z posiadania płynnego kursu walutowego, który pozostaje ważnym kanałem absorbującym wstrząsy gospodarcze, co zwiększałoby zmienność PKB i bezrobocia w cyklu koniunkturalnym, a także stwarzałoby ryzyko utraty konkurencyjności, osłabienia eksportu i wieloletniej dekonunktury w przemyśle.

W kolejnych dekadach, wraz ze wzrostem zamożności polskiej gospodarki i jej konwergencją w kierunku najzamożniejszych gospodarek Europy Zachodniej, ocena bilansu korzyści i kosztów ekonomicznych przyjęcia euro może się zmienić. Niemniej obecnie bilans ten jest zdecydowanie negatywny.

Bibliografia

- Aizenman J. (2018), Optimal currency area: a twentieth century idea for the twenty-first century?, *Open Economies Review*, 29, 373–382.
- Arpaia W., Kiss A., Palvolgyi B., Turrini A. (2016), Labour mobility and labour market adjustment in the EU, *IZA Journal of Migration*, 5(1), 1–21.
- Beine M., Candelon B., Sekkat K. (2003), EMU membership and business cycle phases in Europe: Markov-switching VAR analysis, *Journal of Economic Integration*, 18(1), 214–242.
- Belke A., Domnick C., Gros D. (2017), Business cycle synchronization in the EMU: core vs. periphery, *Open Economies Review*, 28, 863–892.
- 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., Kuźniemska-Pawlak K., Szafranski 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.
- Bordo M.D., Jonung L. (2003), The future of EMU: What does the history of monetary unions tell us?, w F.H. Capie, G.E. Wood (red.), *Monetary Unions. Theory, history, public choice*. Routledge.
- Brand C., Bielecki M., Penalver A. (2019), *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy*, NBP Working Paper, 308, Narodowy Bank Polski.
- Brzoza-Brzezina M., Jacquinot P., Kolasa M. (2010), *Can we prevent boom-bust cycles during euro area accession?*, ECB Working Paper Series, 1280, European Central Bank.
- Cieślak A., Teresiński J. (2020), Comparing business cycles in the Eurozone and in Poland: a Bayesian DSGE approach, *Bank i Kredyt*, 51(4), 317–366.
- Ciżkowicz-Pękała i in. (red.) (2023), Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku, *Materiały i Studia*, 346, Narodowy Bank Polski.
- Commission of the European Communities (1990), One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *Studies for European Economy*, 44.
- Dąbrowski M., 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, <http://www.voxeu.org/article/managing-fragile-eurozone>.
- De Grauwe P. (2022), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press.
- De Grauwe P., Mongelli F.P. (2005), *Endogeneities of optimum currency areas: What brings countries sharing a single currency closer together?*, ECB Working Paper, 468.
- Decressin J., Fatás A. (1995), Regional labor market dynamics in Europe, *European Economic Review*, 39, 1627–1655.
- Eichengreen B. (1990), *Costs and benefits of monetary union*, CEPR Discussion Papers, 453.
- Eichengreen B. (1992), *Is Europe an optimum currency area?*, NBER Working Papers Series, 3579.
- Eichhorst W., Marx P., Wehner C. (2016), *Labor Market Reforms in Europe: Towards More Flexicure Labor Markets?*, IZA Discussion Paper, 9863.

- European Commission (2013), *Labour Market Developments in Europe*, European Economy, 6/2013.
- Eyraud L., Gaspar V., Poghosyan T. (2017), Fiscal politics in the euro area, w: V. Gaspar, S. Gupta, C. Mulas-Granados (red.), *Fiscal Politics*, International Monetary Fund.
- Farhi E., Werning I. (2017), Fiscal unions, *American Economic Review*, 107(12), 3788–3834.
- Feldstein M. (1997), EMU and international conflict, *Foreign Affairs*, 76(6), 60–73.
- Fornaro L. (2022), A theory of monetary union and financial integration, *Review of Economic Studies*, 89, 1911–1947.
- Frankel J.A., Rose A.K. (1998), The endogeneity of the optimum currency area criteria, *The Economic Journal*, 108(449), 1009–1025.
- Friedman M. (1953), *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press.
- Gasparotti A., Kullas M. (2019), *20 years of the euro: winners and losers. An empirical study*, cepStudy, Centre for European Policy.
- Glapiński A. (2024), *Narodowy Bank Polski w czasie megaszoków ekonomicznych po pandemii i w kryzysie energetycznym. Historia sukcesu*, Narodowy Bank Polski.
- Guerini M., Luu D.T., Napoletano M. (2023), Synchronization patterns in the European Union, *Applied Economics*, 55(18), 2038–2059.
- Hagemejer J., Mućk J. (2019), Export-led growth and its determinants: evidence from Central and Eastern European countries, *The World Economy*, 42(7), 1994–2025.
- Heimberger P. (2019), *The impact of labour market institutions and capital accumulation on unemployment: evidence for the OECD, 1985–2013*, The Vienna Institute for International Economic Studies Working Paper, 164.
- Ingram J.C. (1969), Comment: the currency area problem, w: R.A. Mundell, A.K. Swoboda (red.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.
- Kawalec S., Pytlarczyk E. (2016), *Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?*, Wydawnictwo Poltext.
- Kenen P.B. (1969), The theory of optimum currency areas: an eclectic view, w: R.A. Mundell, A.K. Swoboda (red.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.
- Korhonen I., Fidrmuc J. (2001), Similarity of supply and demand shocks between the euro area and the accession countries, w: *Focus on Transition. 2/2001*, Oesterreichische Nationalbank.
- 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. (1992), *Geography and Trade*, The MIT Press.
- Krugman P. (2001), Lessons of Massachusetts for EMU, w: F. Glavazzi, F. Torres (red.), *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press.
- Krugman P. (2013), Revenge of the optimum currency area, *NBER Macroeconomics Annual*, 27(1), 439–448.
- L'Angevin C. (2007), *Labour market adjustment dynamics and labour mobility within the euro area*, Documents de Travail de la DGTPE, 2007/6.
- McKinnon R.I. (1963), Optimum currency areas, *The American Economic Review*, 53(4), 717–725.
- McKinnon R.I. (2004), Optimum currency areas and key currencies: Mundell I versus Mundell II, *Journal of Common Market Studies*, 42(4), 689–715.
- 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.
- 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 Communities.
- Mundell R.A. (1961), A theory of optimum currency areas, *The American Economic Review*, 51(4), 657–665.
- Mundell R.A. (1973), Uncommon arguments for common currencies, w: H.G. Johnson, A.K. Swoboda (red.), *The Economics of Common Currencies. Proceedings of the Madrid Conference on Optimum Currency Areas*, George Allen & Unwin.
- NBP (2014), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, Narodowy Bank Polski.
- 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.
- Stążka A. (2008), The flexible exchange rate as a stabilising instrument: the case of Poland, w: NBP, *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej. Projekty badawcze. Część V*, Narodowy Bank Polski.
- Torój A., Konopczak K. (2012), Crisis resistance versus monetary regime: a Polish-Slovak counterfactual exercise, *Central European Journal of Economic Modelling and Econometrics*, 4(1), 1–22.
- Walters A. (1986), *Britain's Economic Renaissance*, Oxford University Press.
- Walters A. (1990), *Sterling in Danger: Economic Consequences of Fixed Exchange Rate*, Fontana.

Risks related to premature adoption of the euro by Poland in the light of the optimal currency area theory

Abstract

This article evaluates the Eurozone's performance through the lens of the theory of optimal currency areas (OCA), highlighting structural weaknesses that have prevented the monetary union from delivering its expected benefits. Key OCA criteria – such as high labour mobility, flexible labour and product markets, and synchronized business cycles – are only partially met within the euro area. The limited mobility of production factors, especially labour, combined with rigid markets, has impeded the ability of member economies to adjust to asymmetric shocks. Furthermore, substantial differences in natural interest rates across Eurozone countries, along with incomplete cyclical alignment, have contributed to persistent mismatches between the European Central Bank's monetary policy and the economic needs of individual member states. These mismatches have amplified macroeconomic imbalances and, in some cases, triggered boom-bust cycles and a long-term deceleration in economic growth.

The second part of the article focuses on the implications of potential euro adoption by Poland. The Polish economy currently differs significantly from those of the euro area due to – most of all – its faster productivity growth, higher natural interest rate, and ongoing convergence with more advanced EU economies. Therefore, joining the Eurozone would deprive Poland and its central bank of its ability to set interest rates appropriate to domestic conditions, raising the risk of macroeconomic instability and potentially disrupting the convergence process. In particular, losing monetary autonomy could destabilise the economy. Macroeconomic imbalance would be difficult to correct without significant social costs, such as increased unemployment and emigration. Additionally, the abandonment of a floating exchange rate would eliminate an important adjustment mechanism, thereby increasing the volatility of output and employment. Importantly, the current floating exchange rate regime of the Polish złoty has not hindered export growth, which remains driven by the high competitiveness of the economy, integration with EU markets, and participation in regional supply chains.

While euro adoption may become more beneficial as Poland converges further with Western European economies in terms of income levels, the present assessment unequivocally indicates that the macroeconomic risks of joining the Eurozone outweigh any benefits.

Keywords: optimal currency areas, Eurozone, monetary union, floating exchange rate