

Stefan Kawalec

Capital Strategy Sp. z o.o. Sp. k., Warszawa

 <https://orcid.org/0000-0001-5730-2809>  skawalec@capitalstrategy.pl**Ernest Pytlarczyk**

Bank Pekao S.A., Warszawa

 <https://orcid.org/0000-0002-7487-7003>  ernest.pytlarczyk@gmail.com

Możliwość wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego jako kluczowa korzyść z deprecjacji waluty w warunkach negatywnego szoku

The Possibility to Tap into the Potential of Domestic Demand as a Key Benefit of Currency Depreciation in the Face of a Negative Shock

Streszczenie

Artykuł analizuje wpływ deprecjacji waluty na dwa komponenty składowe PKB – eksport netto i popyt wewnętrzny – w warunkach negatywnego szoku. Opierając się na analizie teoretycznej oraz egzemplifikacji empirycznej z dwóch znaczących epizodów historii gospodarczej pokazujemy, że główną korzyścią z osłabienia waluty nie musi być wzrost eksportu netto, lecz możliwość utrzymania wysokiego poziomu popytu wewnętrznego bez załamania równowagi zewnętrznej. Kwestia ta jest kluczowa dla zrozumienia wpływu elastycznego kursu walutowego na gospodarkę w warunkach kryzysu.

Rosati (2022) twierdzi, że głównym czynnikiem, który pozwolił Polsce uniknąć recesji w czasie globalnego kryzysu finansowego, nie była deprecjacja złotego, lecz ekspansja fiskalna, która spowodowała wzrost konsumpcji. Jednak symulacja przedstawiona w tym artykule pokazuje, że oba czynniki odegrały istotną rolę. Bez osłabienia złotego poluzowanie polityki fiskalnej nie zapobiegłoby recesji w 2009 r. Deprecjacja złotego umożliwiła w warunkach kryzysu stymulowanie popytu wewnętrznego przy jednoczesnej poprawie eksportu netto, co uchroniło Polskę przed spadkiem PKB.

Słowa kluczowe: deprecjacja waluty, szok gospodarczy, Wielki Kryzys, globalny kryzys finansowy, kryzys euro.

JEL: E17, E32, E42, E50, E65

Abstract

This article examines the impact of currency depreciation on two components of GDP—net exports and domestic demand—under negative shocks. Drawing on theoretical analysis and empirical examples of two significant episodes in economic history, we demonstrate that the main benefit of currency depreciation under negative shocks is not necessarily an increase in net exports, but rather the ability to maintain a high level of domestic demand without disturbing external equilibrium. This issue is crucial for understanding the impact of a flexible exchange rate on the economy during a crisis.

Rosati (2022) argues that the main factor that allowed Poland to avoid recession during the global financial crisis was not the zloty depreciation but the fiscal expansion that led to an increase in consumption. However, the simulation presented in this article shows that both factors were important. Without the zloty depreciation, fiscal easing would not have prevented the GDP decline in 2009. The depreciation of the zloty made it possible to stimulate domestic demand during the crisis while increasing net exports, thus protecting Poland against a decline in GDP.

Keywords: Currency Depreciation, Economic Shock, Great Depression, Global Financial Crisis, Euro Crisis.

JEL: E17, E32, E42, E50, E65



Licencje Creative Commons 4.0

1. Wstęp

W dyskusji o roli elastycznego kursu walutowego w sytuacji negatywnego szoku ekonomiści często koncentrują uwagę na możliwości wzrostu eksportu i eksportu netto w wyniku deprecjacji waluty. Tymczasem poziom kursu walutowego wpływa nie tylko na obroty zagraniczne, lecz także na popyt wewnętrzny.

Artykuł bada wpływ deprecjacji waluty na Produkt Krajowy Brutto (PKB) w warunkach negatywnego szoku, analizując oddziaływanie osłabienia kursu na dwa komponenty PKB: popyt wewnętrzny i eksport netto. Wyróżniamy trzy kanały wpływu konkurencyjności kursu walutowego na popyt wewnętrzny: 1) wpływ na popyt generowany przez sektor eksportowy i jego pracowników, 2) wpływ na popyt generowany przez firmy produkujące na rynek krajowy i ich pracowników, 3) wpływ na zakres swobody polityki makroekonomicznej (wymuszanie polityki restrykcyjnej przy niekonkurencyjnym kursie walutowym versus umożliwianie polityki ekspansywnej – podtrzymującej popyt wewnętrzny bez zagrożenia załamaniem salda obrotów zewnętrznym – przy konkurencyjnym kursie walutowym).

Ze względu na różną wagę popytu wewnętrznego i eksportu netto w PKB efekty w postaci wpływu deprecjacji na popyt wewnętrzny mogą być potencjalnie znacznie większe niż efekty w postaci wpływu na eksport netto. Ta potencjalna różnica materializuje się szczególnie w warunkach negatywnego szoku. Stąd pochodzi tytułowa teza artykułu, że możliwość wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego stanowi kluczową korzyść z deprecjacji waluty w takich warunkach. Tezę tę opieramy na analizie teoretycznej oraz egzemplifikacji empirycznej z dwóch znaczących epizodów historii gospodarczej: Wielkiego Kryzysu lat 30. (na podstawie danych Eichengreena, 2024) oraz okresu kilku lat od początku globalnego kryzysu finansowego 2007–2009 (na podstawie danych Kawalca, Pytlarczyka i Kamińskiego, 2020).

Niedostrzeganie, że zmiany kursu walutowego wpływają nie tylko na obroty zagraniczne, lecz również na możliwość wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego, może prowadzić do zasadniczych nieporozumień w analizie roli elastycznego kursu walutowego w warunkach negatywnego szoku. Przypadkiem takiego nieporozumienia jest, naszym zdaniem, teza Dariusza Rosatiego (2022, s. 153–163), że deprecjacja złotego podczas kryzysu 2008–2009 miała przede wszystkim negatywny wpływ na gospodarkę, a Polska uniknęła recesji w 2009 r. nie dzięki osłabieniu waluty, lecz dzięki poluzowaniu fiskalnemu, które spowodowało wzrost konsumpcji. W artykule argumentujemy, że Rosati błędnie ocenia wpływ deprecjacji złotego na gospodarkę. Zwracamy uwagę, że w 2009 r., mimo znacznie niższego wolumenu eksportu (licząc w jednostkach fizycznych i w zagranicznej walucie), przychody eksporterów w złotych rosły lub spadały jedynie nieznacznie, przy jednoczesnym obniżeniu kosztów całkowitych (wynikającym z niższego fizycznego wolumenu produkcji). W efekcie, mimo spadku eksportu, sytuacja finansowa wielu eksporterów poprawiała się lub nie pogarszała. Oznaczało to, że nie musieli oni w trybie awaryjnym ograniczać mocy produkcyjnych ani dokonywać głębokich redukcji zatrudnienia. Tym samym szok w postaci gwałtownego spadku popytu na rynkach zagranicznych nie doprowadził ani do ograniczenia zdolności podażowych sektora eksportowego, ani do gwałtownego spadku popytu generowanego przez

sektor eksportowy i jego pracowników na rynku wewnętrznym. Podtrzymywało to popyt na rynku krajowym i ułatwiło odbudowę eksportu w kolejnych latach. Rosati ma rację, że istotnym czynnikiem, który pozwolił Polsce uniknąć recesji w 2009 r., było poluzowania fiskalne, lecz nie ma racji, twierdząc, że deprecjacja złotego nie odegrała tu roli. W rzeczywistości oba czynniki były kluczowe, a bez ich jednoczesnego wystąpienia prawdopodobnie w 2009 r. doszłoby w Polsce do spadku PKB. Deprecjacja złotego umożliwiła w warunkach kryzysu stymulowanie popytu wewnętrznego przy jednoczesnym wzroście eksportu netto, co uchroniło Polskę przed recesją. Nasze wnioski opieramy na analizie teoretycznej, danych empirycznych dotyczących sytuacji finansowej przedsiębiorstw (NBP, 2010), wynikach symulacji Brzoza-Brzeziny *et al.* (2014) oraz na własnej symulacji opartej na opublikowanych wynikach modelu ekonometrycznego Narodowego Banku Polskiego NECMOD (por. Greszta *et al.*, 2012).

Struktura dalszej części artykułu jest następująca. W rozdziale 2. przedstawiamy analizę teoretyczną wpływu poziomu konkurencyjności kursu walutowego na gospodarkę kraju. Stwierdzenia z tego rozdziału egzemplifikujemy następnie empirycznie w rozdziale 3. (na podstawie doświadczeń z okresu Wielkiego Kryzysu lat 30.) oraz w rozdziale 4. (na podstawie doświadczeń z lat 2007–2016). Rozdział 5. zawiera naszą polemikę z Dariuszem Rosatim (2022) dotyczącą znaczenia deprecjacji złotego dla uniknięcia przez Polskę recesji w 2009 r. Rozdział 6. przedstawia zastrzeżenie końcowe, przypominające, że kluczowa teza artykułu dotycząca korzyści z deprecjacji odnosi się do szczególnej sytuacji negatywnego szoku i niewykorzystanych mocy produkcyjnych.

2. Mechanizmy wpływu poziomu konkurencyjności kursu walutowego na gospodarkę kraju

Gdy mówimy o konsekwencjach posiadania konkurencyjnego (lub niekonkurencyjnego) kursu walutowego, uwaga często koncentruje się na jego wpływie na wolumeny eksportu i importu oraz kształtowanie się salda obrotów zagranicznych. Konkurencyjny kurs walutowy kojarzy się zazwyczaj z nadwyżką w obrotach zagranicznych, a niekonkurencyjny – z deficytem.

Jednak poziom konkurencyjności kursu walutowego wpływa nie tylko na obroty zagraniczne, lecz również na popyt wewnętrzny. Można wyróżnić trzy główne kanały oddziaływania poziomu konkurencyjności kursu walutowego na popyt wewnętrzny:

- 1) Wpływ na sektor eksportowy – niekonkurencyjny kurs walutowy wpływa negatywnie na wielkość eksportu i przychody sektora eksportowego. Wynika to nie tylko z ograniczenia eksportu w wielkościach fizycznych lub niższych wpływów eksportu w walutach zagranicznych, lecz również z faktu, że przy danej wielkości eksportu w walutach zagranicznych przychody eksporterów w walucie krajowej są niższe, niż byłyby przy bardziej konkurencyjnym kursie waluty krajowej. Niższa fizyczna produkcja sektora eksportowego i niższe wpływy eksporterów w walucie krajowej przekładają się na mniejsze inwestycje oraz mniejsze zatrudnienie i mniejszą konsumpcję

pracowników sektora eksportowego. Wszystko to przyczynia się do zmniejszenia popytu wewnętrznego generowanego przez sektor eksportowy i jego pracowników.

- 2) Wpływ na firmy produkujące na rynek krajowy – niekonkurencyjny kurs walutowy ogranicza sprzedaż na rynku wewnętrznym produktów krajowych, które są wypierane przez konkurencyjne cenowo produkty zagraniczne. Ogranicza to przychody firm produkujących na rynek krajowy, co przekłada się na mniejsze inwestycje tych firm oraz mniejsze zatrudnienie i mniejszą konsumpcję pracowników tych firm. Oznacza to, że niekonkurencyjny kurs walutowy ogranicza popyt wewnętrzny generowany przez firmy produkujące na rynek krajowy.
- 3) Wpływ na politykę makroekonomiczną – niekonkurencyjny kurs walutowy zmniejsza możliwość pobudzania gospodarki ekspansywną polityką makroekonomiczną (zwiększającą popyt wewnętrzny). Bowiem im mniej konkurencyjny jest kurs walutowy, tym większa część dodatkowego popytu wewnętrznego wydawana jest na import, przez co powoduje spadek eksportu netto i pogorszenie salda obrotów zewnętrznych, a nie przyczynia się do wzrostu PKB. W praktyce, niekonkurencyjny kurs walutowy niejednokrotnie wymusza stosowanie restrykcyjnej polityki makroekonomicznej, ograniczającej popyt wewnętrzny, aby zapobiec pogorszeniu lub poprawić saldo obrotów zagranicznych.

Przy niekonkurencyjnym kursie walutowym, w sytuacji niepełnego wykorzystania potencjalnego PKB, deprecjacja waluty pozwala uruchomić dwa alternatywne mechanizmy wpływające na wzrost PKB:

- stymulowanie eksportu i eksportu netto,
- stymulowanie popytu wewnętrznego.

Proporcja, w jakiej deprecjacja waluty aktywuje te mechanizmy zależy od towarzyszącej jej polityki makroekonomicznej. Można wyróżnić dwa „czyste” modele wykorzystania deprecjacji:

- a) w przypadku restrykcyjnej polityki makroekonomicznej – korzyścią z deprecjacji jest przede wszystkim pozytywny wpływ na eksport i eksport netto,
- b) w przypadku ekspansywnej polityki makroekonomicznej – korzyścią z deprecjacji jest przede wszystkim podtrzymanie popytu wewnętrznego bez pogorszenia salda obrotów zewnętrznych.

Gąska i Kawalec (2018, s. 37) zwracają uwagę, że ponieważ popyt wewnętrzny stanowi zwykle co najmniej dziewięćdziesiąt kilka procent PKB, a wartość bezwzględna salda obrotów zagranicznych (eksportu netto) zazwyczaj nie przekracza kilku procent PKB, skutki braku konkurencyjności – polegające na ograniczeniu popytu wewnętrznego – mogą być wielokrotnie większe niż możliwe efekty wynikające ze zmian salda obrotów zewnętrznych. Oznacza to, że korzyści z poprawy konkurencyjności kursu walutowego w postaci możliwości zwiększenia popytu wewnętrznego mogą być potencjalnie większe niż ewentualne korzyści wynikające z poprawy eksportu netto. Ilustrują to omawiane poniżej przykłady: doświadczenia Wielkiego Kryzysu lat 30. oraz porównanie sytuacji Polski i krajów południa strefy euro w okresie kilku lat po wybuchu globalnego kryzysu finansowego 2007–2009.

3. Doświadczenia Wielkiego Kryzysu lat 30. XX w.

W czasie Wielkiego Kryzysu lat 1930. przez kilka lat (do 1936 r.) funkcjonowały równolegle dwie grupy krajów stosujących zupełnie odmienne terapie gospodarcze. Jedną grupę stanowiły kraje tzw. „złotego bloku”, pod przywództwem Francji, wśród nich m.in. Polska, które zobowiązały się trwać przy standardzie złota, gwarantując wymienialność swoich walut na złoto według ustalonego parytetu. W warunkach światowego kryzysu implikowało to prowadzenie restrykcyjnej polityki makroekonomicznej. Drugą grupę tworzyły kraje, które – w ślad za Wielką Brytanią i Stanami Zjednoczonymi – odeszły od standardu złota, zdevaluowały swoje waluty i stosowały różne warianty polityki makroekonomicznej. Stefan Kawalec (2025) zauważa, że ponieważ Wielki Kryzys dotknął całą kapitalistyczną gospodarkę światową, a różne grupy krajów testowały odmienne rozwiązania w zakresie systemu walutowego i polityki makroekonomicznej, okres ten stanowi wyjątkowe „laboratorium” naturalnych eksperymentów ekonomicznych, których opis przedstawia książka Barry’ego Eichengreena (2024).

Uważamy, że doświadczenia lat 30. są przydatne dla analizy skutków deprecjacji waluty oraz towarzyszących jej wariantów polityki makroekonomicznej w warunkach kryzysu i niewykorzystanych mocy produkcyjnych.

Porównując doświadczenia krajów, które zdevaluowały swoje waluty, z doświadczeniami państw trwających przy standardzie złota, Eichengreen (2024, s. 57) pisze:

Panuje powszechne przekonanie, że dewaluacja waluty możliwa po odstąpieniu od systemu waluty złotej nie poprawiła sytuacji w krajach, które ją przeprowadziły, natomiast pogłębiła kryzys tam, gdzie standard został utrzymany. **Jednak fakty wskazują na coś zgoła odmiennego** [podkreślenie autorów artykułu]. Dewaluacja okazała się kluczem do wzrostu gospodarczego. Prawie wszędzie, gdzie miała miejsce, pobudzała ożywienie gospodarcze. Stabilizacja cen nastąpiła właśnie w krajach, które ze złota zrezygnowały. Produkcja, zatrudnienie, inwestycje i eksport rosły tam szybciej niż w krajach, które przy parytecie pozostały.

Eichengreen (2024, Tabela 12.1, s. 574) pokazuje, że z roku na rok zwiększała się przepaść między sytuacją pogrążonych w recesji w krajów „złotego bloku”, a sytuacją przeżywających ożywienie gospodarcze krajów, które zdevaluowały swoje waluty. W 1936 r., a więc 7 lat po rozpoczęciu światowego kryzysu, wskaźnik ukazujący wielkość produkcji przemysłowej w relacji do poziomu z 1929 r., w krajach „złotego bloku” wynosił średnio zaledwie 86%, natomiast w krajach, które zdevaluowały swoje waluty wskaźnik ten wynosił średnio 127–128%, a zatem różnica wartości tego wskaźnika między oboma grupami krajów przekraczała 40 punktów procentowych.

Eichengreen (2024, s. 57, 584) wyjaśnia, że głównym motorem wzrostu w krajach, które porzuciły standard złota, nie była poprawa salda handlu zagranicznego. Kluczowe było to, że państwo uwolnione od obowiązku wymiany własnej waluty na złoto po stałym kursie zyskiwało możliwość prowadzenia bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej. W warunkach światowego kryzysu gospodarki dysponowały niewykorzystanymi mocami produkcyjnymi i zmagaly się z wysokim bezrobociem. Taka sytuacja stwarzała przestrzeń do zwiększenia zatrudnienia

i produkcji poprzez ekspansję monetarną i fiskalną, bez wywoływania inflacji. W systemie standardu złota nie było to możliwe, ponieważ ekspansywna polityka makroekonomiczna prowadziłaby do pogorszenia bilansu handlowego, odpływu rezerw złota i w konsekwencji do utraty zdolności utrzymania wymienialności waluty po ustalonym kursie. Natomiast po odejściu od standardu złota kraj mógł prowadzić politykę zwiększania popytu wewnętrznego i ożywiania gospodarki, wykorzystując dostosowanie kursu walutowego jako instrument zapobiegający powstaniu deficytu handlowego. Przynosiło to korzystne skutki w postaci wzrostu gospodarczego, a głównym czynnikiem ożywienia w krajach, które zdewaluowały wówczas swoje waluty, było właśnie zwiększenie popytu wewnętrznego.

W praktyce kraje, które porzuciły system standardu złota i zdewaluowały swoje waluty, wykorzystywały w różnym zakresie dwa alternatywne mechanizmy ożywiania gospodarczego analizowane przez Eichengreena (2024, s. 584–596) na przykładzie Belgii i Czechosłowacji, dwóch niewielkich krajów przemysłowych, w dużym stopniu zależnych od handlu zagranicznego, które zdewaluowały swoje waluty w latach 1934–1935. Belgia wykorzystała zmianę kursu do szybkiego pobudzenia popytu wewnętrznego, natomiast Czechosłowacja prowadziła bardziej konserwatywną politykę makroekonomiczną, traktując dewaluację jako narzędzie wspierania eksportu. W obu przypadkach nastąpiło ożywienie gospodarcze, jednak było one znacznie bardziej dynamiczne w Belgii, która skuteczniej uruchomiła potencjał rynku wewnętrznego.

4. Polska w porównaniu z krajami południa strefy euro w latach 2007–2016

Kawalec, Pytlarczyk, Kamiński (2020, s. 31–35) porównują funkcjonowanie gospodarki Polski z sytuacją w krajach południa strefy euro – Włoszech, Hiszpanii, Grecji i Portugalii – w kilkuletnim okresie po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Szacowano, że w 2010 r., w chwili wybuchu kryzysu strefy euro, kraje południa strefy euro, aby odzyskać konkurencyjność międzynarodową, powinny obniżyć płace w swoich gospodarkach o 10–30% (por. Pill et al. 2013). Gdyby dysponowały własnymi walutami, poprawa konkurencyjności tego rzędu mogłaby dokonać się w krótkim czasie poprzez osłabienie kursu – podobnie jak w Polsce, gdzie na przełomie 2008/2009 r. złoty zdeprecjonował się o około 30%¹. Kraje południa strefy euro nie miały jednak takiej możliwości, zostały zmuszone do prowadzenia polityki deflacyjnej, określanej współcześnie eufemistycznie mianem „wewnętrzej dewaluacji”

¹ Silny trend spadkowy złotego trwał od sierpnia 2008 r. do lutego 2009 r. Później złoty zaczął się wzmacniać, lecz jego wartość pozostawała wyraźnie poniżej najniższego poziomu w okresie od stycznia 2007 r. do sierpnia 2008 r. Osłabienie złotego okazało się więc trwałe, choć okres bardzo głębokiego osłabienia trwał tylko kilka miesięcy. Warto dodać, że osłabienie złotego na przełomie 2008/2009 nastąpiło po ponad czterech latach silnego trendu umacniania, powodowanego napływem kapitału do Polski: od lutego 2004 r. do lipca 2008 r. złoty umocnił się nominalnie w stosunku do euro o blisko 50%. Trzeba zaznaczyć, że w okresie 2004–2008, masowego napływu kapitału doświadczyły również inne kraje (m. in. kraje południa strefy euro i Kraje Bałtyckie), gdzie przyczyniało się to do szybkiego wzrostu płac, powodując silne obniżenie konkurencyjności kursu walutowego.

(por. Kawalec, Pytlarczyk, Kamiński 2020, s. 32). Choć działania te nie przywróciły konkurencyjności międzynarodowej², zdołały przywrócić równowagę w obrotach handlowych – kosztem głębokiego spadku popytu wewnętrznego i obniżenia poziomu PKB. W tabeli 1 przedstawiono porównanie zmian głównych komponentów PKB w czterech krajach południa strefy euro oraz w Polsce w latach 2007–2016.

Tabela 1.

Wkład poszczególnych komponentów w zmianę PKB w Polsce i krajach południa strefy euro w latach 2007–2016

Kraj	Bilans handlowy (towary i usługi)					Wkład poszczególnych kompo- nentów w zmianę PKB w latach 2007–2016 (jako % PKB z 2007 r.)		Łączna zmiana PKB w okresie 2007–2016 (jako % PKB z 2007 r.)
	2007		2016		Zmiana udziału w PKB 2007–2016 (punkty procentowe)	Bilans handlowy (%)	Popyt wewnętrzny (%)	
	Mld €	% GDP	Mld €	% GDP				
Polska	–11,1	–3,5	16,5	3,9	7,4	8,7	23,5	32,2
Włochy, Hiszpania, Grecja i Portugalia (łącznie)	–113,0	–3,8*	91,1	2,9**	6,7*	6,5*	–12,3*	–5,8*
Różnica między danymi dla Polski a danymi dla czterech krajów południa strefy euro						2,2	35,8	38,0
Dane dla poszczególnych krajów południa strefy euro								
Włochy	–5,8	–0,4	56,9	3,4		3,5	–10,3	–6,8
Hiszpania	–64,8	–6,0	33,7	3,0		9,0	–9,3	–0,3
Grecja	–29,0	–12,5	–1,2	–0,7		12,0	–38,3	–26,3
Portugalia	–13,4	–7,6	1,7	0,9		8,5	–12,3	–3,7

Uwagi:

*Średnia dla Włoch, Hiszpanii, Grecji i Portugalii, ważona PKB z 2007 r.

**Średnia dla Włoch, Hiszpanii, Grecji i Portugalii, ważona PKB z 2016 r.

Źródło: Kawalec, Pytlarczyk, Kamiński (2020, Tabela 4.1., s. 33), na podstawie danych Eurostatu z 11.10.2017 r.

Dane zestawione w tabeli 1 ilustrują następujące fakty:

- Cztery kraje południa strefy euro, które w 2007 r. notowały łącznie deficyt handlowy na poziomie 113 mld euro, w 2016 r. osiągnęły nadwyżkę handlową w wysokości 91 mld euro, co oznacza poprawę o 204 mld euro.
- Udział salda bilansu handlowego w PKB zwiększył się w krajach południa strefy euro średnio o 6,7 punktu procentowego. W Polsce poprawa była porównywalna i sięgnęła 7,4 punktu procentowego.

² Kawalec, Pytlarczyk, Kamiński (2020, s. 36–37) określają międzynarodową konkurencyjność jako zdolność gospodarki do wykorzystania swojego potencjału, zwłaszcza zasobów pracy, w warunkach swobody handlu międzynarodowego. Autorzy podkreślają, że jest to ujęcie znacznie węższe niż to stosowane w popularnych rankingach konkurencyjności krajów.

- Wkład zmiany bilansu handlowego do wzrostu PKB w latach 2007–2016 (jako % PKB z 2007 r.) wyniósł 8,7% w Polsce oraz 6,5% w krajach południa strefy euro, były to więc wielkości dość zbliżone.
- W Polsce poprawa salda handlowego wynikała przede wszystkim z dostosowania kursu walutowego, co pozwoliło uniknąć tłumienia popytu krajowego. Wzrost popytu wewnętrznego o 23,5% był decydującym czynnikiem wzrostu PKB. W krajach południa strefy euro poprawa salda handlowego była natomiast efektem ograniczenia popytu wewnętrznego, który spadł tam średnio o 12,3%. W rezultacie, mimo znaczącej poprawy salda handlu zagranicznego, nastąpiła tam znacząca obniżka PKB.
- W 2016 r., czyli 9 lat po wybuchu globalnego kryzysu finansowego, realny PKB we wszystkich krajach południa strefy euro pozostawał poniżej poziomu z 2007 r. Średni indeks PKB (przyjmując poziom 2007 r. za 100%) był tam o 38 punktów procentowych niższy niż w Polsce.

Trzeba podkreślić, że kraje południa strefy euro w chwili wybuchu kryzysu w 2008 r. znajdowały się w trudniejszej sytuacji niż Polska. Notowały bardzo wysokie deficyty obrotów bieżących (z wyjątkiem Włoch) oraz znacznie większe zadłużenie publiczne (z wyjątkiem Hiszpanii, gdzie jednak dług publiczny wkrótce gwałtownie wzrósł wskutek interwencji państwa mającej przezwyciężyć kryzys bankowy). W rezultacie musiały wprowadzić większe oszczędności niż Polska i można przypuszczać, że nawet gdyby dysponowały możliwością deprecjacji walut, nie uniknęłyby okresowego spadku PKB. Natomiast prawdopodobnie mogłyby uniknąć wieloletniej recesji, z bardzo wysokim bezrobociem – czyli olbrzymiego niewykorzystania potencjału PKB, oznaczającego wielkie makroekonomiczne marnotrawstwo. Znacznie racjonalniejsze byłoby wypracowanie niezbędnej nadwyżki w obrotach handlowych przy znacznie wyższym wykorzystaniu potencjalnego PKB, co byłoby możliwe w przypadku deprecjacji kursu walutowego. Dopóki istniały duże rezerwy potencjalnego PKB, utrzymywanie wyższego popytu wewnętrznego przy odpowiednim dostosowaniu kursu nie musiałyby prowadzić do wzrostu inflacji, lecz przynosiłoby korzyści w postaci wyższego realnego PKB.

Doświadczenia krajów południa strefy euro z lat 2007–2016 pokazują, że w gospodarce otwartej najpoważniejszym długookresowym skutkiem utraty konkurencyjności międzynarodowej jest niemożność wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego, ponieważ niekonkurencyjna gospodarka, aby utrzymać saldo handlu zagranicznego na poziomie niezbędnym dla zachowania wypłacalności, musi ograniczać popyt krajowy (por. Kawalec, Pytlarczyk, Kamiński, 2020, s. 33–35).

5. Nieporozumienie wynikające z niedostrzegania wpływu dostosowania kursu walutowego na możliwość wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego

Niedostrzeganie faktu, że poziom konkurencyjności kursu walutowego wpływa nie tylko na obroty zagraniczne, lecz także na możliwość wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego, prowadzi do zasadniczych nieporozumień w analizie roli

dostosowania kursu w warunkach negatywnego szoku. Przypadkiem takiego nieporozumienia jest kwestionowanie przez Dariusza Rosatiego (2022, s. 153–163) tezy, że deprecjacja złotego była istotnym czynnikiem, który pozwolił Polsce uniknąć recesji podczas kryzysu 2008–2009.

Argumentacja Rosatiego i nasze komentarze

- 1) **Teza Rosatiego:** Polska uniknęła recesji w 2009 r. nie dzięki deprecjacji złotego, lecz dzięki wzrostowi dochodów ludności wynikającemu z decyzji rządu Kaczyńskiego z 2007 r.

Rosati twierdzi, że w 2009 r. Polska odnotowała pozytywny wzrost PKB nie dzięki deprecjacji złotego, lecz dzięki wzrostowi dochodów ludności wskutek poluzowania fiskalnego będącego efektem decyzji z 2007 r. podjętej przez rząd Jarosława Kaczyńskiego, w którym wicepremierem i ministrem finansów była Zyta Gilowska. Zdecydowano wówczas o podniesieniu płacy minimalnej, obniżce stawek podatku PIT i obniżce składki rentowej. Decyzje te podjęto, gdy nikt nie spodziewał się światowego kryzysu i weszły one w życie w części w 2008 r., a w części w 2009 r., przyczyniając się do tego, że w 2009 r. Polska była krajem o najszybszym w UE wzroście konsumpcji. Rosati zaznacza również, że zasługą rządu Donalda Tuska było zwiększenie deficytu sektora finansów publicznych do 7,3% PKB w 2009 r. i 7,4% w 2010 r.

Nasz komentarz

Rosati słusznie wskazuje, że poluzowanie fiskalne wynikające z decyzji rządu Kaczyńskiego z 2007 r. było istotnym czynnikiem wspierającym wzrost polskiej gospodarki w 2009 r. Na znaczenie tego elementu zwracał uwagę w debacie publicznej Stefan Kawalec (2012).

Uważamy jednak, że Rosati myli się, twierdząc, że deprecjacja złotego nie odegrała istotnej roli w uniknięciu przez Polskę recesji w 2009 r. Jak wyjaśniamy dalej, mimo poluzowania fiskalnego Polska prawdopodobnie nie osiągnęłaby dodatniego wzrostu PKB w 2009 r., gdyby nie nastąpiła deprecjacja złotego.

- 2) **Teza Rosatiego:** Deprecjacja miała negatywne konsekwencje dla gospodarki.

Rosati (2022, s. 154–155) twierdzi, że deprecjacja złotego była czynnikiem negatywnie oddziałującym na gospodarkę i nieulatwiającym jej przezwyciężenia recesji:

[...] deprecjacja była czynnikiem zwiększającym ogólne ryzyko makroekonomiczne w polskiej gospodarce. Po pierwsze, tak głęboki spadek kursu, jaki wystąpił w drugiej połowie 2008 roku, spowodował skokowy wzrost kosztów importu, zwłaszcza importu zaopatrzeniowego, co pogorszyło sytuację finansową wielu przedsiębiorstw i poważnie ograniczyło produkcję o wysokiej materiałochłonności. Po drugie, deprecjacja złotego miała silnie negatywny wpływ na bilanse przedsiębiorstw i gospodarstw domowych zadłużonych w walutach obcych, ponieważ spadek kursu złotego wymuszał wzrost kosztów obsługi i w wielu przypadkach groził niewypłacalnością dłużników. Wiele firm znalazło się w tamtym czasie w trudnej sytuacji finansowej. Wreszcie po trzecie, szybki spadek kursu złotego, jaki wystąpił w drugiej połowie 2008 roku, stworzył poważne zagrożenie kryzysem walutowym.

Nasz komentarz

Rosati wskazuje na rzeczywiste negatywne zjawiska i zagrożenia, które pojawiły się w przedsiębiorstwach i gospodarstwach domowych w wyniku głębokiej

deprecjacji złotego. Jego opis jest jednak jednostronny, ponieważ pomija istotne zjawiska i mechanizmy pozytywnego oddziaływania deprecjacji na gospodarkę w analizowanym okresie oraz ignoruje wnioski płynące ze znanej symulacji, będącej próbą kompleksowej oceny wpływu zmian kursu walutowego na polską gospodarkę:

- a) Rosati pomija fakt, że w warunkach spadku popytu na rynkach eksportowych, prowadzącego do zmniejszenia wolumenu eksportu, deprecjacja złotego poprawiała sytuację finansową eksporterów. Dzięki osłabieniu kursu następowało bowiem istotne zjawisko: mimo znacznie niższego wolumenu eksportu (w jednostkach fizycznych i w zagranicznej walucie), przychody eksporterów w złotych rosły lub spadały jedynie nieznacznie przy jednoczesnym obniżeniu kosztów całkowitych (wynikającym z mniejszego fizycznego wolumenu produkcji). W efekcie, mimo spadku eksportu, sytuacja finansowa wielu eksporterów poprawiała się lub nie ulegała pogorszeniu. Oznaczało to, że nie musieli oni w trybie awaryjnym ograniczać swoich mocy produkcyjnych ani dokonywać głębokich redukcji zatrudnienia. Tym samym szok w postaci załamania popytu na rynkach eksportowych nie doprowadził ani do ograniczenia zdolności podażowych sektora eksportowego, ani do gwałtownego spadku popytu generowanego przez sektor eksportowy i jego pracowników na rynku krajowym. Podtrzymywało to popyt wewnętrzny i ułatwiło odbicie eksportu w kolejnych latach³.
- b) Sugestia Rosatiego, że deprecjacja miała *per saldo* negatywny wpływ na gospodarkę i zwiększała ogólne ryzyko makroekonomiczne, ignoruje wnioski Brzoza-Brzeziny et al. (2014). Autorzy ci, wykorzystując model makroekonomiczny, przeprowadzili symulację *ex post*, porównując faktyczne funkcjonowanie polskiej gospodarki w latach 2007–2011 z hipotetycznym scenariuszem, w którym Polska od początku 2007 r. należałaby do strefy euro. Ustalili, że w takim wariantcie zarówno inflacja, jak i tempo wzrostu gospodarczego podlegałyby znacznie większym wahaniom niż w rzeczywistości. W szczególności tempo wzrostu PKB w poszczególnych kwartałach wahałoby się między –6% a +9% (a przy bardziej skrajnych założeniach między –9% a +11%), podczas gdy faktyczne tempo wzrostu

³ Dane empiryczne przedstawia raport Narodowego Banku Polski (NBP 2010, s. 3, 4 i 8). Wskazuje w nim, że w wyniku międzynarodowego kryzysu gospodarczego i spowolnienia gospodarczego, w 2009 r. spadł popyt ze strony odbiorców zagranicznych, a eksport badanej grupy polskich przedsiębiorstw – „po uwzględnieniu zmian kursowych” (tj. liczony w walutach obcych) – obniżył się o kilkanaście procent. Jednocześnie słaby złoty „powiększał wpływy eksporterów w przeliczeniu na PLN”, w efekcie czego nominalne wpływy nawet minimalnie wzrosły (dynamika 100,2%). Wysoka zyskowność eksportu przyczyniła się do wzrostu poziomu rentowności sektora przedsiębiorstw, który „osiągnął relatywnie wysoki poziom”, a „wskaźniki płynności w sektorze przedsiębiorstw wzrosły do historycznie najwyższych poziomów”. Nastąpił spadek zatrudnienia, lecz jego skala „była relatywnie niewielka na tle zwolnień obserwowanych w okresie 2001–2002”.

Na sytuację finansową przedsiębiorstw istotnie wpływał również wynik na operacjach finansowych. W IV kwartale 2008 r. oraz I kwartale 2009 r., gdy złoty silnie się osłabiał, wynik ten był silnie ujemny – ze względu na duże zadłużenie przedsiębiorstw w walutach obcych oraz straty na spekulacyjnych opcjach walutowych. Natomiast w II i III kwartale 2009 r., gdy złoty się umacniał, wynik na operacjach finansowych stał się dodatni (por. NBP, 2010, s. 21).

PKB Polski, pozostającej poza strefą euro, mieściło się w przedziale od 1% do 7%. Autorzy podkreślają, że głównym czynnikiem stabilizującym gospodarkę był w tym okresie elastyczny kurs walutowy. Kawalec i Pytlarczyk (2016, s. 269–271), omawiając symulację Brzoza-Brzeziny et al. (2014) – przy okazji polemiki z obiegowym poglądem, że przynależność do strefy euro to gwarancja bezpieczeństwa i stabilności ekonomicznej, szczególnie w sytuacji zaburzeń w gospodarce światowej – zwracają uwagę, że w sytuacji kryzysowej, gdy konieczna jest szybka poprawa salda rachunku obrotów bieżących, kraj posiadający własną walutę doświadcza osłabienia kursu walutowego, natomiast kraj należący do strefy euro (lub posiadający sztywny kurs walutowy) ponosi głębsze i trudniejsze do odrobienia straty w postaci spadku PKB i zatrudnienia.

- 3) **Teza Rosatiego:** Wzrost eksportu netto nie wyjaśnia, dlaczego Polska uniknęła w 2009 r. recesji.

Rosati wskazuje, że PKB Polski w 2009 r. wzrósł realnie o 2,8%, na co złożył się niewielki spadek łącznego popytu krajowego (przy wzroście konsumpcji i spadku akumulacji brutto) oraz wzrost eksportu netto o 3,2% PKB. Polemizuje jednak z opiniami Kazimierczaka (2013, s. 21) oraz Kawalca i Pytlarczyka (2016, s. 43), którzy twierdzili, że kluczowym czynnikiem wzrostu polskiego PKB w 2009 r. był właśnie wzrost eksportu netto wywołany deprecjacją waluty. Rosati podkreśla, że w 2009 r. eksport nie wzrósł, lecz spadł, a poprawa eksportu netto wynikała wyłącznie z jeszcze głębszego spadku importu. Jego zdaniem, przy jednoczesnym spadku eksportu i importu poprawa eksportu netto nie może wyjaśniać faktu, że Polska jako jedyny kraj w EU uniknęła recesji – zwłaszcza że w niektórych państwach UE poprawa eksportu netto była znacznie silniejsza, a mimo to odnotowano tam głęboki spadek PKB⁴. Rosati (2022, s. 160) konkluduje, że przyczyny wzrostu PKB w Polsce w 2009 r. muszą leżeć po stronie popytu krajowego, a nie eksportu netto.

Nasz komentarz

Rosati ma rację, że sam fakt wzrostu eksportu netto nie może stanowić wyjaśnienia tego, że Polska jako jedyny kraj w Unii Europejskiej uniknęła recesji, gdyż w niektórych krajach Unii Europejskiej poprawa eksportu netto w 2009 r. była znacznie silniejsza niż w Polsce, a mimo to nastąpił tam głęboki spadek PKB. Można natomiast powiedzieć, że takim rachunkowym wyjaśnieniem jest fakt, że wzrost eksportu netto w Polsce nastąpił przy utrzymaniu popytu wewnętrznego na niemal nieobniżonym poziomie (w przeciwieństwie do innych krajów, gdzie wzrost eksportu netto wiązał się z dramatycznym spadkiem popytu wewnętrznego).

- 4) **Teza Rosatiego:** Istotne było poluzowanie fiskalne, a nie deprecjacja.

W konkluzji Rosati (2022, s. 161) stwierdza:

Mówiąc najkrócej, to nie deprecjacja złotego była głównym czynnikiem, który pozwolił polskiej gospodarce na uniknięcie recesji związanej z kryzysem finansowym. Tym czynnikiem było znaczące poluzowanie polityki fiskalno-budżetowej i uzyskany dzięki temu wzrost dochodów ludności.

⁴ Rosati (2022, s. 160) podaje, że w Bułgarii, Łotwie, Litwie, Estonii i Rumunii w 2009 r. wartość eksportu netto wzrosła o 6–12% PKB, a recesja była tam w granicach 8–15%.

Nasz komentarz

Trudno zgodzić się z zasadniczą konkluzją Rosatiego, że deprecjacja złotego nie była istotnym czynnikiem, który pozwolił Polsce uniknąć recesji w 2009 r. Rosati (2022) pomija bowiem wpływ deprecjacji na możliwość wykorzystania potencjału popytu wewnętrznego – na co zwracają uwagę Eichengreen (2024), Gąska i Kawalec (2018) oraz Kawalec, Pytlarczyk i Kamiński (2020).

Prosta symulacja przeprowadzona przez autorów, podsumowana w tabeli 2, sugeruje, że gdyby na przełomie 2008/2009 nie doszło do deprecjacji i średni nominalny efektywny kurs złotego (*Nominal Effective Exchange Rate* – NEER) w 2009 r. utrzymywał się na poziomie z 2008 r. (określamy to dalej jako: „scenariusz kontrfaktyczny”), to PKB Polski w 2009 r. byłby niższy o 3,1% względem scenariusza faktycznego. Oznacza to, że zamiast wzrostu PKB o 2,8% nastąpiłby spadek o 0,3%.

Tabela 2.

Eksperyment kontrfaktyczny: brak deprecjacji kursu złotego na przełomie 2008/2009

	Rok 2009		
	Scenariusz faktyczny (%)	Scenariusz kontrfaktyczny (brak deprecjacji złotego względem 2008 r.)	
		Skutki aprecjacji NEER w 2009 r., w scenariuszu kontrfaktycznym, o 22,1% w stosunku do scenariusza faktycznego (z 81,9% do 100% średniego poziomu 2008 r.) (%)	Wynik dla scenariusza kontrfaktycznego (%)
Średni nominalny efektywny kurs złotego (NEER): poziom 2008 = 100%	81,9*		100
<i>Kontrybucja do zmiany PKB w 2009 r.</i>			
<i>Popyt wewnętrzny</i>	-0,3%	-1,7**	-2,0%
<i>Eksport netto</i>	+3,2%	-1,4**	+1,8%
<i>Zmiana PKB w 2009</i>	+2,8%	-3,1**	-0,3%

Uwagi:

* Źródło: www.macrobond.com

** Szacunek wpływu zmian kursu złotego (NEER) na PKB, eksport netto i popyt wewnętrzny został wykonany przez autorów na podstawie publikowanych wyników modelu ekonometrycznego Narodowego Banku Polskiego NECMOD (por. Greszta et al., 2012). Greszta et al. (2012, s. 5 i rysunek 5 na s. 9) pokazują wyniki symulacji zaburzeń kursowych w postaci niepodtrzymanej aprecjacji realnego i nominalnego kursu walutowego o 10%. W wyniku takich zaburzeń, w kolejnych 4 kwartałach PKB jest niższy w stosunku roku poprzedniego kolejno o 1,0%, 1,6%, 1,0% i 1,2% (por. Greszta et al. 2012, s. 9, rysunek 5, wykres „PKB i komponenty”), co oznaczałoby średnioroczne obniżenie PKB *ceteris paribus* o 1,4%; natomiast kontrybucja eksportu netto do PKB jest niższa w kolejnych kwartałach 0,9; 0,7; 0,5 i 0,4 punktu procentowego (por. Greszta et al. 2012, s. 9, rysunek 5, wykres „Równowaga zewnętrzna”), co oznaczałoby średnioroczne zmniejszenie udziału eksportu netto w PKB *ceteris paribus* o 0,6 punktu procentowego. Przyjmując liniowość skutków, w przypadku aprecjacji kursu walutowego o 22% mielibyśmy do czynienia ze spadkiem PKB średniorocznie o 3,1% i pogorszeniem kontrybucji eksportu netto do PKB średniorocznie o 1,4 punktu procentowego, co implikuje spadek kontrybucji popytu wewnętrznego do PKB o 1,7 punktu procentowego.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Greszta et al. (2012).

Na spadek PKB o 3,1% w scenariuszu kontrfaktycznym – w porównaniu ze scenariuszem fatycznym – składa się obniżenie eksportu netto o 1,4% oraz spadek popytu wewnętrznego o 1,7%:

- Niższy eksport netto w scenariuszu kontrfaktycznym wynikałby z niższego eksportu i wyższego importu, co stanowi oczywisty i zgodny z intuicją skutek silniejszego kursu walutowego.
- Spadek popytu wewnętrznego w scenariuszu kontrfaktycznym wynikałby – zgodnie z modelem – z niższych dochodów eksporterów, słabszej sprzedaży towarów krajowych na rynku wewnętrznym (z powodu silniejszej konkurencji importu), niższych inwestycji przedsiębiorstw oraz pogorszenia sytuacji na rynku pracy, prowadzącego do spadku dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i obniżenia konsumpcji (por. Greszta et al. 2012, s. 5, *Analiza skutków zaburzeń kursowych*)⁵.

* * *

Podsumowując doświadczenia Polski w okresie kryzysu po 2008 r., można stwierdzić, że gospodarka wykorzystywała wówczas dwa wskazane przez Eichengreena (2024) mechanizmy, których uruchomienie było możliwe dzięki przywróceniu konkurencyjności kursu walutowego w wyniku deprecjacji: poprawę eksportu netto i wykorzystanie popytu wewnętrznego.

Polska uniknęła recesji w 2009 r. dzięki osłabieniu złotego oraz poluzowaniu fiskalnemu. Bez jednoczesnego wystąpienia obu tych zjawisk prawdopodobny byłby spadek PKB – tak jak we wszystkich pozostałych krajach Unii Europejskiej.

6. Zastrzeżenie końcowe

Aby uniknąć nadinterpretacji i zbyt szerokiego traktowania przedstawionych w artykule stwierdzeń, zwracamy uwagę, że nasza kluczowa teza dotycząca korzyści z deprecjacji odnosi się do szczególnej sytuacji negatywnego szoku i niewykorzystanych mocy produkcyjnych. W takich warunkach deprecjacja umożliwia zwiększenie popytu wewnętrznego bez pogorszenia bilansu obrotów wewnętrznych, co może istotnie przyczynić się do wzrostu PKB (lub zapobiec jego spadkowi). Teza ta nie oznacza, że w każdej sytuacji – zwłaszcza w warunkach zrównoważonej gospodarki

⁵ Nasza symulacja ma charakter uproszczony, ponieważ przyjęliśmy liniowość efektów modelu NECMOD przy przejściu z 10% aprecjacji do 22%, co może zniekształcać wyniki w warunkach dużego szoku. Nie podjęliśmy próby dostosowania struktury modelu ani kalibracji parametrów do szczególnej sytuacji, jaką był szok dotyczący gospodarkę polską w latach 2008–2009. Wyjątkowy charakter tego szoku sprawia, że trudno byłoby oprzeć taką kalibrację na twardych danych statystycznych; nieuniknione byłoby zastosowanie metody eksperckiej. Kalibracja ekspercka miałaby siłą rzeczy charakter subiektywny, czego chcieliśmy uniknąć w artykule, który ma w znacznej części charakter polemiczny. Uznaliśmy więc, że właściwsze będzie wykorzystanie – w sposób uproszczony – dostępnych publicznie wyników estymacji modelu NECMOD, bez prób ich „rzeźbienia”, przy jednoczesnym zaznaczeniu ograniczeń przyjętego podejścia.

i wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych – deprecjacja waluty połączona z ekspansywną polityką makroekonomiczną umożliwia zwiększenie PKB, bez ryzyka przegrzania gospodarki i wzrostu inflacji. Ograniczenie to zostało zasygnalizowane w tytule i we wstępie, lecz uznaliśmy za zasadne podkreślić je również w zakończeniu.

Podziękowania

Dziękujemy organizatorom i uczestnikom III Konferencji Naukowej im. Prof. Jana Winieckiego, w dniach 23–24 maja 2024 r. we Frankfurcie na Odrę, zorganizowanej przez Towarzystwo Ekonomistów Polskich i Uniwersytet Europejski Viadrina, za możliwość prezentacji naszego artykułu i otrzymane komentarze. Dziękujemy również dwóm anonimowym recenzentom „Ekonomisty” za cenne uwagi.

Bibliografia

- Brzoza-Brzezina, M., Makarski, K., Wesołowski, G. (2014). Would it have paid to be in the eurozone?. *Economic Modelling*, 41, 66–79.
- Eichengreen, B. (2024). *Złote kajdany. Standard złota i Wielki Kryzys 1919–1939*. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne. [Pierwsze wydanie oryginału: *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*, Oxford University Press 1992].
- Gąska, J., Kawalec, S. (2018). Syndrom długotrwałej utraty konkurencyjności. Ryzyko, które powinno powstrzymać Polskę przed przyjęciem euro. *Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula*, 62(5) wrzesień–październik, 33–48.
- Greszta, M., Hulej, M., Lewińska, R., Michałek, A., Pońsko, P., Rybaczyk, B., Schulz, B. (2012). *Reestymacja kwartalnego modelu gospodarki polskiej NECMOD*. https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/necmod_reestymacja_2012.pdf
- Kawalec, S. (2012). *Wypowiedź w debacie Instytutu Wolności pt. „Czy kryzys jest szansą dla Europy Środkowej?”*. https://www.youtube.com/watch?app=desktop&v=Fzrb4gy5_PE
- Kawalec, S. (2025). Gratulacje dla PTE za *Złote kajdany!* Najwyższy czas, by wydać po polsku *The Great Contraction 1929–1933* M. Friedmana i A.J. Schwartz. *Biuletyn PTE*, 1(108), 112–113.
- Kawalec, S., Pytlarczyk, E. (2016). *Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?*. Wydawnictwo Poltext.
- Kawalec, S., Pytlarczyk, E., Kamiński, K. (2020). *The economic consequences of the Euro: The safest escape plan*. Routledge.
- Kazimierczak, A. (2013). Dylematy integracji Polski ze strefą euro. W: J. Adamiec (red.), *Wprowadzenie euro w Polsce – za i przeciw*. Biuro Analiz Sejmowych, Wydawnictwo Sejmowe.
- NBP (2010). *Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 roku w świetle danych F – 01/I – 01*. Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny.
- Pill, H., Daly, K., Schumacher, D., Benito, A., Nielsen, L. H., Valla, N., Demongeot, A., Graves, S. (2013). External rebalancing: Progress, but a sizeable challenge remains. *European Economic Analyst*, 13(03).
- Rosati, D. K. (2022). *Euro. Mity i fakty*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.