Ryszard Stefański

# WPŁYW KURSU WALUTOWEGO NA KONIUNKTURĘ GOSPODARCZĄ W POLSCE W OKRESIE TRANSFORMACJI

## Wstęp

Prorynkowa transformacja polskiej gospodarki przyczyniła się do wzrostu znaczenia jej kontaktów z zagranicą. Liberalizacja obrotu z zagranicą zapoczątkowana w roku 1988, ustanowienie wewnętrznej wymienialności złotego, redukcja barier importowych, ułatwienia w transakcjach dewizowych z zagranicą spowodowały wzrost roli handlu zagranicznego w naszym kraju. Spośród wielu różnorodnych narzędzi polityki handlowej szczególną rolę odgrywa kurs walutowy. Jego poziom, poprzez oddziaływanie na wielkość importu i eksportu, wpływa na bilans płatniczy, dochód narodowy, wielkość zatrudnienia oraz tempo wzrostu cen.

Celem niniejszego opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie: czy i w jakim stopniu hipotezy teoretyczne dotyczące wpływu zmian kursu walutowego na koniunkturę gospodarczą (sformułowane dla krajów o rozwiniętej i ustabilizowanej gospodarce rynkowej) znajdują empiryczne potwierdzenie w kraju transformacji gospodarczej. Analiza empiryczna została przeprowadzona na podstawie danych charakteryzujących sytuację makroekonomiczną w Polsce w okresie od stycznia 1990 roku do czerwca 1997 roku. Wybór naszego kraju podyktowany jest tym, że spośród państw przechodzących od gospodarki centralnie planowanej do rynkowej najdłuższe szeregi czasowe danych ilościowych są dostępne w Polsce. Jest to spowodowane tym, że transformacja gospodarcza rozpoczęła się u nas wcześniej aniżeli w innych krajach regionu.

## 1. Teoretyczne przesłanki oddziaływania kursu walutowego na koniunkturę gospodarczą

Kurs walutowy jest to cena jednostki pieniężnej innego kraju wyrażona w walucie krajowej.[1] Jego dwie podstawowe formy występowania to kursy: płynny i stały.

[1] **P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus**, Ekonomia, t. 2, PWN, Warszawa 1996, s. 468.

Pierwsza z nich oznacza, że poziom kursu walutowego zależy wyłącznie od popytu oraz podaży na rynku dewizowym i może się wahać z dnia na dzień bez żadnych ograniczeń. W systemie kursu stałego ceny walut są ustalane przez banki centralne. Obecnie w większości krajów wysoko rozwiniętych występują kursy płynne kierowane. System ten charakteryzuje się tym, że kurs kształtuje się w sposób płynny do momentu, gdy jego poziom odbiega zbyt daleko od założonego. Wtedy to następuje interwencja banku centralnego polegająca na kupnie lub sprzedaży dewiz, mająca na celu odpowiednio spadek lub wzrost wartości pieniądza krajowego. W systemie kursu stałego skokowa zmiana poziomu kursu walutowego jest określana jako dewaluacja lub rewaluacja. W sytuacji gdy obowiązują kursy płynne spadek kursu waluty danego kraju definiuje się jako deprecjację, a jej wzrost jako aprecjację.[2]

Poziom kursu walutowego oddziałuje na wielkość i strukturę obrotów handlowych. Wolumeny eksportu i importu zależą jednakże od poziomu realnego, a nie nominalnego kursu walutowego.[3] Realny kurs walutowy złotego w stosunku do dolara stanowi liczbę typowych koszyków konsumpcyjnych w Polsce potrzebnych do nabycia typowego koszyka konsumpcyjnego w Stanach Zjednoczonych. Oznaczamy go zatem następująco:[4]

$$q_{zł/USD} = \frac{E_{zł/USD} P_{US}}{P_{zł}}, \qquad (1)$$

gdzie: $q_{ZŁ/USD}$ – realny kurs wymienny złotego w stosunku do dolara,
$E_{ZŁ/USD}$ – złoty do dolara (nominalnie),
$P_{US}$ – poziom cen w Stanach Zjednoczonych,
$P_{PL}$ – poziom cen w Polsce.

Wzrost realnego kursu wymiennego złotego w stosunku do dolara definiuje się jako realną deprecjację złotego w stosunku do dolara. Wskazuje ona na relatywny spadek kosztów utrzymania w Polsce. Zmniejszenie realnego kursu wymiennego złotego w stosunku do dolara oznacza realną aprecjację złotego. Informuje on zatem o względnym wzroście kosztów utrzymania w Polsce w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi.

Aprecjacja waluty krajowej powoduje wzrost cen eksportowanych towarów na rynkach zagranicznych. To z kolei przyczynia się do spadku popytu zagranicy na import. W efekcie spada eksport danego kraju. Spadek kursu walutowego determinuje jednocześnie spadek cen dóbr i usług importowanych. Sytuacja taka sprzyja zwiększeniu krajowego popytu na zagraniczne towary. To z kolei przyczynia się do wzrostu importu kraju, w którym miała miejsce realna aprecjacja waluty.

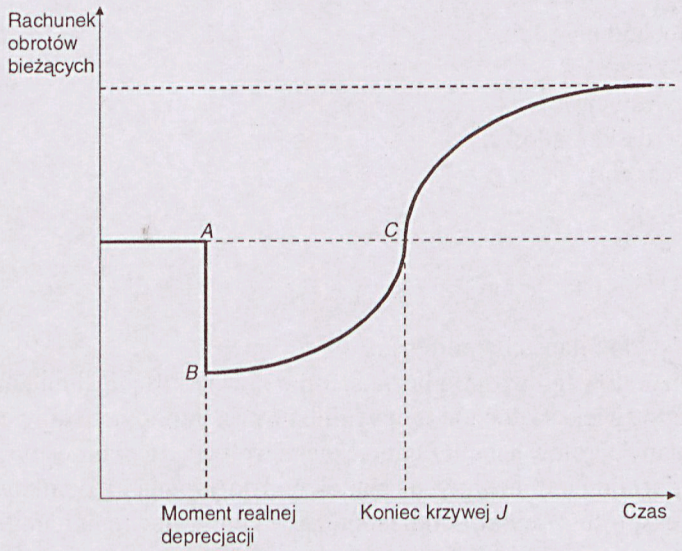
[2] Ibidem, s.475.

[3] Jest to istotne zwłaszcza w krajach o stosunkowo wysokiej inflacji, np. w Polsce.

[4] **P. A. Krugman, M. Obstfeld**, Międzynarodowe stosunki gospodarcze, PWN, Warszawa 1994, s. 114–115.

W przeciwnym kierunku oddziałuje spadek wartości pieniądza krajowego, czyli jego deprecjacja. Przyczynia się ona do wzrostu eksportu oraz do spadku importu. Spadek poziomu kursu walutowego wpływa zatem na pogorszenie bilansu handlowego, a wzrost na jego poprawę.

W praktyce obserwuje się często, że rachunek obrotów bieżących pogarsza się bezpośrednio po deprecjacji waluty, a zaczyna się polepszać dopiero po upływie kilku miesięcy. Mechanizm ten jest spowodowany tym, że cenowa elastyczność importu i eksportu jest w krótkim okresie stosunkowo niska. Długookresowe elastyczności cenowe są natomiast znacznie większe.[5] Przyczyn tego zjawiska należy upatrywać w tym, że kontrakty importowe i eksportowe są zawierane z pewnym wyprzedzeniem. W początkowym okresie po deprecjacji waluty krajowej wolumeny eksportu i importu nie reagują na zmianę kursu, ponieważ są one determinowane przez jego poziom z okresu poprzedniego. Bilans obrotów bieżących ulega zatem pogorszeniu, gdyż rośnie ilość dóbr krajowych, które są niezbędne do pokrycia importu. Graficzne przedstawienie tej zależności znane jest pod nazwą krzywej „*J*" (rys. 1). W okresie bezpośrednio następującym po deprecjacji występ zdecydowane pogorszenie bilansu obrotów bieżących (przejście z punktu *A* do *B* na rysunku).




**Rys. 1.** Kształtowanie się krzywej „*J*"

Źródło: **P. A. Krugman, M. Obstfeld**, Międzynarodowe..., op. cit., s. 155

[5] **D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli**, Ekonomia, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność", Gdańsk 1993, s. 888–892.

Po realizacji kontraktów handlowych zawartych na podstawie kursu sprzed deprecjacji waluty krajowej następuje stopniowa poprawa bilansu obrotów bieżących i dostosowanie go do relatywnej zmiany cen. W punkcie *C* na rysunku bilans obrotów bieżących osiąga poziom sprzed deprecjacji, a jego poprawa występuje dopiero w okresie późniejszym. Wzrost eksportu wymaga bowiem często budowy nowych zakładów, zatrudnienia dodatkowych pracowników, zakupu surowców, rozbudowy zagranicznej sieci sprzedaży itp. Spadek importu będzie również opóźniony wskutek czasu niezbędnego do zastąpienia dóbr i usług sprowadzanych z zagranicy produkcją krajową, wdrożenie technologii oszczędzających importowane surowce, zmiany nawyków konsumpcyjnych itp. Zjawiska te powodują, że na rachunek obrotów bieżących silniej wpływają permanentne zmiany realnego kursu walutowego aniżeli zmiany okresowe.[6] Realna deprecjacja lub aprecjacja waluty wpływa zatem ze stosunkowo znacznym opóźnieniem na bilans obrotów bieżących, co należy uwzględnić w realizowanej polityce makroekonomicznej.

Wielkość i struktura obrotów handlowych stanowi jeden z czynników determinujących poziom popytu globalnego (dochodu narodowego). Zgodnie z równaniami:

$$Y = C + I + G + EX - IM, \tag{2}$$

gdzie: $Y$ – dochód narodowy,
$C$ – konsumpcja,
$I$ – inwestycje,
$G$ – wydatki rządowe,
$EX$ – eksport,
$IM$ – import

oraz:

$$CA = EX - IM, \tag{3}$$

gdzie: $CA$ – saldo bilansu handlowego,

saldo bilansu handlowego wpływa bezpośrednio na wielkość dochodu narodowego. Eksport netto zwiększa dochód (popyt globalny), a import netto powoduje jego obniżenie. Zmiany obrotów handlu zagranicznego wpływają jednocześnie pośrednio na fluktuacje dochodu narodowego na skutek oddziaływania mnożnikowego.

Wielkości eksportu i importu oddziałują na wielkość dochodu narodowego za pośrednictwem mnożnika handlu zagranicznego. Zakładamy, że w analizowanym systemie brak jest obrotów kapitałowych, czyli saldo bilansu handlowego równa

[6] Analizy empiryczne wykazują, że krzywa *J* utrzymuje się w większości krajów uprzemysłowionych w okresie od sześciu do dwunastu miesięcy. Zob. **D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli**, Ekonomia, op. cit., s. 156.

się saldu bilansu płatniczego. W gospodarce otwartej na całkowitą sprzedaż składają się wewnętrzne wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne, tj. absorpcja danej gospodarki oraz eksport. Tożsamość tę można zapisać następująco:

$$F = A + EX, \tag{4}$$

gdzie: $F$ – globalna sprzedaż,
$A$ – absorpcja.

Popyt wewnętrzny dzieli się na zakup towarów krajowych oraz importowanych czyli:

$$A = D + IM, \tag{5}$$

gdzie: $D$ – globalny zakup towarów krajowych.

Całkowite zapotrzebowanie na towary krajowe równe dochodowi narodowemu wynosi:

$$Y = D + EX, \tag{6}$$

a ponieważ:

$$D = A - IM, \tag{7}$$

to:

$$Y = A + EX - IM \tag{8}$$

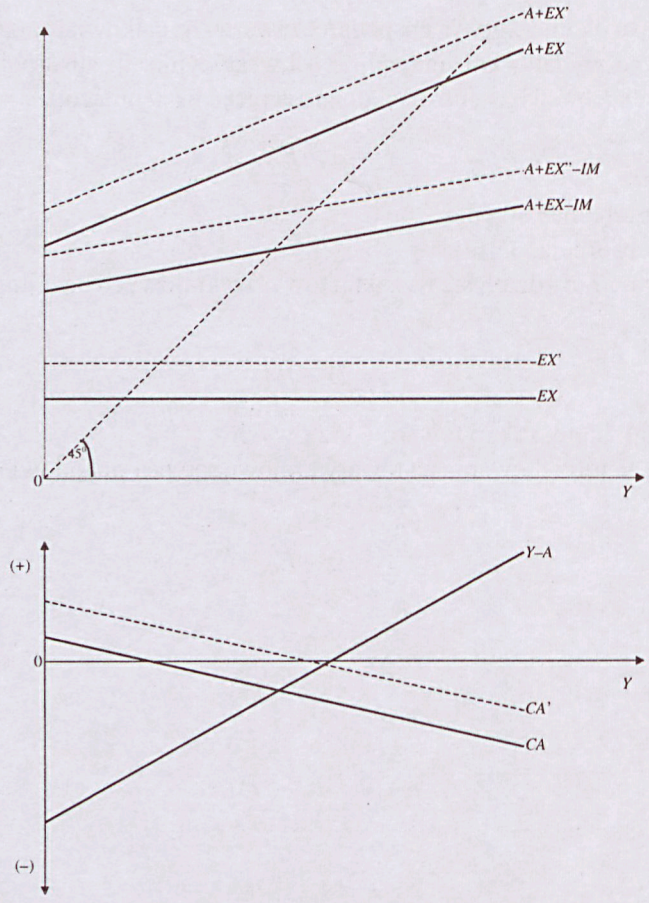
lub:

$$Y - A = EX - IM. \tag{9}$$

W gospodarce otwartej w punkcie równowagi różnica między produkcją a popytem jest równa eksportowi netto. Zakładamy, że absorpcja, eksport oraz import są funkcją dochodu, czyli:

$$Y = A(Y) + EX(Y) - IM(Y). \tag{10}$$

Graficzna analiza przedstawionych zależności dokonana została przy założeniu, że eksport jest wielkością stałą ($EX$ = const.). Na górnym wykresie (rys 2.) wyznaczono $F$ oraz $F$ - $IM$ jako funkcje $Y$. $D$ jest funkcją rosnącą, gdyż wraz ze wzrostem dochodu, pomimo występowania oszczędności, rosną wydatki, z których część przeznaczona jest na zakup dóbr krajowych. Kąt nachylenia tej krzywej wyznacza krańcowa skłonność do konsumpcji dóbr krajowych $\left(d = \frac{\Delta D}{\Delta Y}\right)$, która jest dodatnia i mniejsza od jeden. Nachylenie krzywej $D$ jest wobec tego pozytywne i zarazem mniejsze od 45°. Analogicznie przedstawia się sytuacja w przypadku krzywej $IM$: wzrost dochodu powoduje, że wzrastają wydatki, z których część przeznaczona




**Rys. 2.** Równowaga w gospodarce otwartej

Źródło: **R. Dornbusch**, Open Economy, New York 1980, s. 35-36

jest na zakup dóbr importowanych. Kąt nachylenia tej krzywej, wyznaczany przez krańcową skłonność do importu $\left( m = \frac{\Delta IM}{\Delta Y} \right)$ jest więc dodatni i mniejszy od 45°. Funkcja $A = D + IM$ ma zatem nachylenie dodatnie, mniejsze od 45° (część dodatkowego dochodu zostaje zaoszczędzona).

Dolny wykres jest pochodny w stosunku do górnego. Wyznaczono na nim funkcje $Y - A$ oraz $EX - IM = CA$. Saldo bilansu handlowego ($CA$) wyznaczono wykorzystując wykreślone funkcje jako:

$$CA = EX - \left( (A + EX) - (A + EX - IM) \right).$$

Funkcja ta ma nachylenie ujemne ponieważ przy stałym eksporcie wzrost dochodu powoduje, że przyrost importu przyczynia się do pogorszenia się salda bilansu handlowego. Kąt jej nachylenia jest równy ujemnej krańcowej skłonności do im-

portu (-*m*). Nachylenie krzywej $Y - A$ jest wyznaczone przez krańcową skłonność do oszczędzania $\left( s = \frac{\Delta S}{\Delta Y} \right)$.

W celu wyjaśnienia oddziaływania mnożnika handlu zagranicznego zakładamy autonomiczny wzrost eksportu (z *EX* do *EX'* na górnym wykresie). Przyrost ten powoduje przesunięcie się w górę krzywych *F*, $F - M$ oraz *CA*. Położenie funkcji $Y - A$ nie ulegnie natomiast zmianie. W nowej sytuacji zwiększył się dochód narodowy oraz poprawiło saldo bilansu handlowego. Wzrost dochodu determinowany jest przez mnożnik handlu zagranicznego:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta EX} = \frac{1}{m+s}. \tag{11}$$

Wzrost dochodu narodowego będzie więc tym większy im mniejsza jest krańcowa skłonność do oszczędzania i importu.

Wpływ wzrostu eksportu na bilans handlowy można wyznaczyć następująco:

$$\frac{\Delta CA}{\Delta EX} = \frac{\Delta EX}{\Delta EX} - m\frac{\Delta Y}{\Delta EX} = 1 - \frac{m}{m+s} = \frac{m+s-m}{m+s} = \frac{s}{m+s}. \tag{12}$$

Bilans handlowy ulegnie poprawie, ponieważ warunkiem wzrostu dochodu jest skierowanie przynajmniej części popytu na dobra krajowe. Przyrost importu nie może w związku z tym przewyższyć zmiany eksportu. Saldo obrotów handlowych z zagranicą poprawi się tym silniej, im mniejsza będzie krańcowa skłonność do importu.

W dotychczasowej analizie pominięto efekty zwrotne związane z przyrostem importu będącym skutkiem wzrostu dochodu narodowego. Ich omówienie dokonane zostanie na podstawie uproszczonego modelu dwóch krajów. Wzrost eksportu w kraju A powoduje wzrost jego dochodu i importu. W kraju B natomiast początkowo następuje spadek dochodu i importu, po pewnym czasie pojawia się indukowany eksport przyczyniający się do wzrostu dochodu i importu. Reakcja kraju B wpływa wobec tego na efekty mnożnikowe w kraju A. W ostatecznym efekcie na wzrost dochodu narodowego w kraju A składa się eksport autonomiczny ($EX_a$), eksport pobudzony ($EX_i$) oraz, przy założeniu braku oszczędności i inwestycji, przyrost konsumpcji (*C*), tj.:

$$\Delta Y = \Delta EX_a + \Delta EX_i + \Delta C. \tag{13}$$

Ponieważ:

$$\Delta EX_i = m^* \Delta Y^*, \tag{14}$$

gdzie: $m^*$ – krańcowa skłonność do importu w kraju B,
$Y^*$ – dochód narodowy kraju B,

to:

$$\Delta Y = \Delta EX_a + m^* \Delta Y^* + \Delta C. \tag{15}$$

Kolejnym krokiem będzie uwzględnienie oszczędności, których jedyną lokatą, przy pominięciu inwestycji pobudzonych, może być saldo bilansu handlowego. Salda obydwu krajów są równe co do wielkości bezwzględnej, ale mają przeciwne znaki. Ponieważ:

$$s\Delta Y = s^* \Delta Y^*, \tag{16}$$

gdzie: $s^*$ – krańcowa skłonność do oszczędności w kraju B,
to:

$$\Delta Y^* = \frac{s\Delta Y}{s^*}, \tag{17}$$

a także:

$$\Delta Y = \Delta EX_a + \Delta C + \frac{m^* s\Delta y}{s^*}. \tag{18}$$

Formuła mnożnika handlu zagranicznego przyjmuje postać:

$$k = \frac{1}{s + m + \frac{m^* s}{s^*}}. \tag{19}$$

Wyrażenie $\frac{m^* s}{s^*}$ opisuje wpływ zagranicy na wartość mnożnika w analizowanym kraju. Mnożnik handlu zagranicznego przyjmuje wartości większe od jeden gdy stosunek krańcowej skłonności do konsumpcji i krańcowej skłonności do oszczędzania w kraju A jest większy od relacji krańcowej skłonności do importu i krańcowej skłonności do oszczędzania w kraju B $\left(\frac{c}{s} > \frac{m^*}{s^*}\right)$.[7]

Analogicznie do tego, jak autonomiczny wzrost eksportu powoduje przyrost dochodu narodowego i poprawę salda bilansu handlowego, jego autonomiczny spadek wywołuje odwrotną reakcję. Podobnie przedstawia się sytuacja w przypadku importu. Jego autonomiczny wzrost powoduje spadek dochodu narodowego oraz pogorszenie się salda handlu zagranicznego. Autonomiczne obniżenie importu przyczynia się natomiast do zwiększenia dochodu i poprawy bilansu handlowego.

Wzrost dochodu narodowego wywołany przyrostem eksportu netto oznacza jednocześnie pełniejsze wykorzystanie czynników produkcji w danym kraju. Przyczynia się on zatem do przyrostu zatrudnienia. Wzrost realnego kursu walutowego, przy założeniu niezmienności pozostałych czynników, zwiększa globalny popyt w danym kraju. W sytuacji gdy w gospodarce istnieją wolne moce produkcyjne

[7] Szerzej zob. w: **D. Hübner, M. Lubiński, W. Małecki, Z. Matkowski**, Koniunktura gospodarcza, PWE, Warszawa 1994, s. 143–156.

następuje przyrost produkcji. Szeroko rozumiany, wysoki poziom zatrudnienia oznacza pełne wykorzystanie czynników produkcji (siły roboczej i kapitału) umożliwiające osiągnięcie produktu potencjalnego dla danej gospodarki. W węższej interpretacji pojęcie to jest definiowane jako pełne wykorzystanie czynnika pracy. Wzrost zatrudnienia siły roboczej przyczynia się zatem do spadku bezrobocia.

Nominalny kurs walutowy, zgodnie z teorią parytetu siły nabywczej, jest w długim okresie determinowany przez kształtowanie się poziomu cen w kraju i zagranicą. Wyższa stopa inflacji wewnętrznej niż zewnętrznej powoduje proporcjonalną deprecjację waluty krajowej. W przeciwnym kierunku oddziałuje niższe od zagranicznego tempo wzrostu średniego poziomu cen. Utrzymanie stałego parytetu siły nabywczej oznacza, że realny kurs walutowy nie ulega zmianom.[8] Jest to spowodowane przez bariery handlowe oraz różnice w cenach produktów nie będących przedmiotem wymiany międzynarodowej. W krajach transformacji trudno oczekiwać utrzymania realnego kursu walutowego na stałym poziomie ze względu na ich sytuację wyjściową. W okresie gospodarki centralnie planowanej kursy walut były ustalane w sposób nierynkowy, zazwyczaj na zbyt wysokim poziomie. W okresie transformacji w państwach Europy Środkowej i Wschodniej charakterystyczny jest proces dochodzenia do cen światowych produktów, podlegających wymianie międzynarodowej oraz realnej aprecjacji kursu walut krajowych. Jednym z głównych zadań polityki stabilizacji w tych krajach jest ograniczenie inflacji. Polityka kursu walutowego może stanowić skuteczne narzędzie hamujące tempo wzrostu średniego poziomu cen, zwłaszcza gdy jest on relatywnie wysoki. Zgodnie z teorią monetarystyczną wysoka inflacja ma w znacznym stopniu charakter inercyjny. Uczestnicy rynku zakładają, że ceny będą rosły w przyszłości w dotychczasowym tempie i dostosowują do nich płace w zawieranych kontraktach. W takiej sytuacji nieskuteczne okazuje się zmniejszenie podaży pieniądza. Bez ograniczenia procesu inercyjnego spowoduje to relatywny wzrost cen i recesję, a nie ograniczy inflacji. Zadaniem organów centralnych jest zatem przełamanie inercji oczekiwań inflacyjnych. Zwolennicy nowej klasycznej makroekonomii stoją na stanowisku, że rząd może to osiągnąć poprzez wcześniejsze informowanie o kształtowaniu się podaży pieniądza w przyszłości. Zapowiedź jej ograniczenia spowoduje oczekiwanie spadku inflacji, a tym samym jej rzeczywiste zmniejszenie. Mechnizm ten próbowano wykorzystać w końcu lat siedemdziesiątych w kilku krajach Ameryki Łacińskiej.[9] Banki centralne nie informowały jednakże o przyszłym poziomie podaży pieniądza, lecz ogłaszały z wyprzedzeniem skalę i harmonogram dewaluacji kursu walutowego. W ten sposób komunikowały uczestnikom rynku, że rząd jest pewien, iż dostosuje tempo wzrostu średniego poziomu cen do zapo-

[8] Dane empiryczne w państwach wysoko rozwiniętych od początku lat siedemdziesiątych nie potwierdzają tego, że w rzeczywistości realny kurs walutowy pozostaje stały. **P. A. Krugman, M. Obstfeld**, Międzynarodowe..., op. cit., s.104–105.

[9] **A. Sławiński**, Polityka stabilizacyjna a bilans płatniczy, PWN, Warszawa 1992, s.29–30.

wiadanej dewaluacji.[10] Stały kurs walutowy stanowi w tym przypadku „nominalną kotwicę" polityki stabilizacji koniunktury gospodarczej. Na podobnych założeniach opierał się wdrożony w Polsce w 1990 roku program L. Balcerowicza. Stały kurs złotego do dolara wynoszący 9500 zł/USD spełniał rolę „nominalnej kotwicy" realizowanej polityki stabilizacji.

## 2. Analiza empiryczna wpływu kursu walutowego na koniunkturę gospodarczą w Polsce w latach dziewięćdziesiątych

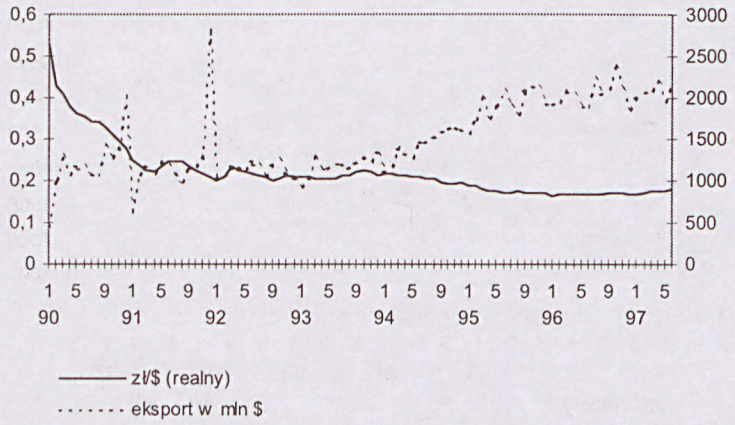
Analiza empiryczna wpływu kursu walutowego na koniunkturę gospodarczą w okresie transformacji dokonana została na przykładzie gospodarki polskiej w okresie od stycznia 1990 roku do czerwca 1997 roku. Wykorzystane dane pochodzą wyłącznie ze źródeł Głównego Urzędu Statystycznego w Warszawie.[11] W celu oszacowania wpływu kursu walutowego na podstawowe zmienne makroekono-miczne wyznaczono realny kurs walutowy złotego do dolara (zgodnie z równaniem (1)) przyjmując za podstawę 01.01.1990 roku. W analizowanym okresie złoty uległ wysokiej, realnej aprecjacji w stosunku do dolara (rys. 3.). Zjawisko to było cha-rakterystyczne zwłaszcza w początkowym okresie transformacji, gdy stałemu no-minalnemu kursowi walutowemu towarzyszyła w Polsce zdecydowanie wyższa niż w Stanach Zjednoczonych stopa inflacji. Od roku 1996 złoty ulegał nieznacz-nej, aczkolwiek systematycznej, realnej deprecjacji w stosunku do dolara.

Próba oceny wpływu zmian realnego kursu walutowego na eksport, import i bilans handlowy dokonana została na podstawie analizy korelacji między analizowanymi szeregami czasowymi. W przeprowadzonym badaniu uwzględniono możliwość występowania opóźnień czasowych pomiędzy zmiennymi. W tym celu dokonano analizy korelacji realnego kursu walutowego w okresie równoległym oraz z wyprzedzeniem od jednego do dwunastu miesięcy w stosunku do wyrażonej w dolarach wartości eksportu, importu i bilansu handlowego. Ponadto zbadano korelację wymienionych szeregów czasowych przy założeniu, że kurs walutowy reaguje z opóźnieniem od jednego do dwunastu miesięcy na zmiany pozostałych analizowanych zmiennych.

W badanym okresie związek między poziomem realnego kursu walutowego a eksportem mierzonym w dolarach był odwrotny od oczekiwań sformułowanych na gruncie teoretycznym. Realna aprecjacja złotego nie współwystępowała bowiem ze spadkiem wartości sprzedaży na zagranicznych rynkach zbytu. W latach 1990–1997 eksport mierzony w dolarach rósł pomimo wzrostu wartości złotego

[10] Ibidem, s.60.

[11] Wartość eksportu i importu wg Narodowego Banku Polskiego odbiega znacznie od wielkości publikowanych przez GUS.

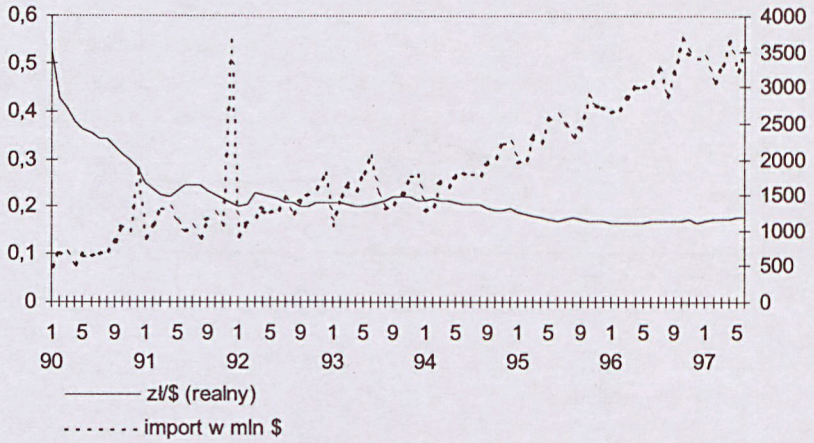



**Rys. 3.** Realny kurs złotego do USD i wartość eksportu w Polsce w latach 1990-1997

Źródło: Biuletyn statystyczny, GUS 1990–1997, Kwartalnik statystyki międzynarodowej, GUS 1993–1997, obliczenia własne

(rys. 3.). W badanym okresie stwierdzono silną zależność odwrotnie proporcjonalną między poziomem realnego kursu walutowego (spadek) a wartością eksportu (wzrost). Współczynnik korelacji osiągnął przy tym największą wartość (- 0,689) w sytuacji, gdy zmiany realnego kursu walutowego były opóźnione w stosunku do wartości eksportu o dziesięć miesięcy. Nie należy tego jednakże interpretować w ten sposób, że w Polsce zmiany kursu walutowego oddziałują na gospodarkę w sposób odmienny niż w krajach o ustabilizowanej gospodarce rynkowej. Oznacza to jedynie, że w analizowanym okresie negatywne oddziaływanie aprecjacji złotego było z nadwyżką rekompensowane przez inne czynniki determinujące wielkość eksportu. Należą do nich zwłaszcza zwiększająca się otwartość naszej gospodarki[12] oraz rosnąca aktywność polskich przedsiębiorstw na zagranicznych rynkach zbytu. Transformacja ekonomiczna zwiększa jednocześnie międzynarodową konkurencyjność polskiej gospodarki. Restrukturyzacja i prywatyzacja przedsiębiorstw, napływ nowych technologii i know-how, inwestycje zagraniczne i temu podobne zjawiska zaowocowały wzrostem jakości dóbr i usług oferowanych na zagranicznych rynkach zbytu. Czynnik ten odgrywa w kształtowaniu się zagranicznego popytu na polskie towary istotniejszą rolę aniżeli ceny eksportowanych towarów, na które bezpośrednio wpływa poziom realnego kursu walutowego. Aprecjacja złotego zwalnia z pewnością tempo wzrostu polskiego eksportu determinowanego przez czynniki o charakterze strukturalnym, aczkolwiek nie wywołuje absolutnego spadku jego wolumenu.

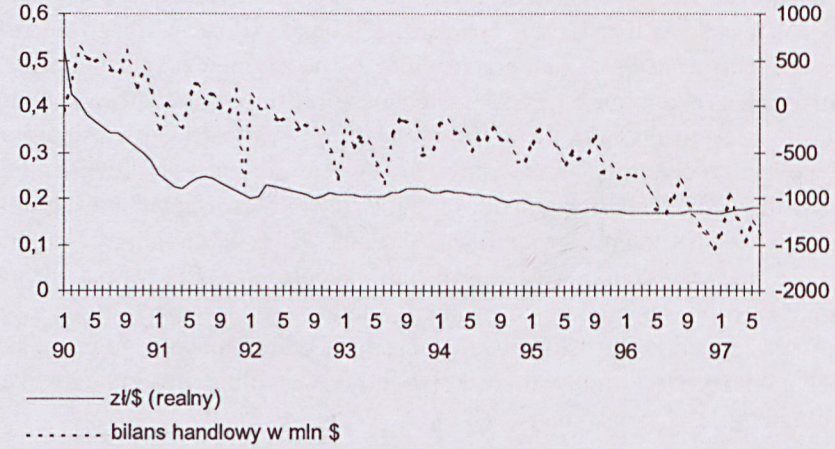
[12] Pomimo rosnącej otwartości naszej gospodarki udział eksportu w PKB jest w Polsce ciągle na znacznie niższym poziomie niż np. w krajach należących do Unii Europejskiej.




**Rys. 4.** Realny kurs złotego do USD i wartość importu w Polsce w latach 1990-1997

Źródło: Jak w rys. 3.

Wpływ realnego kursu walutowego na kształtowanie się importu był w analizowanym okresie zgodny z oczekiwaniami sformułowanymi na gruncie teoretycznym. Aprecjacji złotego towarzyszył wzrost polskiego importu (rys. 4.). Współczynnik korelacji jest największy w okresie równoległym i wynosi -0,703, co świadczy o stosunkowo silnej odwrotnie proporcjonalnej zależności. Spadek realnego kursu walutowego przyczyniał się do wzrostu wartości importu mierzonej w dolarach. Należy jednakże pamiętać, iż podobnie jak w przypadku eksportu, istotną rolę odgrywają czynniki o charakterze strukturalnym (liberalizacja obrotów



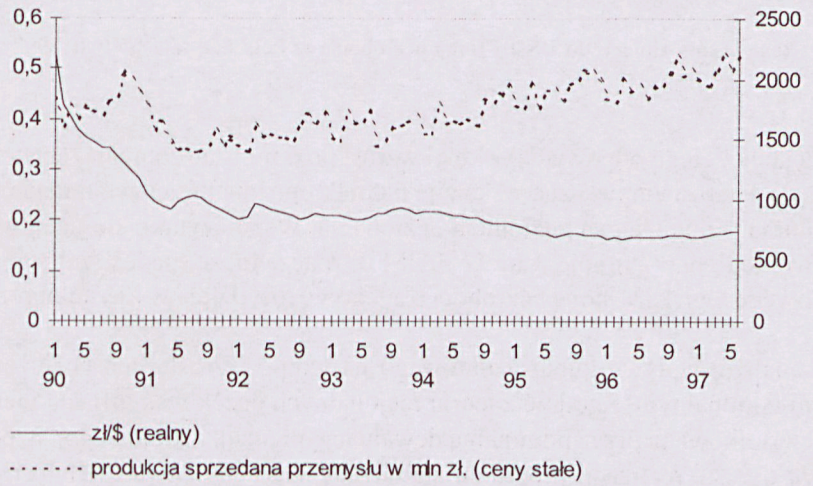

**Rys. 5.** Realny kurs złotego do USD i bilans handlowy w Polsce w latach 1990–1997

Źródło: Jak w rys. 3.

handlowych, większa dostępność kredytów konsumpcyjnych itd.) oraz zapoczątkowany w roku 1993 relatywnie szybki wzrost produktu krajowego brutto.

Kurs walutowy, poprzez wpływ na eksport i import, oddziaływuje także na saldo bilansu handlowego. W analizowanym okresie zaobserwowano silną korelację między badanymi szeregami czasowymi. Aprecjacji złotego towarzyszyło zmniejszenie się eksportu netto (rys. 5.). Deprecjacja oddziaływała z kolei na poprawę bilansu handlowego. Współczynnik korelacji jest największy (0,766), gdy realny kurs walutowy wyprzedza o dwa miesiące wartość bilansu handlowego wyrażoną w dolarach. Opóźnienie reakcji na aprecjację lub deprecjację złotego wynosiło w tym przypadku dwa miesiące.

Zmiany eksportu netto poprzez oddziaływanie mnożnikowe wpływają na kształtowanie się dochodu narodowego. Ze względu na brak dostępnych w ujęciu miesięcznym danych dotyczących kształtowania się produktu krajowego brutto w Polsce przyjęto, że jego poziom charakteryzuje wartość produkcji sprzedanej przemysłu, mającą stosunkowo znaczny udział w jego tworzeniu. Analizie poddano zatem związek między poziomem realnego kursu walutowego a produkcją przemysłową wyrażoną w cenach stałych (01.01.1990 r. = 100). Aprecjacji złotego towarzyszył w badanym okresie wzrost produkcji sprzedanej przemysłu, a deprecjacji jej spadek (rys. 6.). Współczynnik korelacji wyniósł -0,549. Przyjmuje on największą wartość, gdy zmiany realnego kursu walutowego wyprzedzają o dwanaście miesięcy poziom produkcji sprzedanej przemysłu, szacowanej w cenach stałych z roku 1990. Analiza empiryczna nie potwierdza zatem hipotezy, że aprecjacja złotego powoduje spadek dochodu narodowego, a deprecjacja jego

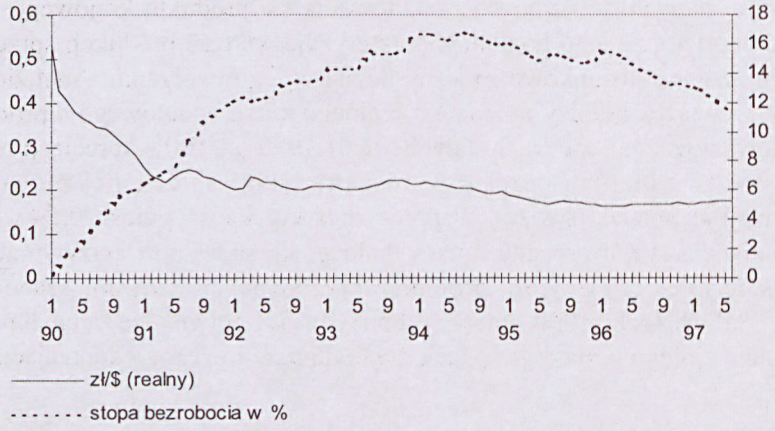



**Rys. 6.** Realny kurs złotego do USD i wartość produkcji sprzedanej w Polsce w latach 1990–1997

Źródło: Jak w rys. 3.

wzrost. Negatywny wpływ wzrostu wartości wymiennej złotego był bowiem z nadwyżką rekompensowany przez pozytywne oddziaływanie innych czynników, z których część ma charakter strukturalny, a część koniunkturalny. Oznacza to, że spadek realnego kursu walutowego obniża, co najwyżej, dynamikę wzrostu wartości produkcji przemysłowej oraz produktu narodowego brutto. Nie powoduje to natomiast, jak do tej pory, absolutnego spadku dochodu narodowego.

Spadek realnego kursu walutowego poprzez negatywny wpływ na produkt narodowy brutto oddziałuje także niekorzystnie na zatrudnienie siły roboczej. W analizowanym okresie zaobserwowano bardzo silną korelację między tempem zmiany realnej wartości złotego a poziomem bezrobocia. Spadkowi kursu walutowego towarzyszyło zmniejszone wykorzystanie czynnika pracy w gospodarce (rys. 7.).



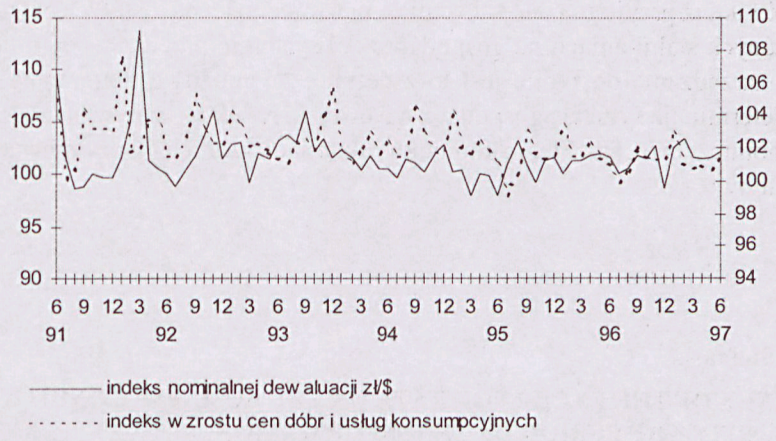

**Rys. 7.** Realny kurs złotego do USD i stopa bezrobocia w Polsce w latach 1990–1997

Źródło: Jak w rys. 3.

Deprecjacji złotego odpowiadał z kolei wzrost poziomu zatrudnienia (spadek bezrobocia). Analiza empiryczna wskazuje na brak opóźnień między zmianami realnego kursu walutowego a poziomem bezrobocia. Współczynnik korelacji w okresie równoległym przyjmuje wartość -0,851. Oznacza to, że spadek realnego kursu walutowego zwiększa stopę bezrobocia, a jego wzrost działa w kierunku przeciwnym.

W analizie wpływu kursu walutowego na tempo wzrostu cen posłużono się kursem nominalnym. Zgodnie z teorią racjonalnych oczekiwań inflacja inercyjna jest determinowana przez nominalną dewaluację pieniądza krajowego. W początkowym okresie realizacji programu stabilizacyjnego autorstwa L. Balcerowicza stały kurs złotego do dolara (po jego zdecydowanej dewaluacji pierwszego stycznia 1990 r.) stanowił jeden z najistotniejszych środków polityki antyinflacyjnej. Przywrócił on zaufanie do złotego i ograniczył zjawisko tzw. „dolaryzacji" gospo-

darki. Miesięczny indeks wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych obniżył się z niespełna 80% w styczniu do 4,3% w marcu 1990 roku. W analizie korelacji pominięto okres od stycznia 1990 do maja 1991 roku, kiedy to obowiązywał stały kurs złotego do dolara. Pomimo niezmiennej relacji wymiennej obu walut inflacja w Polsce utrzymywała się wtedy na stosunkowo wysokim poziomie. Korzystne oddziaływanie stałego, nominalnego kursu walutowego jako „kotwicy" programu stabilizacji ujawniło się zwłaszcza przy przezwyciężeniu hiperinflacji w pierwszym kwartale realizacji programu L. Balcerowicza. Instrument ten okazał się natomiast mniej skuteczny w walce z inflacją kształtującą się na poziomie kilkudziesięciu procent w skali roku. W kolejnych latach pomiędzy stopą nominalnej dewaluacji a dynamiką wzrostu przeciętnego poziomu cen odnotowano stosunkowo słabą korelację. Kurs walutowy wpływał na poziom cen z wyprzedzeniem dwóch miesięcy (rys. 8.). Współczynnik korelacji wynosi w tym przypadku 0,315. W okresie od




**Rys. 8.** Nominalny kurs złotego do USD i stopa inflacji w Polsce w latach 1991–1997

Źródło: Jak w rys. 3.

połowy roku 1991 do końca roku 1992 stopa inflacji wyprzedzała tempo dewaluacji złotego. Pozytywny wpływ polityki kursowej na kształtowanie się poziomu cen odnotowano od roku 1993. W latach 1993–96 zmiany kursu poprzedzały zmiany cen. Stopa nominalnej dewaluacji złotego do dolara przyczyniała się zatem w ograniczonym stopniu do kształtowania przeciętnego poziomu cen w Polsce.

## Uwagi końcowe

Analiza empiryczna wpływu kursu walutowego na koniunkturę w kraju transformacji dokonana na podstawie danych ilościowych charakteryzujących gospodarkę polską lat dziewięćdzeisiątych jedynie częściowo potwierdziła hipotezy teoretycz-

ne. Zgodnie z oczekiwaniami kształtowały się zależności między realnymi zmianami wartości wymiennej złotego do dolara a dynamiką importu i bilansu handlowego oraz wielkością zatrudnienia siły roboczej i stopą bezrobocia. Hipotezy teoretyczne nie znalazły potwierdzenia w analizie empirycznej dokonanej na przykładzie Polski w odniesieniu do eksportu i produkcji przemysłowej, której miesięczne indeksy zastąpiły z konieczności niedostępne w przekroju miesięcznym dane charakteryzujące poziom produktu krajowego brutto. Wpływ nominalnego kursu walutowego na inflację kształtował się w badanym okresie zgodnie z oczekiwaniami sformułowanymi na gruncie teoretycznym. Malejace tempo nominalnej deprecjacji złotego sprzyjało obniżeniu tempa wzrostu przeciętnego poziomu cen dóbr i usług konsumpcyjnych.

Jak się wydaje, podstawowym powodem, dla którego hipotezy teoretyczne wyjaśniające wpływ kursu walutowego na koniunkturę gospodarczą znalazły jedynie częściowe potwierdzenie w gospodarce polskiej będącej w okresie transformacji, może być fakt, iż przyjmują one założenie o niezmienności pozostałych czynników wpływających stabilizująco na gospodarkę. W systemie przechodzącym od centralnego zarządzania do rynku jest to z definicji niemożliwe. Przemiany strukturalne determinują sytuację gospodarczą państwa i redukują wpływ narzędzi polityki ekonomicznej o charakterze koniunkturalnym, do których należy niewątpliwie kurs walutowy.

**Ryszard Stefański**

**INFLUENCE OF THE EXCHANGE RATE ON THE BUSINESS CONDITIONS IN POLAND IN THE PERIOD OF TRANSFORMATION**

Summary

This article tries to answer the following question: whether and to what extent theoretical hypotheses concerning the influence of fluctuations in the rate of exchange on business conditions (formulated for the countries of developed and stbilised market economy) find their empirical confirmation in the country under economic transformation. The paper consits of two parts. The first one contains some selected theoretical concepts which define direct and indirect influence of the macroeconomic situation in the market economy as well as on the situation during transfomation. The second part is an analysis of the influence of the real exchange rate on the level of exports and imports, volume of employment and the value of industrial production sold, as well as the nominal rate upon the level of exports and imports, volume of employment and as the nominal rate upon the level of prices in Poland in the nineties. Studies based on quantitative data only partly confirmed the previously formulated theoretical hypotheses. Interdependencies between employment and inflation developed according to the expectations, however, the theoretical hypotheses were not confirmed as regards exports and industrial production.