

STATYSTYKA MIĘDZYNARODOWA

Jacek ZIEMIECKI

Czynniki wpływające na kurs walutowy złotego w latach 2002—2010

Perturbacje finansowe na świecie i rozchwianie budżetów państwowych w ostatnich latach tworzą zarzewie znacznych zmian kursów walutowych. Kurs złotego wobec dolara podlega w ostatnich latach silnym wahaniom. Dotyczy to także kursu złotego wobec euro, brytyjskiego funta szterlinga, franka szwajcarskiego oraz innych walut.

Notowania kursu walutowego są istotnym elementem rachunku ekonomicznego. Prowadzi je NBP, ale też kurs wyznacza rynek. Notowania antycypacyjne, choć są podawane przez niektóre firmy eksperckie, okrywa tajemnica sposobu ich wyliczenia.

Tymczasem statystyka państwowa dysponuje informacjami, które mogą wskazać, poprzez odpowiednie wyliczenia, jakie składniki rachunku makroekonomicznego wpływają najbardziej na kurs walutowy oraz jakie jest ryzyko dla tych składników. Staram się tu wyjść z przesłanek makroekonomicznych oraz podstawowego ich prawa — popytu i podaży. By tego dokonać, wprowadzam trzy główne agregaty obliczeniowe.

Agregat pierwszy to sfera własności gospodarki nierezydentek w gospodarce polskiej w powiązaniu ze sferą produkcji na eksport. Agregat drugi to składniki bilansu płatniczego, czyli przepływów finansowych między gospodarką polską a zagranicą. Agregat trzeci to makroekonomiczne czynniki wpływające na ilość pieniądza polskiego i zagranicznego w Polsce w kompatybilnym związku, poprzez rachunki komparatywne — porównania potencjału Polski z krajami badanymi lub strefą euro, dla których liczone są kursy walutowe. Wnioskowanie obejmuje też powiązania tych agregatów.

Zaznaczę jednak, że w analizie zostanie pominięty czynnik spekulacyjny. Działa on z reguły w okresach dość krótkich. Gdy kurs walutowy spada, zwiększają się spadki, a gdy rośnie — zawyża kurs. W ten sposób w dłuższych okresach działa na ogół neutralnie.

DZIAŁALNOŚĆ FIRM ZAGRANICZNYCH ORAZ BILANS PŁATNICZY POLSKI

Podstawą agregatu pierwszego są obliczenia dotyczące dochodu narodowego Polski według podsektorów gospodarki. Do dyspozycji w tym zakresie były dostępne dane za okres 2005—2008.

**TABL. 1. WARTOŚĆ UDZIAŁÓW GOSPODARKI ZAGRANICZNEJ
ORAZ PRODUKCJI NA EKSPORT W PRODUKCJI OGÓŁEM POLSKI (ceny bieżące)**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008
A. Podsektor przedsiębiorstw zagranicznych w mln zł	298404	360965	427954	463691
B. Wartość zagranicznych firm bankowych i innych finansowych (poza ubezpieczeniowymi) w mln zł	39908	17342	22482	26769
C. Wartość zagranicznych firm ubezpieczeniowych w mln zł	12280	17090	19204	23760
D. Wartość polskiego eksportu dóbr i usług w mln zł	364658	427776	479606	508887
Firmy zagraniczne wraz z eksportem w mln zł (A+B+C+D)	715250	823173	949246	1023107
Produkcja ogółem Polski w mln zł	1952502	2156192	2438084	2643571
Udział firm zagranicznych w %	36,6	38,2	38,9	38,7
Produkcja globalna firm i eksport do:				
strefy euro	485585	522072	608607	635657
W. Brytanii	35801	38952	46460	48769

**TABL. 1. WARTOŚĆ UDZIAŁÓW GOSPODARKI ZAGRANICZNEJ
ORAZ PRODUKCJI NA EKSPORT W PRODUKCJI OGÓŁEM POLSKI (dok.)**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008
Produkcja globalna firm i eksport do (dok.):				
Szwajcarii	12811	14120	19400	24356
Stanów Zjednoczonych	30709	28814	27582	27783
krajów razem	564906	603958	702049	736565
Udział produkcji ogółem firm i eksportu (produkcja ogółem Polski=100) do:				
strefy euro	24,9	24,2	25,0	24,0
W. Brytanii	1,8	1,8	1,9	1,8
Szwajcarii	0,7	0,7	0,8	0,9
Stanów Zjednoczonych	1,6	1,3	1,1	1,1
krajów razem	28,9	28,0	28,8	27,9

U w a g a. W działalności ubezpieczeniowej przyjęto udział kapitału zagranicznego w kapitale podstawowym ogółem firm ubezpieczeniowych. W przypadku banków zagranicznych przyjęto również udział kapitału podstawowego banków w kapitale podstawowym banków ogółem. W pozostałej działalności finansowej, poza NBP, przyjęto dla firm zagranicznych udział, jak dla banków.

Ź r ó d ł o: *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005—2008* (2010), GUS; *Monitoring banków 2005—2010* (2010); roczniki statystyczne GUS z lat 2003—2010; *Działalność gospodarki przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym* (z lat 2002—2010), GUS; *Polski rynek ubezpieczeniowy 2004—2008* (2010), GUS.

Metodologia liczenia rachunku narodowego zakłada, że rachunek produkcji ogółem jest oparty na tych samych zasadach, jak obliczenia dochodu narodowego i bilansu płatniczego. Wartość firm zagranicznych o działalności mieszanej jest określana według udziału firmy o przeważającej własności.

Mierzenie udziału własności zagranicznej umożliwia orientację w skuteczności manewrów kursowych banku centralnego. Gdy udział firm zagranicznych jest duży, skuteczność może nie być zbyt wysoka. Jednak decydująca dla firm krajowych i zagranicznych jest opłacalność ekonomiczna. Jedynie niekiedy jest ona inna w przypadku firm krajowych i zagranicznych. W tabl. 1 wartość przedsiębiorstw nierezydentek według krajów pochodzenia własnościowego określono na podstawie kapitału podstawowego. Wartość banków i ubezpieczeń wyznaczona podobnie, ale w tym przypadku nieliczne dane oszacowano.

Z kolei wartość eksportu jest ustalana na podstawie tzw. formuły FOB (*Free on Board*) wraz z usługami. Podział na kraje określono na podstawie eksportu towarów według formuły CIF (*Cost, Insurance, Freight*). W wartości eksportu i importu są zawarte również dane o eksporcie i imporcie poprzez zakupy internetowe oraz turystyczne. Włączenie danych o eksporcie do statystyki własności wiąże się z tym, że towary eksportowe są wymieniane na waluty krajów, do których eksport jest przeznaczony, nawet jeśli rozliczenia następują przez krzyżowe kursy walutowe, czyli wymienianie walut innych niż dolar.

Udział firm zagranicznych w produkcji ogółem Polski liczony wraz z eksportem wynosił 36,6% w 2005 r., a w 2008 r. — 38,7%. Ekspersi szacujący przyszłą wielkość kursów walutowych powinni uwzględniać także opłacalność kursów firm nierezydentek, by nie dopuścić do znacznego odpływu kapitału.

Firmy ze Stanów Zjednoczonych mają bardzo mały udział w produkcji ogółem Polski. Ale jednak dolar, jako waluta światowa, stanowi podstawowy środek

transakcyjny surowców i w ten sposób w notowaniach krzyżowych waluty ma zdecydowanie wyższe zapotrzebowanie na rynku niż wynika to z bezpośredniego udziału w produkcji polskiej. Tym samym, gdy ceny surowców rosną, a notowania dolara względem złotego i euro spadają, zarówno Polska jak i kraje strefy euro zyskują w handlu komparatywnym, a Stany Zjednoczone tracą.

Najbardziej powszechnym i kompleksowym wykazem czynników wpływających na kurs walutowy jest — z punktu widzenia transakcji walutowych — bilans płatniczy. Ma on postać w dużym stopniu standaryzowaną i zawiera dane w przeliczeniu na USD w cenach bieżących dla niemal każdego kraju.

**TABL. 2. ŚREDNIOROCZNY PRZEPŁYW DÓBR EKONOMICZNYCH
W BILANSIE PŁATNICZYM POLSKI WEDŁUG ICH RODZAJÓW**

Rodzaje przepływu dóbr	Udział w wartości bezwzględnej obrotów — aktywów i pasywów			Średnioroczne odchylenie od średniej arytmetycznej			Współczynnik zmienności		
	2002— —2005	2006— —2010	2002— —2010	2002— —2005	2006— —2010	2002— —2010	2002— —2005	2006— —2010	2002— —2010
	ogółem=100			w %					
Ogółem obroty	100,00	100,00	100,00	x	x	x	x	x	x
Wymiana dóbr	65,22	60,98	62,86	2,66	0,88	2,23	4,08	1,44	3,55
Wymiana usług	11,21	10,68	10,91	1,16	0,30	0,71	10,40	2,81	6,51
Przepływy dochodów	5,71	6,43	6,11	1,09	0,57	0,83	19,10	8,86	13,58
Transfery bieżące	3,45	4,26	3,90	0,72	0,37	0,64	20,90	8,69	16,41
A. Przepływy w rachunku bieżącym	85,59	82,35	83,79	2,01	0,61	1,69	2,35	0,74	2,02
B. Przepływy w rachunku kapitałowym	0,29	1,27	0,83	0,21	0,24	0,50	72,40	18,90	60,24
inwestycji zagranicznych ...	3,74	4,52	4,17	0,98	1,62	1,29	26,20	35,84	30,94
akcji portfelowych	0,59	1,10	0,87	0,04	0,56	0,46	6,78	50,91	52,87
w rachunku obligacji	3,76	2,20	2,89	0,64	1,57	1,34	17,00	71,36	46,37
derywatów	0,30	0,22	0,26	0,24	0,12	0,18	80,00	54,55	69,23
inwestycji monetarnych	0,25	0,85	0,58	0,21	0,34	0,39	84,00	40,00	67,24
międzyrządowe	1,00	0,36	0,64	0,55	0,10	0,38	55,00	27,78	59,38
bankowe	2,14	2,51	2,34	1,27	1,32	1,28	59,40	52,59	54,70
innych sektorów gospodarki	1,42	1,76	1,61	0,52	0,59	0,58	36,60	33,52	36,02
C. Przepływy w rachunku finansowym	13,20	13,51	13,37	1,73	1,30	1,47	13,10	9,62	10,99
D. Opuszczenia i omyłki netto	0,93	2,87	2,00	0,30	1,15	1,21	32,30	40,07	60,50

U w a g a. Dane za 2010 r. oszacowano po uwzględnieniu wyników kwartalnych z 2009 r. i z trzech kwartałów 2010 r.

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie danych: *April 2011, International Monetary Fund: International Financial Statistics*, 2011, Washington; *2009 International Monetary Fund: International Financial Statistics Yearbook*, 2010, Washington.

Oto niektóre wnioski wynikające z danych w tabl. 2:

1. Udział składników gospodarczych (towarów i usług niefinansowych) wpływających na kurs walutowy jest decydujący, ponieważ wynosi blisko 3/4 przepływów walutowych. Udział ten zmniejszał się jednak w kolejnych latach okresu 2002—2005, a w 2006—2010 nawet o ok. 4 p.proc.
2. Z pozostałych składników przepływów płatniczych największy udział mają przepływy dochodów, głównie firm zagranicznych i obcokrajowców w Polsce oraz firm polskich i Polaków pracujących za granicą.

3. Traktując współczynniki zmienności z poszczególnych lat jako wskaźniki przybliżające do oceny ryzyka zmian kursu walutowego można zauważyć, że gospodarka polska zmierzała stopniowo do stabilnego, zrównoważonego trendu w latach 2006—2010 w porównaniu z okresem 2002—2005. Zmiany przepływów w ramach rachunku bieżącego znacznie się zmniejszyły.
4. Wskaźniki rynku obligacji oraz przepływów bankowych uwiadcniają skutki światowego kryzysu finansowego w latach 2007—2009, zwłaszcza pogorszenie sytuacji budżetu państwa i długu publicznego, co powodowało emisję dodatkowych obligacji państwowych, zakupywanych w części przez firmy zagraniczne.
5. Można wyodrębnić z zespolonego rachunku aktywów i pasywów bilansu płatniczego czynniki tworzące popyt i podaż złotego. Zaznaczę jednak, że oprócz czynników transakcyjnych, związanych z wymianą walut, popyt i podaż złotego tworzą też inne czynniki gospodarcze.

Eksport i import są najbardziej znaczącymi składnikami transakcyjnymi. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (ZIB) w Polsce są również czynnikiem znaczącym, ale też bardzo zmiennym, choć zwiększającym kurs złotego względem innych walut. W tabl. 3 zamieszczono dane, które mogą przybliżyć mechanizm transpozycji tych inwestycji — zwiększających kurs walutowy w systemie gospodarki polskiej. Dane w tej tablicy nie są w pełni zgodne z danymi podawanymi w tablicach poprzednich. Dotyczą bowiem firm zagranicznych, z zatrudnieniem równym lub większym niż 10 osób, sporządzających bilans księgowy, w których co najmniej 50% udziału ma kapitał zagraniczny. Przy przeważającym udziale kapitału polskiego, zaangażowanie w nich kapitału zagranicznego wynosi powyżej 1 mln dolarów. Mimo to można na podstawie danych w tabl. 3 zauważyć kilka istotnych zjawisk ekonomicznych.

TABL. 3. WARTOŚĆ I UDZIAŁ EKSPORTU I IMPORTU FIRM ZAGRANICZNYCH ORAZ KRAJOWYCH W POLSCE

L a t a	Firmy zagraniczne			Firmy krajowe			Ogółem Polska		
	eksport	import	saldo	eksport	import	saldo	eksport	import	saldo
Wartość w mln zł (ceny bieżące)									
2002	87889	137163	–49274	143646	122374	21272	231535	259537	–28002
2003	113907	162018	–48111	166981	141557	25424	280888	303575	–22687
2004	169002	201989	–32987	177629	166376	11253	346631	368365	–21734
2005	177826	191173	–13347	186832	180773	6059	364658	371946	–7288
2006	214516	218115	–3599	213260	228812	–15552	427776	446927	–19151
2007	245268	264827	–19559	234338	248598	–14260	479606	513425	–33819
2008	251028	279010	–27982	257859	280511	–22652	508887	559521	–50634
2009	259121	301394	–42273	271157	227875	43282	530278	529269	1009
Udział eksportu i importu oraz salda w produkcji globalnej danego sektora w %									
2002	19,0	29,6	–10,6	13,0	11,1	1,9	14,8	16,6	–1,8
2003	21,1	30,0	–8,9	15,0	12,7	2,3	17,0	18,4	–1,4
2004	24,7	29,5	–4,8	15,2	14,2	1,0	18,7	19,9	–1,2
2005	26,6	28,6	–2,0	14,6	14,1	0,5	18,7	19,0	–0,3
2006	32,5	33,0	–0,5	14,3	15,3	–1,0	19,8	20,7	–0,9
2007	27,8	30,1	–2,3	15,1	16,0	–0,9	19,7	21,1	–1,4
2008	27,3	30,0	–3,0	15,1	16,4	–1,3	19,2	21,2	–2,0
2009	30,6	35,6	–5,0	14,8	12,4	2,4	19,8	19,7	0,1

Źródło: jak przy tabl. 1.

Kilka wniosków wynikających z danych w tabl. 3:

1. Napływ ZIB do Polski tworzy cały łańcuch powiązań transakcyjnych waluty polskiej. ZIB najpierw zwiększa jej wartość, gdyż kapitał zagraniczny musi dokonać zakupu złotych, by inwestować w naszym kraju — albo poprzez budowę firmy od podstaw (Green field), albo przez zakup firmy polskiej. Następnie firma zagraniczna stosuje rachunek złotowy, płacąc za surowce, materiały, opłacając podatki i wynagrodzenia. W ten sposób stwarza podaż wewnętrzną na złotego. Część zysków i wynagrodzeń właściciel lub pracownik obcokrajowiec przekazuje za granicę. Sprzedając złote zmniejsza na nie popyt, a zakupuje walutę kraju macierzystego. I taki łańcuch przekształceń działa co roku.
2. Udział eksportu firm zagranicznych (nieco zawyżony) wynosił w 2009 r. 48,9% ogółem eksportu, a importu — 56,9%. W porównaniu do 2002 r. nastąpił wzrost udziału eksportu o 10,9 p.proc., a importu o 4,1 p.proc. Tendencja szybszego wzrostu udziału eksportu niż importu przyczyniła się do tego, że w 2009 r. nastąpiło zmniejszenie ujemnego salda transakcji eksportowo-importowych o 7 mld zł, w porównaniu z saldem w 2002 r. (mimo znacznego jego wzrostu w 2009 r.). To dobry prognostyk szacunków wzrostu dochodu narodowego na lata przyszłe. Oznacza to zachętę do zwiększania ZIB i tym samym umocnienia złotego. Ze względu jednak na skurczenie się kapitału w krajach zachodnich, napływ tych inwestycji będzie następował stopniowo.
3. Firmy zagraniczne mają ok. 2 razy większy udział eksportu i importu w produkcji globalnej niż firmy krajowe, co jest czynnikiem dynamizującym przepływy kapitałowe walut oraz dochód narodowy Polski. Udział ten w latach 2002—2009 stopniowo wzrastał. Znaczny wzrost eksportu jest więc związany ze wzrostem udziału ZIB w Polsce.
4. W publikacjach omawiających działalność firm zagranicznych w Polsce za 2009 r. (GUS) podano orientacyjne dane dotyczące współpracy tych firm z firmą macierzystą. Otóż firmy zagraniczne kierują z Polski 47,1% swego eksportu do firm macierzystych za granicę lub do jednostek z nią powiązanych. Stamtąd sprowadzają 36,5% importu, czyli wykorzystują globalny system organizacyjny swoich jednostek gospodarczych (filii), by zwiększyć możliwości eksportowe kraju, w którym nie są rezydentami. To najlepszy z możliwych, bo darmowy, system promocji eksportu polskiego.
5. Dane wskazują ponadto na uwarunkowanie eksportu i importu firm zagranicznych od sytuacji finansowej krajów, w których mają firmy macierzyste. Silny złoty nie był przeszkodą w znacznym wzroście eksportu z Polski w latach 2005—2007, ale trudności finansowe w latach następnych w krajach Zachodu stały temu na przeszkodzie.

BILANSE PŁATNICZE KRAJÓW, KTÓRYCH WALUTY PORÓWNYWANE SĄ ZE ZŁOTYM

Wielkość kursu walutowego wyznaczają dane makroekonomiczne dotyczące krajów, z którymi porównywany jest złoty i strefa euro — W. Brytanii, Szwajcarii, Stanów Zjednoczonych. Są to: wzrost dochodu narodowego (wpływa na

wzrost kursu waluty), inflacja (osłabia) oraz saldo budżetu krajowego (działa w zależności od nadwyżki, która wzmacnia walutę lub deficytu, który osłabia). Można założyć, że saldo budżetu państwa jest uproszczoną wersją zwiększenia lub zmniejszenia długu publicznego w skali jednego roku. Inne ważne dane dotyczą stosunków dwustronnych, np. Polska—strefa euro, w celu określenia kursu złotego. Aby wspólnie zestawzić te dwie główne grupy danych należy użyć jednolitej miary, za którą przyjąłem dolara amerykańskiego w cenach bieżących danego roku. Tabl. 4 przedstawia pierwszą grupę danych. Aby obliczyć wartość makroekonomicznych czynników wpływających na kurs walutowy, takich jak: wzrost dochodu narodowego, inflacja czy saldo budżetu państwa, można się posłużyć odpowiednimi wskaźnikami przeliczeniowymi, jak np. dochód narodowy czy roczny wzrost dochodu narodowego wyrażony w dolarach.

W tablicy uwzględniłem jedynie składniki najważniejsze. Jest też kilka istotnych składników, których jednak nie można wyliczyć. Oto ważniejsze z nich:

- a) siła nabywcza dolara jest zdecydowanie większa niż wynika to z danych, ponieważ surowce na całym świecie są nabywane głównie poprzez tę walutę, w notowaniach krzyżowych lub bezpośrednich. Można oszacować skalę wzmocnienia dolara z tego tytułu w 2009 r. na podstawie kilku założeń. Udział surowców i paliw w wymianie towarowej na świecie to 20—30%, a 30—50% tej wymiany dokonuje się w dolarach. Stanowi to w sumie ok. 10% eksportu i importu świata, czyli zwiększa zapotrzebowanie na dolara o 3000 mld dolarów;
- b) porównanie wzrostu masy pieniądza krajowego w ramach tzw. agregatów pieniężnych. Ponadto wiele krajów otwiera nowe rynki pieniężne, np. zapisy hipoteczne, rozszerzanie giełd kapitałowych itp.

Zaznaczę, że czynniki wymienione w tabl. 4 nie są autonomiczne. Cechuje je efekt synergii wzajemnej, rosnącej lub malejącej. W szczególnym stopniu dotyczy to ZIB w krajach, gdzie brakuje kapitału. Powodują one wzrost dochodu narodowego oraz wzrost eksportu i importu. Efekt ten dla Polski można orientacyjnie obliczyć uwzględniając średnią harmoniczną (kroczącą), przy założeniu 2—3-letniego okresu pełnego wykorzystania do produkcji napływającego kapitału. Efekt synergii ZIB zwiększył w 2009 r. dochód narodowy o ok. 8%, a eksport o ok. 10%.

TABL. 4. GŁÓWNE CZYNNIKI WZROSTU LUB SPADKU KURSU WALUT

Składniki wzrostu i spadku kursu waluty	Wartość w mld USD		Czynniki wzrostu=100		Współczynnik zmienności ^a 2002—2009
	2002	2009	2002	2009	
Złoty — Polska					
Czynniki wzrostu	78,036	280,323	100,0	100,0	39,2
Czynniki spadku	-83,734	-266,187	-107,3	-95,0	34,0
Wzrost dochodu narodowego	1,615	14,041	2,1	5,0	63,9
Inflacja	-7,275	-43,506	-9,3	-15,5	64,3
Saldo budżetu państwa	-8,887	-26,721	-11,4	-9,5	37,2
Eksport towarów	46,742	142,085	59,9	50,7	34,2
Import towarów	-53,991	-146,44	-69,2	-52,2	35,0
Eksport usług	10,037	28,986	12,9	10,3	38,3
Import usług	-9,262	-24,191	-11,9	-8,6	33,6
ZIB w kraju rezydenckim	4,131	13,796	5,3	4,9	39,0
ZIB z kraju rezydenckiego	-0,23	-5,1	-0,3	-1,8	67,0
Pozostałe składniki ^b	-22,858	-32,914	-29,3	-11,7	x

^a W stosunku do średniej arytmetycznej. ^b Dotyczy bilansu płatniczego.

TABL. 4. GŁÓWNE CZYNNIKI WZROSTU LUB SPADKU KURSU WALUT (dok.)

Składniki wzrostu i spadku kursu waluty	Wartość w mld USD		Czynniki wzrostu=100		Współczynnik zmienności ^a 2002—2009
	2002	2009	2002	2009	
Euro — strefa euro					
Czynniki wzrostu	2734,88	2690,65	100,0	100,0	32,6
Czynniki spadku	-2436,85	-3466,75	-89,1	-128,8	26,7
Wzrost dochodu narodowego	554,368	-358,94	20,3	-13,3	143,3
Inflacja	-321,512	-44,74	-11,8	-1,7	21,7
Saldo budżetu państwa	x	-432,189	x	-16,1	14,0
Eksport towarów	1000,88	1801,92	36,6	67,0	21,5
Import towarów	-884,86	-1744,61	-32,4	-64,8	24,9
Eksport usług	311,6	654,44	11,4	24,3	23,4
Import usług	-295,63	-608,94	-10,8	-22,6	23,0
ZIB w kraju rezydenckim	184,86	298,65	6,8	11,1	46,0
ZIB z kraju rezydenckiego	-163,47	-396,72	-6,0	-14,7	40,4
Pozostałe składniki ^b	684,237	-1607,23	25,0	-59,7	x
Funt szterling — W. Brytania					
Czynniki wzrostu	884,779	226,586	100,0	100,0	62,9
Czynniki spadku	-874,304	-895,826	-98,8	-395,4	47,1
Wzrost dochodu narodowego	85,243	-492,024	9,6	-217,1	554,9
Inflacja	-51,227	21,824	-5,8	9,6	47,9
Saldo budżetu państwa	-22,958	-208,59	-2,6	-92,1	330,6
Eksport towarów	279,87	356,35	31,6	157,3	14,6
Import towarów	-351,64	-484,91	-39,7	-214,0	16,7
Eksport usług	135,31	239,56	15,3	105,7	20,2
Import usług	-110,02	-165,93	-12,4	73,2	15,3
ZIB w kraju rezydenckim	25,532	72,92	2,9	32,2	56,0
ZIB z kraju rezydenckiego	-50,329	-42,86	-5,7	-18,9	58,2
Pozostałe składniki ^b	52,66	-1285,6	6,0	-567,4	x
Frank szwajcarski — Szwajcaria					
Czynniki wzrostu	262,658	329,558	100,0	100,0	32,2
Czynniki spadku	-241,952	-291,405	-92,1	-88,4	36,6
Wzrost dochodu narodowego	22,023	-13,262	8,4	-4,0	82,4
Inflacja	-3,867	4,92	-1,5	1,5	83,3
Saldo budżetu państwa	x	x	x	x	x
Eksport towarów	104,281	206,119	39,7	62,5	22,4
Import towarów	-97,584	-204,728	-37,2	-62,1	23,8
Eksport usług	30,991	74,043	11,8	22,5	25,8
Import usług	-16,15	-39,072	-6,1	-11,9	24,1
ZIB w kraju rezydenckim	6,785	27,588	2,6	8,4	68,6
ZIB z kraju rezydenckiego	-8,585	-33,609	-3,3	-10,2	47,0
Pozostałe składniki ^b	67,185	79,832	25,6	24,2	x
Dolar — Stany Zjednoczone					
Czynniki wzrostu	2033,07	2362,75	100,0	100,0	25,5
Czynniki spadku	-2350,11	-4017,39	-115,6	-170,0	36,6
Wzrost dochodu narodowego	10,42	-335,961	0,5	-14,2	144,9
Inflacja	-331,28	84,671	-16,3	3,6	45,1
Saldo budżetu państwa	x	-1455,55	x	-61,6	62,4
Eksport towarów	688,68	1072,93	33,9	45,4	18,7
Import towarów	-1168,02	-1576,51	-57,5	-66,7	16,7
Eksport usług	288,79	497,87	14,2	21,1	19,6
Import usług	-231,05	-369,2	-11,4	-15,6	16,0
ZIB w kraju rezydenckim	84,37	134,71	4,1	5,7	46,8
ZIB z kraju rezydenckiego	-154,46	-268,68	-7,6	-11,4	39,8
Pozostałe składniki ^b	-1129,59	-3544,08	-55,6	-150,0	x

^a W stosunku do średniej arytmetycznej. ^b Dotyczy bilansu płatniczego.

Źródło: jak przy tabl. 2 oraz *United Nations. National Accounts Statistics. Analysis of main aggregates*, UN, New York.

Oto kilka wniosków wynikających z tabl. 4:

1. W latach niekryzysowych ekonomiczne czynniki wpływające na kurs walutowy przeważają nad czynnikami finansowymi.
2. Strefa euro jest w nieco innej sytuacji niż Stany Zjednoczone, mimo podobnej wartości ekonomiczno-wymiennej swoich walut. Jednak dolar jako waluta surowcowa świata jest silniejszy.
3. Choć Szwajcaria ma niższy dochód narodowy niż Polska, siła ekonomiczno-wymienna jej waluty jest wyższa niż złotego. Oba kraje mają wysoki udział czynników eksportu i importu i są to wartości zbliżone. Ale Szwajcaria nie miała w 2009 r. inflacji.
4. Skutki kryzysu finansowego zrewolucjonizowały poprzednie udziały czynników wzrostu w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i W. Brytanii. W 2009 r. spadek inflacji wzmocnił kursy walut tych krajów.
5. Kryzys finansowy przyczynił się do radykalnego wzrostu znaczenia salda budżetu państwa w zmniejszaniu kursu waluty. W W. Brytanii oraz Stanach Zjednoczonych zadziałał bardziej niż saldo wymiany towarowo-usługowej. Czynniki ten jest z reguły niedoceniany w notowaniach kursów walutowych nawet przez ekspertów ekonomicznych.
6. Kryzys finansowy zniekształcił radykalnie dane współczynników zmienności, zwłaszcza dotyczących W. Brytanii. Współczynnik ten, z pominięciem jego skutków dla większości walut podanych w tablicy, kształtowałby się na poziomie 1/4 lub 1/5 stopnia ryzyka.

**TABL. 5. CZYNNIKI WZROSTU LUB SPADKU KURSU ZŁOTEGO PO 2009 R.
W ZALEŻNOŚCI OD KURSU WYMIANY WALUT**

Czynniki wzrostu i spadku kursu złotego ^a	Euro	Funt szterling	Frank szwajcarski	Dolar amerykański ^b
	w %			
Wzrost:				
dochodu narodowego o 1%	+0,2	+10,0	+12,6	+0,09
inflacji o 1%	-0,02	-0,1	-0,1	0,0
ujemnego salda budżetu rządowego o 1%	-0,01	-0,07	-0,08	0,0
eksportu towarów o 10%	+0,53	+5,26	+4,2	+0,26
ZIB w Polsce o 10% (ogółem)	+0,05	+0,52	+0,44	+0,025
eksportu w dwustronnej wymianie towarowej o 10%	+0,3	+0,3	+0,03	0,0
ZIB w Polsce o 10% z kraju, wobec którego porównuje się złotego	+0,03	+0,02	+0,01	0,0
Siła ekonomiczno-wymienna Polski	8,15	31,9	47,0	5,42

^a W stosunku do kraju waluty partnerskiej. ^b Z uwzględnieniem 3000 mld USD z tytułu pośrednictwa dolara w cenach światowych wymiany surowców i paliw.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z poprzednich tablic.

Najbardziej istotny wniosek, to niewielki tylko wpływ polskich przekształceń na kurs złotego, w szczególności wobec dolara czy euro, ale umiarkowany wobec funta szterlinga i franka szwajcarskiego. Jednak kraje strefy euro, a zwłaszcza W. Brytania, projektują przekształcenia swojej gospodarki, by zmniejszyć deficyt budżetów państwowych. To one właśnie, poprzez te posunięcia, wpłyną na kurs złotego bardziej niż poczynania gospodarcze i finansowe Polski.

Oto kilka innych wniosków wynikających z danych tabl. 5:

1. Sądzę, że jedynie długotrwała koniunktura lub długotrwały spadek danych ekonomiczno-finansowych mogą w ciągu kilku lat po 2009 r. zmienić radykalnie kurs złotego.
2. Kurs funta szterlinga oraz franka szwajcarskiego wobec złotego może się zmieniać. Z jednej strony szybkie zmniejszenie deficytu budżetu W. Brytanii może wzmocnić kurs funta wobec złotego, ale z drugiej strony Polska też zamierza w 2012 r. zmniejszyć radykalnie deficyt budżetu państwa.
3. Wielką przeszkodą we wzmacnianiu złotego jest znaczna inflacja w Polsce w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej.
4. Kurs złotego wobec dolara zależeć będzie w znacznym stopniu od szybkości i skali likwidacji wielkiego deficytu budżetu Stanów Zjednoczonych. Dopóki to nie nastąpi, kurs złotego będzie się umacniał, zwłaszcza jeśli inflacja w Polsce spadnie.
5. Dwustronna wymiana, nawet jeśli występuje w niej znaczna nadwyżka eksportu dóbr na korzyść Polski, ma zdecydowanie mniejszy wpływ niż dane ogółem obrotów płatniczych danego kraju.

Reasumując, zastosowaną metodę można określić jako faktograficzną, wynikającą z danych statystycznych. Kojarzenie danych ekonomicznych i finansowych makro i mikro prowadzi z reguły do upraszczających niekiedy wyliczeń, ale przydatność metody może być tak duża, że warto ją zastosować. W teorii i praktyce statystycznej ciągle jeszcze jest niedobór analiz dotyczących powiązania finansów z gospodarką, które mogą zmniejszyć ryzyko nierównowagi na rynkach.

Dodanie do danych bilansu płatniczego kilku dodatkowych parametrów makroekonomicznych może być, jak sądzą, bardzo użyteczne analitycznie. Parametry, takie jak stopa wzrostu dochodu narodowego czy stopa wzrostu inflacji są przedmiotem prognoz. Opis prognozowania tych danych jest bardzo obszerny, ale niestety nie można prognozować kursu walutowego.

mgr Jacek Ziemiecki — Warszawa

SUMMARY

Based on the Polish balance of payments, the euro zone, Great Britain, Switzerland and the United States we can determine what factors most influence on changes in the exchange rate. One can also attach to them influence of the rate

of growth of national income, inflation and changes in the budget balance. In the case of Poland important are data on the activities of foreign companies. Exports of foreign companies operating in Poland has become the engine of our country's foreign trade. It aims to gradually balance the Polish trade balance. Moreover, the Polish financial situation stabilizes, although, the imbalance of the state budget balance distorts it slightly. The calculations omit the factor of profiteering activity. The article demonstrates that the zloty exchange rate, during the financial crisis affects the balance of payments most countries with strong currencies, not the balance of the Polish economy.

РЕЗЮМЕ

На основе платежных балансов Польши, еврозоны, Великобритании, Швейцарии и Соединенных Штатов можно определить, какие факторы более всего влияют на изменения курса польского злотого. К ним можно присоединить также влияние роста национального дохода, инфляцию и изменения сбалансированного бюджета. В случае Польши важными являются данные касающиеся деятельности иностранных компаний. Экспорт иностранных компаний действующих в Польше стал локомотивом внешней торговли нашей страны. Он стремится постепенному сбалансированию сальдо товарных оборотов. Кроме того, финансовая ситуация Польши стабилизируется, хотя дисбаланс государственного бюджета несколько ее искажает. В расчетах пропускается влияние спекулятивного фактора.

В статье было представлено, что на курс польского злотого, в годы финансового кризиса более всего влияет платежный баланс стран с сильной валютой, а не баланс самой экономики Польши.