

Marcin Gruszczyński

Uniwersytet Warszawski

REALNY KURS WALUTOWY A PRESJA RYNKOWA NA ZŁOTEGO, FORINTA I KORONĘ CZESKĄ W LATACH 2000-2011

Wstęp

Globalizacja procesów wytwórczych i finansowych oraz liberalizacja obrotów handlowych i kapitałowych spowodowały, że zmiany zachodzące na rynkach walutowych stały się kluczowe dla stabilnego funkcjonowania gospodarki, gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw, a w szczególności dla ich konkurencyjności międzynarodowej. Kształtowanie się kursów walutowych wpływa na koszty obsługi zadłużenia zagranicznego, opłacalność inwestycji, atrakcyjność kosztów pracy, a także na konkurencyjność międzynarodową towarów i usług krajowych. Oznacza to, że na skutek zmian kursów walutowych skuteczność polityki przemysłowej, regionalnej, fiskalnej może być daleka od zamierzonej.

Wraz z liberalizacją handlową w krajach Europy Środkowej dokonywała się liberalizacja obrotów kapitałowych. Pierwsze lata po akcesji stały pod znakiem masowego napływu kapitału prywatnego oraz publicznego, co zaowocowało aprecjacją walut, spadkiem stóp procentowych oraz nagromadzeniem się rezerw. Pod koniec dekady zanotowano jednak istotne wstrząsy powiązane z gwałtownymi zmianami poziomów kursów, rezerw walutowych oraz stóp procentowych. Dynamiczna integracja handlowa oraz napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych istotnie oddziaływały na przemiany w handlu międzynarodowym. Oznaczały wzrost krajowych zasobów materialnych i niematerialnych, zwiększenie udziału w obrotach towarów przetworzonych, rozwoju handlu wewnątrzgałęziowego.

Celem artykułu jest przedstawienie kształtowania się presji na rynkach walutowych złotego, forinta i korony czeskiej w latach 2000-2013 oraz korelacji zmian indeksu presji rynkowej z aprecjacją lub deprecjacją realnego kursu walutowego, reprezentującego konkurencyjność międzynarodową gospodarki krajowej.

Charakterystyka rynków walutowych Polski, Czech i Węgier

W ostatniej dekadzie rynki na złotego, koronę czeską oraz forinta zanotowały znaczący wzrost obrotów. O ile w 1998 r. na Węgrzech wynosiły one 1 mld USD dziennie, o tyle w 2001 r. już 3 mld USD, w 2007 r. aż 7 mld, aby w 2010 r. spaść do 4 mld. W Polsce obroty walutowe w 1998 r. wynosiły 3 mld USD dziennie, trzy lata później 5 mld, aby w 2007 r. osiągnąć szczyt 9 mld i zanotować spadek do 8 mld (co stanowi około 0,4% obrotów światowych) w 2010 r.¹. Korona czeska od kryzysu czeskiego w 1997 r. stopniowo traciła na znaczeniu – z 5 mld USD obrotów dziennych do 2 mld w 2004 r., jednakże akcesja do Unii Europejskiej, a także stopniowe postrzeganie Czech jako „Szwajcarii regionu”² przywróciło jej lokalne znaczenie, a obroty dzienne wzrosły do 5 mld USD w 2010 r. (co stanowiło 0,1% obrotów światowych). Warto zauważyć, że obroty łącznie na rynku czeskim i węgierskim są porównywalne z obrotami na rynku na złotego, mimo że potencjały ludnościowe i gospodarcze są zdecydowanie różne.

Tabela 1

Struktura rynków walutowych na złotego, koronę i forinta – kwiecień 2010

Waluta	Spot	Forwardy	Swapy	Opcje i inne
PLN	22.4	11.1	60.0	6.5
CZK	17.4	8.0	71.7	2.8
HUF	24.1	10.6	58.1	7.2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010*, BIS, Bazylea 2010.

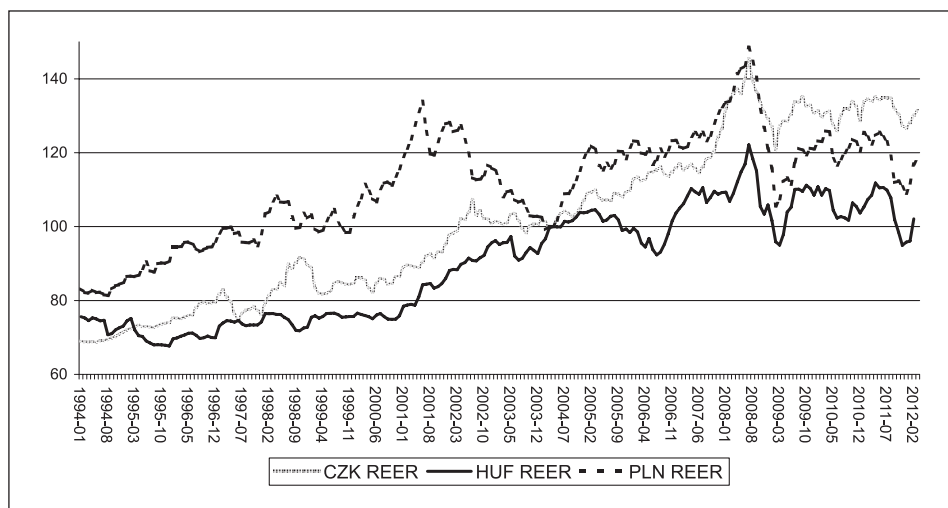
W Polsce i na Węgrzech transakcje spot stanowią nieco ponad 20% rynku, forwardy około 10%, a swapy około 60%. W Czechach struktura jest nieco inna, z nadreprezentacją transakcji swap. Można jednak pokusić się o spostrzeżenie, że na kształtowanie się kursów walutowych tych trzech krajów dominujący wpływ ma rynek międzybankowy, a więc przepływy inwestycyjne czy spekulacyjne, a umiarkowany – rynek transakcji handlowych (czy bieżących). Warto także zauważyć, że obroty walutą CHF na rynku węgierskim stanowiły ponad 6% wszystkich obrotów – wynosiły 259 mln USD, gdy w tym czasie w Polsce 4,8% – 378 mln USD³. W Czechach jest to marginalna waluta z obrotami rzędu 31 mln USD dziennie.

¹ BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010*, BIS, Bazylea 2010.

² M. Ulgen, Raport HSBC, *Multi-asset class, Global Emerging Markets, CEE trip notes. Eurozone concerns predominate*, 03.11.2011.

³ Jedynym rynkiem, na którym notowano większe zainteresowanie walutą szwajcarską była Grecja, gdzie obroty na CHF stanowiły 12,4% obrotów.

Zarówno Polska, jak i Czechy oraz Węgry doświadczyły w okresie poakcesyjnym gwałtownej nominalnej oraz realnej aprecjacji walut krajowych. W ciągu dekady przed akcesją aprecjacja realna wyniosła około 30%. Do 2008 r., a więc zaledwie w okresie czterech lat, złoty oraz korona umocniły się o ponad 40%. Niższej, 20% realnej aprecjacji doznał forint węgierski.



Rys. 1. Realny efektywny kurs walutowy. PLN, HUF, CZK, 1994-2012, maj 2004 = 100

Źródło: Opracowanie własne, dane BIS, www.bis.org

W ujęciu nominalnym aprecjacja złotego względem EUR w okresie marzec 2004-sierpień 2008 wyniosła 50%. W tym samym okresie korona czeska umocniła się o 35%. W przypadku Węgier trend ten nie był tak wyraźny – do połowy 2006 r. forint osłabiał się (o około 10%), następnie, do sierpnia 2008 r., umocnił się o ponad 20%. Spadek stóp procentowych oraz nominalna aprecjacja kursów, w połączeniu z dobrymi perspektywami gospodarczymi, napływem funduszy europejskich oraz planami przyjęcia wspólnej waluty skłaniały uczestników rynku do masowego inwestowania na rynkach akcji, obligacji, nieruchomości i innych.

Stały napływ funduszy, podbudowywany relatywnie dobrymi perspektywami gospodarczymi, przystąpieniem do Unii, modernizacją i transformacją doprowadził do ustalenia się w latach 2004-2008 trwałego trendu aprecjacyjnego, sprzyjającego tworzeniu się oraz nagromadzeniu jednostronnych, niezabezpieczonych otwartych pozycji netto. Silne trendy rynkowe oraz gwałtowne ich zmiany zwykle zwracają uwagę banków centralnych oraz władz krajowych. Nagła, silna aprecjacja lub deprecjacja może być zjawiskiem niepożądanym z punktu widzenia kon-

kurencyjności lub celów realizowanej polityki gospodarczej. Wtedy zazwyczaj pojawiają się propozycje interweniowania na rynku walutowym.

Konkurencyjność a interwencje walutowe

Interwencje walutowe są jednym z instrumentów polityki pieniężnej, wykorzystywanym przez banki centralne wielu krajów⁴. Celem aktywnego uczestnictwa banku centralnego w grze rynkowej może być zapobieżenie odchyleniu się kursu od ustalonego, pożądanego poziomu, wykroczeniu poza korytarz założonych wahań. Interwencje są stosowane także w krajach o płynnym kursie walutowym, w tym przypadku przyczyną interwencji mogą być chęć ograniczenia zmienności kursu, korekta jego poziomu, zwiększenie lub zredukowanie poziomu rezerw, przeciwdziałanie poważnym zakłóceniom na rynku. Interwencja Narodowego Banku Polskiego z kwietnia 2010 r. przywróciła zainteresowanie tym problemem zarówno w mediach, jak i wśród badaczy zjawiska, budząc szerokie dyskusje na temat przyczyn i motywacji tego posunięcia.

W Polsce bezpośrednio interwencje walutowe były stosowane już w latach 1995-1998, w okresie obowiązywania systemu pełzającego pasam dewaluacji złotego. Możliwość interwencji nie została jednak całkowicie porzucona, w publikowanych założeniach polityki pieniężnej NBP zauważa, że system płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego⁵. Od 2009 r. na polskim rynku walutowym aktywnymi graczami stały się jednostki centralne, Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski oraz Bank Gospodarstwa Krajowego. Aby utrzymać zadłużenie poniżej progu 55% PKB pod koniec 2009 r. oraz 2010 r. ministerstwo zawierało swapy walutowe, a także dokonywało definitywnej wymiany rezerwy walutowej na PLN. W lipcu 2011 r. Ministerstwo Finansów, w porozumieniu z NBP, podjęło systemową decyzję o regularnej sprzedaży części funduszy unijnych bezpośrednio na krajowym rynku walutowym. Na rzecz MF działa także inny podmiot – BGK, który od 2009 r. jest także aktywnym graczem na rynku walutowym. W maju 2011 r., podczas niepokojów związanych z sytuacją w Grecji BGK dostarczał płynność walutową uczestnikom rynku w celu pod-

⁴ J.I. Canales-Kriljenko, R. Guimaraes, C. Karacadag, *Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice*, IMF WP 03/152, Waszyngton 2003

⁵ *Założenia polityki pieniężnej 2010*, NBP, Warszawa, wrzesień 2009.

trzymania kursu złotego. Drugą instytucją aktywnie uczestniczącą na rynku stał się NBP.

W przypadku Węgier głównymi parametrami decyzyjnymi w kwestii interwencji walutowych są poziom kursu HUF, możliwy spadek PKB oraz presja inflacyjna. Zauważa się także, że zadłużenie prywatnego sektora w obcych walutach wynosi 37% PKB. Władze skłonne byłyby interweniować, aby pomóc eksporterom, jako że cała gospodarka węgierska jest uzależniona od eksportu, co przekłada się na zatrudnienie, zatem przyczyną interwencji mogłaby być nadmierna aprecjacja forinta.

Węgry dokonywały już interwencji, najbardziej znany przykład to obrona forinta na początku 2003 r. Najpierw przez dwa dni bank centralny na bezpośrednią interwencję wydał w sumie prawie 5,3 mld EUR. Ta interwencja była połączona ze zmianami stóp oraz wprowadzeniem ograniczeń dotyczących depozytów i oprocentowania pożyczek jednodniowych. Potem przez kilka dni MNB prowadził aukcje EUR, a następnie przez kilka tygodni tzw. ciche interwencje. Według MNB, spekulanci na grze z bankiem stracili w sumie 240 mln EUR, zaś zysk banku centralnego wyniósł około 130 mln EUR⁶. W kwietniu 2010 r. problemem gospodarki węgierskiej była aprecjacja kursu po wyborach parlamentarnych. Znaczące zwycięstwo partii Fidesz świadczyło o możliwości przeprowadzenia głębokich reform. Spadła także rentowność obligacji do najniższych w historii, podobnie jak spready swapów od ryzyka kredytowego (od 2008 r., kiedy Węgry zwróciły się do Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Unii Europejskiej o pomoc finansową). Siła forinta nie umknęła uwadze banku centralnego (MNB). Wiceprezes MNB Karvalits stwierdził, że „nie ma potrzeby zaostrzania polityki monetarnej”, a Bank Węgier „generalnie powstrzymuje się” od korzystania z interwencji, ale „nie wyklucza kategorycznie” zastosowania tego narzędzia, jeżeli zajdzie taka potrzeba⁷. Już w marcu 2011 r. węgierski rząd stanął przed diametralnie innym wyzwaniem i zapowiedział zamrożenie kursu franka szwajcarskiego, aby pomóc ponad 3 milionom Węgrów, którzy wzięli kredyty hipoteczne w CHF i nie byli w stanie spłacać kolejnych rat zadłużenia, w tym ponad 100 tysiącom rodzin, którym groziła natychmiastowa eksmisja. W podobne kłopoty popadły węgierskie samorządy, które jeszcze kilka lat temu masowo brały kredyty we frankach i wypuszczały obligacje denominowane w CHF, aby zdobyć wkład własny niezbędny do otrzymania funduszy z UE na modernizację i inwestycje.

⁶ *Interwencje na rynkach walutowych są kosztowne i z reguły nie dają efektu*, „Dziennik”, 26.02.2009.

⁷ *Umacnianie się forinta może zaszkodzić gospodarce, interwencja banku centralnego niewykuczona*, 21.04.2010, doniesienie Reutersa.

Także czeskie władze monetarne dokonywały interwencji, szczególnie w latach 1998-2002. Miały one na celu zneutralizowanie presji inflacyjnej oraz aprecjacyjnej wywołanej napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Od 2000 r. w interwencji włączyło się Ministerstwo Finansów oraz Fundusz Majątku Narodowego⁸. Niewielkie interwencje miały także miejsce w późniejszych latach.

Jak widać z powyższych przykładów, problemy władz, zarówno polskich, jak i węgierskich, związane nie tylko z celowością czy oceną skuteczności interwencji, ale i z ustaleniem strategii działań na rynku walutowym są podobne. Pokazuje to, jak zmienne, niestabilne i trudne w nawet średniookresowej analizie są sytuacja rynkowa, otoczenie makroekonomiczne, a nawet polityczne.

Presja spekulacyjna na złotego, koronę i forinta

B. Eichengreen, A. Rose oraz C. Wyplosz po kryzysie Europejskiego Systemu Monetarnego z początku lat 90. XX w. zaproponowali indeks presji spekulacyjnej pokazujący, czy na rynek danego kraju wywierano silną presję spekulacyjną przejawiającą się dewaluacją (deprecjacją) waluty krajowej, spadkiem poziomu rezerw walutowych oraz wzrostem premii za ryzyko (różnicy pomiędzy stopami procentowymi krajowymi i zagranicznymi). Za sytuację kryzysową uznali oni przekroczenie przez indeks wielkości równej 1,5 odchylenia standardowego⁹.

Poniżej przedstawiono zachowanie się indeksu presji rynkowej w Polsce Czechach i na Węgrzech w okresie 2000:2-2011:5. Do metodologii ERW wprowadzono pewne drobne modyfikacje, a mianowicie zastąpiono wyrażenie „spekulacyjnej” na wyrażenie „rynkowej” (presja na waluty, stopy i rezerwy nie musi mieć charakteru spekulacji, a może odzwierciedlać warunki rynkowe), zmieniono znak indeksu, aby wartości ujemne oznaczały presję deprecjacyjną, dodatnie – aprecjacyjną, a także w badaniu użyto kursów nominalnych w stosunku do EUR (a nie USD), rezerw liczonych w EUR oraz 3-miesięcznych międzybanko-

⁸ B. Égert, L. Komárek, *Official Foreign Exchange Interventions in the Czech Republic: Did They Matter?*, William Davidson Institute WP 760, 2005.

⁹ Korzystając z powyższego indeksu zidentyfikowali oni 19 kryzysów w krajach należących do ERM w latach 1979-1992. Członkowie ERM, jak wiadomo, nie mieli możliwości swobodnego kształtowania kursu swoich walut (nie mogli dopuścić do nadmiernej deprecjacji ani aprecjacji) ze względu na konieczność utrzymywania kursów wewnątrz węża walutowego jako warunku przyszłej integracji walutowej. Interwencja w tych warunkach była zatem koniecznością, szczególnie ze względu na występujące ataki spekulacyjne. B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz, *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System*, NBER WP 4898, 1994.

wych stóp europejskich, polskich i czeskich oraz dochodowości węgierskich bonów skarbowych. W badaniu korzystano z danych MFW International Financial Statistics z czerwca 2011 r.

Oszacowane indeksy presji rynkowej prezentują się następująco:

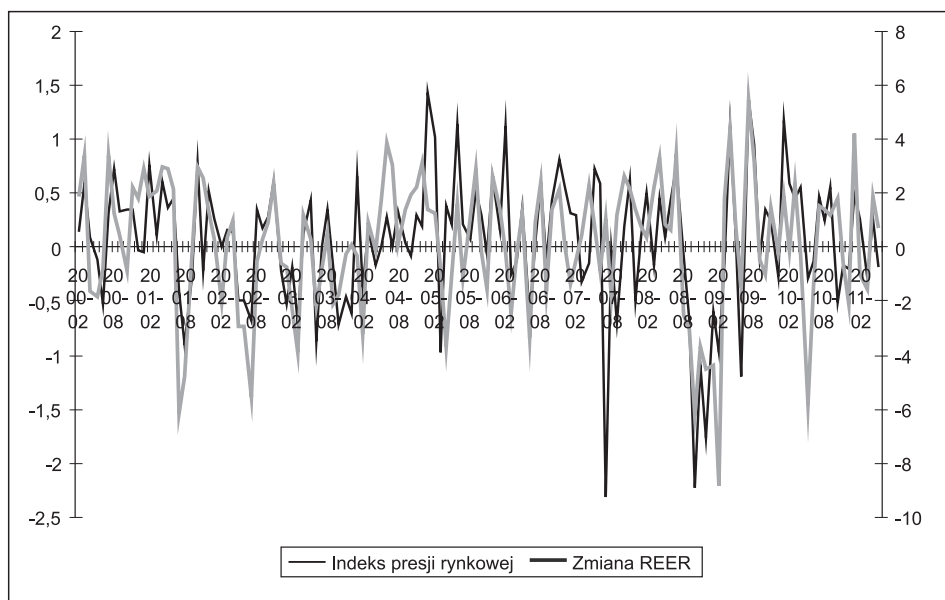
$$IPR_{\text{PLN}} = -13,39 \% \Delta e (\text{EUR/PLN})_t - 2,06 [\% \Delta (i-i^*)]_t + 8,76 [\% \Delta r_t]$$

$$IPR_{\text{CZK}} = -22,67 \% \Delta e (\text{EUR/CZK})_t - 0,08 [\% \Delta (i-i^*)]_t + 9,42 [\% \Delta r_t]$$

$$IPR_{\text{HUF}} = -17,12 \% \Delta e (\text{EUR/HUF})_t - 2,87 [\% \Delta (i-i^*)]_t + 3,07 [\% \Delta r_t]$$

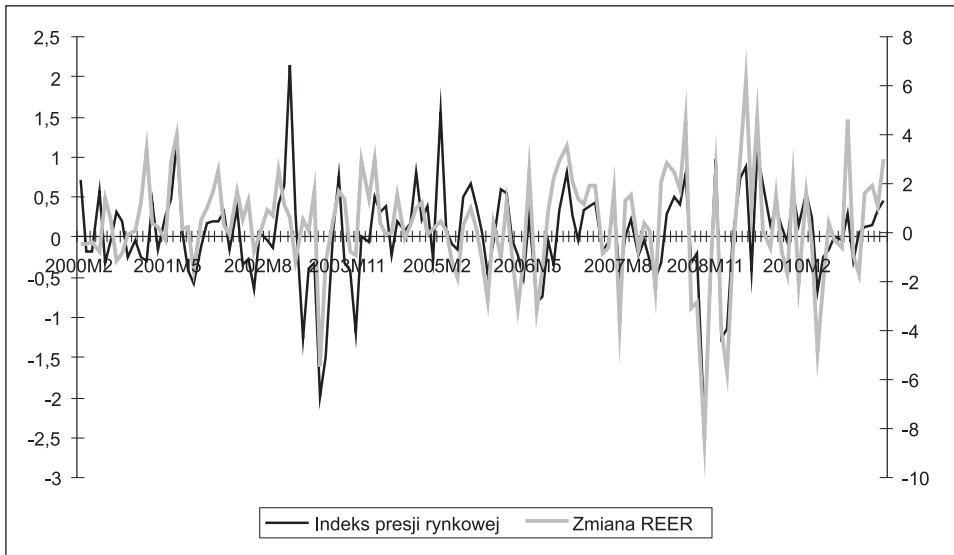
Wartości dodatnie oznaczają rynkową presję aprecjacyjną (aprecjacja waluty, wzrost poziomu rezerw, spadek różnicy stóp procentowych), wartości ujemne – rynkową presję deprecjacyjną (deprecjacja waluty, spadek poziomu rezerw, wzrost różnicy stóp procentowych).

Na rys. 2 przedstawiono wartość indeksu presji rynkowej dla Polski oraz roczną zmianę realnego efektywnego kursu walutowego. Przystąpienie do Unii Europejskiej było dla polskiego rynku walutowego niespotykanym okresem umacniania się złotego. Do połowy 2008 r. na 51 miesięcy 35 z nich łączyło się z presją aprecjacyjną. Rezerwy walutowe wzrosły o ponad 2/3 – z 30 do 52 mld EUR (mierząc w USD podwoiły się z 40 do 80 mld USD), złoty umocnił się z 4,75 do 3,25 PLN za EUR.



Rys. 2. Indeks presji rynkowej (lewa skala) oraz zmiana realnego efektywnego kursu walutowego (w %, prawa skala). Polska 2000-2011

Kryzys początku 2008 r. nie wywołał negatywnych zjawisk na polskim rynku, a wręcz przeciwnie, przez cztery miesiące presja aprecjacyjna była nadal bardzo silna. Dopiero przełom lat 2008 i 2009 stał się okresem najdłuższej – ośmiomiesięcznej – i najsilniejszej w historii, nieprzerwanej presji deprecjacyjnej na złotego w ostatniej dekadzie. Porównując zmienność presji na złotego z presją na forinta warto uświadomić sobie, że jest to presja o większej zmienności (o około 10%). W kwietniu 2009 r. nastąpiło uspokojenie nastrojów, presja na złotego powoli zaczęła wygasać, a do maja 2011 r. rezerwy walutowe wzrosły o 50% (!). Na rys. 2 można zauważyć podobieństwo zachowań indeksu presji rynkowej oraz zmian kursu realnego. Jest to dość zastanawiające, ponieważ zmiany kursów realnych powinny być wynikiem niepieniężnych zmian w gospodarce, takich jak np. zmiany w wydajności pracy czy strukturze wymiany handlowej. Współczynnik korelacji obu zmiennych w okresie 2000-2011 wynosi 60%, dla okresu przedakcesyjnego – 71% oraz poakcesyjnego – 57%. Wydaje się, że po akcesji kurs realny jest nadal w dużym stopniu determinowany przez wydarzenia na rynku walutowym, jednak w nieco mniejszym niż w latach ją poprzedzających.

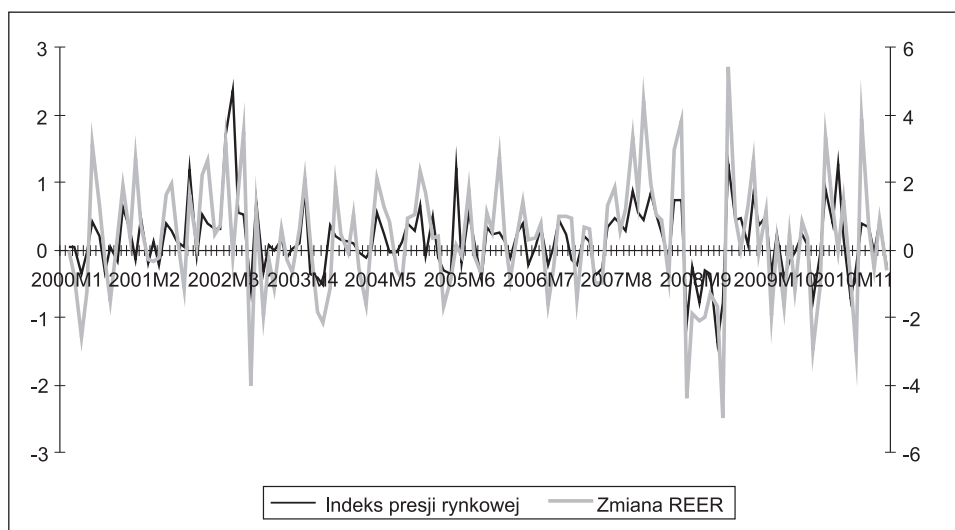


Rys. 3. Indeks presji rynkowej (lewa skala) oraz zmiana realnego efektywnego kursu walutowego (w %, prawa skala). Węgry 2000-2011

Rynek węgierski cechował się dużą huśtawką nastrojów uczestników rynku, poza latami 2004-2005 – euforią poakcesyjną – presja na forinta nie miała wyraźnego trendu, co oznacza, że zaufanie do rynku węgierskiego nie było stabilne. Początek kryzysu płynności do złudzenia przypomina sytuację na polskim ryn-

ku walutowym. Podobnie jak w przypadku Polski, kryzys początku 2008 r. nie spowodował odrotu uczestników rynku od forinta, a wręcz przeciwnie, przez cztery miesiące (podobnie jak w Polsce) presja aprecjacyjna nasilała się. Dopiero w sierpniu nastąpiła gwałtowna reakcja, a w ciągu kolejnych ośmiu miesięcy siedem charakteryzowało się silną presją deprecjacyjną (w tym okresie forint spadł z poziomu 231 do 305 HUF za EUR, jednak rezerwy wzrosły dzięki kredytowi w wysokości 4,9 mld EUR udzielonego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy)¹⁰. Od kwietnia 2009 r. sytuacja zaczęła się zdecydowanie poprawiać, nastąpiła całkowita zmiana nastrojów na rynku, na którym można było zaobserwować niespotykaną presję aprecjacyjną, trwającą niemal bez przerw do końca okresu badawczego (5:2011).

Na rys. 4, podobnie jak w przypadku polskim, można zauważyć oczekiwane podobieństwo zachowań indeksu presji rynkowej oraz zmian kursu realnego. Współczynnik korelacji obu zmiennych dla okresu 2000-2011 wynosi 64%, a dla okresu przedakcesyjnego – 49%, poakcesyjnego – 77%. Wydaje się, że po akcesji kurs realny jest nadal w dużym stopniu determinowany przez wydarzenia na rynku walutowym, jednak w większym niż w latach ją poprzedzających.



Rys. 4. Indeks presji rynkowej (lewa skala) oraz zmiana realnego efektywnego kursu walutowego (w %, prawa skala). Czechy 2000-2011

Podobnie jak w Polsce i na Węgrzech, także na rynku czeskim upadek Bear Stearns przeszedł niezauważony, a presja na koronę rozpoczęła się dopiero w sierp-

¹⁰ Wydaje się, że pomimo optymistycznych doniesień prasowych obrona kursu była bardzo kosztowna, zużyto na nią rezerwy w wysokości około 2,5 mld USD.

niu 2008 r. Notowano sześć miesięcy (z odbiciem w grudniu) presji deprecyjnej na CZK. Nastąpiła ona jednak po roku prawie nieprzerwanej, dużo silniejszej presji aprecjacyjnej. Od marca 2009 r. znowu można obserwować silną, z rzadka przerywaną niewielkimi korektami presję aprecjacyjną. W przypadku Republiki Czeskiej zależność pomiędzy zmianami kursu realnego a zachowaniem indeksu presji rynkowej jest podobna. Współczynnik korelacji obu zmiennych dla okresu 2000-2011 wynosi 69%, dla okresu przedakcesyjnego – 54,9%, poakcesyjnego – 78,5%. I w tym przypadku można przypuszczać, że po akcesji kurs realny stał się bardziej wrażliwy na zmiany zachodzące na rynku walutowym i pieniężnym.

Zakończenie

W pierwszych latach po akcesji napływ kapitału publicznego i prywatnego do nowych krajów członkowskich wpłynął istotnie na nominalny i realny kurs walutowy. Największej aprecjacji uległy kursy złotego oraz korony, w nieco mniejszym forinta. Lata po akcesji były także okresem silnej presji aprecjacyjnej, a następnie deprecyjnej, co wiązało się ze zmianami kursów nominalnych, stóp procentowych oraz rezerw walutowych. Można także zaobserwować znaczną korelację pomiędzy zachowaniem indeksu presji rynkowej a zmianami realnego kursu walutowego, co skłania do przyjęcia hipotezy, że na konkurencyjność gospodarek Polski, Czech i Węgier w większym stopniu mają wpływ wydarzenia na rynku walutowym (finansowym) niż przemiany niepieniężne, takie jak np. zmiany w wydajności pracy czy strukturze wymiany handlowej. Oznacza to, że prowadzenie polityki gospodarczej, wspierania i rozwijania eksportu może napotykać utrudnienia w postaci pogarszania się przewagi konkurencyjnej reprezentowanej przez kurs realny. W większym stopniu dotyczy to gospodarek Czech i Polski, w mniejszym Węgier. Paradoksalnie, im lepsze perspektywy będą się kształtować przed tymi krajami, tym większe zainteresowanie będą budzić wśród uczestników rynku i tym silniejsza będzie rynkowa presja aprecjacyjna. Na rynku walutowym, pomimo początkowej presji związanej z napływem kapitału, a potem wstrząsu związanego ze światowym kryzysem finansowym, nie można zauważyć szczególnych osobliwości w efektywności rynku korony, złotego, ani forinta. Może to oznaczać, że dotychczasowe zawirowania nie znajdują się jeszcze poza konwencją głównego nurtu ekonomii i równowagi na rynku walutowym oraz że uczestnicy rynków walutowych pomimo kryzysu nadal realizują swoje strategie globalne, które w dalszym ciągu będą wpływać na kształtowanie się krajowych parametrów makroekonomicznych.

Literatura

- Barteczko K., Przystupa J., *Czynniki określające zmiany strumieni handlu zagranicznego Polski i ekonometryczna prognoza obrotów na lata 2007-2009*, IKICHZ, Warszawa 2006.
- BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010*, BIS, Bazylea 2010.
- Canales-Kriljenko J.I., Guimaraes R., Karacadag C., *Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice*, IMF WP 03/152, Waszyngton 2003.
- Égert B., Komárek L., *Official Foreign Exchange Interventions in the Czech Republic: Did They Matter?* William Davidson Institute WP 760, 2005.
- Eichengreen, B., Rose, A., Wyplosz, C., *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System*. NBER WP 4898, 1994.
- Exchange Market: A Bootstrap Approach*, NBER WP 3818, 1991.
- Mroczek W., Rubaszek M., *Determinanty polskiego handlu zagranicznego*, Materiały i Studia 161, NBP, Warszawa 2003.
- Założenia polityki pieniężnej 2010*, NBP, Warszawa, wrzesień 2009.

REAL EFFECTIVE EXCHANGE RATE NA MARKET PRESSURE ON ZLOTY, FORINT AND CZECH KORONA IN 2000-2011

Summary

During the first years after accession Polish, Hungarian and Czech republics experienced a huge inflow of private and public funds that resulted in exchange rate appreciation, reserves accumulation, interest rates cuts. During the liquidity crisis substantial capital flows reversals and exchange rate sharp depreciations were experienced. Shocks in capital flows influenced the real exchange rate evolution and consecutively – the competitiveness of these three economies.

The aim of this article is to answer the question to which extent the situation on the FX market has influenced the competitiveness of Polish, Hungarian and Czech economies represented by a real effective exchange rate fluctuations. In the first part the characteristics of foreign exchange markets in Poland, Hungary and the Czech Republic are presented. The second part concentrates on analysis of index of speculative pressure and its impact on evolution of real exchange rate.