

Wawrzyniec Michalczyk

**Uniwersytet Ekonomiczny
we Wrocławiu**

DETERMINANTY POZIOMU REALNEGO KURSU ŻŁOTEGO W DOBIE GLOBALIZACJI I JEGO KONSEKWENCJE DLA HANDLU ZAGRANICZNEGO

Wprowadzenie

Wszechobecna globalizacja od wielu lat w istotnym zakresie wpływa na przemiany w stosunkach ekonomicznych na świecie. Jedną ze sfer, która jest wysoce podatna na zjawiska zachodzące w gospodarce globalnej, jest rynek dewizowy. W szczególności przejawia się to wahaniami kursu walutowego – zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Istotne jest zatem badanie, jakie czynniki powodują korekty kursu i jakie są tych korekt konsekwencje. Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja podstawowych determinant poziomu kursu walutowego złotego w ostatnich latach, a także przedstawienie wyników prostej analizy jego wpływu na wymianę z zagranicą.

Jako początek analizowanego okresu przyjęto rok 2000, czyli moment upłynięcia relacji wymiennej złotego względem innych walut, natomiast ostatnie dane pochodzą z końca roku 2011. Do realizacji zadania badawczego wykorzystano typowe metody, charakterystyczne dla nauk ekonomicznych – analizę literatury oraz analizę statystyczną. W pierwszej części tekstu przyjęto definicję kursu realnego, następnie przeanalizowano jego kształtowanie w odniesieniu do polskiego pieniądza, dokonano identyfikacji jego determinant i ostatecznie zasygnalizowano jego związek z rozmiarami handlu zagranicznego.

1. Pojęcie realnego kursu walutowego

Realny kurs walutowy jest koncepcją szeroko omawianą w literaturze i miernikiem często stosowanym do oceny sytuacji w wymianie z zagranicą czy nawet kondycji gospodarki jako całości. W najbardziej ogólnym ujęciu można go zdefiniować jako nominalną relację wymienną pomiędzy dwiema walutami, skorygowaną o ich stopy inflacji w danym okresie. Zasadniczo zatem, jeśli tempo przyrostu cen w obu gospodarkach jest równe, to kurs realny nie ulega zmia-

nie¹. Z uwagi na odniesienie stopy inflacji do konkretnego okresu, również realny kurs walutowy charakteryzuje przedział czasu, a nie dany moment, i jedynie jego zmiany (a nie wartość w danej chwili) posiadają walory interpretacyjne².

W postaci formalnej realny kurs walutowy w ujęciu bezpośrednim można opisać wzorem:

$$S_t^R = S_t \times \frac{1 + p_h}{1 + p_f},$$

gdzie: S_t^R – realny kurs danej waluty na koniec okresu, S_t – kurs nominalny danej waluty na koniec okresu wyrażony w jednostkach waluty obcej (notowanie bezpośrednio danej waluty), p_f – inflacja za granicą w danym okresie, p_h – inflacja w danym kraju w danym okresie, t – długość okresu. Użycie w kalkulacjach kursu w notowaniu bezpośrednim, czyli odwrotnego kursu waluty obcej, jest zgodne z ujęciem efektywnego kursu realnego stosowanym przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Eurostat. Przy takim podejściu wzrost wskaźnika oznacza aprecjację, a spadek deprecjację – inaczej niż przy zastosowaniu bezpośrednich notowań walut obcych.

Koncepcja kursu realnego – a w szczególności jego zmian – jest w swojej istocie bardzo zbliżona do pojęcia cenowych *terms of trade*. Odzwierciedlają one bowiem również korekty poziomu cen, choć jedynie w obrocie międzynarodowym, a nie – jak kurs realny – w całej gospodarce. Oba te mierniki mają istotne znaczenie dla oceny konkurencyjności towarów i usług danego kraju na rynku światowym. W przypadku bowiem zmian kursu nominalnego istotne jest, żeby ewentualna deprecjacja waluty krajowej nie wywoływała proporcjonalnego podwyższenia cen, spowodowanego zwiększeniem popytu na dobra eksportowane oraz rosnącymi kosztami importu. Jeśli zjawisko takie by nastąpiło, to wyrażone w dewizach ceny towarów krajowych, pomimo nominalnego spadku kursu, pozostałyby na niezmiennym poziomie (kurs realny by się nie zmienił) i konkurencyjność nie uległaby poprawie³.

Należy podkreślić, że w większości przypadków dla gospodarki i jej konkurencyjności ma znaczenie nie tyle kurs realny własnej waluty względem innej, ale w stosunku do wszystkich walut, w których rozliczany jest handel z zagranicą, czy nawet względem środków płatniczych wszystkich krajów, z którymi prowadzona jest wymiana. Przy analizie stosuje się zatem zazwyczaj agregat w postaci indeksu efektywnego kursu realnego REER (*real effective exchange rate*), definiowanego jako ważona średnia geometryczna z kursów realnych (podanych

¹ Por. E. Najlepszy: *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*. PWE, Warszawa 2000, s. 99-100; M. Burda, Ch. Wyplosz: *Makroekonomia. Podręcznik europejski*. PWE, Warszawa 1995, s. 256.

² Por. W. Michalczyk: *Realny efektywny kurs walutowy i jego związek z obrotami towarowymi w polskim handlu zagranicznym*. W: *Wybrane problemy gospodarki światowej pierwszej dekady nowego wieku*. Red. W. Michalczyk. Katedra MSG UE, Wrocław 2009, s. 10.

³ Por. *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*. Red. J. Rymarczyk. PWE, Warszawa 2006, s. 177.

w postaci pośredniej) walut odgrywających najważniejszą rolę w handlu międzynarodowym danego kraju. Jako wagi przyjmuje się najczęściej udziały środków płatniczych w rozliczaniu wymiany lub znaczenie poszczególnych krajów w handlu danego państwa z zagranicą, a jako wskaźniki inflacji – tempo wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych lub zmian jednostkowych kosztów pracy⁴.

Wzór opisujący REER może mieć na przykład postać:

$$REER_t = \frac{S_t^{REF}}{S_x^{REF}}; \quad S_t^{REF} = \prod_{i=1}^n \left(S_{t(i)} \times \frac{1 + p_h}{1 + p_{f(i)}} \right)^{w_{(i)}}; \quad \sum_{i=1}^n w_{(i)} = 1;$$

gdzie: $REER_t$ – indeks REER dla okresu t , S_t^{REF} – wskaźnik realnego efektywnego kursu waluty krajowej na koniec okresu t , S_x^{REF} – wskaźnik realnego efektywnego kursu waluty krajowej na koniec okresu przyjętego jako bazowy, $S_{t(i)}$ – kurs nominalny waluty krajowej na koniec okresu, wyrażony w jednostkach i -tej waluty obcej (notowanie bezpośrednie waluty krajowej), $p_{f(i)}$ – inflacja w i -tej gospodarce w okresie t , p_h – inflacja w kraju w okresie t , $w_{(i)}$ – udział i -tej waluty obcej w przyjętym koszyku, n – liczba walut w koszyku, i – numer waluty z koszyka, t – długość okresu.

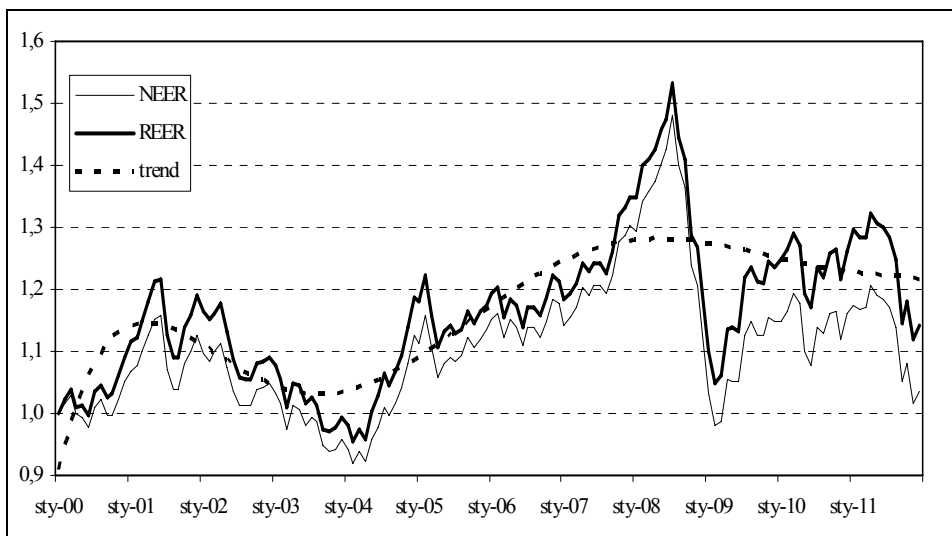
Wówczas, analogicznie jak w przypadku kursu realnego względem tylko jednej waluty obcej, wzrost wartości indeksu REER będzie oznaczał aprecjację i zmniejszenie konkurencyjności cenowej producentów z danego kraju – bądź na skutek nominalnego umocnienia pieniądza, bądź w wyniku zwiększenia relatywnego poziomu cen. Spadek wartości indeksu oznacza z kolei realną deprecjację waluty krajowej.

2. Kształtowanie realnego kursu złotego w latach 2000-2011 i jego determinanty

W okresie od upłynięcia złotego w roku 2000 kurs realny polskiej waluty podlegał istotnym wahaniom (rys. 1). Początkowa aprecjacja była głównie rezultatem kształtowania się realnej stopy procentowej na wysokim poziomie (rzędu nawet 10-12% w 2001 roku) – co przyciągało zagraniczny kapitał i skutkowało nominalnym umocnieniem kursu – a także przejściowego wzrostu wskaźnika inflacji. Późniejszy spadek wartości tych dwóch zmiennych, wynikający przede wszystkim z efektów restrykcyjnej polityki monetarnej, spowodował odwrócenie tendencji i realny kurs polskiego pieniądza ulegał istotnej deprecjacji, aż do początku 2004 roku. Deprecjacja ta była również uzasadniona pojawiającą się wówczas groźbą kryzysu finansów publicznych, co wpłynęło na zmianę oczekiwanej premii za ryzyko inwestowania w Polsce.

⁴ Por. www.epp.eurostat.ec.europa.eu, dostęp: 30.03.2012.

Pewien wpływ na początkową realną aprecjację miała także ówczesna sytuacja w bilansie płatniczym, to jest istotnie zmniejszający się do roku 2001 deficyt w obrotach bieżących (z prawie 12 mld EUR w 1999 roku do około 6,6 mld EUR w 2001 roku) oraz stabilny napływ kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich (około 10,3 mld EUR w 2000 roku i około 6,4 mld EUR w 2001 roku)⁵. Dodatkowo, znaczne emisje skarbowych papierów wartościowych, szczególnie na przełomie 2000 i 2001 roku oraz 2001 i 2002 roku, przyciągając zagranicznych inwestorów, powodowały wzrost kursu złotego.



Wykres przedstawia indeksy wskaźników nominalnego (NEER) oraz realnego (REER) efektywnego kursu złotego (wraz z trendem) – przy przyjęciu poziomów ze stycznia 2000 r. jako wartości jednostkowych. Wzrost indeksu oznacza realną lub nominalną aprecjację, a spadek – deprecjację. Kursy notowane na koniec miesiąca. Wagi poszczególnych kursów: USD – 30%, EUR – 60%, GBP – 5%, PLN – 5%. Źródło kursów: NBP, źródła stóp inflacji: urzędy statystyczne poszczególnych krajów.

Rys. 1. Indeks wskaźnika nominalnego i realnego efektywnego kursu złotego w latach 2000-2011

Od roku 2004 tendencja wzrostowa w zakresie realnego kursu złotego pojawiła się ponownie. U jej źródeł należy upatrywać przede wszystkim efektu przedakcesyjnego i akcesyjnego, związanego głównie z takim zjawiskami jak napływ środków unijnych, przyspieszenie tempa wzrostu PKB (wzrost realnego PKB w Polsce wyniósł 5,3% w 2004 roku, a w latach kolejnych – 3,6%, 6,2%, 6,8% i 5,1%⁶) oraz znaczny przyrost eksportu do krajów Unii Europejskiej (eksport towarów do 26 pozostałych krajów UE wzrósł z 38,4 mld EUR w 2003

⁵ Dane NBP, www.nbp.pl, dostęp: 30.03.2012.

⁶ Dane Eurostatu, www.epp.eurostat.ec.europa.eu, dostęp: 30.03.2012.

roku, przez 55,1 mld EUR w 2005 roku, do 80,3 mld EUR w roku 2007⁷), a także polepszenie oceny polskiej gospodarki przez agencje ratingowe. Istotne znaczenie miała również wysoka skala bezpośrednich inwestycji zagranicznych (zwłaszcza w latach 2006-2007 – odpowiednio 15,7 i 17,2 mld EUR⁸), jak również – w pewnej mierze – wzrost stóp procentowych w Polsce w roku 2004 (WIBOR wzrósł wówczas z ok. 5% do ok. 7%⁹). Wzrost ten, wywołany w dużej mierze przejściowym zacieśnieniem polityki pieniężnej wobec zwiększającej się stopy inflacji, stanowił zachętę do inwestycji w Polsce¹⁰.

Swój udział w realnej aprecjacji złotego w początkowym okresie pierwszej dekady XXI wieku miał także tzw. efekt Balassy-Samuelsona. Dotyczy on gospodarek rozwijających się, o wysokim tempie przyrostu eksportu i skutkuje umacnianiem ich walut w ujęciu realnym na skutek występujących różnic w wydajności pracy i dokonywania się procesów integracyjnych. Badania empiryczne wskazują, że udział tego efektu w stopie inflacji w Polsce w okresie okołookresyjnym kształtował się na poziomie 1-2 punktów procentowych¹¹.

W okresie 2000-2008 polski pieniądz w ujęciu realnym umocnił się aż o około 50%, po czym nastąpiło gwałtowne załamanie – prawie do poziomu wyjściowego (rys. 1). Do głównych przyczyn tego zjawiska zaliczyć należy znaczne pogorszenie nastrojów inwestorów na świecie na skutek globalnego kryzysu finansowego, związany z tym spadek zaufania do walut wielu państw, w tym i do złotego, oraz zwiększenie awersji do ryzyka. Dodatkowo negatywnie na nominalną wartość polskiego pieniądza wpłynęło obniżenie wskaźników koniunktury oraz spadek eksportu w wyniku recesji w strefie euro¹². Jednocześnie zmniejszenie realnego kursu złotego zostało nieco zahamowane przez stosunkowo wysoką wówczas stopę inflacji (3-4%).

Po około półrocznym okresie osłabienia polska waluta powróciła na ścieżkę aprecjacji. Wynikało to głównie z poprawy oczekiwań podmiotów na rynkach finansowych względem sytuacji gospodarczej krajów wschodzących i ograniczenia ich awersji do ryzyka. Utrzymanie przez Polskę równowagi w obrotach bieżących (w 2008 roku ich deficyt wyrażony w PLN wzrósł jedynie o około 15%, a w kolejnym roku spadł o prawie 40%¹³) oraz dodatniej stopy

⁷ *Rocznik statystyczny handlu zagranicznego 2008*. GUS, Warszawa 2009, s. 38.

⁸ Dane NBP, op. cit.

⁹ www.money.pl, dostęp: 30.03.2012.

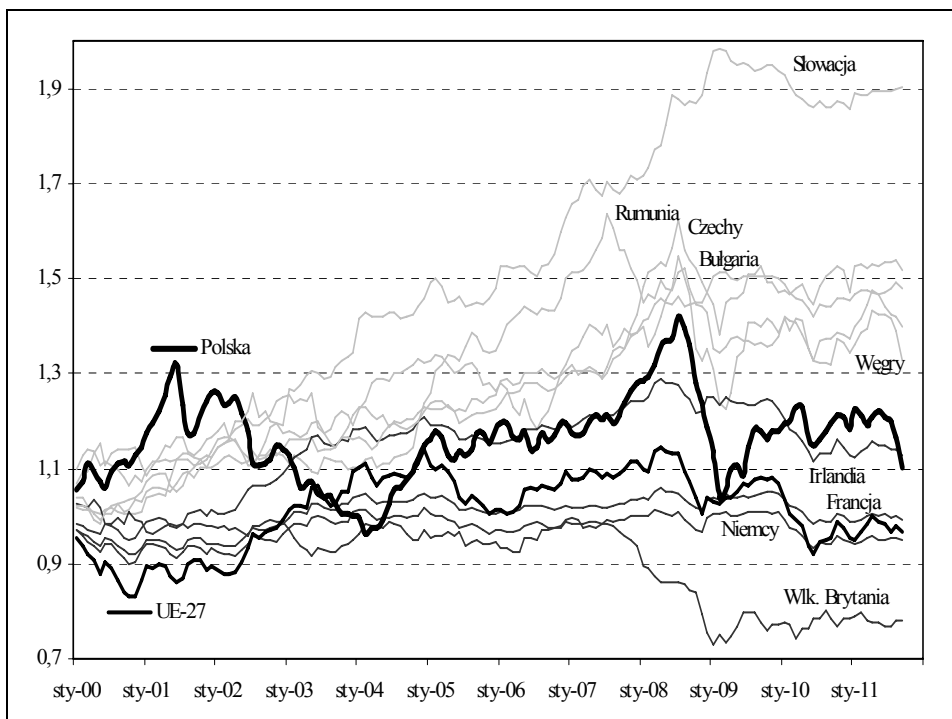
¹⁰ Por. *Raport o inflacji*, www.nbp.pl, dostęp: 30.03.2012; *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*. Red. W. Małecki. Vizja Press & IT, Warszawa 2007, s. 123-124; *Convergence report 2010*. Komisja Europejska, Bruksela 2010, s. 168.

¹¹ Por. np. T. Chmielewski: *Od kursu płynnego do unii monetarnej. Znaczenie efektu Balassy-Samuelsona dla polskiej polityki pieniężnej*. „Materiały i Studia” 2003, nr 163. NBP, Warszawa, s. 50; B. Égert: *The Balassa-Samuelson effect in Central and Eastern Europe: Myth or reality?* „William Davidson Working Papers” 2002, nr 483, s. 23-25; J. Borowski, M. Brzoza-Brzezina, P. Szpunar: *Exchange rate regimes and Poland's participation in ERM II*. „Bank i Kredyt” 2003, nr 1, s. 25 i in.

¹² *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*. NBP, Warszawa 2009, s. 19-20; *Raport...*, op. cit.

¹³ Dane NBP, op. cit.

przyrostu realnego PKB z pewnością także wpłynęło na zwiększenie popytu na złoto, stanowiąc niejako oznakę dobrej kondycji gospodarki i przeciwstawienia się globalnym zjawiskom kryzysowym¹⁴. Dodatkowo tempo polskiego wzrostu ekonomicznego było szczególnie widoczne wobec faktu, że wszystkie pozostałe kraje UE zostały przez dłuższy lub krótszy czas dotknięte spowolnieniem. Realny przyrost PKB w Polsce wyniósł 5,1% w roku 2008, co dało jej czwarte miejsce wśród krajów Unii, i 1,6% w roku 2009 roku – i był to wówczas jedyny przypadek dodatniej wartości tego wskaźnika we Wspólnocie¹⁵. Dodatkowo realną aprecjację złoto wspierał przyrost różnicy między stopą inflacji w Polsce i w głównych krajach handlu. W przypadku strefy euro różnica ta wzrosła z niecałego 1 punktu procentowego na początku roku 2009 do prawie 4 punktów procentowych rok później¹⁶.



Wykres przedstawia indeks wskaźnika realnego efektywnego kursu walutowego przy przyjęciu poziomu z 1999 roku jako wartości jednostkowej. Wzrost indeksu oznacza realną lub nominalną aprecjację, a spadek – deprecjację.

Rys. 2. Indeks wskaźnika realnego efektywnego kursu walutowego w latach 2000-2011 w wybranych krajach Unii Europejskiej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, www.epp.eurostat.ec.europa.eu, dostęp: 30.03.2012.

¹⁴ Por. *Raport...*, op. cit.

¹⁵ Dane Eurostatu, op. cit.

¹⁶ Ibid.

Na przełomie roku 2010 i 2011 tempo umacniania się polskiego pieniądza wyhamowało, a później nastąpił kolejny okres deprecjacji. Wpływ na to zjawisko miała m.in. pierwsza od ponad dekady interwencja walutowa Narodowego Banku Polskiego, przeprowadzona w kwietniu 2010, która doprowadziła do kilkumiesięcznego odwrócenia trendu rynkowego, a także pogorszenie stanu polskich finansów publicznych. Deficyt budżetowy zwiększył się z poziomu 3,7% PKB w roku 2008 do aż 7,3% PKB w roku 2009 (w 2010 roku wyniósł 7,8% PKB), a dług publiczny w tym samym okresie – z 47,1% PKB do 50,9% PKB, by w roku 2010 wynieść 54,9% PKB¹⁷. Istotne znaczenie dla kształtowania kursu złotego miał pogłębiający się kryzys fiskalny w strefie euro i towarzyszące mu obniżanie ratingów poszczególnych krajów, czego skutkiem był ogólny spadek zaufania do gospodarek państw Europy¹⁸. Tendencji deprecjacyjnej nie odwróciła dokonana w drugiej połowie 2011 roku seria interwencji NBP, ukierunkowana – przynajmniej oficjalnie – raczej na stabilizację kursu i przeciwdziałanie zawirowaniom na rynku dewizowym niż na obronę konkretnego poziomu relacji wymiennej złotego. Transakcje polegające na sprzedaży dewiz dokonywane były 23.09, 30.09, 03.10, 23.11 i 29.12.2011¹⁹. Rosnąca w 2011 roku stopa inflacji (z poziomu około 2,5% na początku roku do prawie 4% w grudniu) także znacząco nie zahamowała procesu długookresowego osłabienia realnego kursu złotego, zwłaszcza że wobec podobnych tendencji w strefie euro relatywny poziom cen nie zmieniał się istotnie.

Umiejscowienie przebiegu zmienności realnego efektywnego kursu złotego na tle innych krajów regionu pozwala na dodatkowe spostrzeżenia. Waluty krajów Europy Środkowo-Wschodniej, takich jak Czechy, Węgry, Słowacja, Bułgaria czy Rumunia, odznaczają się podobnymi tendencjami jak polski pieniądź – od momentu przystąpienia do UE widać wyraźne trendy aprecjacyjne (rys. 2). Zostały one w większości przypadków przerwane przez załamanie kursu na przełomie 2008 i 2009 roku, chociaż na przykład Bułgarii czy Słowacji to załamanie nie dotyczyło z uwagi na wdrożone sztywne rozwiązania kursowe. Z kolei realne kursy walut krajów należących do strefy euro charakteryzuje większa stabilność, wynikająca głównie z faktu, że handlują one przede wszystkim ze sobą, a zatem dużej części wymiany zagranicznej nie dotyczą wahania kursu nominalnego. Natomiast na przykład w przypadku funta brytyjskiego można zaobserwować ogólny trend deprecjacyjny, uzasadniony w dużej mierze jego nominalnym przewartościowaniem w latach 2007-2009, kiedy to stracił około 30% wartości względem euro²⁰.

¹⁷ Ibid.

¹⁸ *Raport...*, op. cit.

¹⁹ www.nbp.pl, dostęp: 30.03.2012.

²⁰ Dane Eurostatu, op. cit.

3. Znaczenie poziomu realnego kursu złotego dla polskiego handlu zagranicznego

Jak wskazywano wcześniej, poziom kursu realnego jest istotnym wyznacznikiem międzynarodowej konkurencyjności gospodarki, zatem wpływa on również na kształtowanie się strumieni handlu zagranicznego. Zjawisko to dotyczy również polskiej gospodarki. Analiza korelacji pomiędzy strumieniami handlu zagranicznego i kursem realnym wskazuje przede wszystkim na występowanie istotnej zależności zwrotnej pomiędzy zmiennymi – to jest nie tylko poziom kursu wpływa na rozmiary handlu, ale również skala eksportu i importu kształtuje późniejszy poziom realnej relacji wymiennej złotego. Największe wartości współczynnik korelacji osiąga przy niewielkim opóźnieniu danych (tabela 1). Co charakterystyczne, przy podziale analizowanego okresu na dwa przedziały – to jest do momentu akcesji Polski do UE i po 1 maja 2004 roku, wyraźnie widać zmianę kierunku zależności reprezentowanego przez znaki współczynników korelacji.

Tabela 1

Współczynniki korelacji pomiędzy wskaźnikiem efektywnego kursu realnego złotego a miesięcznymi strumieniami handlu zagranicznego wyrażonymi w EUR w latach 2000-2011 przy różnych wartościach opóźnienia

Okres:	VII'00-VI'11		VII'00-IV'04		V'04-VII'11	
	eksport	import	eksport	import	eksport	import
t-6	0,6516	0,6835	-0,1198	-0,2177	0,5884	0,6257
t-5	0,6698	0,7119	-0,1350	-0,1787	0,5899	0,6618
t-4	0,6977	0,7447	-0,1996	-0,2171	0,6367	0,7149
t-3	0,7193	0,7699	-0,3074	-0,2937	0,6733	0,7567
t-2	0,7388	0,7874	-0,4483	-0,3991	0,7092	0,7861
t-1	0,7439	0,7935	-0,5454	-0,4409	0,7106	0,7893
t	0,7545	0,8002	-0,5607	-0,4016	0,7174	0,7876
t+1	0,7618	0,7979	-0,5100	-0,3285	0,7123	0,7646
t+2	0,7488	0,7746	-0,4837	-0,3065	0,6618	0,6991
t+3	0,7190	0,7352	-0,4965	-0,3074	0,5818	0,6038
t+4	0,6878	0,7013	-0,5744	-0,3647	0,4985	0,5206
t+5	0,6573	0,6673	-0,5728	-0,2938	0,4137	0,4294
t+6	0,6282	0,6336	-0,4739	-0,1500	0,3203	0,3312

Ze względu na silny związek pomiędzy wartością eksportu i importu (współczynnik korelacji wynoszący w latach 2000-2011 aż około 0,99) warto również dokonać analizy związku pomiędzy REER a handlem zagranicznym

przy użyciu prostego modelu liniowego. Biorąc pod uwagę wysoką istotność trendów przy kształtowaniu się kursu walutowego oraz zaobserwowany silny związek między zmiennymi w krótkim okresie (przy niewielkim opóźnieniu), a także konieczność skupienia się na konsekwencjach zmian kursu realnego dla wymiany za granicą, będzie on miał postać:

$$REER_t = a_1 + a_2 REER_{t-1} + \sum_{i=0}^3 a_{3(i)} Ex_{t+i} + \sum_{i=0}^3 a_{4(i)} Im_{t+i} + \varepsilon_t$$

gdzie: $REER_t$ – wskaźnik realnego efektywnego kursu PLN w miesiącu t , Ex_t – eksport w mld EUR w miesiącu t , Im_t – import w mld EUR w miesiącu t , $a_{1...4}$ – parametry modelu, ε_t – zmienna losowa.

Wyniki estymacji parametrów modelu przedstawia tabela 2. Zgodny z oczekiwaniami i znaczący wpływ poziomu kursu realnego na eksport i import można zaobserwować przy opóźnieniu jedno- i trzymiesięcznym. Wówczas zarówno wyniki testu istotności parametrów są pozytywne, jak i ich znaki – uzasadnione teoretycznie. Realna aprecjacja złotego doprowadza zasadniczo do spadku eksportu (ujemna wartość parametrów $a_{3(1)}$ i $a_{3(3)}$) i zwiększenia się importu ($a_{4(1)}$ i $a_{4(3)}$ większe od zera).

Tabela 2

Oszacowania parametrów modelu zależności pomiędzy wskaźnikiem efektywnego kursu realnego złotego a miesięcznymi strumieniami handlu zagranicznego wyrażonymi w EUR w latach 2000-2011

Parametr	Wartość	Błąd	Istotność
a_1 (stała)	0,1573660	0,0420192	***
a_2 ($REER_{t-1}$)	0,8261140	0,0456577	***
$a_{3(0)}$ (Ex_t)	0,0237082	0,0114884	**
$a_{3(1)}$ (Ex_{t+1})	-0,0276868	0,0116513	**
$a_{3(2)}$ (Ex_{t+2})	0,0076461	0,0116766	
$a_{3(3)}$ (Ex_{t+3})	-0,0260592	0,0108378	**
$a_{4(0)}$ (Im_t)	-0,0169769	0,0102443	
$a_{4(1)}$ (Im_{t+1})	0,0156498	0,0114038	
$a_{4(2)}$ (Im_{t+2})	-0,0050451	0,0112568	
$a_{4(3)}$ (Im_{t+3})	0,0327684	0,0106124	***
R^2		0,930675	
skoryg. R^2		0,925560	
Poziom istotności równy 1% oznaczony jest trzema gwiazdkami, 5% – dwoma, a 10% – jedną.			

Potwierdzeniem tej zależności były zjawiska zachodzące w Polsce na przełomie lat 2008 i 2009, to jest w okresie nasilenia tendencji kryzysowych na świecie. Można uznać, że jedną z głównych przyczyn utrzymania wówczas dość dobrej kondycji gospodarki polskiej, przynajmniej na tle innych państw UE,

było przyzwolenie na głęboką deprecjację złotego (także w ujęciu realnym). Osłabienie wartości polskiej waluty poskutkowało bowiem poprawieniem się konkurencyjności cenowej eksportu i zahamowało transmisję kryzysu (wyrażającego się spadkiem popytu) z gospodarki globalnej do polskiej przez kanał handlu zagranicznego. Z drugiej strony jednak pogląd ten jest również krytykowany. Na przykład A. Wojtyna stwierdza, że utrzymanie dodatniego tempa wzrostu PKB w Polsce było raczej skutkiem szczęśliwego zbiegu okoliczności i „renty zacofania”, a nie odpowiedniej polityki gospodarczej²¹.

Podsumowanie

Jak próbowano wykazać w niniejszym opracowaniu, wpływ poziomu realnego kursu złotego na rozmiary polskiej wymiany z zagranicą jest dość istotny. Z kolei do najważniejszych determinant realnej relacji wymiennej polskiego pieniądza w ostatnich latach należy przede wszystkim efekt akcesyjny oraz napływ pieniądza i kapitału z zagranicy – w postaci funduszy unijnych i inwestycji bezpośrednich, a także zjawiska związane z kryzysem globalnym i w strefie euro.

Wysoce rozwinięte i wciąż pogłębiające się powiązania gospodarki polskiej ze światową sprawiają, że nominalny kurs złotego podlega istotnym wahaniom. Stopa inflacji w ostatnich latach, zwłaszcza w porównaniu do analogicznego wskaźnika w strefie euro, również nie była nazbyt stabilna. Efektem tego są znaczne przeszacowania kursu realnego i – w konsekwencji – również korekty rozmiarów handlu z zagranicą.

THE DETERMINANTS OF ZLOTY'S REAL EXCHANGE RATE IN THE TIMES OF GLOBALIZATION AND ITS CONSEQUENCES FOR THE FOREIGN TRADE

Summary

The aim of the article is to identify the main determinants of the zloty's real exchange rate in the period of 2000-2011 and its fundamental relations with the sphere of foreign trade. The article also points out the definition of the real exchange rate and analyses its formation with respect to the zloty. During the research task accomplishment, the analysis of literature and statistical analysis were used. As it was proved, the impact of zloty's real exchange rate level on the size of Polish foreign trade is quite significant. In turn, the most important determinants of the real value of Polish currency in the studied period, include primarily the accession effect, the inflow of capital from abroad and the phenomena associated with the crisis in the global economy and in the euro area.

²¹ A. Wojtyna: *Co dalej z członkostwem Polski w strefie euro?* „Rzeczpospolita” 08.07.2011, s. B10.