

*Marcin Konarski**

INTERWENCJE WALUTOWE W ERM II

Stabilizowanie waluty krajowej do euro państw aspirujących do unii gospodarczo-walutowej (UGW) ma bardzo duże znaczenie dla całej gospodarki UE i dlatego jest jednym z 5 kryteriów konwergencji zapisanych w traktacie z Maastricht. Kryterium to zakłada poszanowanie zwykłych marż wahań kursów przewidzianych mechanizmem wymiany walut europejskiego systemu walutowego przez co najmniej dwa lata, bez dewaluacji w stosunku do waluty innego państwa członkowskiego. Interwencje walutowe to bardzo ważny instrument władz monetarnych wykorzystywany do stabilizowania kursu walutowego w ramach ERM II. O skuteczności prowadzonej polityki walutowej w dużej mierze decyduje przyjęcie odpowiedniego poziomu kursu centralnego, który przez innych uczestników rynku walutowego uznawany jest za stabilny w długim horyzoncie czasowym i zgodny z aktualnym stanem gospodarki.

W niniejszym opracowaniu scharakteryzuję zakres pojęciowy interwencji walutowych, opiszę i sklasyfikuję rodzaje interwencji walutowych oraz przytoczę przykłady wykorzystania tego instrumentu przez państwa, których waluty przebywały lub przebywają w ERM II.

1. INTERWENCJE WALUTOWE

G. J. Almekinders interwencje walutowe definiuje jako sprzedaż lub zakup zagranicznej waluty przez krajowe władze monetarne, których celem jest zmiana kursu waluty krajowej w stosunku do jednej lub więcej walut zagranicznych. Interwencje walutowe prowadzone są przez oficjalne instytucje, najczęściej bank centralny¹.

Z doświadczeń międzynarodowego systemu walutowego wynika, że powody interweniowania na rynku walutowym są następujące²:

* Dr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, UŁ.

¹G. J. Almekinders, *Foreign Exchange Interventions. Theory and Evidence*, Edward Elgar, Cheltenham 1998, s. 6.

²J. Biłski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 85.

1) mechanizm kursu walutowego zakłada istnienie marż wahań kursów i punktów interwencyjnych, w których działanie władz monetarnych jest obligatoryjne,

2) w systemach kursowych, w których nie ma punktów interwencyjnych lub są one bardzo szerokie, władze monetarne neutralizują silne, krótkoterminowe wahania kursu wywołane czynnikami o charakterze przypadkowym (np. interwencje intermarginalne w europejskim systemie walutowym),

3) w sytuacjach kryzysowych, gdy presja aprecjacyjna lub deprecjacyjna jest na tyle silna, że wymaga interwencji władz monetarnych, gdyż zagraża destabilizacją rynku walutowego,

4) w sytuacjach, w których bieżący kurs waluty odbiega znacząco od kursu równowagi obliczonego na podstawie czynników fundamentalnych, co zagraża realizacji polityki gospodarczej kraju.

W opracowaniu MFW autorzy podkreślają, że cele i motywy interwencji powinny być precyzyjnie określone przez politykę monetarną. Praktyka wskazuje, że banki centralne interweniują w celu osiągnięcia przynajmniej jednego z następujących celów³:

- korygowanie niedostosowań lub stabilizowanie kursu walutowego na określonym poziomie lub wewnątrz ustalonych marż wahań,
- przywracanie równowagi na rynku walutowym w sytuacji braku płynności lub nadmiernej zmienności kursu walutowego,
- akumulacje rezerw walutowych,
- zwiększenie podaży walut obcych na rynek walutowy.

Jeden z podziałów interwencji walutowych uwzględnia różne kryteria ważne z punktu widzenia przeprowadzania interwencji i ich wpływu na kurs walutowy oraz politykę pieniężną. Zgodnie z tym podziałem wyróżniamy interwencje:

- 1) interwencje z trendem i przeciw trendowi,
- 2) interwencje przeprowadzane przez jeden bank centralny (jednostronne) lub kilka banków centralnych (koordynowane),
- 3) interwencje sterylizowane (gdy nagła zmiana ilości pieniądza w obiegu na skutek interwencji jest neutralizowana) i niesterylizowane,
- 4) interwencje zapowiadane i niejawne,
- 5) interwencje rzeczywiste i werbalne (wtedy, gdy władze wydają oświadczenia, których celem jest wywarcie wpływu na wartość waluty).

Interwencje sterylizowane to takie gdy bank centralny neutralizuje strumień kapitałów uruchomionych przez dokonane transakcje wynikające z polityki walutowej. W przypadku braku takiej neutralizacji mówimy o interwencjach niesterylizowanych. Mechanizm sterylizacji polega na takim wykorzystaniu operacji otwartego rynku, aby interwencja nie wpłynęła na bazę monetarną. Sterylizacja

³ J. I. Canales-Kriljenko, R. Guimaraes, C. Karacadag, *Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice*, IMF Working Paper 2003, no. 152.

środków uruchamianych w celu inwestycji będzie polegała, w zależności od kierunku pożądanej zmiany kursu, na zakupie lub sprzedaży krajowych i zagranicznych papierów wartościowych. Interwencje w celu zmiany trendu aprecjacyjnego waluty krajowej oznaczają wzrost podaży pieniądza krajowego ze względu na zakup waluty zagranicznej za środki denominowane w walucie krajowej. Aby zneutralizować wzrost podaży pieniądza uruchamia się operacje otwartego rynku ograniczające płynność, np. sprzedaje obligacje denominowane w walucie krajowej. Sterylizacja interwencji mających na celu zmianę trendu deprecjacyjnego będzie oznaczała zwiększenie płynności rynku, czyli kupowaniu obligacji w walucie krajowej.

Wiele uwagi poświęca się kwestii wyboru tzw. kanału interwencji, czyli sposobu oddziaływania na rynek walutowy. Oprócz klasycznego podziału, znanego z literatury na:

- 1) kanał monetarny,
- 2) kanał portfolio,
- 3) kanał informacyjny (kształtowania oczekiwań), w najnowszych badaniach wyróżnia się także
- 4) kanał mikrostrukturalny.

Dwa pierwsze kanały różnią się od siebie rodzajem stosowanych interwencji. Kanał portfolio wykorzystuje się stosując interwencje sterylizowane, zaś o kanale monetarnym mówi się w przypadku interwencji niesterylizowanych.

Wykorzystanie kanału informacyjnego polega na zapowiedzi zmiany polityki pieniężnej lub walutowej. Oddziaływanie na kurs poprzez kanał informacyjny jest to taka aktywność, gdy zapowiedź interwencji spowoduje, że uczestnicy zmienią swoje oczekiwania co do przyszłej polityki monetarnej.

Kanał mikrostrukturalny jest zupełnie nowym podejściem do funkcjonowania rynku walutowego i efektywności interwencji. Nie opiera się na założeniach makroekonomicznych. Zastosowanie tego kanału, jak sama nazwa wskazuje, ma charakter oddziaływania na mikrostrukturę rynku walutowego. Jednym z założeń tej koncepcji jest brak doskonałego dostępu do informacji na rynku. Operatorzy muszą podejmować swoje decyzje nie znając wszystkich ważnych dla kształtowania się kursu walutowego danych. Analiza mikrostruktury danego rynku walutowego polega na badaniu wpływu zleceń rynkowych składanych przez uczestników rynku walutowego na kurs waluty oraz zajmowaniu przez bank centralny pozycji na rynku walutowym w momencie, gdy może ona pozytywnie wpłynąć na zmianę kursu walutowego w zaplanowanym przez władze monetarne kierunku. Zainteresowanie banku centralnego dotyczy danych krótkookresowych, określanych jako dane chwilowe lub tickowe, choć zdaniem części ekonomistów interweniowanie przez ten kanał może być skuteczne także w średnim okresie. Strumień (przepływ) zleceń jest to stan zleceń kupna i sprzedaży kształtowany pod wpływem presji podaży i popytu na danym rynku walutowym. W takiej strukturze analiza efektywności interwencji skupia się na stopniu w jakim transakcje tak dużego zleceniodawcy wpłynę na stan

zleceń rynkowych. Operatorzy rynkowi obserwując zmieniającą się sytuację będą zajmować pozycje zgodne z oczekiwaniami banku centralnego oraz zmieniać niezrealizowane jeszcze zlecenia wprowadzone na rynek wcześniej.

Interwencje należą do instrumentów wykorzystywanych przeważnie w momentach niebezpiecznego dla gospodarki poziomu kursu waluty krajowej lub jego niekorzystnego odchylania się z punktu widzenia osiągnięcia celów makroekonomicznych⁴. Mają one z zasady charakter krótkookresowy i nie mogą być wykorzystywane do skutecznego wpływania na poziom kursu w średnim i długim okresie. Otwartość rynków kapitałowych i szybkość przepływu kapitału lokowanego na rynkach przez inwestorów krótkoterminowych utrudnia utrzymywanie przez władze monetarne kursu znacznie odbiegającego od kursu równowagowego.

2. STABILIZACJA WALUTY W ERM II JAKO JEDEN Z KRYTERIÓW KONWERCENCJI

Europejski mechanizm kursowy II został powołany do życia 16.06.1997 r. na mocy rezolucji Rady Europejskiej. Działalność rozpoczął w 1999 r., czyli od początku realizacji trzeciego etapu dochodzenia do UGW. Dwa główne zadania ERM II określone w traktacie amsterdamskim to⁵:

- stabilizowanie wahan kursów walutowych między krajami, które nie przystąpiły do UGW a euro, ale podporządkowane nadrzędnemu celowi jakim jest stabilizacja cen we wszystkich krajach członkowskich,
- uczestnictwo w ERM II jest kryterium konwergencji przystąpienia do strefy euro.

Po rozszerzeniu Unii Europejskiej w ERM II uczestniczą lub uczestniczyły:

- Dania: korona duńska jest w ERM II od 1.01.1999 r.; kurs centralny do euro 746,038; marże wahań bardzo wąskie $\pm 2,25\%$,
- Litwa: lit litewski jest w ERM II od 28.06.2004 r.; kurs centralny do euro 3,45280; początkowo marże wahań wynosiły $\pm 15\%$; obecnie Litwa jednostronnie wprowadziła opartą na euro izbę walutową tzw. *currency board*,
- Łotwa: łat łotewski jest w ERM II od 1.05.2005 r.; kurs centralny do euro 0,702804; początkowo marże wahań wynosiły $\pm 15\%$; obecnie Łotwa jednostronnie utrzymuje stały kurs wobec euro dopuszczając 1% marże wahań wobec kursu centralnego do euro,
- Grecja: grecka drachma była w ERM II od 1.01.1999 r. do 1.01.2001 r.; początkowy kurs centralny do euro 353,109; marże wahań szerokie $\pm 15\%$; 17.01.2000 r. kurs centralny zdevaluowano do 340,750,

⁴ E. Najlepszy, *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, PWE, Warszawa 2000, s. 25.

⁵ Resolution of European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16.06.1997.

- Słowenia: słoweński tolar był w ERM II od 28.06.2004 r. do 1 stycznia 2007 r.; kurs centralny do euro 239,640; marże wahań wynosiły $\pm 15\%$,
- Cypr: funt cypryjski przebywał w ERM II od 2.05.2005 r. do 1.01.2008 r.; kurs centralny do euro 0,585274; marże wahań szerokie $\pm 15\%$,
- Malta: maltańska lira przebywała w ERM II od 2.05.2005 r. do 1.01.2008 r.; kurs centralny do euro 0,4293; początkowo marże wahań wynosiły $\pm 15\%$, ale potem Malta jednostronnie utrzymywała kurs liry na poziomie kursu centralnego do euro,
- Słowacja: korona słowacka uczestniczyła w ERM II od 28.11.2005 r. do 1.01.2009 r.; początkowo kurs centralny do euro wynosił 38,4550; 19.03.2007 kurs centralny został zrewalutowany do poziomu 35,4424; kolejna rewaluacja miała miejsce 29.05.2008, gdy kurs centralny ustalono na 30,1260; marże wahań wynosiły $\pm 15\%$,
- Estonia: korona estońska przebywała w ERM II od 28.06.2004 r. do 1.01.2011 r.; kurs centralny do euro 15,6466; początkowo marże wahań wynosiły $\pm 15\%$, ale Estonia jednostronnie wprowadziła opartą na euro izbę walutową tzw. *currency board*.

ERM II miał pomagać krajom kandydującym do unii walutowej w stabilizowaniu polityki gospodarczej i walutowej, wspomagać proces konwergencji i przygotowywać do zastąpienia walut narodowych przez wspólną walutę. Traktat amsterdamski podkreśla, że uczestnictwo w ERM II pomaga przeciwdziałać szokom zewnętrznym i zaburzeniom rynku walutowego.

Podstawowe zasady działania ERM II są następujące⁶:

1. Dla każdej waluty uczestniczącej w porozumieniu ustala się kurs centralny względem euro. Ustalanie kursu centralnego powinno odbywać się na zasadzie porozumienia między władzami walutowymi kraju uczestniczącego w ERM II a ministrami krajów strefy euro i Europejskim Bankiem Centralnym.

2. Ustala się dopuszczalne marże wahań wobec kursu centralnego na poziomie $\pm 15\%$, w indywidualnych przypadkach dopuszcza się zawężenie dopuszczalnych marż wahań wobec kursu centralnego, które będą wspierane przez obligatoryjne interwencje na rynku walutowym. Decyzję o zgodzie na ograniczenie dopuszczalnych wahań kursowych podejmują Europejski Bank Centralny, ministrowie krajów strefy euro oraz władze monetarne kraju członkowskiego ubiegającego się o uczestnictwo w UGW, stosując procedury przewidziane w tym zakresie przez Komisję Europejską.

3. Interwencje walutowe w obronie dopuszczalnych marż wahań są automatyczne oraz nieograniczone i mogą być finansowane za pomocą bardzo krótkoterminowych kredytów dla kraju, którego waluta uczestniczy w ERM II. W przypadku zagrożenia dla stabilności polityki monetarnej lub stabilności cen w UGW lub państwie członkowskim zarówno Europejski Bank Centralny, jak i bank centralny kraju członkowskiego może odstąpić od interwencji. Dopuszcza się koordynowane interwencje intermarginalne.

⁶ Resolution of European Council..., pkt. 2.1–2.6.

4. Procedury finansowania interwencji przez system krótkookresowych kredytów udzielanych przez EBC członkowi ERM II będą ustalane na zasadzie dwustronnych porozumień między EBC a bankiem centralnym kraju uczestniczącego w ERM II.

Minimalny okres pozostawania w ERM II wynika z kryteriów konwergencji i wynosi dwa lata jednak nie ma ograniczeń do długości pozostawania w systemie. Ponieważ nowe państwa członkowskie jako cel mają dążenie do pełnej konwergencji ze strefą euro to uznaje się, że okres przebywania w ERM II powinien zależeć od szybkości konwergencji tak, aby pomóc w przeprowadzeniu koniecznych reform. Samo uczestniczenie w systemie nie zapewnia wprawdzie sukcesu we wdrażaniu zbieżnych z UGW celów polityki monetarnej i gospodarczej, ale powinno działać jak katalizator dyscyplinując nowy kraj członkowski. Aby uchronić się przed atakami kapitału spekulacyjnego Europejski Bank Centralny zastrzegł sobie prawo zrezygnowania z interwencji gdy interwencje walutowe mogą zakłócić realizowaną politykę pieniężną.

Niestety, sama przynależność do ERM II nie wystarcza do zabezpieczenia się przed atakami spekulacyjnymi ze strony operatorów zagranicznych. Zwłaszcza w dobie globalnych rynków finansowych i niespotykanej mobilności kapitału, w skali przekraczającej często rezerwy średniej wielkości kraju. Zagrożeniem może okazać się duża elastyczność reakcji EBC, która umożliwia zaniechanie interwencji EBC w przypadku zagrożenia stabilności cenowej strefy euro nawet przy interwencji w obronie dopuszczalnego odchylenia od kursu centralnego. Procedura finansowania interwencji za pomocą bardzo krótkookresowych pożyczek może być uruchomiona po wykorzystaniu przez bank centralny kraju, którego waluta przebywa w ERM II swoich rezerw dewizowych. Co bardzo ważne, interwencje powinny mieć jednak działanie jedynie osłaniające co oznacza, że muszą być poprzedzone i wspierane przez posunięcia stabilizujące z zakresu polityki pieniężnej i fiskalnej. Ponieważ interwencje są obowiązkowe, finansowanie interwencji uruchamianych przy przekroczeniu punktów krańcowych jest nieograniczone. Zagrożeniem, ale jednocześnie szansą na pokonanie kłopotów z kapitałem spekulacyjnym, jest dopuszczenie rewizji kursu centralnego. Należy podkreślić, że ograniczona pomoc finansowa ze strony EBC może wywołać kryzys walutowy zwłaszcza, gdy parytety walut zostaną ustalone na poziomie znacznie odbiegającym od kursu równowagi długookresowej.

3. PROBLEM WYBORU OPTYMALNEGO KURSU CENTRALNEGO

Kluczowy dla stabilności gospodarki kraju kandydującego do UGW jest wybór kursu centralnego. Ustalanie kursu centralnego odbywa się na zasadzie porozumienia władz monetarnych strefy euro i kraju kandydującego. Decydenci kierują się przede wszystkim aktualnym rynkowym poziomem kursu oraz szeregiem indyktorów ekonomicznych i stopniem rozwoju gospodarczego. Aby nowy kraj

mógł skutecznie bronić się przed atakami kapitału spekulacyjnego obliczonego na prowokowanie interwencji w obronie utrzymania kursu wewnątrz dopuszczalnych marż wahań, kurs centralny powinien odpowiadać kursowi równowagi długookresowej w momencie wejścia do ERM II.

Doświadczenia krajów, które już przystąpiły do ERM II wskazują, że władze monetarne kraju który zamierza stabilizować wahania swojej waluty do euro w ramach ERM II mogą wybierać między następującymi scenariuszami przystąpienia do mechanizmu⁷:

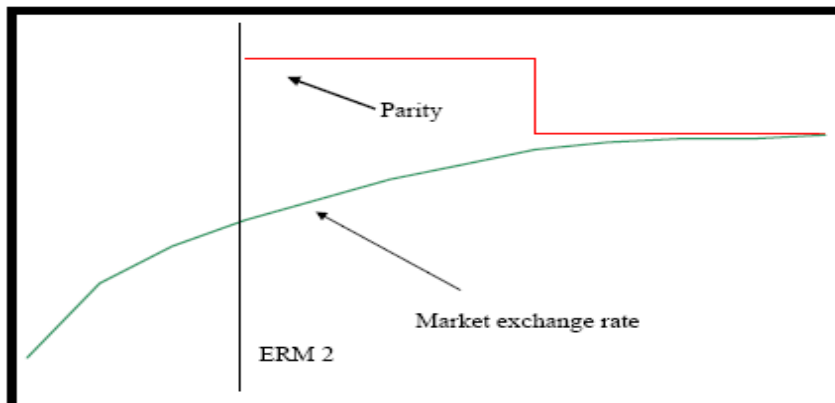
1. Naśladowanie drogi wybranej przez Grecję.
2. Scenariusz przyjęty przez Grecję z ograniczoną elastycznością.
3. Kurs centralny na poziomie kursu rynkowego w momencie przystępowania do ERM II.
4. Ustalenie kursu centralnego na poziomie niższym niż bieżący kurs rynkowy w momencie wstąpienia do ERM II.

Zalety i konsekwencje wynikające z implementacji tych rozwiązań prezentują poniżej:

Ad 1. Naśladowanie drogi wybranej przez Grecję.

Taka strategia polega na :

- ustaleniu kursu centralnego powyżej kursu rynkowego w momencie przystąpienia do ERM II,
- podążanie kursu rynkowego do poziomu kursu centralnego w okresie przebywania w ERM II,
- możliwość rewaluacji waluty w momencie wybranym przez krajowe władze monetarne.



Rysunek.1. Strategia przystąpienia do ERM II na podstawie modelu greckiego

Źródło: *Programme for ERM II entry and adoption of the euro. Joint Programme of the Slovenian Government and The Bank of Slovenia*, November, 2003 r., s. 52.

⁷ *Programme for ERM II entry and adoption of the euro. Joint Programme of the Slovenian Government and The Bank of Slovenia*, November, 2003, s. 51–58.

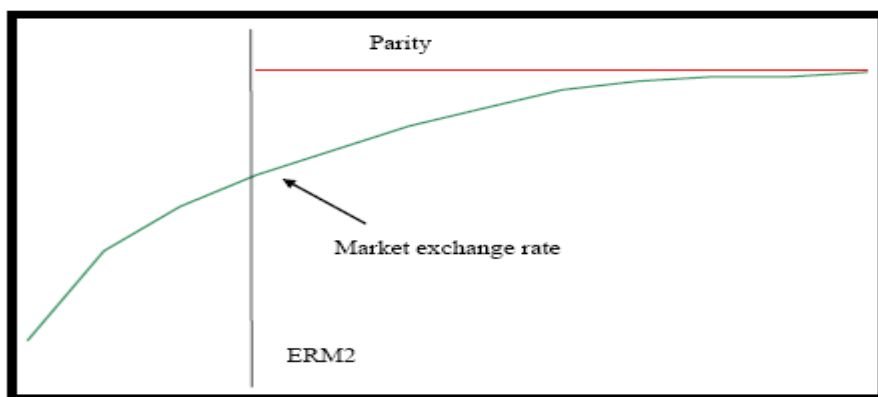
Ustalenie kursu centralnego na poziomie wyższym od kursu rynkowego przy zachowaniu możliwości jego rewaluacji w przyszłości pozwala bankowi centralnemu na zachowanie większej elastyczności prowadzonej polityki pieniężnej nawet w przypadku gdy pobyt w systemie okaże się dłuższy niż początkowo przewidywano. Taka strategia pozwala na skuteczne przeciwstawianie się napływowi kapitału spekulacyjnego obliczonego na deprecjację kursu waluty krajowej. Ponieważ dewaluacje kursu są w ERM II zabronione to operatorzy krótkookresowi będą próbowali uzyskać korzyści z ataków spekulacyjnych właśnie na górny punkt interwencyjny. Wady tego podejścia są następujące:

- jest możliwe tylko w przypadku stosowania szerokich marż wahań – stabilizowanie kursu przy wąskich marżach i wyższym od aktualnego poziomie kursu centralnego może przysparzać dodatkowe problemy,
- ustalenie kursu centralnego na poziomie wyższym niż aktualny kurs rynkowy powoduje, że władze monetarne dają sygnał o dyskontowaniu wzrostu inflacji i nie wykorzystują pozytywnych oczekiwań inflacyjnych innych podmiotów wynikających z faktu przystąpienia do ERM II.

Ad 2. Scenariusz przyjęty przez Grecję z ograniczoną elastycznością.

Taka strategia polega na :

- ustaleniu kursu centralnego powyżej kursu rynkowego w momencie przystąpienia do ERM II,
- podążanie kursu rynkowego do poziomu kursu centralnego w okresie przebywania w ERM II,
- brak możliwości rewaluacji waluty w czasie przebywania waluty w ERM II.



Rysunek 2. Strategia przystąpienia do ERM II na podstawie modelu greckiego

Źródło: jak do rys.1, s. 53.

Podstawowe różnice w porównaniu z poprzednim rozwiązaniem to:

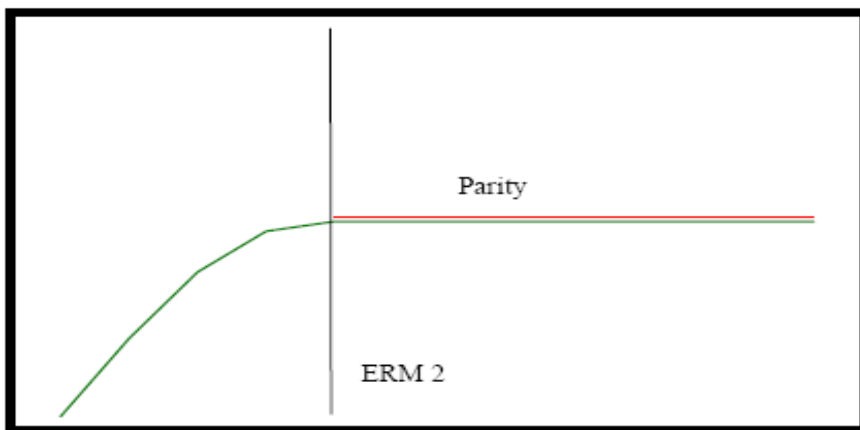
- stopy procentowe mogą być wyższe niż koszt pieniądza w strefie euro,
- polityka monetarna nie musi być zmieniana, ale jej elastyczność jest dużo

niższa, gdyż władze monetarne nie mogą w pełni wykorzystać różnicy między kursem centralnym a kursem bieżącym przy przystąpieniu do ERM II do deprecjacji kursu w przypadku napływu kapitału spekulacyjnego czy przedłużającego się pobytu w mechanizmie kursowym,

- mniejsze jest prawdopodobieństwo odwrócenia oczekiwań inflacyjnych.

Ad 3. Kurs centralny na poziomie kursu rynkowego w momencie przystępowania do ERM II.

Takie rozwiązanie przyjęły np. republiki nadbałtyckie, przyjmując za kurs centralny kurs rynkowy z dnia poprzedzającego przystąpienie do mechanizmu kursowego. W przypadku takiego scenariusza władze monetarne nie mogą zmieniać kursu centralnego w czasie przebywania w ERM II a reżim kursowy jest zbliżony do kursu stałego. Kurs walutowy staje się kotwicą antyinflacyjną. Polityka monetarna jest bardzo ograniczona i to zarówno w zakresie stóp procentowych jak i w zakresie podaży pieniądza. Główny ciężar odpowiedzialności za kontrolę popytu wewnętrznego i ograniczanie presji inflacyjnej musi przejąć polityka fiskalna.

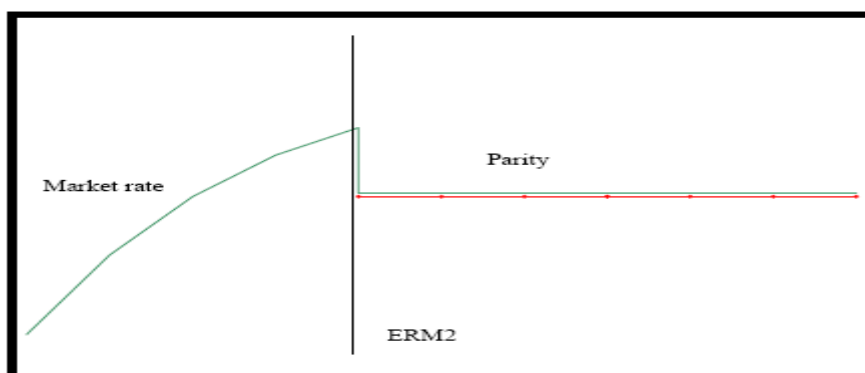


Rysunek 3. Kurs centralny na poziomie kursu rynkowego w momencie przystępowania do ERM II

Źródło: jak do rys. 1, s. 54.

Ad 4. Ustalenie kursu centralnego na poziomie niższym niż bieżący kurs rynkowy w momencie wstąpienia do ERM II.

Ustalając kurs centralny na poziomie niższym niż bieżący kurs rynkowy w chwili przystąpienia do mechanizmu jest sygnałem, że władze monetarne uznają aktualny kurs walutowy jako niedoszacowany. Dojście kursu walutowego do poziomu kursu centralnego odbywa się skokowo, a nie jak w pozostałych przypadkach płynnie i stopniowo. W okresie przebywania w ERM II nie przewiduje się zmiany kursu centralnego a stosowany reżim kursowy jest zbliżony do kursu stałego.



Rysunek 4. Ustalenie kursu centralnego na poziomie niższym niż bieżący kurs rynkowy w momencie wstąpienia do ERM II

Źródło: jak do rys. 1, s. 54.

Utrzymując stały kurs walutowy trudno jest w dłuższym horyzoncie czasowym kontrolować dyferencjał między krajowymi stopami procentowymi a stopami w UGW. Polityka pieniężna ma ograniczoną elastyczność, gdyż stopy procentowe będą stopniowo dążyły do poziomu ustalonego przez EBC. Po jednorazowym zrewaluowaniu kursu walutowego staje się on podobnie jak w poprzednim scenariuszu kotwicą antyinflacyjną. Bardzo ważnym elementem tego rozwiązania jest wcześniejsze przygotowanie władz gospodarczych na potrzebę przejścia przez politykę fiskalną głównej odpowiedzialności za stabilizowanie inflacji. To zadanie dodatkowo będzie utrudnione ze względu na gwałtowny wzrost siły nabywczej podmiotów krajowych w walucie obcej, po jednorazowej rewaluacji kursu (oczywiście ważna będzie skala rewaluacji) oraz zmniejszenie kosztów pozyskiwania kapitału za granicą. Obniżanie poziomu stóp procentowych oraz ograniczona elastyczność polityki monetarnej oznaczają potrzebę koordynacji pozostałych polityk gospodarczych, aby przeciwdziałać wzrostowi konsumpcji przekraczającej wzrost gospodarczy i ograniczyć presję inflacyjną ze strony czynników popytowych.

4. DOŚWIADCZENIA W STABILIZOWANIU KURSÓW KRAJÓW, KTÓRYCH WALUTY PRZEBYWAŁY LUB PRZEBYWAJĄ W ERM II

W tej części opiszę działania państw, które oficjalnie wykorzystywały interwencje walutowe w celu stabilizowania kursu walutowego w czasie pobytu ich walut w ERM II.

a) Dania

Bank centralny Danii Danmarks Nationalbank (DN) jest odpowiedzialny za prowadzenie polityki monetarnej. Obecnie obowiązującym głównym celem tej

polityki jest utrzymywanie stałego kursu wobec wspólnej waluty⁸. DN realizuje aktywną politykę walutową stabilizując wahania korony do euro w ramach ERM II w bardzo wąskim przedziale $\pm 2,25\%$. DN prowadzi aktywną politykę krótkoterminowych stóp procentowych zgodnych z polityką stóp procentowych UGW i jednocześnie stosuje interwencje walutowe. Dzięki takim działaniom kurs korony nie osiągnął dolnego ani górnego punktu interwencyjnego. Co więcej DN nie korzystał z krótkoterminowych pożyczek na interwencje udostępnianych krajom uczestniczącym w ERM II przez Europejski Bank Centralny, a transakcje walutowe finansował ze środków własnych.

Dania interweniuje na niewielką skalę i różnokierunkowo poprzez interwencje niejawne⁹. Interwencje przeprowadzane przez DN to interwencje niejawne i niezapowiadane, automatycznie sterylizowane natychmiast po przeprowadzeniu interwencji.

Tabela 1

Interwencje walutowe przeprowadzane przez Danmarks Nationalbank
w latach 2002–2004

Rodzaj interwencji	Liczba interwencji	Średnia wielkość w mln EUR
	dienne interwencje	
Razem	89	164
Zakup EUR	68	158
Sprzedaż EUR	21	-182
	transakcje interwencyjne	
Razem	220	67
Zakup EUR	157	69
Sprzedaż EUR	63	61

Źródło: R. Fatum, J. Pedersen, *Real-Time Effects of Central Bank Interventions in the Euro Market*, Danmarks Nationalbank Working Papers 2007, no. 46, s. 30.

Z technicznych aspektów przeprowadzania interwencji warto podkreślić większą skuteczność oddziaływania banku centralnego na kurs w przypadku zwiększonej zmienności kursu walutowego oraz opóźnienie w reakcji pozostałych operatorów rynku na interwencję w przypadku interwencji niejawnych i niezapowiadanych.

Na przykładzie interwencji przeprowadzanych przez Danmarks Nationalbank można przyjąć, że w przypadku ekspansywnej polityki pieniężnej interwencje przeciwko trendowi aprecjacyjnemu waluty krajowej względem euro mogą być

⁸ *Financial Management at Danmarks Nationalbank*, Danmarks Nationalbank 2004, s. 13.

⁹ R. Fatum, J. Pedersen, *Real-Time Effects of Central Bank Interventions in the Euro Market*, Danmarks Nationalbank Working Papers 2007, no. 46, s. 1.

nawet bardziej skuteczne niż w przypadku próby odwrócenia trendu deprecyjnego.

b) Słowenia

Od czasu przystąpienia do ERM II tolar cechował się niewielką zmiennością do wspólnej waluty. Bank Słowenii tylko raz interweniował na rynku walutowym sprzedając euro za tolar w miesiąc po przystąpieniu do ERM II, aby ograniczyć aprecjację tolara. Według wiceprezesa Banku Słowenii Andreja Ranta, BS zdecydował się dokonać interwencji, aby dać uczestnikom rynku walutowego czytelny i zdecydowany sygnał, że polityka walutowa wynikające z decyzji o przystąpieniu do ERM II będzie realizowana konsekwentnie¹⁰. Trzeba podkreślić, że BS oddziaływał na kurs tolara w sposób doraźny jeszcze przed przystąpieniem do ERM II. W pierwszym roku pobytu tolara w ERM II, zamiast oczekiwanych ataków spekulacyjnych i zwiększenia liczby zaburzeń krótkoterminowych na rynku walutowym, kurs rynkowy różnił się średnio od kursu centralnego o zaledwie 0,01%. Podmioty gospodarcze mając zaufanie do władz monetarnych nie zakładają w swoich działaniach zaburzeń na rynku walutowym.

c) Słowacja

Korona słowacka zastała włączona do ERM II 28.11.2005 r. z kursem centralnym na poziomie kursu rynkowego z dnia poprzedzającego wejście tj. 38,455 SKK/EUR i marżami wahań $\pm 15\%$. 16.03.2007 r. Słowacja uzyskała zgodę na rewaluację korony o 8,5%. Nowy kurs centralny ustalono na poziomie 35,4424 SKK za euro. Dopuszczalne marże wahań pozostały bez zmian. Rewaluacja miała miejsce pod wpływem bardzo dobrych podstaw fundamentalnych i pomogła władzom Słowacji w stabilizacji inflacji oraz utrzymaniu konkurencyjności. Zmiana kursu wsparła zacieśnienie polityki fiskalnej i utrzymanie dotychczasowego szybkiego tempa konwergencji z UGW¹¹. Po tych zmianach korona kontynuowała aprecjację, a maksymalne odchylenie od kursu centralnego wynosiło 8,9%.

Narodowy Bank Słowacji był aktywnym uczestnikiem rynku walutowego. Prowadził bardzo czytelną politykę walutową anonsując publicznie, że skala i tempo aprecjacji są zgodne z założeniami polityki monetarnej i odpowiadają realnym zmianom w gospodarce słowackiej. Takie zachowanie znacznie obniża podatność na ataki kapitału spekulacyjnego. NBS nie ograniczał się tylko do interwencji werbalnych. W marcu 2005 r. gdy władze NBS uznały, że nominalna aprecjacja korony nie wynika ze zmian fundamentalnych, a jest napędzana przez kapitał spekulacyjny zdecydowano się dokonać interwencji przeciwko trendowi. Miała być to demonstracja siły tak aby pokazać, że NBS nie będzie tolerował gwałtownych zmian kursu korony nawet jeśli nie przekraczają one dozwolonych w ramach ERM II marż wahań. W okresie uczestnictwa w ERM

¹⁰ Wystąpienie z 28.06.2005 r. w Lublanie opublikowane na stronie internetowej Banku Słowenii.

¹¹ Europejski Bank Centralny, *Raport o konwergencji 2007*, 2008, s. 57–59.

II Bank Słowacji dokonywał licznych interwencji na rynku walutowym. NBS wskazywał, że interweniował, gdy jego zdaniem kurs korony był niespójny z fundamentami gospodarki. Interwencje podejmowane były także w celu ograniczenia deprecjacji. Ze względu na silną aprecjację korony w ostatnim roku przebywania w ERM II władze monetarne Słowacji zdecydowały się na rewaluację kursu centralnego o 17,6% 25.05.2008 r. Od rewaluacji aż do ustalenia ostatecznego kursu wymiany korony na euro odchylenia od kursu centralnego były nieznaczne.

5. PODSUMOWANIE

Nie ma wątpliwości, że stabilizowanie pasma wahań walut naszego regionu w ramach ERM II spowoduje zwiększoną aktywność rynkowych operatorów spekulacyjnych. Ponieważ pomoc ze strony EBC może mieć ograniczony charakter bardzo ważne okazuje się przygotowanie celów polityki walutowej i aktywna działalność banków centralnych na rynkach walutowych. Tylko przemyślana i konsekwentnie realizowana strategia stabilizacji kursu walutowego względem euro może uchronić przed zawirowaniami. Przeciwdziałanie znaczącym zmianom kursowym poprzez interwencje może być skuteczne i nie musi oznaczać dużych kosztów dla banku centralnego. Speculanci muszą być pewni, że wyznaczony kurs centralny jest kursem równowagi długookresowej i nie będzie zmieniany nawet w przypadku gwałtownej zmiany podaży lub popytu na rynku walutowym. W kontekście uczestnictwa w ERM II bardzo ważne jest przyjęcie szerokich pasm wahań ($\pm 15\%$). W przypadku niedostatecznej konwergencji gospodarki z wymogami jednolitego rynku, przy wyraźnie ograniczonej pomocy ze strony Unii w zakresie interwencji walutowych, przynależność waluty do ERM II nie zagwarantuje ochrony przed kryzysem walutowym wywołanym atakami spekulacyjnego kapitału krótkookresowego. Ze względu na możliwość rewizji kursu parytetowego trzeba liczyć się wtedy z możliwością znacznego uszczuplenia rezerw na interwencje marginalne i ponoszenia wysokich kosztów interwencji.

Interwencje walutowe są bardzo ważną bronią władz monetarnych. Wywołują emocje ze względu na duże koszty w przypadku nieudanych interwencji, gdy nie udało się zrealizować zamierzonych celów. Trzeba podkreślić, że takie sytuacje mają miejsce głównie wtedy kiedy interwencję stosuje się doraźnie i bez koordynacji lub wręcz w oderwaniu od innych instrumentów polityki monetarnej. Jak pokazują przykłady, państwo jest w stanie efektywnie wpływać na kurs walutowy tylko pod warunkiem spójnej polityki monetarnej i fiskalnej oraz czytelnemu programowi gospodarczemu wyznaczającemu gospodarce narodowej drogę do pełnej realnej konwergencji z krajami strefy euro.

*Marcin Konarski***FOREIGN EXCHANGE INTERVENTIONS IN ERM II**

Stabilizing exchange rates against euro before accession to EMU and implementation euro as an official currency is one of the Maastricht criteria. That is why the role of foreign exchange interventions will be so important. This paper offers the brief guidance on the operational aspect of foreign exchange interventions, describes and classifies the types of interventions. The paper examines effectiveness of a interventions and analyzes tactics of interventions by the countries whose currencies were or are currently in the ERM II. The conclusion answers the question how should countries deal with implementing the euro to not disturb financial markets and raise the development of economy.