

*Wawrzyniec Michalczyk**

ROLA INTERWENCJI WALUTOWYCH NA POLSKIEJ ŚCIEŻCE DO EURO

1. Wprowadzenie

Problematyka przystąpienia Polski do strefy wspólnego pieniądza jest szeroko poruszana w literaturze i dyskusjach naukowych, głównie ze względu na jego zasadniczą nieuchronność, a także na wciąż nierozstrzygniętą kwestię jego terminu. Zagadnienie to staje się szczególnie istotne wobec zjawisk towarzyszących globalnemu kryzysowi gospodarczemu, takich jak znaczące zmiany w poziomach wskaźników branych pod uwagę przy ocenie spełniania kryteriów konwergencji (inflacja, stopy procentowe, kurs walutowy, deficyt budżetowy, dług publiczny) czy problemy fiskalne Grecji i innych krajów Unii Gospodarczej i Walutowej. Przyjęcie przez nasz kraj euro będzie poprzedzone pobytem w systemie ERM2, co także stawia dodatkowe wyzwania przed polską polityką walutową, takie jak dobór odpowiedniego kursu centralnego oraz konieczność aktywnego uczestniczenia władz monetarnych w kształtowaniu relacji wymiennej złotówki.

W niniejszym opracowaniu przypomniano podstawowe uwarunkowania teoretyczne związane z interwencjami walutowymi jako fundamentalnym narzędziem wpływania na kurs oraz nakreślono miejsce Polski w drodze do wspólnej waluty i mechanizmu ERM2. Wskazano również na główne uwarunkowania i doświadczenia związane ze stabilizacją kursu złotego, ze szczególnym uwzględnieniem interwencji z połowy kwietnia 2010 r., która nastąpiła po ponad dekadzie nieobecności polskiego banku centralnego na rynku dewizowym. Jako metody badawcze wykorzystano opisową analizę literatury i – w pewnym zakresie – analizę danych statystycznych.

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

2. Istota interwencji walutowych

W sferze oddziaływania władz gospodarczych na poziom kursu pieniądza krajowego, interwencje walutowe zajmują centralne miejsce. Są one bowiem, obok modyfikacji kursu oficjalnego (o ile takowy występuje), jednym z dwóch bezpośrednich narzędzi sterowania relacją wymienną waluty krajowej oraz wywiązywania się władz z obowiązku stabilizacji kursu. W warunkach kursu płynnego, gdy bank centralny nie ogłasza poziomu centralnego relacji wymiennej, stają się w praktyce jedynym w miarę skutecznym środkiem doraźnego kształtowania sytuacji na rynku walutowym.

W literaturze przedmiotu interwencje walutowe są definiowane na dwa sposoby. W ujęciu bardzo szerokim, nie mającym zastosowania w niniejszym opracowaniu, określa się je jako wszelkie transakcje i deklaracje władz dokonywane w celu oddziaływania na kurs walutowy lub poziom aktywów rezerwowych. Natomiast są także rozumiane wąsko jako „oficjalna sprzedaż lub kupno na rynku walutowym aktywów zagranicznych przez krajowe”¹, dokonywana przede wszystkim w celu skorygowania kursu waluty krajowej. Taką definicję warto doprecyzować wskazując, że zasadniczo podmiotem, który dokonuje interwencji jest bank centralny (czy władze monetarne); wymiany aktywów przez rząd (czy władze fiskalne) dokonywane są bowiem zazwyczaj w innym celu niż oddziaływanie na kurs (np. po to, by móc wydatkować w kraju dewizy pozyskane za granicą)².

Z mikroekonomicznego punktu widzenia interwencje walutowe nie różnią się w istocie od interwencji na każdym innym rynku. Ich znaczenie – w najprostszym ujęciu – sprowadza się do transformacji (choćby tylko częściowej, w postaci złagodzenia) skutku korekt popytu i podaży na rynku walutowym w postaci zmiany kursu na efekt w postaci zmiany stanu rezerw dewizowych. Rynek walutowy, wytracony ze stanu równowagi pod wpływem przesunięć popytu i podaży, wraca do niego nie poprzez korektę ceny dobra, lecz poprzez zaspokojenie niedoboru lub skup nadwyżki przez władze. Przy takiej interpretacji, rezerwy dewizowe pełnią rolę zapasów buforowych, a interwencje stanowią podstawowy instrument stabilizacji rynku walutowego.

Częstotliwość, a także sposób podejmowania decyzji o interwencji, są uzależnione od rodzaju stosowanego reżimu kursowego. W przypadku systemu kursu stałego i jego odmian, władze interweniują w ściśle określonych przypadkach, tj. wtedy, gdy rynkowa relacja wymienna waluty krajowej przekracza

¹ Karwowski J. : *Operacje zagraniczne banków centralnych*. Wrocław: Wyd. AE, 1997, s. 80.

² Por. Bilski J. : *Międzynarodowy system walutowy*. Warszawa: PWE, 2006, s. 84; W. Michalczyk: *Kształtowanie kursu walutowego jako narzędzie realizacji celów polityki gospodarczej*. W: *Wybrane problemy ekonomiczne czasów globalizacji*. Red. W. Michalczyk. Wrocław: Katedra MSG AE, 2007, s. 20.

wyznaczone pasmo wahań (choć oczywiście można się spotkać także z tzw. interwencjami intramarginalnymi). W takiej sytuacji częstotliwość interwencji jest zasadniczo odwrotnie proporcjonalna do szerokości wyznaczonego pasma. W wariantach kursu płynnego, interwencje nie są z kolei dokonywane w sposób automatyczny, w oparciu jedynie o kryterium kursowe, ale bank centralny kieruje się w takim przypadku szeregiem innych przesłanek, takich jak poziom inflacji czy stóp procentowych, zagrożenia stabilności rynku walutowego, fundamentalny kurs równowagi itp.³

Warto także zwrócić uwagę na istniejące silne interakcje pomiędzy interwencjami walutowymi a polityką pieniężną. Teoria makroekonomii podpowiada, że – ujmując syntetycznie – w warunkach reżimu kursu stałego instrumenty polityki monetarnej właściwie nie mają istotnego wpływu na podaż pieniądza. Dokonywane korekty bazy monetarnej (czy stóp procentowych) wywołują bowiem zazwyczaj napięcia aprecjacyjne lub deprecjacyjne, a w konsekwencji konieczność przeprowadzenia interwencji w celu stabilizacji kursu, która przywraca podaż pieniądza (czy stopę procentową) do stanu wyjściowego⁴. Dlatego też im więcej interwencji przeprowadza bank centralny, w tym mniejszym stopniu może oddziaływać na gospodarkę poprzez instrumenty monetarne. Dodatkowymi konsekwencjami negatywnymi nadmiernej ilości interwencji są możliwe napięcia inflacyjne (neutralizowane zazwyczaj poprzez sterylizację, czyli jednoczesną wyprzedaż papierów wartościowych⁵), wahania stanu rezerw dewizowych (a zwłaszcza ich znaczny ubytek) czy brak czysto rynkowej wyceny wartości krajowej waluty⁶.

Interwencje walutowe, poza swoim podstawowym celem, jakim jest utrzymywanie kursu na stabilnym poziomie, mogą służyć także zapewnieniu odpowiednich rozmiarów podaży dewiz i popytu na nie, informowaniu uczestników rynku walutowego o intencjach i oczekiwaniach władz, amortyzacji szoków, gromadzeniu rezerw dewizowych, wywiązywaniu się z ewentualnych umów zawartych z władzami innych krajów w ramach współpracy międzynarodowej itd. Wskazuje się także, że stabilizacja kursu jako zmiennej bardzo silnie determinowanej przez zjawiska egzogeniczne, konieczna jest do prawidłowego funkcjonowania narzędzi polityki gospodarczej i realizacji jej celów. Innym argumentem przemawiającym za interwencjami walutowymi jest także lepsza wiedza banków centralnych niż innych uczestników rynku w zakresie czynników oddziałujących na kurs (na skutek niedoskonałego przepływu informacji)⁷.

³ Por. Bilski J.: wyd. cyt., s. 85.

⁴ Krugman P.R., Obstfeld M.: *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*. Warszawa: Wyd. Nauk. PWN, 2007, s. 240–241; por. także np. *Makroekonomia*. Red. M. Noga. Wrocław: Wyd. AE, 1995, s. 152–158.

⁵ Por. Barro R. J.: *Makroekonomia*. Warszawa: PWE, 1997, s. 479

⁶ Por. Karwowski J.: wyd. cyt., s. 80; J. Bilski: wyd. cyt., s. 94.

⁷ Karwowski J.: wyd. cyt., s. 81–82; J. Bilski: wyd. cyt., s. 84–86; W. Michalczyk: wyd. cyt., s. 21.

W literaturze przedmiotu można spotkać się z podziałem interwencji walutowych na kilka sposobów, w tym na sterylizowane i niesterylizowane (w zależności od tego, czy towarzyszą im jednocześnie transakcje papierami wartościowymi, mające na celu zmianę ubocznych skutków interwencji z korekt podaży pieniądza na modyfikacje rentowności instrumentów finansowych), jawne i niejawne (władze mogą ukrywać interwencje, gdy brakuje przekonania o ich konieczności, gdy występuje sprzeczność między polityką monetarną a walutową, gdy bank centralny cieszy się niską wiarygodnością lub obawia się wywołania paniki), jednostronne i koordynowane (podejmowane przez wiele krajów jednocześnie), przeciwstawne trendowi i wzmacniające trend⁸.

W podstawowym ujęciu interwencje oddziałują na kurs walutowy poprzez trzy kanały. Jeśli nie podlegają sterylizacji, skutkują bezpośrednimi zmianami w podaży pieniądza, stopie procentowej i kursie – jest to tzw. kanał monetarny. Interwencje sterylizowane wywołują z kolei – poprzez tzw. kanał portfolio – zakłócenia w popycie i podaży instrumentów finansowych, wpływając na ich rentowność i w konsekwencji na poziom kursu. W obecnych czasach znacznych przepływów kapitału spekulacyjnego między krajami, którym – z uwagi na ograniczone zasoby – właściwie nie jest w stanie w powyższy sposób stawić czoła większość banków centralnych na świecie, szczególnego znaczenia nabiera tzw. kanał informacyjny. Oddziaływanie tego typu, dla którego skuteczności konieczna jest wysoka wiarygodność władz monetarnych, sprowadza się do tzw. efektu demonstracyjnego, czyli wskazania uczestnikom rynku zamiarów banku centralnego oraz jego dążeń w zakresie polityki walutowej, a przez to kształtowanie ich oczekiwań względem przyszłego poziomu kursu⁹.

3. Uwarunkowania i miejsce Polski w drodze do mechanizmu ERM2

Obecnie proces integracji naszego kraju ze strefą euro jest niejako zawieszony. Choć we wrześniu 2008 r. premier zaskoczył opinię publiczną swoją niespodziewaną deklaracją wprowadzenia wspólnej waluty w Polsce w roku 2011 (tabela 1), to późniejsze wydarzenia gospodarcze (w tym głównie globalny kryzys finansowy i jego skutki), a także uwarunkowania polityczne sprawiły, że już kilka miesięcy później stało się to nierealne. Niemniej jednak deklaracja ta stanowiła istotny bodziec do dalszych działań ukierunkowanych na przyszłość (choć nieokreślone, jeśli chodzi o termin) przystąpienie Polski do strefy euro.

⁸ Karwowski J.: wyd. cyt., s. 82–93; J. Bilski: wyd. cyt., s. 86–87; W. Michalczyk: wyd. cyt., s. 21–22.

⁹ Bilski J.: wyd. cyt., s. 87–90; W. Michalczyk: wyd. cyt., s. 22; J. Karwowski: wyd. cyt., s. 119.

Tabela 1. Zestawienie najistotniejszych działań polskich władz w związku z przyszłym przyjęciem wspólnej waluty

Lp.	Okres	Działanie
1	luty 2004	Publikacja przez NBP: <i>Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro</i>
2	kwiecień 2004	Publikacja przez rząd pierwszego corocznego <i>Programu konwergencji</i>
3	sierpień 2005	Publikacja przez rząd: <i>Integracja Polski ze strefą euro: uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem</i>
4	maj 2007	Powołanie przez NBP Biura ds. Integracji ze Strefą Euro
5	wrzesień 2008	Pierwsza oficjalna deklaracja rządu na temat daty przyjęcia euro w Polsce
6	październik 2008	Publikacja przez rząd: <i>Mapa drogowa przyjęcia euro przez Polskę. Materiał informacyjny</i>
7	styczeń 2009	Powołanie Pełnomocnika Rządu do Spraw Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską
8	luty 2009	Publikacja przez NBP: <i>Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej</i>
9	kwiecień 2009	Publikacja przez rząd: <i>Uwarunkowania realizacji kolejnych etapów Mapy drogowej przyjęcia euro przez Polskę</i>
10	maj 2009	Publikacja przez Pełnomocnika pierwszego sprawozdania
11	sierpień 2009	Rozpoczęcie publikowania przez Pełnomocnika comiesięcznego <i>Monitora konwergencji nominalnej</i>
12	grudzień 2009	Powołanie Narodowego Komitetu Koordynacyjnego do Spraw Euro, Rady Koordynacyjnej oraz Międzyinstytucjonalnych Zespołów Roboczych do Spraw Przygotowań do Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską

Źródło: opracowanie własne.

Wyrazem determinacji władz w swoich dążeniach było opublikowanie w październiku 2008 r. tzw. *Mapy drogowej przyjęcia euro przez Polskę*, w której wyraźnie wskazano na konieczność dokonania zmian w Konstytucji (jako najbardziej ryzykownych, jeśli chodzi o powodzenie) przed wprowadzeniem złotówki do mechanizmu ERM2 i dobitnie podkreślono dążenie do jak najkrótszego jej pobytu w nim, planując jednocześnie akcesję do systemu na I połowę roku 2009¹⁰. W styczniu 2009 r. powołano Pełnomocnika Rządu do Spraw Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską, którego zadaniem jest sprawowanie nadzoru nad działaniami przygotowawczymi do zamiany złotego na wspólną walutę. W swoich opracowaniach wskazuje on na bardzo istotne

¹⁰ *Mapa drogowa przyjęcia euro przez Polskę. Materiał informacyjny*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2008, s. 6.

z punktu widzenia drogi do euro kwestie: ryzyko destabilizacji związane ze zbyt długim pobytem w systemie ERM2, przystąpienie do systemu w momencie, gdy prawdopodobne będzie wypełnienie pozostałych kryteriów konwergencji, dostosowanie kursu centralnego do poziomu równowagi (co w sytuacji znacznych zawirowań na rynkach walutowych jest bardzo trudne), konieczność osiągnięcia konsensusu politycznego w sprawie wprowadzenia wspólnej waluty itd.¹¹ Pod koniec roku 2009 r. powołano dalsze struktury organizacyjne, takie jak Narodowy Komitet Koordynacyjny, Rada Koordynacyjna oraz różnego rodzaju zespoły robocze i grupy zadaniowe (tabela 1).

Jeśli zatem traktować informacje zawarte w oficjalnych publikacjach za wiarygodne, moment włączenia złotówki do systemu stabilizacji kursów ERM2 jest odroczony – co najmniej do momentu, gdy prawdopodobne będzie, że w ciągu dwóch lat (czyli minimalnego wymaganego okresu pozostawania w systemie) zostaną spełnione przez polską gospodarkę pozostałe kryteria konwergencji. Obecnie (stan na marzec 2010 r.) nasz kraj nie spełnia w zasadzie żadnego z nich. Wskaźnik inflacji wynosi 3,9% wobec wartości referencyjnej na poziomie 1,0% i właściwie nie wykazuje od około roku istotnej tendencji spadkowej, a długoterminowa stopa procentowa jest równa 6,1%, co nieznacznie przekracza wartość referencyjną wynoszącą 6,0%¹². Polska jest także objęta tzw. procedurą nadmiernego deficytu, która sprawia, że kryteria fiskalne również są uznawane za niespełnione; wskaźniki relacji długu publicznego i salda budżetowego do PKB w 2009 r. wynosiły odpowiednio 51% i –7,1%¹³. Plany rządowe zakładają zmniejszenie deficytu poniżej dopuszczalnych 3% PKB najwcześniej w roku 2012, wyłącznie przy optymistycznych założeniach i to jedynie do poziomu –2,9%¹⁴. Te tendencje sprawiają, że spełnienie kryteriów w najbliższym czasie (2–3 lat) jest zasadniczo prawie niemożliwe.

Warte podkreślenia jest, że obecny stan integracji ze strefą euro nie nakłada w praktyce jeszcze na polskie władze obowiązku dbania o poziom kursu walutowego. Bez formalnego przystąpienia do mechanizmu ERM2, każdy kraj Unii Europejskiej może dowolnie kształtować swój reżim kursowy. W momencie akcesji sytuacja jednak diametralnie się zmieni. Zostanie określony kurs centralny złotówki wobec euro (będzie mógł być później rewidowany), a w przypadku odchylenia kursu rynkowego od niego o wyznaczony limit (zasadniczo $\pm 15\%$) dokonywana będzie obowiązkowa, automatyczna i nieograniczona, wspólna (tzn. przez NBP, EBC i inne banki centralne w systemie) interwencja.

¹¹ Uwarunkowania realizacji kolejnych etapów Mapy drogowej przyjęcia euro przez Polskę, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 5–6.

¹² „Monitor Konwergencji Nominalnej” 2010 nr 5, www.mf.gov.pl, 05.06.2010, s. 1.

¹³ Dane Eurostatu, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, 05.06.2010.

¹⁴ Program konwergencji. Aktualizacja 2009. Warszawa: Rada Ministrów, 2010, s. 15.

Poza interwencjami obowiązkowymi, regulacje mechanizmu ERM2 przewidują tzw. interwencje intramarginalne¹⁵. Istotne jest także, że interwencje są traktowane jedynie jako instrument pomocniczy („instrument wspierający”) względem polityki ekonomicznej ukierunkowanej na osiągnięcie konwergencji i stabilności kursu¹⁶.

Jak się wydaje, istotnym celem pobytu danej waluty w systemie jest przetestowanie przyjętego kursu centralnego jako właściwego „kandydata” na kurs konwersji na wspólną walutę i jego ewentualna korekta. Warto wskazać, że w krajach należących do ERM2 obecnie lub w przeszłości można było zauważyć zazwyczaj istotną presję aprecjacyjną – kursy rynkowe kształtowały się niejednokrotnie na poziomach wyższych od oficjalnych, wywołując naciski rewaluacyjne i często konieczność ciągłych interwencji. Widoczne to było szczególnie w przypadku Grecji w latach 1999–2000 czy Słowacji w roku 2007.

4. Doświadczenia w zakresie stabilizowania kursu walutowego

Polskie władze monetarne przez wiele lat nie uczestniczyły w transakcjach na rynku walutowym. W lipcu 1998 r. została przeprowadzona ostatnia przed prawie dwunastoletnim okresem przerwy interwencja walutowa¹⁷, a w połowie 1999 r. zniesiono ciążący na NBP obowiązek handlu dewizami z bankami komercyjnymi w postaci tzw. fixingu. Formalne potwierdzenie całkowicie płynnego ustalania kursu złotego nastąpiło 12 kwietnia 2000 r. W publikowanych dokumentach (np. w strategiach polityki pieniężnej czy w jej założeniach na poszczególne lata) polski bank centralny zastrzegał sobie jednak prawo do ewentualnych interwencji, z uwagi na niski poziom rozwoju rynku dewizowego i konieczność spełnienia celów inflacyjnych¹⁸. Do kwietnia 2010 r. z prawa tego jednak nie korzystano, chociaż za swoistego rodzaju narzędzie stabilizacji walutowej można uznać samą gotowość do interwencji i posiadane odpowiednio wysokie zasoby aktywów rezerwowych.

¹⁵ Art. 2 *Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union – Amsterdam, 16 June 1997* (OJ C 236, 02.08.1997, s. 5); por. *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*. Red. Rymarczyk J., Warszawa: PWE, 2006, s. 313.

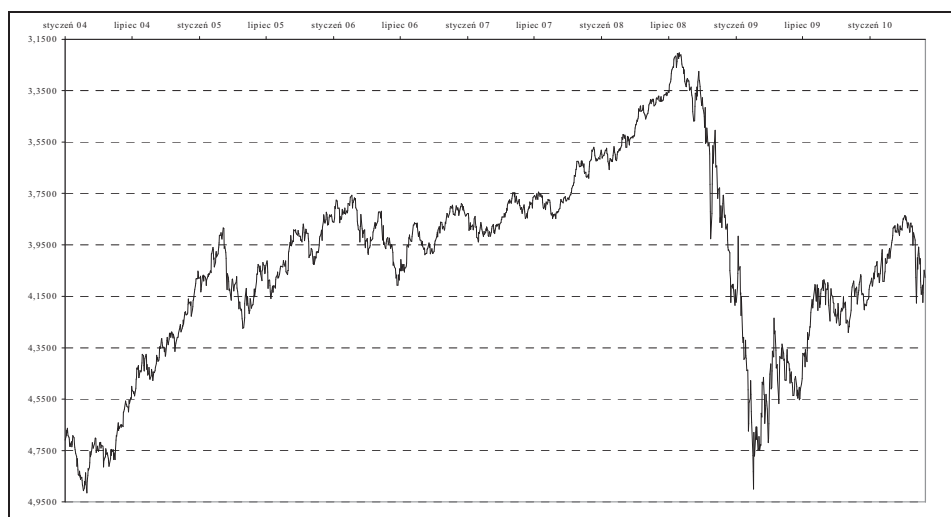
¹⁶ Preambuła Porozumienia z dnia 16 marca 2006 r. pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym oraz krajowymi bankami centralnymi Państw Członkowskich spoza strefy euro określającego procedury operacyjne mechanizmu kursów walutowych w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej (OJ C 73, 25.03.2006, s. 21 z późn. zm.)

¹⁷ Red. Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. *System finansowy w Polsce*. Tom 1. Warszawa: Wyd. Nauk. PWN, 2008, s. 358.

¹⁸ Por. np. *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*. Warszawa: NBP, 1998, s. 13; *Założenia polityki pieniężnej na rok 2000*. Warszawa: NBP, 2000, s. 6; *Założenia polityki pieniężnej na rok 2001*. Warszawa: NBP, 2001, s. 8.

Jako najważniejsze przyczyny przyjęcia reżimu w pełni płynnego kursu walutowego podawane były: osiągnięcie wysokiego stopnia autonomii monetarnej i możliwość ukierunkowania polityki pieniężnej na bezpośredni cel inflacyjny zamiast na pożądany poziom kursu, łatwiejsze dostosowanie rynku walutowego do poziomu długookresowej równowagi i nieobciążone arbitralnymi decyzjami władz ustalenie w ten sposób przyszłego kursu centralnego w ramach ERM2 (a także relacji konwersji na euro), automatyzacja procesów dostosowawczych bilansu płatniczego i silniejsza izolacja od zewnętrznych szoków finansowo-monetarnych¹⁹.

Wykres 1. Kształtowanie kursu złotówki względem euro w okresie 01.01.2004–31.05.2010
(w PLN za 1 EUR)



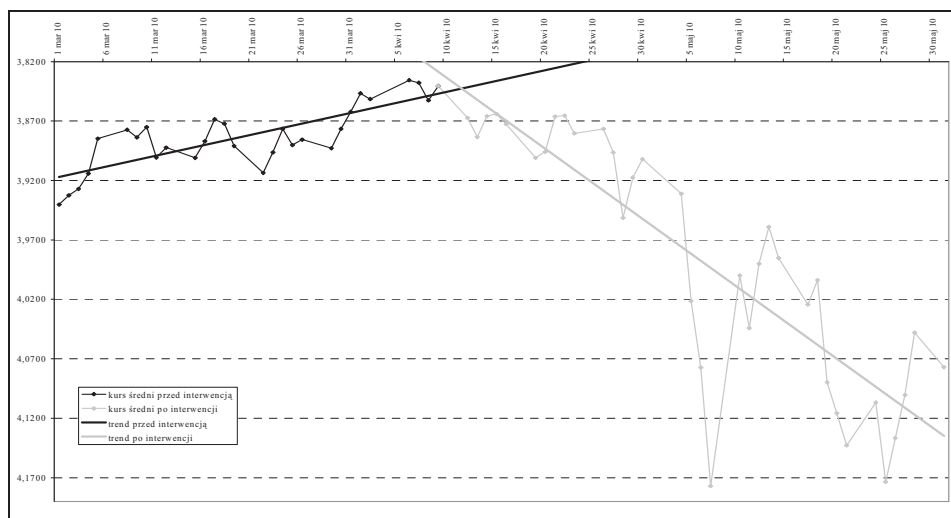
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP (www.nbp.pl; 05.06.2010).

Skutkiem braku bezpośredniego oddziaływania na poziom kursu walutowego do drugiego kwartału roku 2010 była jego znaczna zmienność, nie tylko krótkookresowa, ale wyrażająca się również naprzemiennymi tendencjami aprecjacyjnymi i deprecjacyjnymi. Mniej więcej od momentu przystąpienia Polski do UE można było zaobserwować silny trend umacniania się polskiego pieniądza, trwający do marca 2005 r., kiedy to w czasie dwunastu miesięcy średni dzienny kurs EUR zmienił się z ok. 4,91 PLN do ok. 3,88 PLN, a więc złotówka uległa aprecjacji aż o ok. 27% (wykres 1). Potem nastąpił krótkotrwa-

¹⁹ Rola Narodowego Banku Polskiego w procesie integracji europejskiej. Warszawa: NBP, 2003, s. 22–23; Średniookresowa..., wyd. cyt., s. 12; Założenia polityki pieniężnej na rok 2000, wyd. cyt., s. 6.

ły, lecz gwałtowny trend spadkowy, do poziomu 4,28 PLN/EUR na koniec kwietnia 2005 r. (zmiana o ok. 9%). Kolejny okres aprecjacji, trwający do lutego 2006 r., doprowadził do następnego rekordowego poziomu kursu, równego ok. 3,76 PLN/EUR. Później relacja uległa pewnej stabilizacji, do sierpnia 2007 r., kiedy to znów złotówka zaczęła znacząco się umacniać, osiągając pułap ok. 3,20 PLN/EUR (najwyższy w analizowanym okresie) na przełomie lipca i sierpnia 2008 r., czyli ulegając aprecjacji o 20% w ciągu 11 miesięcy. Następnie na polskim rynku walutowym nastąpiło załamanie związane z globalnym kryzysem finansowym, który dotarł wówczas do Europy. W ciągu niecałych siedmiu miesięcy złoty stracił na wartości prawie 35%, a kurs euro wyniósł w połowie lutego 2009 r. aż 4,90 PLN. Gwałtowne odwrócenie tendencji spowodowało pojawienie się wówczas ponownego trendu wzrostowego, który trwał do początku kwietnia 2010 r., kiedy to relacja względem euro wyniosła ok. 3,83 PLN. Wtedy też Narodowy Bank Polski postanowił po raz pierwszy po ponad dziesięciu latach dokonać oficjalnej transakcji na rynku walutowym.

Wykres 2. Kształtowanie kursu złotówki względem euro w okresie okołointerwencyjnym (01.03.2010–31.05.2010)



przychody i pozycja konkurencyjna istotnie wówczas się pogarszały. Z drugiej strony, nie należy także zapominać o transakcjach, które na rynku walutowym zawierało Ministerstwo Finansów, a które również wywierały wpływ – zazwyczaj aprecyjny – na poziom kursu polskiego pieniądza (np. wymiana euro pochodzących z funduszy unijnych w lutym 2009 r. czy handel swapami walutowymi w grudniu 2009 r.).

Podstawową, bezpośrednią, a także deklarowaną jako oficjalna, przyczyną kwietniowej interwencji Narodowego Banku Polskiego był istotny trend aprecyjny złotówki. I faktycznie, w ciągu poprzedzających 14 miesięcy polski środek płatniczy umocnił się względem euro aż o około 28%; w krótszym okresie, np. miesięcznym, także widać – już łagodniejszą – tendencję wzrostową, jeśli chodzi o kurs złotego (wykres 2). Co jednak istotne, w okresach aprecjacji z roku 2004 czy przełomu 2007 i 2008, które były bardziej wyraziste czy silniejsze, polskie władze monetarne nie zdecydowały się na interwencję. Być może wówczas uznano, że czynniki fundamentalne (np. efekt integracyjny czy tempo wzrostu gospodarczego) odgrywały bardziej istotną rolę, niż w przypadku roku 2010; z drugiej strony, może to wskazywać, że jednak nie umocnienie złotego była najważniejszą przyczyną interwencji. Na to drugie rozwiązanie wskazuje także możliwa niespójność pomiędzy działaniami z zakresu polityki kursowej oraz pieniężnej – dalsze umacnianie kursu polskiego środka płatniczego z pewnością wspomogłoby obniżanie inflacji, zbyt dużej, jeśli jako punkt odniesienia przyjąć kryterium konwergencji.

Co istotne, może nawet wbrew oczekiwaniom (z uwagi na bardzo małą, jak się wydaje, wartość zaangażowanych środków, a także wobec rozmiarów kapitału spekulacyjnego, który kształtuje poziom kursu), interwencja Narodowego Banku Polskiego z dnia 9 kwietnia 2010 r. faktycznie przyczyniła się do odwrócenia trendu w kursie złotego, przynajmniej krótkookresowego. Relacja względem euro zmieniła się w ciągu paru tygodni o prawie 8% – z ok. 3,85 PLN/EUR do ok. 4,18 PLN/EUR (wykres 2).

Należy także wskazać, że około miesiąc po interwencji NBP – ukierunkowanej na deprecjację złotówki – Ministerstwo Finansów przeprowadziło swoją „interwencję”, sprzedając znaczną ilość walut obcych za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego. Zostało to odebrane przez część komentatorów i badaczy jako zdecydowane (lecz oczywiście nieformalne) przejście do systemu kursu kierowanego (czy nawet zbliżonego do stałego), opartego o wyznaczony korytarz wahań²⁰. Jeśli uznać, że obydwie „interwencje” zostały dokonane na krańcach pasma, to przedział ten miałby wielkość około 10%. Z drugiej strony jednak, głównym celem działania Ministerstwa mogła być po prostu wymiana

²⁰ Np. Rybiński K.: *Koniec reżimu płynnego kursu?* „Rzeczpospolita” 04.06.2010, s. B12–13; Pytlarczyk E., Mazurek M.: *W stronę reżimu kursu stałego z limitami odchylenia?*, www.brebank.pl, 21.05.2010; Rogalski M.: *Do akcji wkraczają „służby specjalne”*, www.bossa.pl, 21.05.2010 itp.

dewiz po korzystnym kursie, a nie skoordynowane z władzami monetarnymi działania stabilizacyjne na rynku walutowym. Na taką interpretację wydarzeń z kwietnia i maja wskazują także rozbieżne treści wystąpień i komentarzy przedstawicieli rządu i Ministerstwa, a także tradycyjny już i wykazany w różnych kwestiach brak umiejętności porozumienia i zgodnej współpracy pomiędzy Narodowym Bankiem Polskim a Ministerstwem Finansów.

5. Podsumowanie

Widmo niedługo (lub bardziej oddalonego w czasie) przystąpienia Polski do mechanizmu ERM2 z pewnością przyczynia się do nieuchronnej ewolucji w prowadzeniu przez władze polityki walutowej. Włączenie złotówki do systemu będzie wymagać zarówno określenia centralnego kursu oficjalnego, jak i – wydaje się, że nieuniknionych – interwencji ukierunkowanych na utrzymanie rynkowej relacji wymiennej w wyznaczonym przedziale.

W obecnej sytuacji makroekonomicznej Polski ustalenie kursu równowagi, który z definicji byłby najwłaściwszy jako kurs centralny w systemie ERM2, a później jako kurs konwersji na euro, jest bardzo trudne czy nawet wręcz niemożliwe. Jednym ze sposobów jego ustalenia było przyjęcie pełnej płynności kursu (w okresie od połowy 1999 r., gdy zlikwidowano fixing, do kwietnia 2010 r.), w założeniach mającej pozwolić kursowi rynkowemu na łagodne dostosowanie się do stabilnego poziomu długookresowego. W gospodarce polskiej i światowej występowało jednak i występuje nadal wiele zjawisk, które co jakiś czas na tyle silnie wytrącają rynek walutowy z równowagi i powodują tak znaczące wahania kursu, że właściwie uniemożliwia to nie tylko osiągnięcie stabilizacji długookresowej, ale nawet przybliżone oszacowanie poziomu kursu najbardziej odpowiedniego dla gospodarki. Pewnym rozwiązaniem wydaje się wdrożenie pośrednich rozwiązań kursowych – np. kursu płynnego kierowanego – jednak wówczas trzeba się liczyć z mniejszym lub większym obciążeniem kursu naturalnego administracyjnymi decyzjami o interwencjach. Choćby służyły one jedynie stabilizacji, a nie kształtowaniu trendu w relacji wymiennej krajowego pieniądza, stanowią jednak zewnętrzną ingerencję w mechanizm rynkowy i sprawiają, że oszacowany w takich warunkach kurs równowagi niekoniecznie musi odpowiadać jego poziomowi faktycznemu.

Długookresowym (jeśli nie jedynym) celem przeprowadzonej w kwietniu 2010 r. przez Narodowy Bank Polski pierwszej od ponad dekady interwencji walutowej z pewnością było m. in. przypomnienie uczestnikom rynku, że polskie władze monetarne dysponują również i tym narzędziem polityki kursowej i że mimo uspienia, w razie potrzeby (czy konieczności) nie zawahają się go użyć do realizacji swoich zamierzeń. To wydarzenie wprowadziło niewątpliwie dodatkowy element niepewności na polskim rynku walutowym i mogło być

ukierunkowane na odstraszenie kapitału spekulacyjnego, który musi się liczyć z zamanifestowaną w ten sposób obecnością banku centralnego. W tym kontekście warto podkreślić, że interwencja z kwietnia niekoniecznie musi oznaczać znaczącą zmianę nastawienia w polityce kursowej, a jedynie uświadomienie uczestnikom rynku, że – zgodnie zresztą z dawno przyjętymi założeniami – polskie władze monetarne obserwują kurs walutowy i w odpowiedniej sytuacji gotowe są działać w jego obronie.

Bibliografia

1. Barro R. J.: *Makroekonomia*. Warszawa: PWE, 1997.
2. Bilski J.: *Międzynarodowy system walutowy*. Warszawa: PWE, 2006.
3. Eurostat – <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, 05.06.2010.
4. Karwowski J.: *Operacje zagraniczne banków centralnych*. Wrocław: Wyd. AE, 1997.
5. Krugman P. R., Obstfeld M.: *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*. Warszawa: Wyd. Nauk. PWN, 2007.
6. *Makroekonomia*. Red. M. Noga. Wrocław: Wyd. AE, 1995.
7. *Mapa drogowa przyjęcia euro przez Polskę. Materiał informacyjny*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2008.
8. Michalczyk W.: *Kształtowanie kursu walutowego jako narzędzie realizacji celów polityki gospodarczej*. W: *Wybrane problemy ekonomiczne czasów globalizacji*. Red. W. Michalczyk. Wrocław: Katedra MSG AE, 2007.
9. *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*. Red. Jan Rymarczyk. Warszawa: PWE, 2006.
10. „Monitor Konwergencji Nominalnej” 2010 nr 5, www.mf.gov.pl, 05.06.2010.
11. *Porozumienie z dnia 16 marca 2006 r. pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym oraz krajowymi bankami centralnymi Państw Członkowskich spoza strefy euro określające procedury operacyjne mechanizmu kursów walutowych w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej* (OJ C 73, 25.03.2006, s. 21 z późn. zm.).
12. *Program konwergencji. Aktualizacja 2009*. Warszawa: Rada Ministrów, 2010.
13. Pytlarczyk E., Mazurek M.: *W stronę reżimu kursu stałego z limitami odchyień?*, www.brebank.pl, 21.05.2010.
14. *Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union – Amsterdam, 16 June 1997* (OJ C 236, 02.08.1997, s. 5).
15. Rogalski M.: *Do akcji wkraczają „służby specjalne”*, www.bossa.pl, 21.05.2010.
16. *Rola Narodowego Banku Polskiego w procesie integracji europejskiej*. Warszawa: NBP, 2003.
17. Rybiński K.: *Koniec reżimu płynnego kursu?* „Rzeczpospolita” 04.06.2010, s. B12–13.
18. *System finansowy w Polsce*. Tom 1. Red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak. Warszawa: Wyd. Nauk. PWN, 2008.
19. *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*. Warszawa: NBP, 1998.
20. *Uwarunkowania realizacji kolejnych etapów Mapy drogowej przyjęcia euro przez Polskę*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009.
21. *Założenia polityki pieniężnej na rok 2000*. Warszawa: NBP, 2000.
22. *Założenia polityki pieniężnej na rok 2001*. Warszawa: NBP, 2001.

Wawrzyniec Michalczyk

(Summary)

In the article, the author attempts to outline the importance of foreign exchange interventions on Polish road to the euro. He analyses main goals for intervention and shaping the zloty's exchange rate, as well as their significance for determining the central rate within the ERM2 system. He also indicates the basic theoretical background of foreign exchange interventions as a fundamental tool for influencing the exchange rate and tries to define Poland's position on the path to the euro. As a research method, an analysis of literature and statistical data was employed.

Basic conclusion drawn from the considerations is that under present conditions, it is very difficult to determine the long-term equilibrium exchange rate of the zloty, and that the intervention of April 2010, made after a pause longer than ten years, does not necessarily mean a fundamental change in the approach to exchange rate policy.