

*Marcin Konarski**

MOTYWY INTERWENCJI WALUTOWYCH JAKO INSTRUMENTU POLITYKI WALUTOWEJ WŁADZ MONETARNYCH

Interwencje walutowe uważa się za instrument specjalny wykorzystywany przez władze monetarne wyłącznie w wyjątkowych okolicznościach jako instrument pozwalający osiągnąć przyjęte cele polityki monetarnej¹. W niniejszym opracowaniu scharakteryzuję zakres pojęciowy interwencji walutowych, opiszę i sklasyfikuję motywy interwencji oraz przytoczę przykłady interwencji walutowych w wybranych reżimach kursu walutowego.

Nie można analizować motywów interwencji walutowych bez umiejscowienia tego instrumentu w całości polityki gospodarczej państwa. Jak wspomniałem, interwencje walutowe są instrumentem polityki kursowej. Polityka kursu walutowego jest jednym z instrumentów polityki walutowej, która z kolei jest częścią szeroko pojętej polityki pieniężnej władz monetarnych. Polityka walutowa banku centralnego i rządu jest szczególnym i bardzo ważnym czynnikiem wpływającym nie tylko na kurs walutowy, ale na stan całej gospodarki krajowej. Bank centralny, oprócz emisji pieniądza, jest odpowiedzialny za stabilizację cen, decyduje o wysokości stóp procentowych i pośrednio wpływa na kurs walutowy. Jego oddziaływanie na kurs walutowy wynika głównie z kształtowania podaży pieniądza na krajowym rynku pieniężnym, czyli polityki monetarnej.

Władze monetarne w ramach realizacji polityki walutowej mają do dyspozycji następujące instrumenty²:

- 1) regulacje w zakresie wymienialności waluty krajowej i ograniczenia w swobodzie przepływu kapitałów,
- 2) wykorzystanie rezerw walutowych oraz oddziaływanie na strukturę aktywów rezerwowych,

* Mgr, doktorant w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ E. Najlepszy, *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, PWE, Warszawa 2000, s. 25.

² J. Bilski, *Polityka kursu walutowego w okresie transformacji*, [w:] *Strategia przedsiębiorstw na rynkach zagranicznych*, E. Najlepszy (red.), Akademia Ekonomiczna, Poznań 2002.

- 3) uczestnictwo w międzynarodowych porozumieniach walutowo-finance-
sowych, nakładających na władze monetarne określone obowiązki,
- 4) współpracę z bankami centralnymi innych państw,
- 5) politykę kursu walutowego.

Polityka kursowa w znacznym stopniu zależy od przyjętego mechanizmu kursowego, najlepszego z punktu widzenia celów polityki gospodarczej oraz sposobu definiowania kursu walutowego. Realizowanie polityki kursowej w systemie kursów stałych będzie inne niż np. przy reżimie określanym jako płynny sterowany. Wybór polityki kursowej determinuje reakcję banku centralnego na zmiany bilansu płatniczego i sytuację na rynku walutowym związaną z aprecjacją lub deprecjacją waluty krajowej³.

Najważniejsze dla polityki kursowej jest osiągnięcie celu zdefiniowanego jako kształtowanie się w długim okresie kursu walutowego oscylującego wokół kursu równowagi długookresowej. W zależności od sytuacji, w jakiej znajduje się gospodarka danego państwa, można stosować różnorakie instrumenty. Głównymi instrumentami są:

- 1) interwencje walutowe,
- 2) ograniczenia walutowe oraz modyfikacje denominatora kursu walutowego.

INTERWENCJE WALUTOWE – ZAKRES POJĘCIOWY TERMINU

Aby wyciągnąć wnioski dla polityki monetarnej lub choćby wskazać pewne powiązania przyczynowo-skutkowe, trzeba dokładnie określić, czym jest instrument nazywany interwencjami walutowymi⁴.

Interwencje walutowe można definiować jako sprzedaż lub zakup waluty zagranicznej przez krajowe władze monetarne. Ale czy zawsze zakup bądź sprzedaż waluty są podporządkowane celowi, jakim jest zmiana kursu waluty krajowej wobec wybranej waluty zagranicznej? Interwencje walutowe w dobie bardzo wyrafinowanej inżynierii finansowej, wielości instrumentów oraz łatwości wyboru rynku dokonywania operacji należy definiować precyzyjniej, a samo pojęcie rozumieć szerzej. Poniżej przytaczam kilka definicji, które moim zdaniem są najbardziej przydatne z punktu widzenia tematu artykułu.

³ Por. E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 1996, s. 109.

⁴ Więcej M. Konarski, *Polska na drodze do euro – potrzeba uczestnictwa w ERM II, efektywność interwencji walutowych*, [w:] *Polska na Rynku Wspólnoty Europejskiej. Gospodarka światowa na progu XXI wieku*, J. Bilski (red.), ŁTN, Łódź 2005.

Według J. Walmsleya⁵ interwencje walutowe są transakcjami podejmowanymi przez władze monetarne w celu wpływania na poziom kursu walutowego lub na poziom rezerw dewizowych kraju. Interwencje walutowe są z istoty swojej działaniami incydentalnymi, nieciągłymi i nie mogą być mylone z polityką walutową lub polityką kursu walutowego, są jednym z instrumentów tej polityki.

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 centralny⁶.

Bardzo interesujący jest podział definicji interwencji walutowych zaprezentowany w materiałach po spotkaniu reprezentantów banków centralnych zorganizowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych z Bazylei⁷. W publikacji podsumowującej interwencje walutowe krajów *emerging markets*⁸ zaproponowano, aby definicję interwencji walutowych ujmować w dwóch perspektywach, nazywanych „wąską” i „szeroką” definicją⁹. „Wąska” definicja zakłada, że transakcje banku centralnego można nazywać interwencjami walutowymi tylko wówczas jeśli spełniają dwa warunki:

1) są sterylizowane, czyli nie mają żadnego wpływu na krajową podaż pieniądza (brak sterylizacji zgodnie z tą definicją uznawany jest za element polityki monetarnej, a nie interwencję),

2) celem transakcji przeprowadzanej przez bank centralny jest zmiana kursu walutowego.

Wydzielając wszystkie operacje banku centralnego, które nie mają na celu zmiany poziomu kursu walutowego, powyższa definicja pozwala precyzyjnie określić jako oficjalne interwencje tylko te transakcje, które są rzeczywistymi, zamierzonymi interwencjami władz monetarnych na rynku walutowym. Powyższa formuła nie pozwala nazywać interwencjami takich transakcji, jak:

⁵ J. Walmsley, *Dictionary of International Finance*, Macmillan Press, London 1985, s. 119.

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

⁷ Do spotkania reprezentantów banków centralnych krajów *emerging markets* doszło w grudniu 2004 r., a materiały opublikowano w 2005 r. jako zbiór referatów poszczególnych przedstawicieli, poprzedzony przeglądem literatury dotyczącej interwencji walutowych.

⁸ Ze względu na różnorodność stosowanych reżimów kursowych wnioski z doświadczeń krajów rozwijających się można moim zdaniem uogólnić. Wyniki dla krajów rozwiniętych nie powinny się znacząco różnić od przedstawionych w opracowaniu.

⁹ Zob. R. Moreno, *Aneks Two Definitions of Intervention: Narrow Versus Broad, Motives for Intervention*, [w:] *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, „BIS Papers” 2005, No 24, s. 16.

- zakup rezerw walutowych finansowany pożyczkami zagranicznymi,
- zakupów środków trwałych i innych inwestycji rządowych dokonywanych w walutach obcych,
- innych transakcji banku centralnego na rynku walutowym, które mają charakter operacji technicznych lub automatycznie regulują poziom rezerw walutowych zgodnie z przyjętym wskaźnikiem.

Takie transakcje nie są instrumentem stabilizującym kurs walutowy, czyli nie są interwencjami. „Wąska” definicja interwencji walutowych prowadzi do kłopotów z interpretacją części transakcji banków centralnych, które, mimo iż prowadzą do zmiany poziomu kursu walutowego, nie mogą być zakwalifikowane jako interwencje walutowe. Wiele banków centralnych krajów rozwijających się nie sterylizuje transakcji na rynku walutowym, wykorzystując swoje zaangażowanie w walutach obcych do wspierania celów prowadzonej polityki monetarnej. W myśl przytoczonej definicji, takie transakcje nie mogą być traktowane jako interwencje, mimo że ich głównym celem jest zmiana aktualnego kursu walutowego. Co więcej, nie można zanegować faktu, że zakupy walut obcych na rynku walutowym, nawet jeśli nie mają na celu zmiany kursu walutowego, często znacząco oddziałują na jego poziom, zwłaszcza w krajach o niewielkim rynku walutowym z ograniczoną płynnością. Nawet gdy bank centralny nie anonsuje zakupów albo dokonuje ich, gdy na rynku walutowym zwiększa się znacząco płynność wywołana podażą walut obcych. Takie transakcje wpływają na zachowanie operatorów krótkoterminowych oraz na poziom kursu walutowego ze względu na ich wielkość w porównaniu z transakcjami wynikającymi z wymiany handlowej.

Ze względu na bardzo restrykcyjną formułę „wąskiej” definicji interwencji walutowych wielu spośród cytowanych przedstawicieli banków centralnych twierdzi, że w dobie globalizacji rynków kapitałowych należy używać „szerokiej” definicji interwencji walutowych, która jest bardziej adekwatna do obecnej sytuacji gospodarki światowej. Zgodnie z tą definicją¹⁰ interwencją walutową można nazwać każdą transakcję kupna lub sprzedaży waluty obcej za walutę krajową, która jest dokonywana przez władze monetarne na rynku walutowym. Dotyczy to zarówno transakcji na rynku natychmiastowym, jak i transakcji na rynku terminowym niezależnie od formy finansowania¹¹. W ramach tej definicji funkcjonuje także tzw. pasywna interwencja. Polega ona na zakupie walut obcych bezpośrednio od podmiotów gospodarczych lub operatorów prywatnych poza rynkiem walutowym. Powodem takiego postępowania banku centralnego jest chęć bezpośredniej kontroli alokacji walut obcych w gospodarce bądź ochrona krajowego rynku walutowego

¹⁰ Tamże, s. 16–17.

¹¹ Jako formy finansowania wymienia się transakcje *swap*, wykorzystanie rezerw walutowych czy środki pochodzące z kredytów.

przed napływem bardzo dużych kwot walut obcych, która mogłaby spowodować wzrost zmienności lub nawet znaczącą zmianę kursu waluty krajowej.

Niezależnie od przyjętych definicji trzeba podkreślić, że praktyka rynków walutowych wskazuje wyraźnie, iż każdy bank centralny inaczej definiuje transakcje na rynku walutowym określane jako interwencje walutowe. Transakcje określane jako interwencje walutowe mają być jednym z instrumentów polityki monetarnej i w dużej mierze zależą od zdefiniowania jej głównych celów.

MOTYWY DOKONYWANIA INTERWENCJI PRZEZ WŁADZE MONETARNE

Motywy dokonywania interwencji przez władze monetarne wynikają bezpośrednio z przytaczanych wcześniej definicji interwencji walutowych. Ze względu na wielość definicji oraz różnorodność motywów dokonywania interwencji przeprowadzę ich systematyzację opierając się na dostępnej literaturze.

Władze monetarne interweniują na rynku walutowym, aby osiągnąć różnorodne cele makroekonomiczne wynikające z przyjętej polityki monetarnej. Takimi celami mogą być np.:

- kontrola inflacji,
- utrzymanie konkurencyjności na rynkach światowych,
- stabilizowanie rynków finansowych.

Wpływ przyjętych celów polityki monetarnej na interwencje na rynku walutowym jest uzależniony od wielu czynników, do których należą m. in.:

- stopień rozwoju gospodarczego kraju,
- stopień otwartości rynków kapitałowych,
- podatność na szoki zewnętrzne¹².

Z doświadczeń międzynarodowego systemu walutowego wynika, że powody interweniowania na rynku walutowym są następujące¹³:

- mechanizm kursu walutowego zakłada istnienie marż wahań kursów i punktów interwencyjnych, w których działanie władz monetarnych jest obligatoryjne,
- 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 intramarginalne w Europejskim Systemie Walutowym),
- w sytuacjach kryzysowych, gdy presja aprecjacyjna lub deprecjacyjna jest na tyle silna, że wymaga interwencji władz monetarnych, gdyż zagraża destabilizacją rynku walutowego,

¹² Obszerniej R. Moreno, *Motives for Intervention*, [w:] *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, „BIS Papers” 2005, No 24.

¹³ J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 85.

- 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 chcąc osiągnąć przynajmniej jeden z następujących celów¹⁴:

- korygowanie niedostosowań lub stabilizowanie kursu walutowego na określonym poziomie bądź 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.

Najważniejsze dla banku centralnego jest przywracanie równowagi na rynku walutowym i utrzymywanie kursu walutowego na poziomie możliwie najbliższym kursowi równowagi długookresowej. Przeszacowany (nadwartościowy) kurs walutowy może doprowadzić do pogorszenia konkurencyjności towarów krajowych na rynkach światowych, a niedoszacowany (podwartościowy) kurs zwiększa presję inflacyjną. Niebezpieczne dla gospodarki krajowej są nie tylko trwałe niedostosowania na rynku walutowym, ale także gwałtowne zmiany kursu walutowego. Nagłe zmiany cen w handlu międzynarodowym mogą wywołać ograniczenie wymiany handlowej zwłaszcza na rynkach, gdzie możliwości zabezpieczania kursu walutowego są ograniczone.

Dużą wagę przywiązuje się do stosowania interwencji walutowych w celu przywracania równowagi na rynku walutowym szczególnie w zakresie nagłych zmian płynności rynku.

O problemach z utrzymaniem równowagi na rynku walutowym świadczą:

- wzrost tempa zmian kursu walutowego,
- niespodziewany wzrost zmienności kursu,
- zwiększenie różnicy między cenami kupna i sprzedaży (rozszerzenie *spreadu*),
- nagłe zmiany wielkości obrotów na rynku walutowym.

Ostatni z celów interwencji, czyli zwiększanie podaży walut zagranicznych na rynku walutowym dotyczy przede wszystkim krajów rozwijających się. W sytuacji gdy bank centralny działa na rynku walutowym jako agent przedsiębiorstw państwowych dokonujących obrotu międzynarodowego, może efektywnie regulować podaż i popyt walut obcych na lokalnym rynku walutowym, tak aby kontrolować poziom kursu walutowego i płynność

¹⁴ 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.

rynku. Mimo iż przedsiębiorstwa mogłyby korzystać z usług innych instytucji finansowych, to wiodąca rola banku centralnego i jego pozycja sprawiają, że firmy chętnie decydują się na korzystanie z takich usług agencyjnych¹⁵.

Z kolei R. Moreno uważa, że analizę motywów interwencji należy rozpocząć od zdefiniowania celów makroekonomicznych, takich jak:

- kontrola inflacji,
- stymulowanie wzrostu gospodarczego,
- przeciwdziałanie kryzysom itp.¹⁶

Aby osiągnąć zamierzone cele makroekonomiczne, władze monetarne będą wprowadzały konkretne rozwiązania związane z polityką walutową i polityką kursową.

Tabela 1

Usystematyzowanie motywów dokonywania interwencji walutowych
ze względu na cele makroekonomiczne

Motywy interwencji na rynku walutowym	Cele makroekonomiczne		
	kontrola inflacji i równowagi wewnętrznej	bilans handlowy, wzrost gospodarczy, efektywna alokacja zasobów	utrzymanie stabilności rynku finansowego
A. Zmiana poziomu kursu walutowego	X	X	X
B. Ograniczenie wahań kursu walutowego w systemie płynnego kursu walutowego	X	X	X
1) w odniesieniu do przedziału zmienności – symetrycznie,			X
2) przeciwdziałanie nagłym wahaniom lub przeciwdziałanie <i>overshooting'owi</i> (bez docelowego poziomu kursu),	X	X	X
3) regulowanie tempa zmian kursu (w tym tempa powrotu do kursu równowagowego),	X	X	X
4) utrzymanie pożądanej płynności rynku walutowego.			X
C. Zmiana poziomu rezerw walutowych			X

Źródło: R. Moreno, *Motives for Intervention*, [w:] *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, „BIS Papers” 2005, No 24, s. 5.

¹⁵ Przykładem mogą tu być kraje eksportujące ropę naftową.

¹⁶ R. Moreno, *Motives for Intervention...*, s. 4.

Cele makroekonomiczne będą determinowały cele interwencji walutowych, ich taktykę oraz monitorowane wskaźniki ekonomiczne, których poziom decyduje o dokonaniu interwencji.

INTERWENCJE WALUTOWE JAKO INSTRUMENT W WYBRANYCH SYSTEMACH KURSU WALUTOWEGO

Częstotliwość oraz sposób wykorzystania interwencji walutowych jako instrumentu polityki walutowej jest w dużym stopniu zdeterminowany reżimem kursowym realizowanym w ramach polityki monetarnej. W przypadku kursu sztywnego interwencje dokonywane będą rzadko, natomiast płynny kierowany kurs walutowy umożliwi częstsze interwencje. Bez wątpienia interwencje walutowe będą często wykorzystywanym instrumentem w systemach kursowych określanych jako pełzający parytet lub parytet wewnątrz pełzających marż wahań. Wymienione systemy kursowe zakładają utrzymywanie pewnego poziomu kursu walutowego lub ograniczanie jego zmian do ściśle określonych poziomów. Jednym ze sposobów zapewniania realizacji takiej polityki kursu walutowego są właśnie interwencje walutowe. Utrzymywanie kursu walutowego na poziomie pożądanym przez władze monetarne ma swoje uzasadnienie i wynika z polityki makroekonomicznej. W przypadku krajów rozwijających się dużą popularność omawianych reżimów kursowych obserwowano na początku lat 90. ubiegłego stulecia. Wymienia się następujące powody kontrolowania kursu walutowego przez władze monetarne¹⁷:

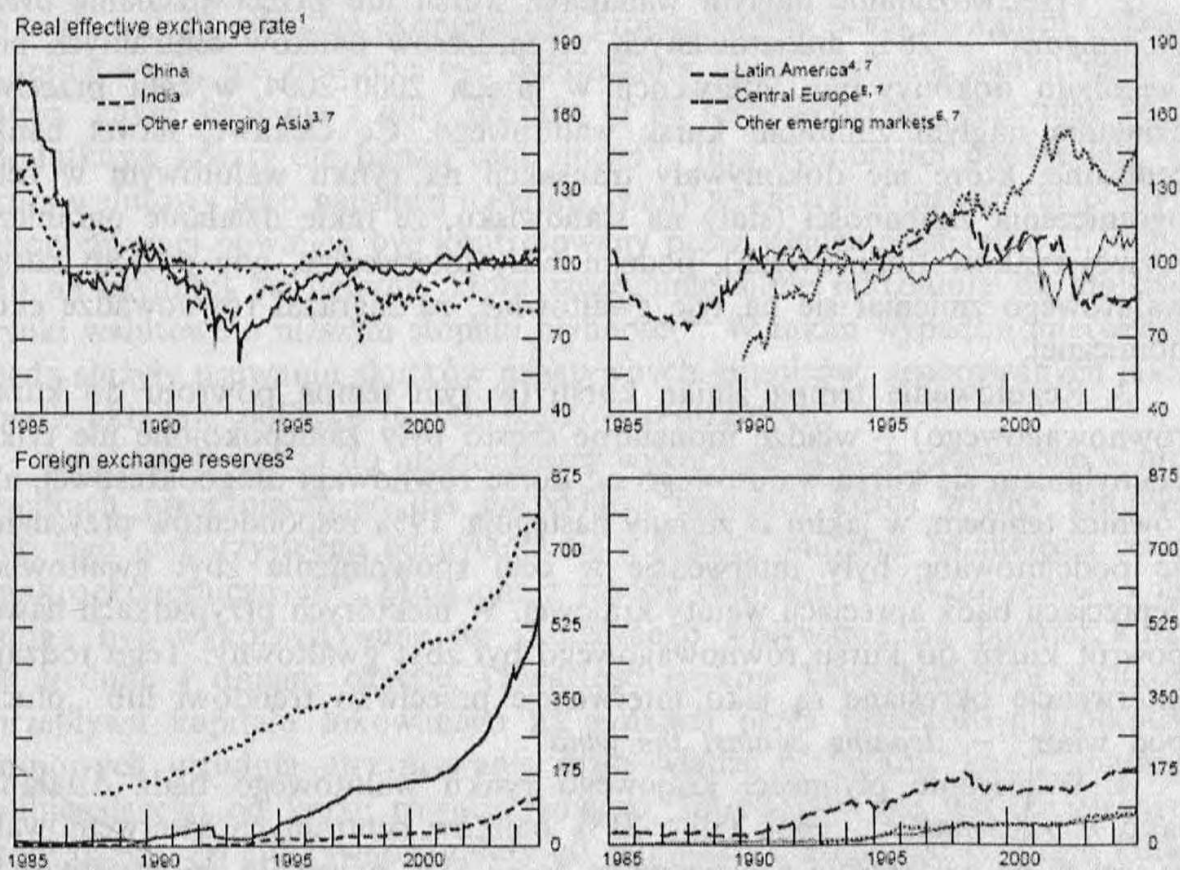
- kontrola inflacji i utrzymanie równowagi wewnętrznej – część krajów traktowała kurs walutowy jako kotwicę antyinflacyjną¹⁸,
- kontrola bilansu płatniczego, wzrost konkurencyjności na rynkach światowych i utrzymanie szybkiego wzrostu gospodarczego – kurs walutowy bywa używany jako instrument służący osiągnięciu równowagi zewnętrznej, często zapobiega się realnej aprecjacji kursu waluty krajowej i znacznemu deficytowi na rachunku obrotów bieżących,
- zapobieganie kryzysom – nagłe zmiany kursu walutowego nie tylko mogą wpływać niekorzystnie na koszt zadłużenia denominowanego w walutach obcych, czy na wartość zobowiązań zagranicznych, znaczna deprecjacja może wpływać niekorzystnie na sytuację na rynkach finansowych lub bezpośrednio na pogorszenie sytuacji instytucji finansowych.

Bardzo ważna w wypadku kontrolowania poziomu kursu walutowego przez władze monetarne pozostaje kwestia określenia poziomu tego kursu. Tradycyjnie w finansach międzynarodowych uznaje się za najlepszy poziom wynikający z parytetu siły nabywczej lub zapewniający równowagę zewnę-

¹⁷ Tamże, s. 6.

¹⁸ Jako kotwicę walutową kraje małe, zależne od handlu zagranicznego, np. Izrael, lub kraje o dużych zasobach surowców, np. Rosja.

trzną. Bez wątplenia deprecjacja waluty krajowej pomaga utrzymać tempo wzrostu gospodarczego poprzez wzrost konkurencyjności towarów krajowych na rynkach zagranicznych oraz przyciąganie zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Kosztem, który władze monetarne muszą w takich wypadkach ponieść, jest utrata wartości szybko powiększających się rezerw w walutach obcych. Okazuje się jednak, że nie zawsze w średnim okresie nadwyżka bilansu handlowego oraz szybki wzrost rezerw walutowych muszą doprowadzić do realnej aprecjacji kursu walutowego. Utrzymywanie kursu niedoszacowanego z punktu widzenia równowagi długookresowej może być bardzo dobrym rozwiązaniem w kontekście osiągania celów polityki makroekonomicznej. Taką strategię z sukcesem zrealizowały kraje Azji. Wykres realnego efektywnego kursu walutowego oraz rezerw udowadnia, że nawet w średnim okresie możliwe jest jednoczesne utrzymywanie nominalnego kursu walutowego na niskim poziomie i stabilizacja realnego kursu efektywnego mimo dużej dynamiki przyrostu rezerw walutowych.



Rys. 1. Realny kurs walutowy i rezerwy walutowe wybranych krajów

U w a g a: ^a 1985–1999 = 100; ^b w milionach dolarów; ^c Hong Kong SAR, Indonezja, Korea, Malezja, Filipiny, Singapur, Tajwan i Tajlandia; ^d Argentyna, Brazylia, Chile, Kolumbia, Peru, Meksyk i Wenezuela; ^e Czechy, Węgry i Polska; ^f Izrael, RPA i Turcja; ^g dla poziomu rezerw walutowych suma wymienionych krajów, dla „innych” średnia ważona PKB z 2000 r. z kursem walutowym wynikającym z parytetu siły nabywczej.

Źródło: R. Moreno, *Motives for Intervention*, [w:] *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implication*, „BIS Papers” 2005, No 24, s. 7

W końcu lat 90. wiele krajów rozwijających się przyjęło jako obowiązujący system kursowy kurs płynny lub kurs płynny sterowany, co wpłynęło na zwiększenie się zmienności na rynkach walutowych. Zmiana systemu kursowego oddziaływała bezpośrednio na zmianę celów interwencji. Badania kwestionariuszowe rozpatrujące cele interwencji walutowych, przeprowadzone wśród przedstawicieli banków centralnych krajów rozwijających się, wskazały na stosowanie interwencji walutowych do osiągnięcia wielu celów krótkoterminowych¹⁹. Badanie oraz dyskusja na konferencji wskazują, że nie można mówić o konkretnych wspólnych dla wszystkich krajów celach interwencji władz monetarnych na rynku walutowym. Najczęściej wymieniane motywy interwencji to:

1. Ograniczenie przedziału zmienności kursu waluty krajowej – aż 48% respondentów wskazało jako bezpośredni motyw interwencji ograniczenie zmienności kursu tej waluty.

2. Przeciwdziałanie nagłym wahaniom kursu lub przeciwdziałanie *overshootingowi*²⁰ – 28% ankietowanych wiceprezesów banków centralnych potwierdziło dokonywanie interwencji w latach 2000–2004 w celu przeciwdziałania nagłym zmianom kursu walutowego. Co ciekawe, nawet banki centralne, które nie dokonywały transakcji na rynku walutowym w celu ograniczenia zmienności (stały na stanowisku, że takie działanie ogranicza rozwój rynków finansowych), podejmowały interwencję, gdy poziom kursu walutowego zmieniał się na tyle gwałtownie, że zagrażał równowadze ekonomicznej.

3. Regulowanie tempa zmian kursu (w tym tempa powrotu do kursu równowagowego) – władze monetarne często były zaniepokojone nie tylko odchyleniem się kursu walutowego od kursu równowagi długookresowej, ale również tempem, w jakim te zmiany następują. 19% respondentów przyznało, że podejmowane były interwencje w celu spowolnienia zbyt gwałtownej deprecjacji bądź aprecjacji waluty krajowej. W niektórych przypadkach nawet powrót kursu do kursu równowagowego był zbyt gwałtowny. Tego rodzaju interwencje określane są jako interwencje przeciwko trendowi lub „plucie pod wiatr” – „*leaning against the wind*”.

4. Wspieranie płynności krajowego rynku walutowego bądź działanie jako *market-maker* – choć tylko 21% banków centralnych interweniowało w reakcji na wydarzenia nadzwyczajne, to aż 55% przyznało, że uczestniczyło aktywnie w rynku walutowym, aby przeciwdziałać atakom kapitału spekulacyjnego. Utrzymanie wymienialności walut jest jednym z podstawowych celów

¹⁹ Badania kwestionariuszowe przeprowadzono w latach 2000–2004 wśród wiceprezesów banków centralnych. Wyniki podano za: *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, „BIS Papers” 2005, No 24, s. 10.

²⁰ Pojęcia „overshoot” używa się do opisanie nadmiernej reakcji kursu walutowego na pierwotny impuls.

polityki walutowej, zatem interwencje często służą zapobieganiu kryzysom walutowym i utrzymaniu stabilności sektora finansowego. Spośród badanych, 41% potwierdziło dokonywanie transakcji na rynku walutowym w celu zwiększenia płynności rodzimego rynku walutowego.

PODSUMOWANIE

Motywy interwencji są zróżnicowane, a konieczność ich podejmowania jest podkreślana w kontekście wielu problemów współczesnych rynków finansowych. Nie brakuje jednak opinii, że interwencje walutowe powinny być wykorzystywane tylko w przypadku reżimów kursowych, które zakładają utrzymywanie kursu walutowego na określonym przez władze monetarne poziomie. Niewidzialna ręka rynku, czyli gra podaży i popytu, która decyduje o cenie waluty, zdaniem ekonomistów propagujących pełen liberalizm rynków kapitałowych, nie powinna być ograniczana przez działania banku centralnego. Takie działania z góry skazane są na niepowodzenie, generując tylko dodatkowe koszty dla banku centralnego²¹. Inni ekonomiści podkreślają, że kurs walutowy jako najsilniej uwarunkowany zewnętrznie instrument polityki ekonomicznej powinien być kontrolowany przez władze monetarne ze względu na czynniki zewnętrzne, które szczególnie silnie oddziałują na mniejsze rynki walutowe o niższym stopniu płynności²². W takim wypadku interwencje będą służyły usuwaniu skutków negatywnych impulsów, generowanych także przez aktywną politykę innych banków centralnych.

Interwencje należą do instrumentów wykorzystywanych przeważnie w momentach niebezpiecznego dla gospodarki poziomu kursu waluty krajowej lub jego niekorzystnego odchylenia się z punktu widzenia osiągnięcia celów makroekonomicznych²³. 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. Interwencja nie jest niezależnym narzędziem. Jej efektywność zależy od zgodności docelowego poziomu kursu walutowego i polityki makroekonomicznej. Duże przepływy kapitałowe albo

²¹ Część ekonomistów wyklucza interwencje walutowe jako instrument polityki monetarnej uznając je za kosztowne oraz o znikomym i niczym niepotwierdzonym wpływie na kurs walutowy, np. J. Rostowski, *Polityka kursowa w trzecim etapie reform w Polsce*, CASE, Warszawa 2004.

²² J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy...*, s. 85–86.

²³ E. Najlepszy, *Zarządzanie finansami...*, s. 25.

wahania kursu w słabo ukształtowanym sektorze finansowym mogą wymagać dostosowań na wielu płaszczyznach – kursu walutowego, stóp procentowych i polityki fiskalnej.

Bez wątpienia interwencje walutowe są bardzo ważną bronią władz monetarnych. Wywołują emocje ze względu na duże koszty w przypadku nieudanych interwencji, gdy nie udało się osiągnąć zamierzonych celów. Trzeba podkreślić, że takie sytuacje występują głównie wtedy, kiedy interwencję stosuje się doraźnie i bez koordynacji lub wręcz w oderwaniu od innych instrumentów polityki monetarnej. Jako podsumowanie zasadności interweniowania na rynku walutowym przytoczę opinię P. Salina, który twierdzi, że w świecie o niedoskonałym przepływie informacji interwencje banku centralnego gwarantują osiągnięcie stabilizacji kursu po niższych kosztach niż mógłby to zapewnić rynek²⁴. Bank centralny, dysponując lepszym dostępem do informacji, doskonalszą kontrolą czynników wpływających na zmiany kursu walutowego oraz wiedzą na temat kształtowania się w przyszłości wielu elementów będących częścią polityki monetarnej, może efektywniej sterować kursem pod kątem osiągnięcia poziomu zapewniającego uzyskanie zakładanych celów makroekonomicznych. Warunkiem sukcesu jest przyjęcie czytelnej strategii stosowania interwencji jako jednego z elementów polityki monetarnej państwa.

BIBLIOGRAFIA

- Almekinders G. J., *Foreign Exchange Intervention. Theory and Evidence*, Edward Elgar, Cheltenham 1998.
- Archer D., *Foreign Exchange Market Intervention: Methods and Tactics*, [w:] *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, „BIS Papers” 2005, No 24.
- Benett D., *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Bilski J., *Europejski System Walutowy: cele, mechanizm, konsekwencje dla suwerenności walutowej EWG*, Wyd. UŁ, Łódź 1989.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.
- Budnikowski A., Kawecka-Wyrzykowska E., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2000.
- Canales-Kriljenko J. I., *Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of Survey*, „IMF Working Paper” 2003, No 95.
- Canales-Kriljenko J. I., Guimaraes R., Karacadag C., *Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice*, „IMF Working Paper” 2003, No 152.
- Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, Oficyna Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 1996.

²⁴ P. Salin, *Lesson from the European Monetary System*, [w:] *Exchange Rate and Trade Instability, Causes, Consequences and Remedies*, ed. by D. Bigman, Ballinger Publishing Company, 1983, podano za J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy...*, s. 86.

- Drabowski E., *Teorie kursu walutowego*, PWE, Warszawa 1985.
- Fatum R., *On the Effectiveness of Sterilized Foreign Exchange Intervention*, „EBC Working Paper” 2000, No 10.
- Fratzscher M., *How Successful Exchange Rate Communication and Interventions? Evidence from Time-series and Event-study Approaches*, „EBC Working Papers” 2005, No 528.
- Karwowski J., *Operacje zagraniczne banków centralnych*, Wyd. AE, Wrocław 1997.
- Konarski M., *Polska na drodze do euro – potrzeba uczestnictwa w ERM II, efektywność interwencji walutowych*, [w:] *Polska na Rynku Wspólnoty Europejskiej. Gospodarka światowa na progu XXI wieku*, J. Bilski (red.), Łódzkie Towarzystwo Naukowe, Łódź 2005.
- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- McCallum B., *International Monetary Economics*, Oxford University Press, New York 1996.
- Mihaljek D., *Survey of Central Bank's views on Effects of Intervention*, [w:] *Foreign Exchange, Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, „BIS Papers” 2005, No 24.
- Moreno R., *Motives for intervention*, [w:] *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, „BIS Papers” 2005, No 24.
- Najlepszy E., *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, PWE, Warszawa 2000.
- Walmsley J., *Dictionary of International Finance*, Macmillan Press, London 1985.
- Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1994.

Marcin Konarski

MOTIVES FOR FOREIGN EXCHANGE INTERVENTIONS AS CURRENCY POLICY INSTRUMENT OF MONETARY AUTHORITIES

Central banks are using foreign exchange interventions as a special tool for extraordinary situations on FX market to achieve specified goals of monetary policy. This paper focuses on description and definition of foreign exchange intervention, methods of interventions with an emphasis on the goals of interventions under different currency regimes. Monetary authorities are intervening on foreign exchange market to achieve a variety of macroeconomic objectives like controlling inflation, maintaining competitiveness but mostly when changes of the domestic currency can be danger for stability of economy or danger for financial stability. Specific motives for intervention are like to change with the level of economic development and changes of currency regimes. Foreign exchange interventions are effective in short-run but they are not independent tool. Their effectiveness depends also on coordination of currency policy and macroeconomic policy. Foreign exchange interventions should be supported by other monetary regulations to influence exchange rate, dampen exchange rate volatility or supply liquidity to foreign exchange markets.