

Dorota Zbierzchowska

Interwencje banków centralnych na rynkach walutowych

Słowa kluczowe: *interwencje walutowe, polityka kursowa, interwencje koordynowane banków centralnych, kontrakty spot, interwencje niejawne*

Abstrakt: Celem artykułu jest przedstawienie motywów i rodzajów interwencji walutowych, jakie prowadzone są współcześnie przez banki centralne. Na podstawie literatury i doświadczeń wybranych krajów opisane zostały kanały oddziaływania interwencji na kursy walutowe oraz rodzaje instrumentów rynkowych wykorzystywanych przez banki centralne do przeprowadzenia interwencji.

Wprowadzenie

Interwencje walutowe należą do ważnych instrumentów polityki kursu walutowego wykorzystywanych przez banki centralne wielu państw. Są one stosowane przede wszystkim w różnych systemach kursu stałego, gdzie doskonale wpisują się w pewną założoną logikę polityki kursu walutowego, ale są również możliwe w systemie kursu płynnego.

Celem artykułu jest przedstawienie motywów i rodzajów interwencji walutowych, kanałów oddziaływania interwencji na kursy walutowe, a także stosowanych narzędzi interwencji zarówno w teorii, jak i w praktyce wybranych banków centralnych.

Cele i rodzaje interwencji walutowych

Interwencje walutowe (*foreign exchange market intervention*) są definiowane jako oficjalna sprzedaż lub kupno na rynku walutowym aktywów zagranicznych za krajowe w celu wpływania na poziom kursu walutowego oraz poziom rezerw walutowych kraju¹. Należy podkreślić, że interwencje są działaniami incydentalnymi, nieciągłymi i nie mogą być utożsamiane z prowadzoną polityką kursową². Nie sposób natomiast zgodzić się z pojawiającym się w literaturze stwierdzeniem, że jako interwencje walutowe traktowane powinny być wszelkie działania banku centralnego, w tym interwencje werbalne, mające na celu wywarcie wpływu na kurs walutowy³. Nie można bowiem uznać za interwencje walutowe różnego rodzaju działań władz monetarnych, które mogą w sposób pośredni wpływać na poziom kursu.

Do najczęstszych motywów podejmowania interwencji walutowych zaliczamy⁴:

- wpływ na poziom kursu walutowego w systemach kursowych, które zakładają możliwość takich interwencji;
- zapobieganie nadmiernej niestabilności w systemach kursu płynnego w sytuacjach kryzysowych lub wtedy, gdy bieżący kurs waluty odbiega w znaczny sposób od poziomu kursu równowagi wyznaczonego przez czynniki fundamentalne;
- wpływ na stan rezerw walutowych.

W tabeli 1 przedstawiono cele makroekonomiczne i szczegółowe, dla osiągnięcia których są podejmowane interwencje na rynku walutowym.

O ile celowość podejmowania interwencji walutowych w przypadku systemów kursowych wymagających działań władz monetarnych jest w zasadzie bezdyskusyjna, to wątpliwości budzi podejmowanie działań interwencyjnych w systemach kursów płynnych⁵, tym bardziej że interwencje stosowane są także przez kraje oficjalnie deklarujące stosowanie systemu kursu płynnego niezależnego⁶. Wiążą się one również z bardzo wysokimi kosztami. Często banki centralne nawet nie podają danych na temat skali i częstotliwości działań interwencyjnych.

¹ J. Karwowski, *Interwencje walutowe*, „Bank i Kredyt” 7–8/1997, s. 76; idem, *Operacje zagraniczne banków centralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1997, s. 80.

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

³ Taką szeroką definicję interwencji znaleźć można m.in. w: T. Lubański, *Interwencje walutowe*, Warszawa 2000, s. 9.

⁴ R. Moreno, *Motives for intervention*, [w:] *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper 24/2005, s. 5.

⁵ Argumenty w dyskusji na ten temat przedstawia J. Bilski, op.cit., 85–86.

⁶ Według definicji MFW stosowanie systemu kursu płynnego niezależnego wyklucza podejmowanie jakichkolwiek działań interwencyjnych przez bank centralny.

Tabela 1. Systematyka interwencji walutowych

Szczegółowy cel interwencji	Cele makroekonomiczne		
	Kontrola inflacji i równowagi wewnętrznej	Równowaga zewnętrzna, wzrost, sprawna alokacja zasobów	Utrzymywanie stabilności finansowej (zapobieganie chaosowi rynkowemu lub kryzysowi)
A. Wpływ na poziom kursu walutowego stałego lub kierowanego (zapowiedziany lub niezapowiedziany)	X	X	X
B. Studzenie niestabilności kursów zmiennych	X	X	X
1) reakcja na symetryczną niestabilność			X
2) zapobieganie nadmiernym wahaniom lub overshootingowi (nieustalony cel)	X	X	X
3) poprawka zbyt gwałtownych wahań	X	X	X
4) utrzymanie płynności na rynkach walutowych			X
C. Wpływ na poziom rezerw walutowych			X

Źródło: R. Moreno, *Motives for intervention*, [w:] *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper 24/2005, s. 5.

Możemy wyróżnić następujące rodzaje interwencji walutowych⁷:

- 1) sterylizowane i niesterylizowane,
- 2) niejawne i zapowiedziane,
- 3) jednostkowe i koordynowane,
- 4) przeciwstawiające się trendowi i wzmacniające trend.

Interwencje sterylizowane polegają na tym, że każda transakcja zakupu/sprzedaży aktywów zagranicznych za krajowe i co za tym idzie zmiana bazy monetarnej jest neutralizowana (sterylizowana) operacjami walutowymi rynku pieniężnego. Natomiast interwencje niesterylizowanej nie towarzyszą odpowiednie transakcje na rynku pieniężnym, w wyniku czego podaż pieniądza, a więc i stopy procentowe zostaną zmienione. Praktyka gospodarcza

⁷ T. Lubański, op.cit., s. 10–11.

pokazuje, że banki centralne państw wysoko rozwiniętych rutynowo sterylizują interwencje walutowe (np. FED, EBC, Bank Japonii), natomiast większość banków centralnych krajów rozwijających się lub transformacji systemowej sterylizuje interwencje walutowe tylko częściowo lub w ogóle ich nie sterylizuje⁸.

Jeżeli bank centralny, przeprowadzając interwencje walutowe, nie ogłasza publicznie ani terminu, ani kwot interwencji, mamy do czynienia z interwencją niejawną. Jest to praktyka większości państw, często banki centralne nie podają takich informacji również *ex post*. Podstawową przyczyną nieujawniania tego typu informacji jest obawa o przekazanie uczestnikom rynku sygnału o problemach banku centralnego z utrzymaniem pożądanego poziomu kursu, co może stanowić zachętę do spekulacji. Natomiast w przypadku przeprowadzania interwencji zapowiedzianych łączna skala przeprowadzanych transakcji może również pozostać niejawna.

Interwencja jednostronna przeprowadzana jest tylko przez jeden bank centralny, bez porozumienia z bankami centralnymi innych krajów. Natomiast z interwencją skoordynowaną mamy do czynienia w przypadku przeprowadzenia jej przez dwa lub więcej banków centralnych⁹. Wzrasta wówczas skuteczność działań interwencyjnych. Ma to duże znaczenie, ponieważ obroty na międzynarodowym rynku walutowym znacznie przewyższają rozmiary interwencji walutowej możliwej do dokonania przez pojedynczy bank. Na poparcie tezy o potrzebie międzynarodowej koordynacji interwencji banków centralnych najczęściej przytaczany jest właśnie argument o możliwości zgromadzenia środków wystarczających do stawienia czoła spekulacji walutowej¹⁰.

Interwencje przeciwstawiające się trendowi (*leaning with the wind*) są przeprowadzane w celu odwrócenia tendencji deprecjacyjnej lub aprecjacyjnej. Tego rodzaju interwencje służą ograniczeniu zmienności kursu walutowego i są zdecydowanie częściej stosowane, ale jednocześnie są mniej efektywne od interwencji wzmacniających trend. Natomiast interwencje, które mają na celu wzmocnienie istniejącego trendu (*leaning with the wind*), są

⁸ J. I. Canales-Kriljenko, *Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey*, IMF Working Paper 95/2003, s. 7.

⁹ Z skoordynowanymi interwencjami mieliśmy do czynienia w Europejskim Systemie Walutowym, który zakładał obowiązek współpracy banków centralnych w przypadku przekroczenia limitów tolerowanych odchyleń od podstawowego kursu bilateralnego. Dokładną charakterystykę systemu interwencji kursowych w ESW oraz statystykę tych interwencji możemy znaleźć w: E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, SGH, Warszawa 1996, s. 124–129.

¹⁰ D. Begg, S. Fisher, R. Dorbusch, *Ekonomia. Makroekonomia*, PWE, Warszawa 1997, s. 449; Przegląd badań na temat efektów współpracy międzynarodowej w tym zakresie znajdujemy w: H. J. Edison, *The effectiveness of Central-Bank intervention: a survey of the literature after 1982*, International Finance Section, Princeton University, Princeton, New Jersey 1993, s. 35–36.

stosowane w sytuacji, w której kurs waluty zmienia się w pożądanym przez bank centralnych kierunku, ale istnieje obawa o jego odwrócenie.

Kanały oddziaływania interwencji na kursy walutowe

Wśród kanałów oddziaływania interwencji walutowych na poziom kursu walutowego najczęściej wyróżniamy¹¹:

- kanał monetarny (*the monetary policy chanel*),
- kanał portfolio (*portfolio balance chanel*),
- kanał informacyjny lub oczekiwań (*signalling or expectations chanel*),
- kanał mikrostrukturalny (*microstructural chanel*).

Kanał monetarny wykorzystywany jest w przypadku przeprowadzenia interwencji niesterylizowanych. Interwencyjny zakup lub sprzedaż waluty zagranicznej przez bank centralny prowadzi do zmiany poziomu bazy monetarnej, następnie poprzez działanie mnożnika bazy monetarnej powoduje zmianę podaży pieniądza krajowego, a co za tym idzie poziomu krótkoterminowej stopy procentowej i kursu waluty. Właśnie oddziaływanie interwencji walutowej na zmiany stopy procentowej odróżnia kanał monetarny od kanału portfolio.

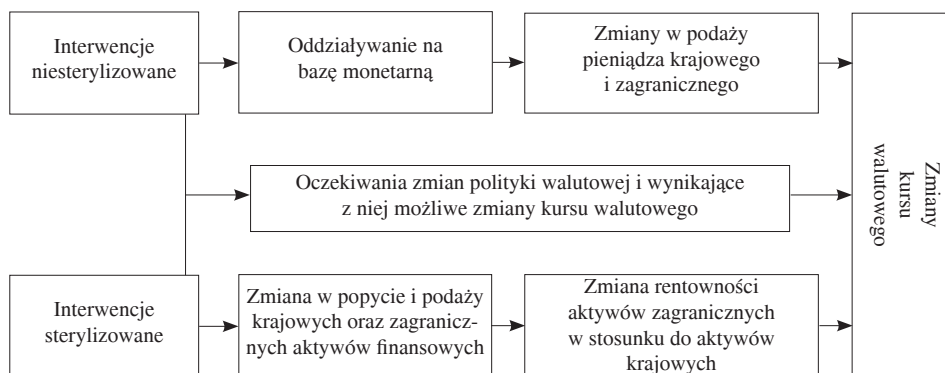
Za pomocą kanału portfolio interwencje sterylizowane oddziałują na poziom kasowego kursu walutowego, przy założeniu niedoskonałości substytucyjności aktywów krajowych i zagranicznych. Mechanizm działania tego kanału prezentuje schemat 1.

Natomiast działanie kanału informacyjnego, określanego również mianem kanału oczekiwań, polega na wysłaniu przez bank centralny informacji o intencjach co do przyszłej polityki monetarnej i kursowej. Zmianie oczekiwań odnośnie do prowadzenia tej polityki towarzyszą zmiany oczekiwań co do przyszłego poziomu kursu walutowego, co w konsekwencji prowadzić może do zmian stosunku wymiany walut na rynku kasowym.

W odróżnieniu od opisanych wyżej kanałów, które mają charakter mikrostrukturalny, kanał mikrostrukturalny wpływa na mikrostrukturę rynku dewizowego¹². Jego działanie polega na założeniu, że na rynku walutowym istnieje równowaga zleceń sprzedaży i zakupu dewiz. Natomiast bank centralny jako duży zleceniodawca, interweniując na rynku, zakłóca tę równowagę

¹¹ D. Archer, *Foreign exchange market intervention: methods and tactics*, [w:] *Foreign exchange market...*, s. 41–42.

¹² Mikrostruktura rynku w tym przypadku oznacza operatorów, którzy podejmują decyzje walutowe w warunkach niedoskonałej informacji.

Schemat 1. Kanály oddziaływania interwencji na kursy walutowe

1 – kanał monetarny 2 – kanał oczekiwań (*expectations channel*) 3 – kanał portfeliowy

Źródło: J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 89.

W tej sytuacji podmioty działające na rynku walut są zmuszone do rewizji przyjętych założeń w kwestii ryzyka kursowego, co pociąga za sobą nowe zlecenia kupna–sprzedaży, aż do osiągnięcia równowagi przy zmieniającym się kursie waluty¹³. Kanał ten – na co zwracają uwagę analizujący go ekonomiści – może mieć stosunkowo duże znaczenie w krajach transformacji gospodarczej, gdy na rynku występuje duży stopień niedoskonałości informacji i skala interwencji jest stosunkowo duża w porównaniu do wielkości rynku walutowego.

Należy zwrócić uwagę na fakt, że kanały oddziaływań na zmiany kursu walutowego nie wykluczają się wzajemnie i mogą być wykorzystywane równocześnie. Interwencje walutowe dokonywane są najczęściej na rynku kasowym. Badania interwencji na rynkach wschodzących pokazały, że 82% z nich jest przeprowadzane z wykorzystaniem kontraktów spot¹⁴. Podobne wyniki otrzymano w badaniach przeprowadzonych przez BIS (patrz wykres 1).

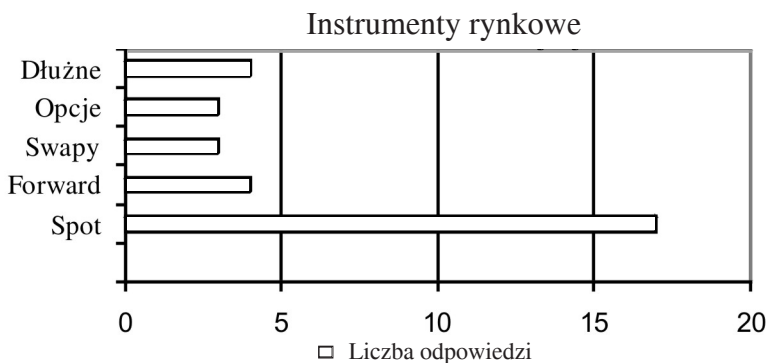
Mimo intensywnego w ostatnich latach rozwoju rynków terminowych i pojawienia się nowych instrumentów, banki centralne niezbyt chętnie wykorzystują instrumenty pochodne do finansowania interwencji walutowych. Przyczyną tego jest przede wszystkim fakt, iż transakcje terminowe nie uruchamiają bezpośrednich kanałów oddziaływania interwencji, są także słabiej dostrzegane przez rynek. Stosowanie instrumentów pochodnych mimo pewnych zalet, m.in. możliwości wpływania na kurs walutowy bez natychmiastowego wykorzystania rezerw walutowych, a więc natychmiastowego

¹³ J. Bilski, op.cit., s. 89–90.

¹⁴ J. I. Canales-Kriljenko, op.cit., s. 32.

wpływu na bazę monetarną i stopy procentowe, wiąże się też z ryzykiem powstawania dużych strat¹⁵.

Wykres 1. Instrumenty rynkowe w interwencjach walutowych



Źródło: D. Archer, *Foreign exchange market intervention: methods and tactics*, [w:] *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper 24/2005, s. 44.

Interwencje walutowe w praktyce banków centralnych – wybrane przykłady

Działania interwencyjne na rynkach walutowych podejmowane są najczęściej w sytuacji, gdy bieżący kurs równowagi odchyła się od kursu równowagi wynikającego z czynników fundamentalnych¹⁶. Skala tych interwencji dokonywanych przez największe banki centralne świata uległa – jak pokazują oficjalne dane statystyczne – w ostatnich latach znaczącemu zmniejszeniu¹⁷. Tabele od 2 do 4 pokazują rozmiary interwencji na rynkach walutowych w latach 1990–2003 dokonywanych przez System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (FED), Bundesbank (a następnie po utworzeniu strefy euro Europejski Bank Centralny) oraz Bank Japonii.

¹⁵ Szerzej na temat możliwości wykorzystania instrumentów pochodnych w interwencjach walutowych oraz wad i zalet ich stosowania czytaj w: J. Gajewski, *Interwencje walutowe na rynkach terminowych. Metody i przegląd wybranych doświadczeń*, „Bank i Kredyt” 1/2007, s. 40–53.

¹⁶ J. Bilski, op.cit., s. 96.

¹⁷ Nie sposób natomiast stwierdzić, jaka jest rzeczywista skala interwencji walutowych, ze względu na możliwość dokonywania przez banki centralne interwencji niejawnych.

Tabela 2. Statystyka interwencji walutowych Systemu Rezerwy Federalnej w latach 1990–2003

Lata	Suma interwencji			DEM/EUR		YEN		pozostałe	
	razem	kupno	sprzedaż	kupno	sprzedaż	kupno	sprzedaż	kupno	sprzedaż
Liczba dni interwencji walutowych									
1990–2003	84	27	57	9	40	21	18	0	10
1990–1994	74	25	49	8	34	20	10	0	10
1995–1998	9	1	8	0	6	1	8	0	0
1999–2003	1	1	0	1	0	0	0	0	0
Rozmiary interwencji (średnia, w mln USD)									
1990–2003	284	202	323	247	259	154	408	–	73
1990–1994	203	125	242	90	209	121	404	–	73
1995–1998	821	833	819	–	542	833	413	–	–
1999–2003	1500	1500	–	1500	–	–	–	–	–

Źródło: M. Fratzscher, *Communication and exchange rate policy*, „Working Paper Series”, EBC 363/2004, s. 35.

Tabela 3. Statystyka interwencji walutowych Bundesbanku/Europejskiego Banku Centralnego* w latach 1990–2003

Lata	Suma interwencji			USD		ERM	
	razem	kupno	sprzedaż	kupno	sprzedaż	kupno	sprzedaż
Liczba dni interwencji walutowych							
1990–2003	87	43	44	14	26	29	18
1990–1994	79	39	40	10	22	29	18
1995–1998	4	4	0	4	0	0	0
1999–2003*	4	0	4	0	4	0	0
Rozmiary interwencji (średnia, w mln USD)							
1990–2003	1591	2589	617	212	234	3737	1169
1990–1994	1709	2811	634	129	195	3737	1169
1995–1998	419	419	–	419	–	–	–
1999–2003*	447	–	447	–	447	–	–

Źródło: jak w tab. 2.* Dane dotyczące aktualnych interwencji EBC nie są ogłaszane oficjalnie. Liczby użyte w tabeli pochodzą z relacji agencji Reuters, bazujących na raportach rynków finansowych.

Tabela 4. Statystyka interwencji walutowych Banku Japonii w latach 1990–2003

Lata	Suma interwencji			USD		DEM/EUR		pozostałe	
	razem	kupna	sprzedaży	kupno	sprzedaż	kupno	sprzedaż	kupno	sprzedaż
Liczba dni interwencji walutowych									
1990–2003	278	251	27	238	38	19	0	5	0
1990–1994	131	104	27	104	27	1	0	0	0
1995–1998	59	59	0	48	11	0	0	0	0
1999–2003	88	88	0	86	0	18	0	0	0
Rozmiary interwencji (średnia, w mln USD)									
1990–2003	1554	1697	223	1617	1008	489	–	113	–
1990–1994	385	427	223	426	223	47	–	–	–
1995–1998	1706	1706	–	1434	2936	–	–	113	–
1999–2003	3192	3192	–	3158	–	513	–	–	–

Źródło: jak w tab. 2.

Interwencje walutowe władz monetarnych Stanów Zjednoczonych są dokonywane sporadycznie. Po okresie na początku lat 90., kiedy tych interwencji było kilkadziesiąt, jedynie w lipcu 1998 roku dokonano interwencyjnej sprzedaży jenów na kwotę 833 mln dolarów oraz w listopadzie 2000 roku dokonano interwencyjnego zakupu 1,5 bln euro. Warto podkreślić, że te działania interwencyjne były przeprowadzone po wcześniejszych uzgodnieniach – w 1998 roku z bankiem centralnym Japonii, a w 2000 roku z bankami centralnymi Europy, Kanady oraz Japonii¹⁸. Skoordynowane interwencje na rynkach walutowych dokonywane w okresie wrzesień–listopad 2000 roku miały na celu umocnienie pozycji wspólnej waluty europejskiej na rynku. Europejski Bank Centralny – zgodnie z traktatem ustanawiającym Wspólnotę Europejską – może podejmować działania interwencyjne scentralizowane lub w imieniu EBC mogą one być dokonywane przez banki centralne krajów strefy euro (interwencje zdecentralizowane)¹⁹.

¹⁸ *Treasury and federal reserve foreign exchange operations July–September 1998*, Federal Reserve Bank of New York; *Treasury and federal reserve foreign exchange operations July–September 2000*, Federal Reserve Bank of New York; H. K. Scheller, *The European Central Bank. History, role and functions*, EBC, Frankfurt am Main 2006, s. 92.

¹⁹ Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską zakłada w art. 105 możliwość przeprowadzenia operacji dewizowych przez Europejski Bank Centralny.

Widać wyraźnie, że ostatnich latach najczęściej działania interwencyjne na rynkach walutowych podejmował Bank Centralny Japonii, w celu powstrzymania gwałtownego wzrostu wartości jena w stosunku do dolara. W samym tylko 2003 r. władze monetarne Japonii przeznaczyły na interwencje walutowe 20 bilionów jenów. Suma ta stanowiła nowy rekord skali interwencji. W kolejnym roku 2004 limit budżetowy na interwencje podniesiono do 140 bilionów jenów²⁰. Jednakże mimo takiej skali i liczby interwencji japońska waluta nie tylko się nie osłabiła, ale nadal aprecjonowała. Od 2005 roku japoński bank centralny zaniechał interwencji na rynkach walutowych.

Przykładów interwencji na rynkach walutowych można wskazywać wiele, zwłaszcza w krajach rozwijających się. W regionie Europy Środkowo-Wschodniej przykład licznych interwencji stanowi gospodarka węgierska, w której wykorzystywany jest system stałego kursu walutowego z dopuszczalnym pasmem wahań. Interwencje na największą skalę wystąpiły w styczniu 2003 roku, kiedy mieliśmy do czynienia z atakiem spekulacyjnym na forint skierowanym na jego aprecjację. W ciągu kilku dni napłynęło do Węgier około 5 mld euro (zwiększyło to rezerwy walutowe Narodowego Banku Węgier o ok. 60%)²¹, NBW zdecydował się wówczas na interwencyjną sprzedaż euro²².

Natomiast Narodowy Bank Polski przeprowadzał bezpośrednie interwencje walutowe w latach 1995–1998, od momentu wprowadzenia w Polsce systemu pełzającego pasma wahań do momentu przyjęcia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego²³. Skalę i częstotliwość tych interwencji prezentuje wykres 2.

Interwencje walutowe rozpoczęły się w połowie maja 1995 r. i początkowo były reakcją NBP na zbliżanie się kursu do wyznaczonych granic wahań (+/-7%). Jednak mimo tych interwencji napływ kapitału powodował aprecjację złotego. Podejmowane więc były interwencje mające na celu zapobieganie umacnianiu się polskiej waluty. NBP w grudniu 1995 r. dokonał też jednorazowej rewaluacji kursu złotego względem koszyka walut o 6%²⁴.

²⁰ Więcej na ten temat czytaj w: *Spadek dolara początkiem dramatu dla Eurazji*, „Biuletyn informacyjny Instytutu Schillera”, 6/2004.

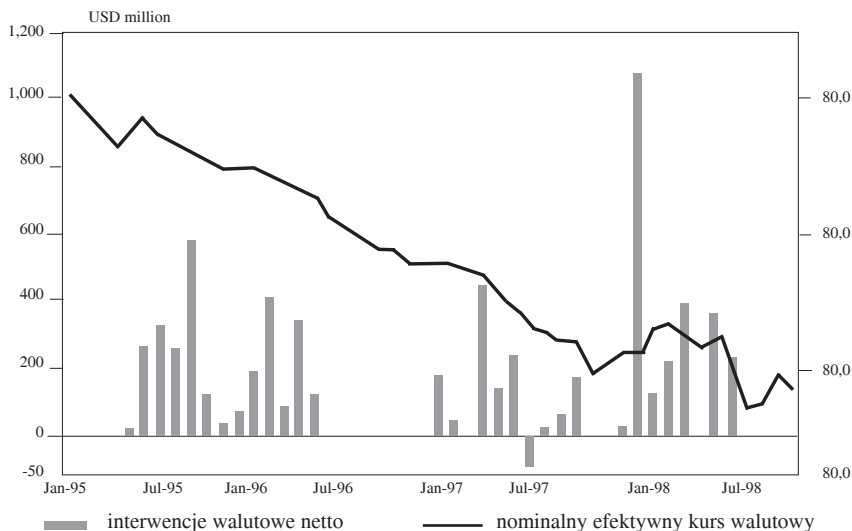
²¹ J. Rostkowski, *Czy gospodarka węgierska się wali*, CASE, eReferaty/lipiec 2003.

²² Więcej na temat interwencji walutowych Narodowego Banku Węgier czytaj w: Z. Érsek, *Defending the strong side of the band – the Hungarian experience*, [w:] *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper 24/2005, s. 171–176.

²³ W okresie od października 1991 do maja 1995 roku w systemie pełzającego parytetu złoty dewaluowany był codziennie względem koszyka walut, a kurs w przedziale +/-2% był administracyjnie nakazany.

²⁴ T. Kozłowski, *Regulacje rynku walutowego, wymiennalności i kursu złotego w latach 1990–2002*, „Bank i Kredyt” 6/2003, s. 62.

Wykres 2. Interwencje walutowe NBP i nominalny efektywny kurs walutowy w latach 1995–1998



Źródło: J. Pruski, P. Szpunar, *Exchange rate policy and foreign exchange interventions in Poland*, [w:] *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper 24/2005, s. 258.

W 1996 r. interwencje walutowe dokonywane były na mniejszą skalę. Natomiast w pierwszej połowie 1997 roku występowała tendencja aprecjacyjna i NBP podejmował interwencje w celu utrzymania kursu centralnego (od stycznia do czerwca 1997 łącznie na kwotę ponad 1,2 mld dolarów). W drugiej połowie 1997 r. w związku z następstwami kryzysu w Czechach i powodzią w Polsce mieliśmy do czynienia z rzeczywistą koniecznością obrony kursu złotego spowodowaną odpływem kapitału. W obliczu kryzysów walutowych w Azji Południowo-Wschodniej i Brazylii. Narodowy Bank Polski dążył do rozszerzenia dopuszczalnego pasma wahań, które wpłynęłoby na zwiększenie ryzyka kursowego²⁵. Wraz ze zwiększaniem elastyczności systemu kursowego, zmniejszał się poziom interwencji NBP na rynkach walutowych. W 1998 roku w celu zmniejszenia presji na aprecjację złotego dokonano interwencji na kwotę 2,4 mld dolarów²⁶. Od początku 1999 r. NBP zaprzestał interwencji na rynku walutowym. Formalnie jednak możliwość interwencji walutowych jest zastrzeżona w publikowanych corocznie przez NBP *Założeniach polityki pieniężnej*. Zakłada się również – w przypadku

²⁵ W lutym 1998 r. pasmo wahań zwiększono do +/-10%, w październiku 1998 r. do +/-12,5%, zaś w marcu 1999 r. aż do +/- 15%.

²⁶ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzystofik, *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, „Bank i Kredyt” 9/2003, s. 16.

przystąpienia Polski do ERM II – wykorzystanie interwencji na rynku walutowym do stabilizowania kursu złotego w celu spełnienia stabilności kursu walutowego²⁷.

Zakończenie

Interwencje walutowe wykorzystywane są przez banki centralne wielu krajów. Trudno jednak o dokładne dane dotyczące skali i częstotliwości podejmowanych interwencji. Banki centralne – z obawy przed utratą wiarygodności w przypadku niepowodzenia interwencji walutowych oraz przekazaniem sygnałów zachęcających do spekulacji – często decydują się na przeprowadzenie interwencji niejawnych. Do podejmowania interwencji niechętnie przyznają się zwłaszcza kraje oficjalnie deklarujące stosowanie kursu płynnego niezależnego. Kwestią dyskusyjną pozostaje wciąż sprawa efektywności interwencji na rynkach walutowych.

Literatura

- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.
- Canales-Kriljenko I. J., *Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey*, IMF Working Paper 95/2003.
- Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, SGH, Warszawa 1996.
- Edison H. J., *The effectiveness of Central-Bank intervention: a survey of the literature after 1982*, International Finance Section, Princeton University, Princeton, New Jersey 1993.
- Érsek Z., *Defending the strong side of the band – the Hungarian experience* [w:] *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper 24/2005.
- Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper 24/2005.
- Fratzscher M., *Communication and exchange rate policy*, „Working Paper Series”, EBC 363/2004.
- Gajewski J., *Interwencje walutowe na rynkach terminowych. Metody i przegląd wybranych doświadczeń*, „Bank i Kredyt” 1/2007
- Karwowski J., *Interwencje walutowe*, „Bank i Kredyt” 7–8/1997.
- Karwowski J., *Operacje zagraniczne banków centralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1997.
- Kozłowski T., *Regulacje rynku walutowego, wymiennalności i kursu złotego w latach 1990–2002*, „Bank i Kredyt” 6/2003.
- Lubański T., *Interwencje walutowe*, Warszawa 2000.
- Moreno R., *Motives for intervention*, [w:] *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper 24/2005.
- Rostkowski J., *Czy gospodarka węgierska się wali*, CASE, eReferaty/lipiec 2003.
- Szczepeńska O., Sotomska-Krzystofik P., *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, „Bank i Kredyt” 9/2003.

²⁷ Założenia polityki pieniężnej na rok 2009, NBP, wrzesień 2008, s. 17.

Central Banks Interventions in the Foreign Exchange Markets

Summary

The paper aims at presenting objectives and kinds of foreign exchange interventions which are presently conducted by central banks. On the basis of literature and experience of selected countries the author described the channels of influence of interventions on the foreign exchange rates. Also presented are various kinds of market instruments utilized by central banks to conduct the interventions.