

*Marcin Konarski**

EFEKTYWNOŚĆ INTERWENCJI WALUTOWYCH NA PRZYKŁADZIE CZECH, WĘGIER I POLSKI

1. Stabilizowanie kursu walutowego jako jeden z wymogów traktatu z Maastricht

Dyskusja ekonomistów i polityków gospodarczych w kontekście integracji walutowej krajów naszego regionu ogniskuje się ostatnio na kwestii przystąpienia do ERM II.

Celem artykułu jest zaprezentowanie doświadczeń Czech, Węgier i Polski w stabilizowaniu kursu walutowego za pomocą interwencji walutowych jako jednego z instrumentów polityki walutowej. Oprócz ogólnego kontekstu ekonomicznego i technicznych aspektów przeprowadzania interwencji oceniam efektywność stosowanych interwencji walutowych w kontekście przystąpienia tych krajów do ERM II.

Bardzo dobra koniunktura gospodarcza na świecie, a zwłaszcza w krajach naszej części Europy, sprawia, że przychody budżetowe przekraczają przychody prognozowane. Taka sytuacja sprawia, że kraje, które przystąpiły do Unii Europejskiej w maju 2004 r., w ciągu najbliższych kilku lat nie powinny mieć problemów ze spełnieniem fiskalnych kryteriów z Maastricht dotyczących deficytu budżetowego (nie może przekroczyć 3% PKB) oraz długu publicznego (nie może być wyższy niż 60% PKB). Tym bardziej, że zarówno w Polsce, jak i w Czechach oraz na Węgrzech rządy zapowiadają wykorzystanie koniunktury gospodarczej do przeprowadzenia reform finansów publicznych. W Czechach pierwsze etapy tej reformy już są realizowane.

Odnosnie do polityki monetarnej to ostatnie trzy lata cechują się ogólnoswiatową tendencją do podnoszenia ceny pieniądza. Trend rozpoczęły decyzje Zarządu Rezerwy Federalnej w USA o podwyższaniu głównych stóp procentowych, które miały zapobiegać przegrzaniu dynamicznie rozwijającej się gospodarki. Od 2005 r. stopy podnosi również Rada Zarządzająca Europejskiego Banku Centralnego. Tendencja dotyczy również krajów rozwijających się. Dzięki temu zmniejsza się dyferencjał stóp procentowych między krajami naszego regionu a największymi gospodarkami świata. Co więcej, wzrost gospodarczy w naszej części Europy, w dużej mierze napędzany rosnącym popytem wewnętrznym, jak dotąd nie przekładał się na znaczący wzrost presji inflacyjnej. Dynamika głównych mierników inflacji nie przekracza projekcji inflacyj-

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

nych banków centralnych. Również prognozy poziomu inflacji w następnych latach są optymistyczne.

Ze względu na te argumenty nie oczekuje się problemów z wypełnieniem kryteriów z Maastricht dotyczących polityki monetarnej, czyli założeń, że stopa inflacji nie może być wyższa więcej niż o 1,5 punktu procentowego od średniej stopy inflacji w trzech krajach, w których jej poziom był najwyższy oraz średnia nominalna długoterminowa stopa procentowa nie może przewyższać o więcej niż 2 punkty procentowe średniej stopy procentowej w trzech państwach Unii o najniższej stopie inflacji.

Od początku 2007 r. szefowie banków centralnych krajów naszego regionu szeroko wypowiadali się na temat możliwości wypełnienia ostatniego z warunków Traktatu z Maastricht dotyczącego stabilizowania przez co najmniej dwa lata kursu walutowego w ramach ERM II z poszanowaniem zwykłych marginesów wahań kursów przewidzianych mechanizmem wymiany walut europejskiego systemu walutowego bez dewaluacji w stosunku do waluty innego państwa członkowskiego. Wystąpienia były spowodowane bardzo ważnym wydarzeniem. 1 stycznia 2007 r. Słowenia weszła do strefy euro na zasadzie Big Bang, jej walutę narodową – tolar zastąpiło euro. W opinii przedstawicieli UE przebywanie słoweńskiej waluty w systemie ERM II wpłynęło na jej stabilizację. Kurs EUR/SIT w nieznacznym stopniu odchyłał się od parytetu centralnego ustalonego na poziomie 239,64. Zmiany te okazały się mniejsze niż preferowane przez EBC (+/-2,25%). Już 28 czerwca 2004 r. Słowenia weszła do ERM II i ustaliła kurs centralny na 239,640 tolara za euro, a 28 czerwca 2006 r. pomyślnie spełniła kryterium przynajmniej dwóch lat członkostwa w ERM II.

Prezesi banków centralnych Polski, Czech i Węgier deklarowali przystąpienie do UGW w ciągu najbliższych kilku lat, wskazując, że spełnienie wszystkich kryteriów będzie możliwe już w latach 2009–2012. Najbardziej ważne i kontrowersyjne argumenty w dyskusji nad zasadnością wejścia do ERM II wynikają z ograniczenia wykorzystania bardzo ważnego instrumentu polityki monetarnej jakim jest polityka walutowa. Sytuacja makroekonomiczna krajów naszego regionu wymusza prowadzenie aktywnej polityki monetarnej. Wymóg stabilizacji kursu walutowego oznacza konieczność stosowania interwencji walutowych, które mogą znacznie uszczuplić poziom rezerw walutowych i ograniczyć podaż pieniądza.

Procedura finansowania interwencji za pomocą bardzo krótkookresowych pożyczek może być uruchomiona po wykorzystaniu przez banki centralne 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 kursy centralne walut zostaną ustalone na poziomie znacznie odbiegającym od kursu równowagi długookresowej.

2. Doświadczenia wybranych krajów naszego regionu w stosowaniu interwencji walutowych

Skuteczność interwencji walutowych oraz jednoznaczna ocena ich wpływu na zmiany kursu walutowego jest utrudniona choćby ze względu na brak dobrego modelu objaśniającego wahania kursów w krótkim okresie. Obawy przed ich stosowaniem wynikają z możliwych dużych kosztów interwencji. Dotychczasowe doświadczenia Polski, Czech i Węgier w przeprowadzaniu interwencji walutowych nie wynikały z porozumień międzynarodowych ale jedynie z realizacji bieżących celów polityki monetarnej. Dalej charakteryzuję dotychczasowe doświadczenia tych trzech krajów w stosowaniu interwencji walutowych. Postaram się na ich podstawie sformułować wnioski co do możliwości efektywnego stabilizowania kursów walutowych w przyszłości.

2.1. Czechy

Czeski Bank Centralny (CNB) często oddziałując na kurs korony wykorzystuje interwencje werbalne i za pomocą tego kanału kształtuje poglądy uczestników rynku walutowego na temat polityki walutowej pożądanej przez CNB. Oficjalnym celem polityki monetarnej jest bezpośredni cel inflacyjny ale równocześnie CNB stabilizuje kurs korony poprzez stosowanie kursu płynnego kierowanego względem euro. Kurs korony jest bardzo ważnym instrumentem z punktu widzenia polityki gospodarczej. Czeskie władze monetarne aktywnie uczestniczą w rynku walutowym również poprzez interwencje bezpośrednie. Od początku wprowadzenia kursu płynnego sterowanego w Czechach, czyli od maja 1997 r., władze monetarne zadeklarowały, że będą stabilizowały koronę względem marki niemieckiej, a po zastąpieniu marki przez euro względem wspólnej waluty. Zadaniem banku centralnego miało być podjęcie wszelkich działań z interwencjami walutowymi włącznie w przypadku nagłego zwiększenia zmienności kurs korony do euro, czyli w przypadku dużych wahań krótkoterminowych, a także gdy aktualny trend korony nie będzie wynikał z czynników fundamentalnych i będzie niebezpieczny dla gospodarki. CBN zgodnie z założeniami kursu płynnego sterowanego stosował interwencje okazjonalnie nie nadużywając tego instrumentu do „ręcznego sterowania” kursem, ale łagodząc niepożądane skutki zmian na rynku walutowym¹.

Można wyróżnić cztery okresy, gdzie CBN interweniował na szeroką skalę:

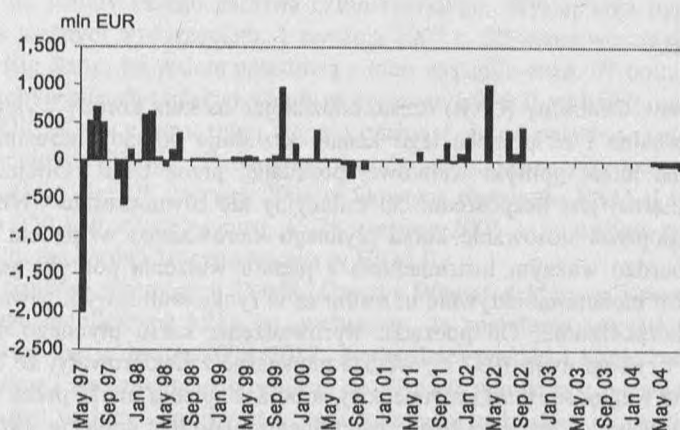
- 1) maj–sierpień 1997 r. – interwencje miały na celu łagodzenie gwałtownych zmian na rynku walutowym;
- 2) luty–lipiec 1998 r. – celem interwencji było przeciwdziałanie szybkiej aprecjacji korony do euro;
- 3) październik 1999 r. – marzec 2000 r. – interwencje miały za zadanie pokazanie inwestorom, że władze monetarne stabilizują kurs korony względem wspólnej waluty-

¹ Szerzej T. Holub, *Forex Interventions: the Czech Experience*, BIS Papers No. 24, May 2005, s. 152.

był to okres aprecjacji korony do euro i deprecjacji do dolara pod wpływem ogólnoświatowej tendencji zmian EUR/USD;

4) październik 2001 r.–wrzesień 2002 r. celem interwencji było przeciwdziałanie szybkiej aprecjacji korony do euro.

Bardzo ważnym wnioskiem z analizy interwencji w Czechach jest to, że CBN interweniował głównie przeciwko trendowi aprecjacyjnemu i nie wykazywał takiej aktywności w okresach, gdy korona deprecjonowała do euro. Wiceszef CBN T. Holub wyjaśnia, że bank centralny próbował wpływać na długookresową tendencję zmiany kursu korony a długookresowy trend oraz oczekiwania co do zmiany kursu korony miały charakter aprecjacyjny². Podkreśla również, że CBN nigdy, nawet w dokumentach poufnych nie ustalał docelowego poziomu kursu walutowego.



Rys. 1. Bezpośrednie interwencje Czeskiego Banku Narodowego na rynku natychmiastowym

Źródło: Czeski Bank Narodowy.

Impulsem do uruchomienia interwencji były przeważnie zwiększone wahania korony, które znacznie przekraczały zwyczajowo niską zmienność tego rynku. Zwiększenie zmienności było postrzegane jako zagrożenie dla równowagi zewnętrznej, ale także jako negatywny czynnik z punktu widzenia ograniczania inflacji. Czechy, będąc stosunkowo małą gospodarką otwartą, obawiały się, że duża zmienność kursu będzie utrudniała działalność firm eksportowych i może przełożyć się na spowolnienie gospodarki. Dlatego władze monetarne z uwagą obserwowały, czy zmiana trendu bądź zwiększenie zmienności wynikają ze zmiany indykatorów makroekonomicznych. Jeśli miały charakter spekulacyjny, dokonywano interwencji.

W niektórych przypadkach interwencje przynosiły natychmiastowy skutek w postaci zmiany kursu:

² T. Holub, *Foreign Exchange Interventions under Inflation Targeting*, „Czech National Bank Internal Research and Policy Note” 2004, no. 1.

- interwencja w marcu 2000 r. w kwocie 394 mln euro spowodowała osłabienie się kursu EUR/CZK o 2%. Co więcej, taki poziom kursu udało się utrzymać do połowy 2000 r.,

- kolejny przykład, tym razem interwencji na dużą skalę, to interwencja z października 1999 r. w kwocie prawie 1 mld euro. Kurs deprecjonował o 3% i pozostał na tym poziomie do połowy grudnia 1999 r.

Nie brakuje jednak przypadków, gdzie wpływ interwencji na kurs korony nie był już tak jednoznaczny:

- w okresie czerwiec–lipiec 1998 r. CBN dokonał interwencji w kwocie ok. 500 mln euro, jednak korona deprecjonowała bardzo nieznacznie a na jej spadki większy wpływ miał raczej kryzys rosyjski;

- interwencje w grudniu 1999 r., czy pod koniec 2000 r. nie przyniosły odwrócenia trendu w ogóle.

Doświadczenia Czech wskazują, że interwencje *ad hoc* mogą nie przynieść natchmiastowych efektów, ale dobrze zaplanowane strategie zwykle dają wymierne efekty trwające nawet 2–3 miesiące. Na podstawie dokonanych interwencji nie można też jasno określić najlepszej techniki interwencji. Czasem lepsze efekty dawały interwencje na małą skalę niż szeroko zakrojone działania o dużym wolumenie. W niektórych przypadkach skuteczniejsze były interwencje zapowiadane, a innym razem oceniano, że lepiej działać na rynku walutowym dyskretnie³. Co więcej, nawet początkowo bardzo efektywne interwencje nie przynosiły rezultatu w dłuższym horyzoncie czasowym. Bardzo ważna była elastyczność władz monetarnych i obserwacja oczekiwań rynkowych co do zmiany kursu.

Jednoznacznie pozytywnie są oceniane interwencje niejawne podjęte między lipcem a sierpniem 2002 r.⁴ CNB dokonując na bardzo dużą skalę (łącznie prawie bilion euro) zdeprecjonował kurs CZK/EUR o niemal 9% w porównaniu z kursem z 10 lipca 2002 r. Co więcej, osłabienie korony było na tyle trwałe, że korona nie wróciła do rekordowych poziomów nawet do końca 2003 r.

Na podstawie tych doświadczeń można stwierdzić, że:

- kanał informacyjny wykorzystywany konsekwentnie wraz z innymi instrumentami polityki pieniężnej może oddziaływać na kurs walutowy nie tylko w celu łagodzenia chwilowych niedostosowań;

- interwencja wsparta poprzez zmiany polityki monetarnej może przynieść efekty również w średnim okresie. W omawianym przypadku efekt średnioterminowy okazał się większy niż krótkoterminowy.

Decyzje o podjęciu interwencji były podejmowane na zwyczajnych i nadzwyczajnych zebraniach zarządu CNB. Informacje o interwencjach w zależności od podjętych przez władze monetarne decyzji były podawane do publicznej wiadomości natychmiast po ich podjęciu w protokołach zebrań jednak nie było to regułą. Cześć decyzji była podawana już po podjęciu interwencji lub w ogóle nie podawana do wiadomości. Od 1998 r. skala interwencji jest publikowana z dwumiesięcznym opóźnieniem.

³ *Ibidem*, s. 155.

⁴ *Ibidem*, s. 156.

2.2. Polska

Dotychczasowe doświadczenia Polski w interweniowaniu na rynkach walutowych były bezpośrednio uzależnione od aktualnie przyjętej polityki monetarnej. Polityka walutowa była bardzo ważnym instrumentem służącym osiągnięciu celów postawionych przed reformami gospodarczymi. Rozszerzanie dopuszczalnych marż wahań i liberalizacja polityki walutowej od 1995 r. sprzyjały wykorzystaniu interwencji nie tylko w obronie oficjalnych punktów interwencyjnych, ale również w celu łagodzenia *ad hoc* presji na rynku walutowym. Stosowanie interwencji na szeroką skalę było podyktowane zmianami gospodarczymi wpływającymi bezpośrednio na rynek walutowy. W roku 1995 dzięki aktywności eksportowej odnotowano 7% przyspieszenie wzrostu PKB. Eksport dotyczył głównie wymiany handlowej z sąsiednimi Niemcami, których gospodarka była w fazie szybkiego wzrostu a import z Polski służył zaspokojeniu rosnącego popytu wewnętrznego. Handel z zachodnim sąsiadem prowadziły małe przedsiębiorstwa lub wręcz osoby fizyczne i w dużej mierze nie był on w ogóle ewidencjonowany. O sile tego zjawiska świadczyła jedynie zwiększona podaż marek niemieckich ze strony kantorów, które odsprzedawały DM bankom komercyjnym. Zgodnie z teorią kursu walutowego zwiększona podaż walut obcych oznaczała aprecjację złotego. Zważywszy na i tak bardzo trudną sytuację dużych przedsiębiorstw oraz etap reform strukturalnych mających na celu odbudowanie potencjału polskiej gospodarki aprecjacja złotego bardzo niekorzystnie wpływała na konkurencyjność wytwarzanych dóbr na potrzeby handlu międzynarodowego. Umocnienie złotego stanowiło zagrożenie nie tylko dla równowagi zewnętrznej, ale również dla całości gospodarki. Władze monetarne nie mogły pozwolić sobie na poniesienie tak dużych kosztów przy realizacji głównego celu polityki pieniężnej jakim było obniżenie inflacji. NBP zrezygnowało z ograniczania inflacji jako celu krótkoterminowego na rzecz stabilizowania kursu walutowego. Do rozstrzygnięcia pozostała kwestia sposobu oddziaływania na kurs. Wybrano oficjalne interwencje sterylizowane. NBP interwencyjnie kupowało od banków komercyjnych waluty obce zwiększając tym samym podaż waluty krajowej na rynku. Aby neutralizować zwiększoną podaż pieniądza, NBP emitowało krótkookresowe papiery skarbowe. Efektem końcowym było zwiększanie się oficjalnych rezerw walutowych – w połączeniu z dużą podażą walut obcych z inwestycji portfelowych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych przyrost rezerw walutowych osiągnął przyrost 140% w ciągu 12 miesięcy (o 9 mld USD).

Ocena przeprowadzania interwencji przez NBP nie może być jednoznacznie negatywna, mimo że wyznaczone cele nie zostały osiągnięte. Przyczyny były następujące⁵:

1) sytuacja gospodarcza w czasie dokonywania interwencji przez NBP nie ułatwiała prowadzenia skutecznej aktywnej polityki kursu walutowego, ze względu na zjawisko lepkości cen i płać reakcja indyktorów ekonomicznych na bodziec monetarny nie była ani wystarczająco szybka ani odpowiadająca skali bodźca;

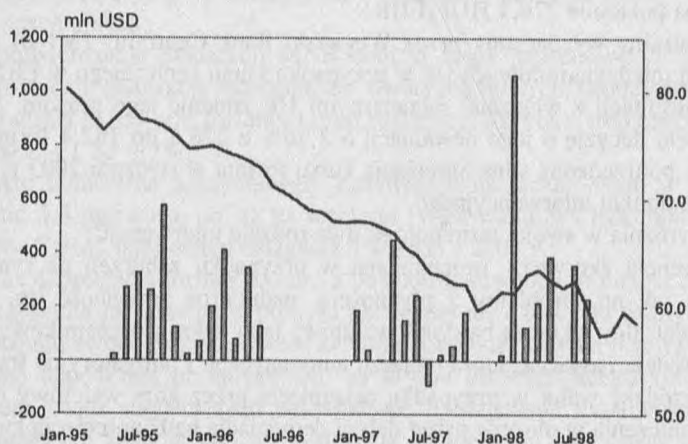
2) wzrost eksportu w 1995 r. nie był w stanie w następnych latach równoważyć importu napędzanego popytem wewnętrznym. Można przypuszczać, że bez interwencji

⁵ J. Pruski, P. Szpunar, *Exchange Rate Policy and Foreign Exchange Interventions in Poland*, BIS Papers no 24, 2005, s. 259.

NBP aprecjacja złotego byłaby jeszcze głębsza a problemy z równowagą zewnętrzną nastąpiłyby szybciej;

3) w obliczu braku reform finansów publicznych i łagodnej polityki fiskalnej skuteczność instrumentów polityki monetarnej jest ograniczona;

4) bez wątpienia stosowane przez NBP sterylizowane interwencje walutowe miały stabilizować wahania kursu w krótkim okresie i miały być na tyle elastycznym instrumentem, by osiągnąć długookresowy cel polityki monetarnej, jakim było ograniczanie inflacji. Interwencje ograniczały możliwości stabilizowania cen ale władze monetarne obawiały się, że gwałtowna aprecjacja może przerodzić się w kryzys walutowy.



Rys. 2. Interwencje walutowe i nominalny efektywny kurs złotego

Źródło: J. Pruski, P. Szpunar, *Exchange Rate Policy and Foreign Exchange Interventions in Poland*, BIS Papers no 24, 2005, s. 258.

Wraz z rozwojem rynku walutowego oraz stopniową liberalizacją przepływów kapitałowych NBP uznało, że należy zwiększyć skalę interwencji aby były skuteczne. Większa skala interwencji w przypadku niepowodzenia interwencji oznacza automatycznie zwiększone koszty aktywności na rynku walutowym. W 1998 r. po serii kosztownych i nieskutecznych interwencji sterylizowanych NBP odstąpiło od interweniowania. Interwencje przeprowadzane były na londyńskim rynku międzybankowym, na którym rynek złotego był stosunkowo głęboki, a niezbędna do dużych transakcji płynność cechowała nie tylko rynek natychmiastowy, ale również rynek transakcji terminowych co dawało dodatkowe możliwości. W sumie w lutym i lipcu 1998 r. NBP dokonał interwencji na rekordową sumę 0,5 mld USD. Wpływ na kurs złotego okazał się dużo mniejszy niż oczekiwano co definitywnie zakończyło okres interwencji sterylizowanych.

2.3. Węgry

Od 2001 r. cel węgierskiej polityki monetarnej to kombinacja bezpośredniego celu inflacyjnego oraz jednostronnego stabilizowania kursu forinta wobec euro wewnątrz marż $\pm 15\%$. Odpowiedzialność za prowadzenie polityki walutowej ponoszą solidarnie bank centralny oraz rząd. Obecnie obowiązujący reżim kursowy był wprowadzany w trzech etapach:

- w maju 2001 r. rozszerzono marżę wahań z $\pm 2,25$ do $\pm 15\%$,
- w czerwcu 2001 r. ogłoszono upłynnienie kursu walutowego,
- 1 października 2001 r. ostatecznie zaprzestano dewaluacji forinta i ustalono kurs parytetowy na poziomie 276,1 HUF/EUR.

Kurs centralny wyznaczony przez Węgierski Bank Centralny (MNB) nie wynika z porozumień międzynarodowych jak w przypadku kursu centralnego w ERM II. MNB może bez konsultacji z władzami monetarnymi UE zmienić jego poziom. W czerwcu 2003 r. podjęto decyzję o jego dewaluacji o 2,26% z 276,1 do 282,4 forinta za euro. Decyzja była poprzedzona silną aprecjacją kursu forinta w styczniu 2003 r. i osiągnięciem dolnego punktu interwencyjnego.

MNB wyróżnia w swojej terminologii dwa rodzaje interwencji⁶:

- interwencja aktywna, uruchamiana w przypadku zaburzeń na rynku walutowym, takich jak np. problemy z płynnością, nadmierna zmienność itp. przypadki, kiedy bank centralny wkracza na rynek walutowy jako jeden z uczestników;
- interwencja pasywna, która oznacza automatyczne i obligatoryjne transakcje zakupu lub sprzedaży walut w przypadku osiągnięcia przez kurs walutowy dolnego lub górnego ograniczenia w obronie przed dalszą deprecjacją bądź aprecjacją kursu forinta.

Interwencja aktywna ma na celu działanie wyprzedzające w przypadku zmian kursu forinta w niepożądanym kierunku oraz służy stabilizowaniu krótkookresowych wahań kursu. Interwencja pasywna nie ma już cech uznaniowości. Jest to obligatoryjne działanie władz monetarnych w celu doprowadzenia kursu forinta do poziomu określonego przez cele polityki walutowej.

Od momentu stabilizowania kursu forinta wobec euro władze monetarne Węgier tylko raz były zmuszone do interwencji pasywnej. Kurs forinta aprecjonował na tyle, że osiągnął dolny punkt interwencyjny w styczniu 2003 r. MNB zareagował bardzo stanowczo na atak kapitału spekulacyjnego i w ciągu dwóch dni interwencji zakupił na rynku walutowym ponad 5,3 mld euro. Dodatkowo zdewaluowano kurs centralny. W ciągu tych dwóch sesji udało się odeprzeć atak spekulantów, ale normowanie sytuacji zajęło znacznie więcej czasu i bank centralny dokonywał jeszcze potem aktywnych interwencji wewnątrz dopuszczalnych marż wahań⁷. Z operacyjnego punktu widzenia interwencja na rynku walutowym była połączona ze zmianą innych instrumentów polityki pieniężnej.

⁶ Z. Ersek, *Defending the Strong Side of the Band- the Hungarian Experience*, [w:] *Foreign Exchange Market, Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, BIS Papers no. 24, May 2005 r., s. 171.

⁷ *Ibidem*.

Technika interwencji była następująca⁸:

1) 15 stycznia 2003 r. 8 zagranicznych banków działających w Węgrzech realizowało zakupy forinta na bardzo dużą skalę pod zlecenia swoich klientów zagranicznych.

2) następnego dnia, czyli 16 stycznia, MNB dokonał interwencji na ogromną skalę, skupując na rynku 4,371 mld euro;

3) na specjalnie zwołanej konferencji prasowej prezes MNB stanowczo zdementował pogłoski o ewentualnej zmianie marż wahań czy zmianie reżimu kursowego poprzez zaprzestanie stabilizowania kursu wobec euro i oświadczył, że w obronie obowiązującego systemu kursu walutowego i polityki walutowej jest gotów do dalszych interwencji oraz do kontynuowania obniżki stóp procentowych. Taka deklaracja ograniczyła presję aprecjacyjną i przełożyła się na redukcję zleceń ze strony zagranicznych banków inwestycyjnych;

4) na potwierdzenie deklaracji MNB obniżył stopy procentowe o 100 pkt bazowych, wprowadził restrykcje odnośnie do dwutygodniowych depozytów (minimalny wolumen transakcji 100 mln forintów) oraz rozszerzył korytarz stóp procentowych dla overnightów z ± 1 do $\pm 3\%$;

5) władze monetarne kontynuowały interwencje na łączną skalę w ciągu dwóch dniach ponad 5,3 mld euro, co jak na węgierski rynek walutowy było olbrzymim zaangażowaniem. Całość interwencji osiągnęła 7% PKB z 2003 r.;

6) łączna deprecjacja forinta do euro z powodu interwencji to niemal 5%.

Wykorzystanie instrumentów polityki pieniężnej nie oznaczało żadnych restrykcji, czy ograniczeniu swobody przepływów kapitału. Chodziło jedynie o zatrzymanie bańki spekulacyjnej napędzanej oczekiwaniami na kryzys obowiązującego systemu walutowego. Celem władz monetarnych było jedynie ograniczenie możliwości odnoszenia krótkoterminowych zysków poprzez restrykcje w wielkości depozytów dwutygodniowych. Lokowanie po dużo niższej stopie overnight nie gwarantowało już tak atrakcyjnej stopy zwrotu. Powyższe działania zaznaczono na wykresie kursu HUF/EUR (rys. 3).

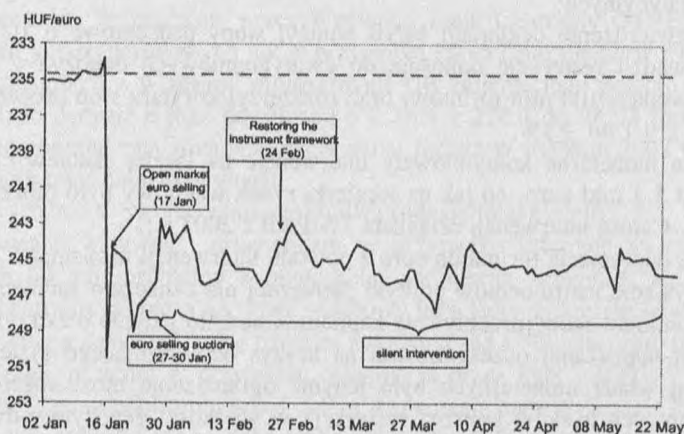
Ogromna skala interwencji dokonanych w ciągu zaledwie dwóch sesji rynku walutowego przełożyła się na znaczne ograniczenie transakcji nie tylko tych spekulacyjnych. Taka sytuacja zmusiła MNB do przywracania równowagi na rynku walutowym poprzez dokonywanie interwencji aktywnych wewnątrz dopuszczalnego pasma zmienności. Działania miały charakter stabilizacyjny bez informowania o skali ani kierunku interwencji. Dopóki MNB działał jawnie na rynku walutowym, inwestorzy obawiali się, że zaprzestanie interwencji będzie oznaczało gwałtowną aprecjację forinta. Paradoksalnie zamiast uspokoić nastroje na rynku obecność władz monetarnych wpływała na wzrost niepewności. Z tego powodu MNB podjął decyzję o dokonywaniu interwencji niejawnych.

MNB na koniec stycznia 2003 r. dokonywał interwencji w niespotykanej do tej pory formie⁹. W czasie kolejnych czterech sesji od 27 stycznia uczestnicy rynku walutowego mogli składać do godziny 12 oferty zakupu euro od banku centralnego z pięcioma różnymi cenami wykonania bez limitu wielkości transakcji. O godzinie 14 każdego dnia MNB ogłaszał wyniki aukcji. Rezultaty przeprowadzonych aukcji interwencyjnych

⁸ *Ibidem*, s. 172–175.

⁹ *Ibidem*, s. 175.

okazały się poniżej oczekiwań i to zarówno w sferze osiągniętych kursów walutowych jak i wolumenu transakcji. Z ponad 5,3 mld euro zakupionych w ciągu dwóch dni interwencji z 15–16 stycznia udało się sprzedać zaledwie kilkaset milionów. Dwie aukcje zakończyły się zupełnym fiaskiem i nie doszło do zawarcia transakcji. Po fali krytyki ze strony banków komercyjnych MNB zaprzestał oficjalnych aukcji na rzecz interwencji niejawnych. MNB dokonywał transakcji na rynku walutowym po aktualnym kursie z innymi uczestnikami rynku. Skala transakcji wahała się od 10 do 230 mln euro. Do 24 lutego udało się w ten sposób sprzedać połowę euro z zakupionych podczas pierwszych dni interwencji. Niejawne interwencje zakończono dopiero na koniec maja. MNB sprzedał w ciągu pięciu miesięcy 3,8 mld euro.



Rys. 3. Wpływ interwencji walutowych na kurs forinta do euro od stycznia do maja 2003 r.

Źródło: Z. Ersek, *Defending the Strong Side of the Band- the Hungarian Experience*, [w:] *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, BIS Papers no. 24, May 2005 r., s. 173.

Cała strategia inwestycyjna zakończyła się sukcesem władz monetarnych Węgier. MNB szacuje, że spekulanci ponieśli straty w wysokości ok. 240 mln euro. MNB zrealizował dodatnie przepływy z tytułu konwersji walut na poziomie 43 mld forintów.

3. Efektywność interwencji walutowych w krajach transformacji wnioski dla krajów naszego regionu

W literaturze ekonomicznej nie brakuje prac dotyczących interwencji walutowych w krajach rozwijających się. Opisując stosowanie interwencji walutowych, trzeba podkreślić, że w niektórych przypadkach mogą one być odpowiednikiem operacji związanych z realizacją polityki monetarnej – wtedy, gdy bank centralny nie sterylizuje in-

terwencji w całości lub części wpływa na bazę pieniężną i krótkookresowe stopy procentowe.

W literaturze przytacza się argumenty, że interwencje na rynku walutowym mogą być bardziej skuteczne w przypadku krajów rozwijających się. Dzieje się tak z kilku powodów¹⁰:

- w przeciwieństwie do krajów rozwiniętych kraje rozwijające się mogą interweniować na skalę relatywnie dużą w porównaniu do obrotów na własnym rynku walutowym, bazy pieniężnej oraz zobowiązań wynikających z emisji papierów skarbowych;
- banki centralne krajów rozwijających się mogą użyć szeregu regulacji na rynkach walutowym, monetarnym i bankowym, które to mogą skutecznie zmniejszyć rozmiary tych rynków zwiększając relatywną siłę banku centralnego;
- większe korzyści z zapowiedzi werbalnych w porównaniu z krajami wysoko rozwiniętymi (*information advantages*).

Badania ekonometryczne efektywności interwencji w krajach rozwijających się udowadniają, że przeciwieństwo do efektywności interwencji banków centralnych krajów rozwiniętych, interwencje walutowe są skuteczne zarówno jeśli chodzi o wpływ na poziom kursu walutowego jak i ograniczenie jego zmienności¹¹. Badając stopień wpływu interwencji na oczekiwania rynkowe co do zmiany kursu walutowego można stwierdzić, że tylko interwencje zapowiedziane i skoordynowane są odbierane przez uczestników rynku walutowego jako wiarygodne. Wykazano, że jeśli interwencje są skoordynowane z publikacją danych makroekonomicznych, a potrzeba interwencji jest potwierdzona przez dane fundamentalne, to zamierzone skutki interwencji mogą być utrzymane nawet w średnim i długim okresie.

Opisywane przykłady potwierdzają, że w dobie współczesnych finansów międzynarodowych przy łatwości szybkiej mobilizacji kapitału przez wielu operatorów rynkowych interwencja nie może być niezależnym narzędziem. Jej efektywność zależy od zgodności docelowego poziomu kursu walutowego i polityki makroekonomicznej. Duże przepływy kapitałowe albo wahania kursu w słabo ukształtowanym sektorze finansowym mogą wymagać dostosowań na wielu płaszczyznach – kursu walutowego, stóp procentowych i polityki fiskalnej.

Z dotychczasowych interwencji w Polsce, Czechach i Węgrzech można sformułować następujące wnioski:

- ataki spekulacyjne obliczone są głównie na aprecjację kursu waluty krajowej względem euro. Co więcej, spekulacja na deprecjację waluty krajowej wpływa na poprawę konkurencyjności eksportu i w krótkim i średnim okresie, jeśli nie odbiega znacząco od kursu równowagi, nie stanowi zagrożenia dla stabilności równowagi zewnętrznej;
- bankowi centralnemu znacznie trudniej przeprowadzić skuteczną interwencję w obronie dolnego ograniczenia kursu niż przeciwdziałać deprecjacji. Wynika to z szybkiej kumulacji rezerw w euro w związku z ściąganiem dewiz z rynku walutowego;

¹⁰ Szerzej J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.

¹¹ Por. R. F. Guimaraes, C. Karacadag, *The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Cases of Mexico and Turkey*, IMF Working Paper, Wp/04/123, 2004.

- liberalizacja przepływów kapitałowych oraz rozwój instrumentów rynku walutowego utrudnia interwencje krajowym władzom monetarnym i pozwala na stosowanie wielu różnorodnych strategii inwestycyjnych inwestorom zagranicznym,

- interwencji na rynku walutowym powinny towarzyszyć niezbędne zmiany innych instrumentów polityki pieniężnej takich jak np. stopy procentowe, czy podaż pieniądza;

- dużym problemem pozostaje nie tylko określenie pożądanej skali zmiany kursu walutowego ale dostosowanie do celu wolumenu interwencji;

- stała obecność banku centralnego na rynku walutowym pomaga skutecznie kształtować oczekiwania innych uczestników rynku ponieważ komunikaty przesyłane przez kanał informacyjny są interpretowane przez operatorów w pożądany sposób na podstawie ich poprzednich doświadczeń wynikających z transakcji przeprowadzanych przez władze monetarne.

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 zawirowaniom na rynku walutowym 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.

Marcin Konarski

THE EFFECTIVENESS OF EXCHANGE RATE INTERVENTIONS CARRIED BY CZECH, HUNGARY AND POLAND

This paper examines effectiveness of exchange rate interventions carried by Czech, Hungary and Poland. The paper analyzes tactics of interventions and monetary policies carried by central banks during the interventions. I examine ex post influence of interventions on managing exchange rate and exchange rate volatility. Czech, Hungary and Poland are to join ERM II to stabilize exchange rates before accession to EMU. That is why interventions will be so important to meet Maastricht criteria.