

**Ireneusz Pszczółka\***

## **INTERWENCJE WALUTOWE JAKO ELEMENT POLITYKI BANKÓW CENTRALNYCH**

### ***FOREIGN EXCHANGE MARKET INTERVENTION AS A PART OF CENTRAL BANK POLICY***

#### **Abstract**

*This paper discusses the issue of central banks intervene in foreign exchange markets in order to achieve a variety of overall economic targets. The main immediate objectives of this intervention are: to influence the level of the exchange rate; to dampen exchange rate volatility or supply liquidity to foreign exchange markets; and to influence the amount of foreign reserves. This paper focuses also on different channels of influence. The main stress was put on the analyses of the effectiveness of some examples of foreign exchange intervention conducted by some central banks, both from emerging and developed economies.*

**Słowa kluczowe:** interwencje walutowe, polityka banków centralnych

**Numer klasyfikacji JEL:** E5

#### **Wprowadzenie**

Oficjalne interwencje władz monetarnych prowadzone na rynku walutowym to kupno bądź sprzedaż walut obcych w celu wpływania na kształtowanie się kursu waluty krajowej. Waluty obce, wykorzystywane do prowadzenia tych interwencji najczęściej posiadają nieformalny status waluty międzynarodowej (dolar amerykański, euro, jen). Wybór waluty interwencyjnej jest natomiast pochodną wykorzystania jej jako waluty rezerwowej, waluty przejścia (*vehicle currency*) i waluty odniesienia. Jedną z podstawowych determinant wyboru jest płynność waluty na rynku walutowym oraz powszechność jej akceptacji. W przypadku krajów, które odnoszą swoją walutę do wybranej waluty międzynarodowej, podstawową walutą, w jakiej prowadzone są interwencje, jest właśnie waluta odniesienia<sup>1</sup>.

---

\* dr, adiunkt, Katedra Polityki Ekonomicznej i Bankowości, Politechnika Radomska

<sup>1</sup> B. Egert, *Central bank interventions, communication and interest rate policy in emerging European economies*, CES IFO Working Paper No. 1869, December 2006, s.2-30.

Interwencje walutowe są jednym z najbardziej kontrowersyjnych działań banków centralnych. W literaturze przedmiotu nie ma powszechnej jednomyslności co do efektów tych działań, które w praktyce częściej prowadzone są w gospodarkach rozwijających się niż w rozwiniętych<sup>2</sup>. R. Baillie i P. Osterberg<sup>3</sup> oraz M. Frankel, C. Pierdzioch i G. Stadtmann<sup>4</sup> uznają, że interwencje walutowe nie przynoszą zamierzonych efektów, natomiast R. Fatum i M.M. Hutchisto<sup>5</sup> oraz A.P. Chaboud i O.F. Humpage<sup>6</sup> twierdzą, że działania te mogą być efektywne.

Dodatkowo interwencja walutowa nie jest samodzielnym instrumentem polityki prowadzonej przez banki centralne, a jej efektywność jest pochodną polityki ekonomicznej prowadzonej przez dany kraj. Oznacza to, że polityka interwencji walutowych nie może być prowadzona w oderwaniu od całokształtu polityki pieniężnej.

## 1. Główne rodzaje i cele interwencji walutowych

W praktyce w ramach interwencji walutowych stosuje się głównie operacje sterylizowane i niesterylizowane oraz jednostronne i skoordynowane.

Podczas interwencji sterylizowanych władze monetarne neutralizują ich wpływ na poziom płynności w systemie bankowym. W przypadku zakupu (sprzedaży) walut bank centralny neutralizuje możliwy wzrost (spadek) poziomu płynności w systemie bankowym poprzez operacje kupna (sprzedaży) od banków komercyjnych papierów wartościowych w ramach operacji otwartego rynku. Jeżeli władze monetarne zdecydują się na nie podejmowanie działań sterylizujących mogą, spodziewać się zmiany wartości bazy monetarnej. Najczęściej banki centralne przeprowadzają działania sterylizujące interwencje walutowe, aby uniknąć niespodziewanych zakłóceń.

Interwencje jednostronne dokonywane są przez poszczególne banki centralne, natomiast interwencje skoordynowane przez jednocześnie działająca grupę banków centralnych<sup>7</sup>.

<sup>2</sup> A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, C.H.Beck, Warszawa 2011, s.131.

<sup>3</sup> Zob. R. Baillie, P. Osterberg, *Why Do Central Banks Intervene?*, Journal of International Money and Finance, 16/1997, s. 909-919.

<sup>4</sup> Zob. Frenkel, M., C Pierdzioch, and G. Stadtmann, *The Effects of Japanese Foreign Exchange Market Interventions on the Yen/U.S. Dollar Exchange Rate Volatility*. Kiel Working Paper No. 1165. Kiel Institute for World Economics, 2003.

<sup>5</sup> Zob. R. Fatum, M. M. Hutchison, *Effectiveness of official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan* NBER Working Paper No. 9648, 2003.

<sup>6</sup> A. P. Chaboud, O. F. Humpage, *An Assessment of the Impact of Japanese Foreign Exchange Intervention: 1991-2004*, International Finance Discussion Paper No.824. Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005.

<sup>7</sup> Ibidem, s. 134-137.

W zależności od typu prowadzonej przez bank centralny polityki informacyjnej można wskazać trzy kolejne kategorie interwencji:

- rzeczywista interwencja, której rynek jest świadomy (przeprowadzona oficjalnie, w dniu kiedy pojawia się o niej plotka),
- rzeczywista interwencja, której rynek jest nieświadomy (przeprowadzona oficjalnie, bez pojawienia się plotki na rynku),
- domniemana interwencja, która nie została oficjalnie przeprowadzona (choć pojawiła się o niej plotka)<sup>8</sup>.

Banki centralne prowadzą interwencje na rynku walutowym dla osiągnięcia trzech podstawowych celów, których efektem jest osiągnięcie także celów makroekonomicznych.:

**a) wpływanie na poziom kursu walutowego;**

Wiele gospodarek wschodzących utrzymuje (*de facto* lub *de jure*) kurs centralny odniesiony (*pegged*) do jednej waluty bądź koszyka walutowego lub kurs zmienny kierowany (*managed*). W przypadku takich systemów kursowych konieczne jest utrzymanie danego poziomu lub zakresu wahań kursu walutowego. Jest to realizowane poprzez prowadzoną politykę pieniężną oraz interwencje banku centralnego na rynku walutowym.

Bank centralny wpływa na poziom kursu walutowego z trzech powodów:

- kontrola inflacji i wewnętrznej równowagi; niektóre kraje kontrolują poziom inflacji wykorzystując kurs walutowy jako nominalną kotwicę dla polityki monetarnej oraz stabilizują m.in. wysokości długu publicznego denominowanego w walutach obcych,
- utrzymanie zewnętrznej równowagi oraz efektywnej alokacji zasobów dla zwiększenia konkurencyjności gospodarki krajowej oraz wsparcia wzrostu gospodarczego; efekty te mają być osiągnięte poprzez stabilizację kursu waluty krajowej zbliżonego do jej wartości fundamentalnej oraz ograniczanie wysokości deficytu bilansu płatniczego,
- utrzymanie stabilności finansowej poprzez zapobieganie zakłóceniom na rynkach oraz ewentualnym kryzysom; zbytńia deprecjacja waluty krajowej może negatywnie wpłynąć na sytuację finansową firm i instytucji finansowych, które zadłużyły się w walutach obcych (a zobowiązania nie są wspierane przez aktywa denominowane w tej samej walucie) w konsekwencji doprowadzając do znacznego osłabienia sektora finansowego lub nawet do kryzysy gospodarczego.

**b) zmniejszanie zmienności płynnego kursu walutowego;**

Gospodarki, które charakteryzują się płynnym kursem walutowym i prowadzą politykę pieniężną zorientowaną głównie na osiągnięcie celu inflacyjnego,

---

<sup>8</sup> R. Fatum, *Official Japanese intervention in the JPY/USD exchange rate market: is it effective and through which channel does it work?*, IMES Discussion Paper No. 2009-E-12, Bank of Japan, March 2009, s. 2.

mogą być narażone (szczególnie w okresach kryzysów) na znaczną zmienność kursu walutowego. Najczęściej dotyczy to walut gospodarek rozwijających się. Władze monetarne tych krajów zwracają przede wszystkim uwagę nie na to jak bardzo kurs waluty krajowej się odchyła, tylko jak szybko to robi. Dlatego też, w takim przypadku, interwencje mają na celu zmniejszyć tempo wahań kursu walutowego bez wpływania na zmiany trendu określane jako działania „opierania się wiatrowi” (*leaning against the wind*). Tego typu interwencje najczęściej stosowane są w przypadku odchylenia się kursu walutowego od równowagi, ale mogą być także zastosowane w przypadku zbyt szybkiego powrotu do tej równowagi (wartości fundamentalnej). Należy zaznaczyć, że działania zmierzające do redukcji niepewności panującej na rynku walutowym mogą także osłabić chęć sektora prywatnego do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym<sup>9</sup>.

### c) wpływ na wielkość rezerw walutowych;

Bank centralny operuje na rynku walutowym, wpływając na wielkość rezerw walutowych poprzez akumulację walut niezbędnych dla interwencji lub redukcję, celem ograniczenia kosztów ich utrzymywania. Często koszty te biorą się z konieczności sterylizacji wzrostu podaży płynnych rezerw w systemie bankowym<sup>10</sup>. Wpływanie na wysokość rezerw walutowych wspiera także stabilność finansową kraju<sup>11</sup>.

Niekiedy podczas działań władz monetarnych zmierzających do osiągnięcia pierwszego lub drugiego celu konieczne jest takie oddziaływanie na rynek walutowy, które doprowadzi do odwrócenia bieżącego trendu kursowego. Tego typu interwencje także zaliczane są do grupy działań określanymi jako „opieranie się wiatrowi”<sup>12</sup>. Efektem tych interwencji może być odwrócenie trendu rynkowego (jeżeli uda się „wciągnąć” do działań spekulantów operujących na rynku na podstawie wskazań analizy technicznej) lub spowolnienie negatywnej dynamiki kursu walutowego.

Według M.R. Kinga różne cele stawiane interwencjom walutowym wymagają zastosowania różnych instrumentów<sup>13</sup>. Głównym instrumentem są operacje na kasowym rynku walutowym (*spot*). Znacznie rzadziej bank centralny operuje na rynku terminowym (*forward*) oraz na rynku swapów i opcji walutowych. Dodatkowo stosuje się także werbalne instrumenty takie jak: „operacje otwartych ust” (*open mouth operations*), w ramach których władze monetarne informują uczestników rynku o możliwości przeprowadzenia interwencji oraz moralną per-

<sup>9</sup> R. Moreno, *Motives for intervention*, [w:], *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No 24, May 2005, s. 5-12.

<sup>10</sup> Zob. A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, op.cit., s. 232.

<sup>11</sup> R. Moreno, *Motives for intervention*, [w:], *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No 24, May 2005, s. 13.

<sup>12</sup> T. Ito, *Is Foreign Exchange Intervention Effective?: The Japanese Experiences in the 1990s*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No 8914, April 2002, s. 20

<sup>13</sup> M R. King, *Effective foreign exchange intervention: matching strategies with objectives*, *Journal of International Finance*, vol 6, no 2, 2003, s. 247-69.

sważę (*moral suasion*), która sprowadza się do werbalizacji nieformalnych zaleceń dla profesjonalnych uczestników rynku walutowego<sup>14</sup>.

## 2. Kanaly transmisji interwencji walutowych

Efektywność interwencji uzależniona jest od kanału transmisji, który jest wykorzystany. W literaturze wskazuje się cztery główne kanały. Pierwszy to kanał sygnalizujący (*signaling channel*), nazywany także kanałem oczekiwań (*expectation channel*), który działa, jeżeli rynek jest świadomy działań prowadzonych przez bank centralny (zakłada efektywność interwencji werbalnych). Sprawdzają się do podawania informacji o interwencji do publicznej wiadomości. Jednak dla efektywności tego kanału ważne jest aby za sygnałami werbalnymi szły konkretne działania banku centralnego, zgodne z kierunkiem zmian polityki pieniężnej, o których rynek został poinformowany. D. Archer twierdzi, że kanał ten jest efektywniejszy w przypadku działań zmierzających do ograniczenia aprecjacji kursu waluty niż w przypadku próby zahamowania jego deprecjacji<sup>15</sup>. Drugi to kanał równowagi portfelowej (*portfolio balance channel*), który jest efektywny jedynie w trakcie prowadzonej interwencji (w przeciwnym wypadku popyt i podaż na rynku walutowym nie zmienia się). Bank centralny poprzez swoje interwencje wpływa na strukturę walutową portfela uczestników rynku. W tym przypadku interwencja prowadzi do relatywnej zmiany podaży krajowych i zagranicznych papierów wartościowych. Inwestorzy decydują się kupować zagraniczne aktywa pod warunkiem wzrostu stopy zwrotu z aktywów krajowych, który wynika z aprecjacji kursu waluty krajowej<sup>16</sup>. Trzeci to kanał polityki pieniężnej (*monetary policy channel*). Zwraca się w nim uwagę na znaczenie różnicy w stopach procentowych w kraju i za granicą dla kształtowania się kursu walutowego. Zmiana w różnicy realnej stopy procentowej spowodowana prowadzoną polityką pieniężną może wpłynąć na zmianę kursu walutowego, szczególnie jeżeli była nieoczekiwana<sup>17</sup>. Interwencje walutowe mogą być efektywne tylko w przypadkach, kiedy rynek wie lub domniemywa, że interwencja została przeprowadzona<sup>18</sup>. Jest to tak-

<sup>14</sup> D. Archer, *Foreign exchange market intervention: methods and tactics*, [w:], *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No 24, May 2005, s. 44-50

<sup>15</sup> Ibidem, s. 42.

<sup>16</sup> A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, op.cit., s. 138.

<sup>17</sup> D. Archer, *Foreign exchange market intervention: methods and tactics*, [w:], *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No 24, May 2005, s. 40-41.

<sup>18</sup> R. Fatum, *Official Japanese intervention in the JPY/USD exchange rate market: is it effective and through which channel does it work?*, IMES Discussion Paper No. 2009-E-12, Bank of Japan, March 2009, s. 2.

że istotny element transmisji impulsów monetarnych do strefy realnej. Kanał ten jest skuteczny głównie w przypadku prowadzenia interwencji niesterylizowanej. Czwarty kanał to kanał mikrostruktury rynku (*microstructure channel*), określane także jako kanał zmiany celu strumieni płynących przez rynek (*order flow channel*). Działania banku centralnego wpływają na decyzje uczestników rynku. Poprzez wpływanie na wielkość i strukturę zleceń na rynku walutowym bank centralny powoduje, że inwestorzy, którzy podejmują decyzję na podstawie analizy tych parametrów, odczytują to jako sygnał zmiany trendu, wspierając go swoimi zleceniami. W kanale tym istotnym parametrem jest rozmiar interwencji. Jest on bardziej efektywny w gospodarkach rozwijanych się, których rynki walutowe charakteryzują się relatywnie niską płynnością<sup>19</sup>. Dodatkowo w literaturze można znaleźć odniesienie także do kanału „*noise trading*”, który zbliżony jest do kanału mikrostruktury rynku. W tym przypadku do wzmocnienia efektu interwencji banku centralnego próbuje się wykorzystać uczestników rynku, którzy nie podejmują swoich decyzji w oparciu o analizę fundamentalną, a pod wpływem np. sygnałów analizy technicznej, które określane są często jako tzw. szum informacyjny<sup>20</sup>. Interwencja banku centralnego w momencie tworzenia się np. technicznej formacji odwrócenia trendu może spowodować znaczący wzrost ilości pozycji zajmowanych w tym kierunku.

### 3. Wybrane przykłady interwencji walutowych i ich skuteczność

W praktyce w większości przypadków interwencje walutowe prowadzone są samodzielnie przez pojedyncze banki centralne, jednak zdarza się także prowadzenie umówionych interwencji walutowych wspólnie przez kilka banków centralnych. Trzy najbardziej spektakularne wspólne działania tego typu to<sup>21</sup>:

- **Porozumienie Plaza** (*Plaza Accord*) z 1985 roku;

W pierwszej połowie lat osiemdziesiątych XX wieku nastąpiła znaczna aprecjacja kursu dolara amerykańskiego w stosunku do jena japońskiego i marki niemieckiej, prowadząc do wysokiej nierównowagi w światowej gospodarce. Dla przeciwdziałania tym niekorzystnym tendencjom kraje G5 ogłosiły 22 września 1985 roku podpisanie Porozumienia *Plaza*. Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Japonia, Niemcy i Francja zdecydowały się podjąć działania w celu deprecjacji waluty amerykańskiej. Banki centralne podjęły pierwsze interwencje już następnego dnia po zawarciu porozumienia, wymieniając dolary na marki niemieckie.

<sup>19</sup> D. Archer, *Foreign exchange market intervention ...*, op.cit., s. 43.

<sup>20</sup> A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, op.cit., s. 138.

<sup>21</sup> G. Galati, W. Melick, *Central bank intervention and market expectation*, BIS Papers No. 10, April 2002, s.10-16.

- **Porozumienie Louvre** (*Louvre Accord*);

Działania podjęte w ramach Porozumienia *Plaza* doprowadziły do znacznego osłabienia się dolara amerykańskiego, które było dodatkowo wspierane słabnącą gospodarką oraz rosnącym deficytem handlowym Stanów Zjednoczonych. W okresie od połowy 1985 roku do początku 1987 roku waluta amerykańska straciła ponad 50% wartości w stosunku do marki niemieckiej i niewiele mniej w stosunku do jena japońskiego<sup>22</sup>. Dla ograniczenia deprecjacji dolara 22 lutego 1987 roku banki centralne krajów G6 uzgodniły Porozumienie *Louvre*. W okresie 1987-1988 prowadzono regularne interwencje, skupując dolary amerykańskie za marki niemieckie i jeny. Podjęte działania oraz restrykcyjna polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej doprowadziły do odwrócenia się trendu.

- **Wsparcie dolara w latach 1992-1996;**

W okresie od sierpnia 1992 roku do kwietnia 1995 waluta amerykańska ponownie zaczęła tracić w stosunku do waluty niemieckiej i japońskiej. W początkowej fazie interwencje poszczególnych banków centralnych były prowadzone w sposób nieskoordynowany. Ze względu na niską efektywność takich działań, w latach 1995-1996, System Rezerwy Federalnej, Bank Japonii i Bank Centralny Niemiec (*Bundesbank*) zdecydowały się na koordynację interwencji. W okresie od sierpnia 1992 roku do grudnia 1996 roku banki centralne interweniowały w obronie dolara amerykańskiego aż 154 razy<sup>23</sup>.

Najczęściej interweniującym bankiem centralnym był Bank Japonii. W latach dziewięćdziesiątych XX wieku oraz w okresie 2000-2004 interweniował ponad 300 razy. Od 1 stycznia 1999 roku do 31 marca 2004 roku oficjalne japońskie interwencje przeprowadzone były 159 razy, ale plotki o tym działaniu pojawiły się 269 razy. W przypadku 92 ze 159 interwencji plotki pokrywały się z rzeczywistymi działaniami Banku Japonii<sup>24</sup>. W analizowanym okresie, głównym motywem było osłabienie kursu jena, dlatego też wszystkie interwencje polegały na sprzedaży jenów za dolary amerykańskie. Większość interwencji (113) charakteryzowała się wysokim wolumenem, przekraczającym 1000 mln USD, natomiast w 20 przypadkach zakupy Banku Japonii były niższe niż 250 mln USD (tab. 1).

**Tab. 1. Oficjalne interwencje walutowe Banku Japonii w okresie od 1 stycznia 1999 roku do 31 marca 2004 roku (w mln USD)**

Wartość kupna USD	Liczba dni interwencji	Skumulowana wartość interwencji
> 1000	113	443 796
> 500	21	16 613

<sup>22</sup> K.M. Dominguez, *Central bank intervention and exchange rate volatility*, Journal of International Money and Finance 17/1998, s.173.

<sup>23</sup> G. Galati, W. Melick, *Central bank intervention...*, op.cit., s.14.

<sup>24</sup> R. Fatum, *Official Japanese intervention ...*, op.cit., s. 4

Wartość kupna USD	Liczba dni interwencji	Skumulowana wartość interwencji
> 250	5	1 694
> 0	20	2 148
Razem	159	464 2514

Źródło: R. Fatum, *Official Japanese intervention...*, op.cit.s. 26.

Według R. Fatumy japońskie interwencje były efektywne w okresie od 1 stycznia 1999 roku do 31 grudnia 2003 roku (wspierając proces deprecjacji lub hamując proces aprecjacji jena), natomiast nieefektywne w okresie od 1 stycznia do 31 marca 2004 roku. Pozwala to *ex post* wytłumaczyć, dlaczego Bank Japonii wycofał się z prowadzonych działań. Zgodnie z wynikami analizy przeprowadzonej przez tego autora, w pierwszym okresie, rzeczywiste interwencje (bez względu na to czy rynek był świadomy czy nie) istotnie wpływały na kurs JPY/USD w dniu ich przeprowadzenia. W przypadku pojawienia się plotki o interwencji, przy braku jej rzeczywistego przeprowadzenia, nie wystąpiła istotna korekta kursu JPY/USD. W pierwszym kwartale 2004 roku, ani rzeczywiste interwencje, ani plotki o ich przeprowadzeniu nie miały wpływu na kształtowanie się kursu JPY/USD. Oznacza to, że w obu przypadkach nie ma znaczenia, czy interwencja jest spodziewana czy niespodziewana dla rynku<sup>25</sup>.

Bank Japonii jako pierwszy zdecydował się na interwencję w euro. Pierwsza taka operacja na rynkach walutowych, wykorzystująca wspólną walutę europejską, miała miejsce 18 czerwca 1999 roku. Następnie w latach 2000-2001 to EBC zdecydował się na interwencje w celu obrony tracącego na wartości euro<sup>26</sup>. Jedną z nich, przeprowadzoną we wrześniu 2000 roku, była wykonana razem z Bankiem Anglii, Bankiem Kanady i Bankiem Japonii. Interwencja ta kosztowała 6,3 mld euro.

Najczęściej interweniującą grupą krajów są kraje należące do grupy rozwijających się. Wynika to głównie z systemów kursowych, które zostały w nich wprowadzone (kurs centralny odniesiony lub zmienny kierowany)<sup>27</sup>. Dobrym przykładem kraju, który stale interweniuje na rynku walutowym, przeciwdziałając aprecjacji swojej waluty (juana), są Chiny. W latach 2003-2007 władze chińskie regularnie sprzedawały juana, kupując głównie dolary amerykańskie i euro. Doprowadziło to w tym okresie do wzrostu chińskich rezerw walutowych z 403 mld USD do 1500 mld USD<sup>28</sup>. Podobną politykę, choć nie tak agresywną, prowadzi

<sup>25</sup> Ibidem, s.20-21.

<sup>26</sup> P. Kowalewski, *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Twigger, Warszawa 2001, s.190.

<sup>27</sup> Na temat różnych przykładów interwencji walutowych prowadzonych przez kraje rozwijające się (m.in. Argentyny, Brazylii, Chile) zob. więcej *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No 24, May 2005.

<sup>28</sup> R.W. Staiger, A.O. Sykes, *Currency manipulation and world trade*, Olin Working Paper No. 363, Stanford University, June 2008, s.3.



Bank Centralny Indii. W latach 2007-2008 w celu osłabienia kursu rupii skupił z rynku 78,2 mld USD<sup>29</sup>.

Jedną z najbardziej kosztowych interwencji walutowych przeprowadzonych w XXI wieku była seria działań podjętych przez Bank Rosji od sierpnia 2008 roku do lutego 2009 roku. W obronie rubla Rosja wydała 200 mld USD<sup>30</sup>. W drugiej połowie 2010 roku, w wyniku znacznej aprecjacji w stosunku do dolara amerykańskiego walut zarówno gospodarek rozwiniętych (m.in. jen japoński), jak i wschodzących (m.in. brazylijski real i koreański won), banki centralne zdecydowały się na działania zmierzające do zmiany tych tendencji. Pierwszym bankiem centralnym, który podjął działania w celu osłabienia waluty krajowej, był Bank Japonii, decydując się na przeprowadzenie interwencyjnego skupu dolarów amerykańskich we wrześniu 2010 roku. Była to pierwsza interwencja tego banku od 2004 roku<sup>31</sup>.

Bazując na danych zaprezentowanych przez D. Mihaljeka należy zauważyć, że w latach 2002-2004 prowadzenie interwencji przez banki centralne (19 raportujących do BIS) było ich naturalnym działaniem. W latach 2002-2003 tylko pięć banków centralnych, a w roku 2004 sześć, nie prowadziło interwencji (tab. 2).

**Tab. 2. Częstotliwość interwencji walutowych prowadzonych przez banki centralne\* w latach 2002-2004**

Częstotliwość	2002	2003	2004
Regularnie (50% roboczych dni)	5	6	6
11-50% roboczych dni	4	3	2
0-10% roboczych dni	5	5	5
Nigdy	5	5	6

\*. 19 banków centralnych raportujących do BIS

Źródło: D. Mihaljek, *Survey of central banks' views on effect of intervention*, [w:] *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No. 24, May 2005, s.83.

W analizowanym okresie rozmiar interwencji walutowych prowadzonych przez poszczególne banki centralne znacznie się od siebie różnił. Maksymalna wartość wyniosła 4926 mld USD w 2003 roku, a minimalna – 0,5 mld w latach 2003-2004. Średnią wartość interwencji prowadzonych w latach 2002-2004 wahała się w przedziale od 42 mld USD do 54 mld USD (tab. 3).

<sup>29</sup> K. Basu, *The mechanics of central bank intervention in foreign exchange markets*, CAE Working Paper 09-02, January 2009, s. 4.

<sup>30</sup> T. Świderek, *Interwencje na rynkach walutowych są kosztowne i z reguły nie dają efektu*, Gazeta Prawna, nr 40, 26 luty 2009.

<sup>31</sup> G. Siemionczyk, *Era interwencji walutowych*, Parkiet, 4 październik 2010.

**Tab. 3. Wielkość interwencji walutowych prowadzonych przez banki centralne w latach 2002-2004 (w mln USD)**

Wielkość	2002	2003	2004
Średnia	42	54	50
Maksimum	450	4936	465
Minimum	1	0.5	0.5

Źródło: D. Mihaljek, *Survey of central ...*, op.cit., s.84.

W większości przypadków były to interwencje walutowe realizowane przy wykorzystaniu dolara amerykańskiego, euro i jena. We wszystkich krajach przeanalizowanych przez D. Mihaljeka, interwencje walutowe okazały się efektywne w większości przypadków lub czasami (tab. 4).

**Tab. 4. Efektywność interwencji walutowych według głównych celów w wybranych krajach w latach 2002-2004**

Poziom efektywności	Kontrolowane zmiany lub stabilizacja kursu walutowego na pożądanym poziomie	Stabilizacja zakłóceń rynkowych (zbytnej zmienności kursu walutowego)
Efektywne w większości przypadków	Argentyna, Chile, Hong Kong, Malezja, Singapur, Tajlandia	Argentyna, Chile, Kolumbia, Węgry, Indie, Indonezja, Korea, Peru, Filipiny, Singapur, Tajlandia, Turcja
Efektywne czasami	Czechy, Węgry, Indonezja, Korea, Wenezuela	Brazylia, Czechy, Meksyk, Wenezuela
Nieefektywne	brak	brak

Źródło: D. Mihaljek, *Survey of central ...*, op.cit., s.85.

Banki centralne interweniują na rynkach walutowych dla osiągnięcia różnych ekonomicznych celów. Motywy tych instytucji i wybór waluty prowadzonych interwencji mogą zmieniać się w zależności od poziomu gospodarczego i finansowego rozwoju danego kraju. W przypadku gospodarek wschodzących, charakteryzujących się niskim poziomem rozwoju, interwencje najczęściej wspierają reżim kursowy; banki centralne zazwyczaj pełnią funkcję „*market maker*” i dostarczają płynność do słabo rozwiniętego rynku walutowego. Istotną cechą tych interwencji jest ich wysoka efektywność (tab. 4).

Tab. 5. Efektywność interwencji według kanału transmisji

Poziom efektywności	Kanał polityki monetarnej	Kanał równowagi portfelowej	Kanał oczekiwań	
			Oczekiwanie zmian przyszłej polityki monetarnej	Oczekiwanie przyszłych interwencji na rynku walutowym
Efektywne w większości przypadków	Brazylia, Czechy, Hong Kong	Argentyna, Brazylia, Filipiny, Turcja	Argentyna, Brazylia, Czechy, Węgry, Filipiny, Singapur	Argentyna, Brazylia, Węgry, Indie, Indonezja, Peru, Filipiny, Turcja
Efektywne czasami	Argentyna, Kolumbia, Węgry, Indonezja, Korea, Turcja, Wenezuela	Czechy, Węgry, Korea, Peru	Indonezja, Korea, Tajlandia	Kolumbia, Czechy, Korea, Tajlandia, Wenezuela
Nieefektywne	Filipiny	Singapur	brak	brak

Źródło: D. Mihaljek, *Survey of central ...*, op.cit., s.87.

W gospodarkach rozwiniętych, z płynnym kursem walutowym, interwencje wykorzystywane są głównie dla stabilizacji wahań kursu oraz w przypadku przestrzelenia jego wartości przez rynek. Dodatkowo poprzez interwencje banki centralne mogą wspierać płynność na rynkach w czasie kryzysu<sup>32</sup>. Niektóre banki centralne decydują się także prowadzić interwencje przy wykorzystaniu różnych kanałów transmisji (tab. 5). Wynika to z ich różnej efektywności oraz prowadzenia interwencji dla osiągnięcia różnych celów, w różnym czasie.

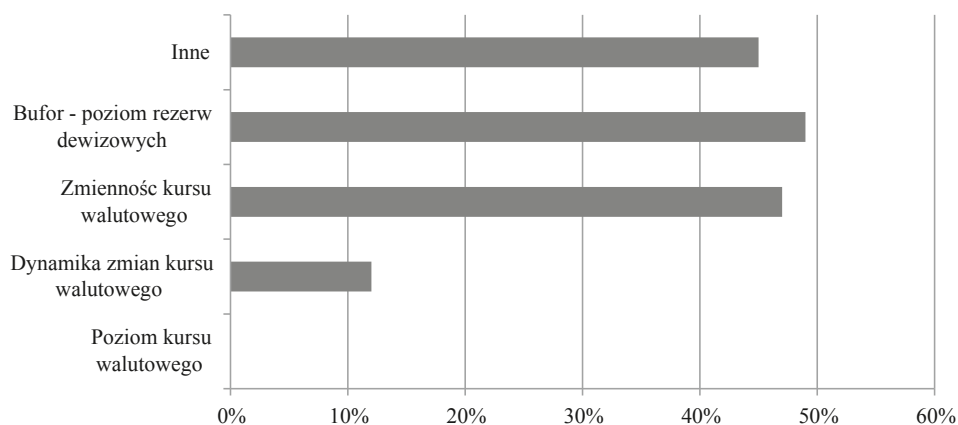
Jedną z najnowszych analiz interwencji walutowych przeprowadzili G. Adler i C. E. Tovar, skupiając się na działaniach banków centralnych 15 krajów<sup>33</sup> zaliczanych w większości przypadków do grupy gospodarek wschodzących w latach 2004-2010<sup>34</sup>.

Żaden z analizowanych przez G. Adlera, C. E. Tovera banków centralnych nie wskazał osiągnięcia docelowego poziomu kursu walutowego (*targeting an exchange rate level*) jako motywu interwencji, pomimo tego, że przedstawiciele tych instytucji czasami wyrażali obawy o ten poziom. Natomiast najważniejszym motywem analizowanych banków był chęć zwiększenia wartości rezerw dewizowych (rys.1).

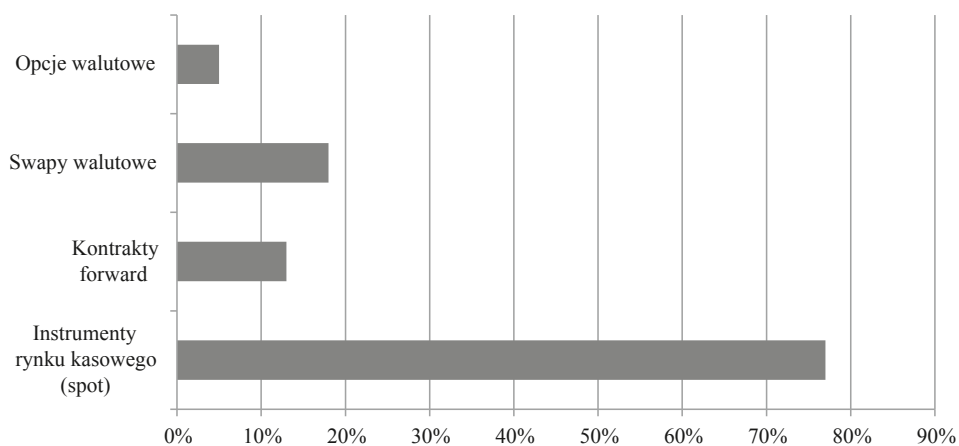
<sup>32</sup> R. Moreno, *Motives for intervention...*, op.cit., s. 15.

<sup>33</sup> Australia, Brazylia, Chile, Gwatemala, Indie, Indonezja, Izrael, Kolumbia, Kostaryka, Meksyk, Peru, Rosja, Urugwaj, Tajlandia Turcja.

<sup>34</sup> G. Adler, C. E. Tovar, *Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?*, IMF Working Paper WP/11/165, July 2011.

**Rys. 1 Motywy interwencji banków centralnych w wybranych krajach w latach 2004-2010**

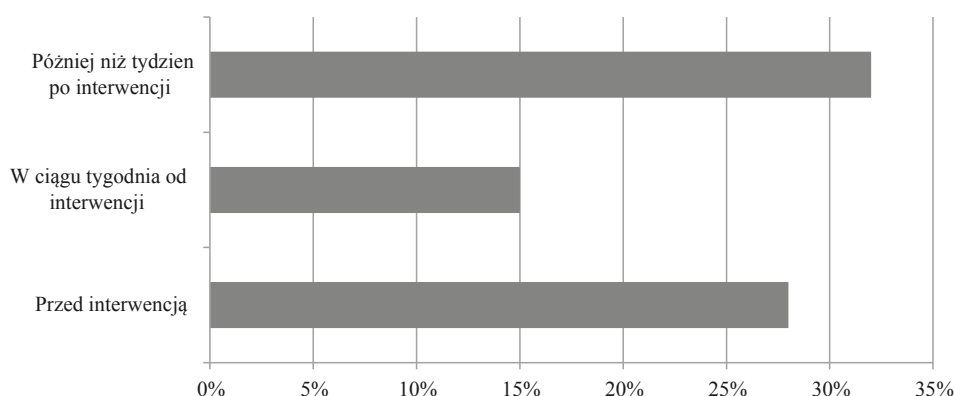
Źródło: G. Adler, C. E. Tovar, *Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?*, IMF Working Paper WP/11/165, July 2011, s. 10.

**Rys. 2 Instrumenty interwencji banków centralnych w wybranych krajach w latach 2004-2010**

Źródło: G. Adler, C. E. Tovar, *Foreign Exchange Intervention... op.cit, s. 11.*

Analiza ta potwierdziła także, że najważniejszymi instrumentami interwencji walutowych są te wykorzystywane na rynku kasowym, natomiast instrumenty pochodne stanowią jedynie uzupełnienie podejmowanych działań (rys. 2). Natomiast władze monetarne o swoich działaniach informują uczestników rynku najczęściej po przeprowadzonej interwencji i preferują aby miało to miejsce później niż tydzień po podjęciu konkretnych działań (rys. 3).

**Rys. 3. Moment publikacji informacji o wielkości interwencji banków centralnych w wybranych krajach w latach 2004-2010**



Źródło: G. Adler; C. E. Tovar, *Foreign Exchange Intervention... op.cit, s. 11.*

G. Adler i C. E. Tovar uważają także, że kwota interwencji jest ważniejsza niż sama obecność banku centralnego na rynku walutowym. Może to oznaczać, że kanał sygnalizujący w tym przypadku nie działał lub niskie kwoty interwencji są niewystarczające do zasygnalizowania intencji banku centralnego. Dodatkowo skuteczność interwencji jest uzależniona od stopnia integracji finansowej danego kraju z resztą świata. Większa integracja finansowa zmniejsza skuteczność interwencji, natomiast znaczne przewartościowanie waluty ją zwiększa<sup>35</sup>.

## Podsumowanie

Pomimo znacznej powszechności interwencji walutowych nie wszystkie banki centralne decydują się na wykorzystanie tego działania w prowadzonej przez siebie polityce. Wynika to zapewne z faktu, że nie wszystkie władze monetarne są przekonane co do skuteczności tego typu działań, jednak nie dotyczy to najważniejszych banków centralnych świata (EBC, FED i Bank Japonii). W świetle analiz empirycznych, mimo wielu sceptycznych opinii, należy stwierdzić, że interwencje walutowe w wielu przypadkach są skuteczne. Dotyczy to głównie interwencji prowadzonych przez banki centralne krajów z grupy rynków wschodzących, chociaż interwencje prowadzone przez Bank Japonii pokazują, że może dotyczyć to także krajów rozwiniętych. Z badań wynika także, że banki centralne korzystają z różnych kanałów oddziaływania na kurs walutowych w zależności

<sup>35</sup> Ibidem, s. 20-22.

od jego skuteczności w danym kraju. Oznacza to, że trudno jest wskazać w ujęciu ogólnym bardziej lub mniej efektywne kanały. Należy także zauważyć, że wyższą skutecznością charakteryzują się interwencje skoordynowane niż jednostronne. Przykładem tego są m.in. efekty działań podejmowanych w ramach porozumienia Plaza i Louvre.

## **Bibliografia**

Adler G., Tovar C. E., *Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?*, IMF Working Paper WP/11/165, July 2011.

Archer D., *Foreign exchange market intervention: methods and tactics*, [w:], *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No 24, May 2005.

Baillie R., Osterberg P., *Why Do Central Banks Intervene?*, *Journal of International Money and Finance*, 16/1997, s. 909-919.

Basu K., *The mechanics of central bank intervention in foreign exchange markets*, CAE Working Paper 09-02, January 2009.

Chaboud A. P., Humpage O. F., *An Assessment of the Impact of Japanese Foreign Exchange Intervention: 1991-2004*, International Finance Discussion Paper No.824. Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005.

Dominguez K.M., *Central bank intervention and exchange rate volatility*, *Journal of International Money and Finance* 17/1998.

Egert B., *Central bank interventions, communication and interest rate policy in emerging European economies*, CES IFO Working Paper No. 1869, December 2006.

Fatum R., Hutchison M. M., *Effectiveness of official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan*, NBER Working Paper No. 9648, 2003.

Fatum R., *Official Japanese intervention in the JPY/USD exchange rate market: is it effective and through which channel does it work?*, IMES Discussion Paper No. 2009-E-12, Bank of Japan, March 2009.

Frenkel, M., Pierdzioch C, Stadtmann G., *The Effects of Japanese Foreign Exchange Market Interventions on the Yen/U.S. Dollar Exchange Rate Volatility*. Kiel Working Paper No. 1165. Kiel Institute for World Economics, 2003.

Galati G., Melick W., *Central bank intervention and market expectation*, BIS Papers No. 10, April 2002.

Ito T., *Is Foreign Exchange Intervention Effective?: The Japanese Experiences in the 1990s*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No 8914, April 2002.

- Kowalewski P., *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Twigger, Warszawa 2001.
- Moreno R., *Motives for intervention*, [w:], *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No 24, May 2005.
- Siemionczyk G., *Era interwencji walutowych*, Parkiet, 4 październik 2010.
- Sławiński A. (red.), *Polityka pieniężna*, C.H.Beck, Warszawa 2011.
- Staiger R.W., Sykes A.O., *Currency manipulation and world trade*, Olin Working Paper No. 363, Stanford University, June 2008.
- Świderek T., *Interwencje na rynkach walutowych są kosztowne i z reguły nie dają efektu*, Gazeta Prawna, nr 40, 26 luty 2009.

