

CARLOS JORGE LENCZEWSKI MARTINS

Wybrane teorie interwencji walutowych i ocena ich skuteczności

Selected theories of foreign Exchange interventions and their effectiveness

Abstrakt: Opracowanie pod tytułem “Wybrane teorie interwencji walutowych i ocena ich skuteczności” ma na celu przedstawienie ogólnych zagadnień z zakresu teorii interwencji walutowych zawieranych przede wszystkim przez takie podmioty jak banki centralne. Chociaż zagadnienia te są powszechnie znane, nadal istnieją różne poglądy na temat skuteczności kanałów transmisji pieniądza. Skuteczność ta jest niezbędna do oceny planowanych interwencji. Ostatecznie, celem niniejszego opracowania, jest też zaprezentowanie praktycznego punktu widzenia banków centralnych na kwestię skuteczności teorii interwencji walutowych.

WPROWADZENIE

Introduction

Znane są z historii przypadki, kiedy to niezasadna interwencja walutowa połączona ze złą polityką gospodarczą, okazała się katastrofalna w skutkach, nierzadko doprowadzając do ruiny kraje będące w zaawansowanej fazie rozwoju gospodarczego (m.in. Meksyk w połowie lat 90-tych). Zdaniem współczesnych ekonomistów, stabilizacja poziomu cen stanowi jeden z najważniejszych czynników, prowadzących do osiągnięcia stabilności gospodarczej. *Stabilne i przewidywalne środowisko [gospodarcze], kreowane przez banki centralne, pozwalające utrzymać stabilizację cen, skutecznie zapobiega kryzysom gospodarczym* [Trichet 2005].

Poglądy wielu ekonomistów na temat skuteczności prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne, były nierzadko sporne. Od czasów upadku systemu z Bretton Woods w latach 70-tych, kiedy to w wyniku ataków spekulacyjnych, interwencje wal-

towe okazały się nieskuteczne w utrzymywaniu parytetu walutowego, naukowcy bronili słuszności upłynniania kursu walutowego oraz braku interwencji ze strony banków centralnych [Sarno, Taylor 2001, 839]. Przeciwny pogląd ekonomistów, spotykany w latach 80-tych, mówił z drugiej strony, że kupno i sprzedaż walut zagranicznych przez banki centralne stanowi efektywny instrument polityki interwencji w zakresie kursów walutowych. Efektem tych ostatnich opinii był powszechnie panujący pogląd o przewartości dolara amerykańskiego w stosunku do innych walut, który w wyniku ówczesnych spotkań grup G5 i G7 zaowocował decyzją o konieczności deprecjacji dolara poprzez wielostronne i skoordynowane interwencje [Reitz 2002, 7]. Ustalono ponadto, że działania Banku Centralnego powinny być stosowane w taki sposób, aby nie tylko „uspokoić niestabilne rynki”, ale również wspomagać odpowiednie organy ministerialne innych krajów w dokonywaniu transakcji na rynku walutowym. W praktyce taka współpraca wygląda często zupełnie inaczej, oznaczalaby bowiem jednoczesną pomoc innym krajom i ryzyko w stosunku do własnych interesów gospodarczych.

Celem artykułu nie jest przedstawienie sporów i kontrowersji związanych z różnymi metodami polityki pieniężnej, ale zobrazowanie poglądów banków centralnych i ekonomistów na kompleksowe w swojej specyfice zagadnienie, jakim są interwencje walutowe. Wobec wspomnianej złożoności natury interwencji walutowych, celem opracowania jest również uzasadnienie ich zastosowania w określonych sytuacjach – czyli, pokazania jakie są cele interwencji walutowych.

W pierwszym rozdziale zostaną przedstawione zarówno teorie, jak i metody empirycznego wnioskowania z zakresu wpływu interwencji na poziom kursów walutowych, za pomocą których, władze monetarne podejmują decyzje, co do przeprowadzenia interwencji walutowej, analizując jej skutki, a w tym, sposoby jej „transmisji” na rynku finansowym, a szczególnie na rynku walutowym. Ponadto, zostaną przedstawione również opinie banków centralnych odnośnie skuteczności tych teorii w praktyce. Drugi, a zarazem ostatni rozdział, ma na celu przedstawienie praktycznych aspektów interwencji walutowych, np. powiązania ich celów i częstotliwości. Chociaż dla takich celów jak np. maksymalizacja zysków, mogłoby się wydawać, że interwencje powinny być dokonywane często, w praktyce tak się nie dzieje. Rozdział ten ma na celu przedstawić również napotykane problemy, powszechne obawy banków centralnych oraz nietypowe zachowania niektórych państw. Ostatecznie, w podsumowaniu opisano główne wnioski wywodzące się z powyższych rozdziałów.

WYBRANE TEORIE INTERWENCJI WALUTOWYCH I OCENA ICH SKUTECZNOŚCI DOKONANA PRZEZ BANKI CENTRALNE

Selected theories of foreign exchange interventions and evaluation
of their effectiveness by central banks

W niniejszym rozdziale zostaną przedstawione najważniejsze teorie czy modele, z pomocą których banki centralne podejmują decyzje w jakim zakresie przeprowadzić

interwencje walutowe. Modele te pomagają wyżej wymienionym podmiotom określić również możliwe skutki jakie mogą się wywiązać z interwencji walutowych. Ostatecznie zostaną przybliżone opinie banków centralnych na temat skuteczności wymienionych teorii.

TEORIE INTERWENCJI WALUTOWYCH

Foreign exchange interventions theories

Prawdopodobnie, jedną z najważniejszych teorii w kontekście celów niniejszego opracowania, jest model równowagi portfela (ang. *Portfolio Balance Model*). Teoria ta przyjmuje punkt widzenia inwestora międzynarodowego. Dla niego aktywa powinny posiadać zerową substytucyjność, a decyzja inwestycyjna będzie oparta na stopie zwrotu i/lub cenie aktywów, które z kolei zależą od ilości tych aktywów w obiegu. Stąd też wahania kursów walutowych wynikają bezpośrednio z zainteresowania poszczególnymi aktywami. Choć dane na temat substytucyjności aktywów finansowych są ograniczone, przeprowadzone badania [Lyons i Evans 2003] pokazują, że natychmiastowy wpływ takich aktywów na poziom cen cyrkuluje wokół 0,44% na każdy zainwestowany „państwowy”¹ miliard USD, przy założeniu, że interwencje są sterylizowane, anonimowe – tajne oraz, że rynkowi nie został przekazany żaden sygnał [Evans, Lyons 2003, 1]. Niekiedy podważano skuteczność takiej teorii, a to ze względu na fakt, że poszczególne narodowe banki centralne wydają się być zbyt małe, aby skutecznie wpływać na rynek międzynarodowy [Archer 2005, 41]. Ponadto, jak wskazują badania, w krajach rozwijających się teoria ta jest relatywnie bardziej skuteczna niż w krajach wysoko rozwiniętych ze względu na poziom rezerw walutowych. Kraje rozwijające się utrzymują bowiem względnie większe rezerwy walutowe niż inne kraje, zezwalając na większy oddźwięk dokonywanych interwencji.

Kolejna teoria (Teoria oczekiwań – *Signalling theory*) przyjmuje założenie, że banki centralne mają „lepszy” dostęp do informacji i wiedzą lepiej, jak będzie się kształtowała przyszła polityka pieniężna. Poprzez interwencje rynkowe, bank centralny „przekazuje” uczestnikom informacje o dalszych posunięciach polityki pieniężnej, zmieniając w ten sposób oczekiwania uczestników. W przypadku, gdy bank centralny sprzedaje waluty zagraniczne (wycofuje walutę krajową z obiegu, zmniejszając w ten sposób bazę monetarną), oczekiwane jest prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej w przyszłości. W przypadku kupna walut zagranicznych oczekuje się sytuacji odwrotnej, a więc zmiany kursu polityki pieniężnej na bardziej łagodny. Teoria ta jest efektywna do momentu, gdy uczestnicy nabiorą przekonania, że działania banku centralnego przestają być wiarygodne.

Przesłanką dla utraty wiarygodności jest sytuacja, gdy sygnał przekazany przez bank centralny nie zostanie potwierdzony działaniami z zakresu polityki pieniężnej.

¹ Tutaj należy podkreślić, że transakcja na miliard USD wykonana przez bank centralny nie ma takiego samego efektu, jak transakcja na tę samą kwotę, dokonana przez innego uczestnika. To wynika z autorytetu, jaki bank centralny ma na rynku finansowym.

Jeżeli w wyniku sygnału przekazanego przez taki podmiot, uczestnicy rynku dokonają określonych transakcji, a sygnał nie uzyska potwierdzenia ze strony rynku, po pewnym czasie transakcja zostanie cofnięta².

Pewną odmianą tego modelu (*Signalling Channel*) jest *Information Channel*- model przyjmujący założenie, że na rynku istnieją mocne dewiacje kursowe za sprawą transakcji dokonywanych przez spekulantów. Takie transakcje są w stanie doprowadzić kurs walutowy do krótkoterminowych odchyień od swojego długoterminowego trendu. Wyżej wymieniona teoria ma przedstawić sposób, za pomocą transakcji poszczególnych podmiotów, dzięki któremu kurs walutowy zostanie przywrócony do swojego długoterminowego trendu. Jeżeli sygnał odebrany przez spekulantów dotyczący np. zmiany stóp procentowych (zmiana, która wpływa również na poziom kursów walutowych) zostanie odpowiednio odebrany, to ten sygnał nie będzie musiał nawet być potwierdzony przez bank centralny. Otóż sama świadomość uczestników, co do możliwości zmiany stóp procentowych (prawdopodobna wobec faktu, iż kurs odbiega od swojego długoterminowego trendu) skłania inwestorów do dokonania transakcji, doprowadzając w ten sposób do korekty kursu walutowego [Tapia, Tokman 2004, 4]. Przykładem zastosowania takiej strategii był Bank Centralny Chile, który będąc zdania, że kurs walutowy odbiega od teorii fundamentalnej, „przekazał” rynkowi stosowną, po której nastąpiła faktyczna interwencja dokonywana nie przez bank centralny, lecz przez rynek. Podstawową różnicą pomiędzy *Signaling Channel* oraz *Information Channel* jest to, że w pierwszym modelu władze przekazują informację o przyszłym kierunku polityki pieniężnej, podczas gdy w drugim modelu władze przekazują informację o odchyleniach cen aktywów finansowych od podstaw teorii fundamentalnej.

Według innej teorii, tzw. *hipotezy szumu (noise trading hypothesis)* inwestorzy dzielą się na dwie grupy: racjonalnych i nieracjonalnych. W pierwszej grupie inwestorów transakcje są podejmowane na podstawie teorii fundamentalnej i wynikających z niej informacji, prezentując tym samym pewną awersję do ryzyka. Druga część inwestorów opiera swoje decyzje inwestycyjne na innych metodach, m.in. analizie technicznej, jak również- w większej mierze- na własnych modelach decyzyjnych. Mogą oni w ten sposób dokonać transakcji wręcz przeciwnych w stosunku do tego, na co wskazują informacje makroekonomiczne. Decyzje takich inwestorów są w znacznym stopniu nieprzewidywalne. Bank centralny, dokonując interwencji na rynku będzie odwracał lub wzmacniał obecny trend, skłaniając inwestorów nieracjonalnych do odwracania lub wzmacniania zajmowanych pozycji inwestycyjnych, tym samym odwracając lub wzmacniając skutki interwencji walutowej na kurs walutowy. Ta hipoteza spotyka się z dużą dozą sceptycyzmu wśród ekonomistów. Bez wątpienia potrzebne są dalsze badania nad skutecznością interwencji banków centralnych, jak też funkcjonowaniem tej hipotezy [Dimson, Minio-Kozerski 1999, 25].

² Przez cofnięcie transakcji należy rozumieć dokonanie transakcji przeciwnej lub po prostu wycofanie środków kapitałowych.

METODY EMPIRYCZNEGO WNIOSKOWANIA

Empirical methods of foreign exchange interventions analysis

Pewną trudność, która wiąże się z analizą wpływu interwencji walutowych, stanowi fakt, że są one dokonywane sporadycznie, a ich wpływ na kurs walutowy jest natychmiastowy, ale z tendencją do słabnięcia w miarę czasu. Coraz częściej w ciągu ostatnich lat wprowadzane są metody, które mają za zadanie ułatwić zrozumienie mechanizmu wpływu interwencji na kurs walutowy, szczególnie w ujęciu natychmiastowym. Jedną z nich, znaną pod nazwą „analizy zdarzeń” polega na analizie zachowania poziomu cen określonych aktywów pod wpływem pewnych zdarzeń [Neely 2005]. Mamy z nią do czynienia na przykład przy obserwacji ruchu kursu walutowego w następstwie ogłoszenia zmiany stóp procentowych.

Inna metoda polega na analizie danych o wysokiej częstotliwości, co ma na celu zbadanie natychmiastowego wpływu interwencji na zmianę kursu walutowego. Jest ona podobna do poprzedniej, z tą różnicą, że badane są jedynie wahania kursów walutowych, a nie to, czym te wahania są spowodowane.

Model przepływów zleceń (ang. *order flow analysis*, znany również pod nazwą *Microstructure Channel*), bada reakcje pojedynczych zleceń i ich wpływ na kurs walutowy, co ważne: z największą dokładnością – najczęściej co do sekundy. Przeprowadzone badania wskazują na istnienie zależności pomiędzy rozkładem zleceń, a następującą w ich wyniku ceną (kursem walutowym), która jest inna niż w przypadku wolumenu. Ma ona większą wartość prognostyczną niż zależność pomiędzy analizą fundamentalną (ogłoszenie informacji makroekonomicznych) a kursami walutowymi. Wynika to z faktu, że analizując rzeczywistą aktywność inwestorów poprzez wolumen składanych zleceń można osiągnąć bardziej wiarygodne wyniki niż na podstawie przypuszczeń ekonomicznych. Jest to model, który ma na celu analizę krótkoterminowych skutków wpływu banków centralnych na kurs walutowy. Dominguez przedstawia bardzo interesujące wyniki badań dotyczące tego modelu, twierdząc, że niektórzy uczestnicy wiedzą o dokonanej interwencji nawet o godzinę wcześniej przed publicznym ogłoszeniem takiej informacji przez najbardziej prestiżowe serwisy informacyjne jak Reuters, Telerate [Dominguez 1999] czy Bloomberg.

Model ten analizuje więc w pewnym sensie spekulacyjny aspekt transakcji na rynku walutowym, będących wynikiem wpływu banku centralnego na poziom kursów walutowych.

OPINIA BANKÓW CENTRALNYCH, CO DO SKUTECZNOŚCI INTERWENCJI
WALUTOWYCH W PRAKTYCE

Central banks opinions of the foreign exchange interventions in practice

W tabeli 1 przedstawiono opinie banków centralnych na temat skuteczności „kanałów” interwencji walutowych, rozstrzygające, które z opisanych teorii najlepiej tłumaczą zachowanie kursów walutowych po dokonanej interwencji walutowej.

Tab. 1. Opinie banków centralnych co do skuteczności zastosowania teorii w interwencjach na rynku walutowym³
Central banks opinions on the efficiency of theories explaining exchange rate reactions upon interventions

	Teoria Polityki Pieniężnej	Portfolio Balance Approach	Teoria oczekiwań		Inne ⁴
			Oczekiwanie co do kierunku polityki pieniężnej	Oczekiwanie co do przyszłych interwencji	
Skuteczny (w większości przypadków)	Brazylia, Czechy, Hong Kong	Argentyna, Brazylia, Filipiny, Turcja	Argentyna, Brazylia, Czechy, Węgry, Filipiny, Singapur	Argentyna, Brazylia, Węgry, India, Peru, Filipiny, Turcja	Czechy
Skuteczny (od czasu do czasu)	Argentyna, Kolumbia, Węgry, Indonezja, Korea, Turcja, Wenezuela	Czechy, Węgry, Peru, Korea	Indonezja, Korea, Tajlandia	Kolumbia, Czechy, Tajlandia, Wenezuela	Korea, Meksyk
Nigdy (lub rzadko)	Filipiny	Singapur			

Źródło: Mihaljek, D., „Survey...”, *op. cit.*, str. 87.

Za najbardziej skuteczną teorię uważana jest teoria oczekiwań, ze szczególnym uwzględnieniem oczekiwania, co do przyszłego kierunku polityki pieniężnej. Wśród banków centralnych, które przeprowadziły interwencje walutowe w badanym okresie⁴, za równie skuteczną teorię uznana została teoria polityki pieniężnej, badająca wpływ interwencji na stopy procentowe, a tych z kolei na zachowanie kursów walutowych. Można by przypuszczać, że *portfolio balance approach*, jako jedna z podstawowych teorii tłumaczących zachowania kursów walutowych, powinna być również uważana za skuteczną w takiej mierze jak pozostałe. Tymczasem badania przynoszą wnioski przeciwne, co może wynikać z dwóch powodów. Po pierwsze, w krajach rozwijających się obserwuje się tendencję polegającą na tym, że wysokość aktywów rezerwowych banków centralnych jest większa niż wysokość obrotu na krajowym rynku walutowym, co daje im większą siłę transakcyjną niż jakiegokolwiek innemu uczestnikowi rynku. Uniemożliwia to, zgodnie z teorią *portfolio balance approach*, aby kursy walutowe były zależne wyłącznie od zapotrzebowania na poszczególne aktywa. Druga przesłanka polega na tym, że instrumenty dłużne tych krajów prezentują mniejszą substytucyjność niż

³ Tutaj można wyróżnić np. *Microstructure channel*, czyli wpływ interwencji na zlecenia kupna i sprzedaży klientów opierających swoje decyzje na danych historycznych.

⁴ Trzy wśród 23 banków centralnych nie dokonywały interwencji w okresie (2002–3. kwartał 2004).

te same instrumenty w krajach rozwiniętych, np. w wyniku ograniczeń regulacyjno-prawnych.

CELE I CZĘSTOTLIWOŚĆ INTERWENCJI WALUTOWEJ W PRAKTYCE

Goals and frequency of foreign exchange interventions in practice

CELE INTERWENCJI WALUTOWEJ

Goals of the foreign exchange intervention

Banki centralne decydują się na interwencje na rynku walutowym, aby osiągać różnorakie cele. Wiele z nich koncentruje się głównie na poziomie inflacji, jak np. w Ustawie o Narodowym Banku Polskim, gdzie cel NBP określa się jako „[...] utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP” [Dz.U. z 2005. Nr 1, poz. 2, Art.3., pkt.1]. Interesująca może okazać się analiza, jak zapewnienie niskiego poziomu inflacji wpływa na osiąganie innych celów banku centralnego. W tym zakresie zostały przeprowadzone badania przez Romana Horvatha [2006], bazujące na interwencjach czeskiego banku centralnego. Badania te doprowadziły do wniosku, że zapewnienie niskiego poziomu inflacji zakłóca osiągnięcie innych celów, a w szczególności, im wyższy jest poziom inflacji od założonego, tym mniej prawdopodobna jest interwencja banku centralnego mająca na celu aprecjację waluty krajowej [Horvath 2006, 7]. Trudno stwierdzić, czy takie zachowania byłyby jednakowe w przypadku wielu innych banków centralnych. Na podstawie tabeli 4, opracowanej na potrzeby spotkania zastępców prezesów banków centralnych pod koniec 2004 r., można zobaczyć, jak kształtuje się podział podstawowych celów banków centralnych w praktyce. W dokumencie tym, Bank Rozrachunków Międzynarodowych (ang. *Bank of International Settlements*) określa podstawowe cele: od utrzymania wewnętrznej wartości waluty (a więc i krajowej siły nabywczej i inflacji), poprzez utrzymanie zewnętrznej wartości waluty (kurs walutowy) do celów bardziej kompleksowych. Warto podkreślić, że kraje rozwinięte skupiają się głównie na stabilizowaniu poziomu cen oraz na celach bardziej kompleksowych, a mniej lub wcale na ingerencji w kurs walutowy (jak przedstawiają dane z kolumn 2 i 4 – tabeli 2). Z kolei kraje rozwijające się, wykazują pewną obawę, co do możliwych skutków dużej zmienności związanej z płynnym kursem walutowym. Można to zauważyć w trzeciej kolumnie tabeli 4 w postaci rozbieżności pomiędzy wynikami gospodarek rozwijających się a krajów rozwiniętych. 38% spośród badanych gospodarek rozwijających się uznało za cel utrzymywanie wartości waluty, w przeciwieństwie do krajów rozwiniętych, wśród których żaden nie uznał tego za podstawowy cel banku centralnego.

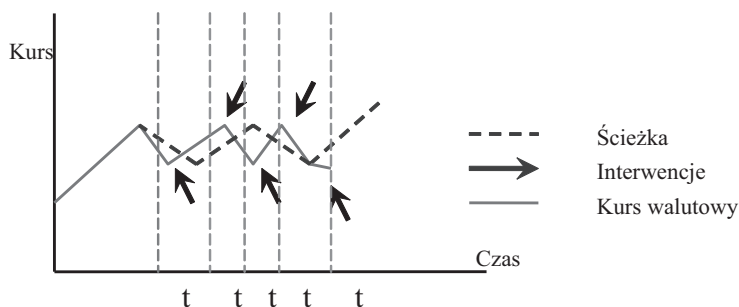
Przykładowymi krajami, które wyrażały obawy w związku z upłynnieniem kursu walutowego mogą być Argentyna, która zdecydowała się wówczas na ustanowienie tzw. *currency-board* (1991–2002, od tej pory panuje system *independent float*) oraz Brazylia, która wprowadziła *quasi-sztwywny* kurs walutowy (do 1999 roku, kiedy to wprowadzony

został kurs płynny), co pozwoliło zakończyć okres wysokiej inflacji. Podobna metoda, zastosowana przez inne kraje, takie jak Izrael czy Singapur, również przyniosła pozytywne skutki w zwalczaniu inflacji; polegała ona na ustaleniu pewnej *ścieżki*, którą kurs walutowy miał się kierować w przyszłości. Kraje te najpierw ustaliły przyszłe pożądane poziomy kursu walutowego w określonych terminach (ścieżka), następnie interweniowały, gdy kurs się od nich odchylił (wykres 1).

Tab. 2. Podstawowe cele banków centralnych (Banki centralne 90 krajów i stref walutowych)
Main goals of central banks (90 countries and currency areas)

	Utrzymanie wewnętrznej wartości walut	Utrzymanie zewnętrznej wartości walut	Utrzymanie wartości waluty	Szerzej lub bardziej kompleksowy cel
25 Banków centralnych (z raportu BIS)	32% ⁵	4%	32%	32%
53 rozwijających się gospodarek	21%	4%	38%	38%
12 krajów rozwiniętych	42%	0%	0%	58%
Suma	27%	3%	31%	39%

Źródło: Moser-Boehm, P., „Governance aspects of foreign exchange interventions”, BIS, nr 24, str. 2, z <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap24c.pdf>, z dnia 2 maja 2006 r.



Wyk. 1. Ścieżka kursu walutowego a interwencja walutowa
Exchange rate path and foreign exchange interventions

Źródło: Opracowanie własne.

Jak zaznaczono powyżej, kraje rozwijające się z systemem płynnego kursu walutowego wykazują pewną obawę, wynikającą ze zwiększonej zmienności poziomu kursów

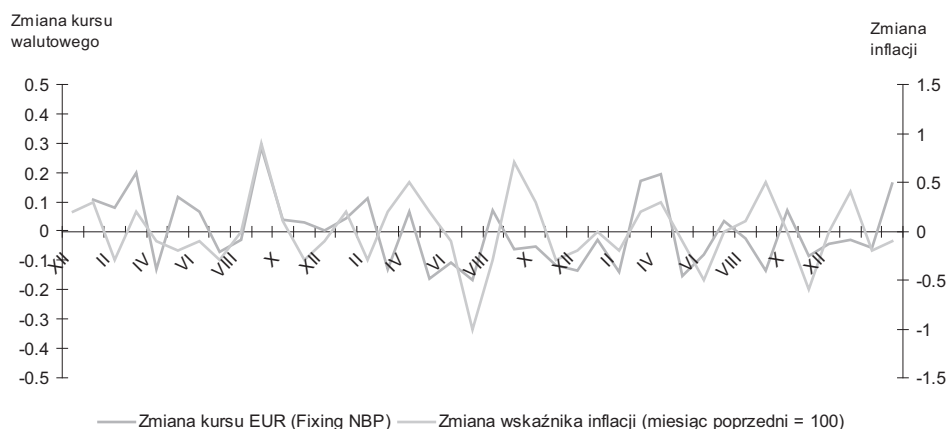
⁵ W tej grupie znajdują się Polska, Kolumbia, Czechy, Węgry, Korea, Nowa Zelandia, Filipiny oraz Turcja.

walutowych. Taka sytuacja może wynikać z faktu, że liczba podmiotów uczestniczących w rynku walutowym jest bardziej ograniczona. Wówczas każda pojedyncza transakcja będzie wywoływała większe wahania poziomu kursów walutowych niż w przypadku, gdyby liczba uczestników rynku była znacznie większa. Wynika to m.in. z dwóch faktów: po pierwsze, przy małej ilości uczestników każda transakcja będzie miała "większy udział" w obrocie rynkowym niż gdyby tych uczestników było więcej; po drugie, przy większej liczbie uczestników istnieje większe prawdopodobieństwo, że będą oni zawierali (w małym odstępie czasowym) przeciwne sobie, wzajemnie kompensujące się transakcje. Z tych powodów jest więc logiczne, że kursy walutowe cechują się większą zmiennością w przypadku braku ingerencji władz [Disyatat, Galati 2005] niż w przypadku interwencji walutowych [Disyatat, Galati 2005, 97]. Jak wynika z powyższego wywodu, istotnym celem interwencji jest ukierunkowanie na zapewnienie stabilizacji poziomu kursów walutowych. Kolejną bardzo ważną przyczyną wpływu na poziom kursów walutowych jest utrzymanie konkurencyjności danego kraju na rynku międzynarodowym. Tutaj ważne stają się: wartość eksportu netto oraz umiejętność unikania dużego deficytu w bilansie handlowym, co pozwala zwiększyć aktywność gospodarczą. W sytuacji, kiedy wspomniane czynniki mają głos decydujący, kierunek i rodzaj interwencji walutowej jest bezpośrednio determinowany przez możliwości analityków w zakresie prognozowania przyszłej koniunktury gospodarczej, w tym wolumenu importu i eksportu - wartości, które mają bezpośredni wpływ na kształt oczekiwanego bilansu płatniczego. A to właśnie bilans płatniczy stanowi jedną z głównych przesłanek dla decyzji o przeprowadzeniu interwencji walutowej w sytuacji, kiedy jej celem jest poprawa konkurencyjności danego kraju.

Ostatnią tutaj wymienioną przyczyną wpływającą na poziom kursów walutowych, a która powinna leżeć w interesie każdego kraju, jest unikanie kryzysu gospodarczego. Wahania kursu walutowego mogą mieć istotny wpływ na kondycję wielu firm zadłużających się w walucie obcej oraz firm realizujących transakcje handlowe z zagranicznymi kontrahentami. Z tego powodu w krajach szybko rozwijających się, gdzie prężny wzrost firm opiera się na zwiększonej dynamice wykorzystania kredytów i pożyczek, unikanie kryzysów gospodarczych stanowi delikatną kwestię. Z drugiej strony, nie należy przyjmować założeń, że w takich krajach konieczne są interwencje walutowe oraz, że w przypadku, gdy zostaną one już przeprowadzone, będą skuteczne. Przykładem krajów, w których taka interwencja zawiodła, były kraje azjatyckie. Efekty dużej interwencji na rynku walutowym, które można było zaobserwować w tym regionie, to m.in. koszty utrzymania ogromnej ilości rezerw walutowych oraz brak skuteczności w obniżaniu poziomu inflacji w dłuższym okresie. Było to konsekwencją braku konkurencyjności eksportu krajów azjatyckich, co doprowadziło do przeniesienia linii produkcyjnych do Chin.

W krajach posiadających system płynnych kursów walutowych, władze polityki pieniężnej skupiają się nie tyle na wpływaniu na kurs walutowy, ile na modyfikacji zmienności kursu walutowego i jego wpływu na kondycję gospodarczą. Ma to miejsce

szczególnie wówczas, gdy można zaobserwować zjawisko *pass-through*⁶, czyli przeniesienie skutków zmiany kursów walutowych na poziom cen.



Wyk. 2. Zmiana kursu walutowego (EUR/PLN) oraz zmiana wskaźnika inflacji (na koniec miesiąca) w okresie 2002–2006

Change of the EUR/PLN rate and inflation (month-end) between 2002–2006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z NBP oraz GUS.

Na wykresie 2 można zaobserwować zmiany kursu EUR/PLN oraz zmiany cen produktów konsumpcyjnych. W Polsce w ciągu 4 lat obserwowana jest pewna dodatnia korelacja (na poziomie 0,352) świadcząca o zachodzeniu zjawiska *pass-through*. Według „Raportu o inflacji” z III kwartału 2003r. wskaźnik przeniesienia sytuuje się w granicach 0.15 – 0.2 [Raport o inflacji w III kwartale 2003 r., 2003, s. 81]. Według teorii siły nabywczej (PPP), [...] w długim okresie deprecjacja kursu walutowego powinna zawsze prowadzić do proporcjonalnego wzrostu cen w kraju, którego waluta uległa deprecjacji lub spadku cen w kraju, którego waluta się zaprecjonowała [Kokoszcyński 2003, 30]. Wskaźnik *pass-through* powinien więc być równy jedności [Kokoszcyński 2003, 31]. Z tego powodu interwencje na kurs walutowy mogą być użyteczne nie tylko z powyższych przyczyn, ale również w celu przeprowadzenia „*leaning against the wind*” – co zostało dalej opisane.

Należy podkreślić, że interwencje mające na celu wpływ na zmienność kursu walutowego, powinny być stosowane sporadycznie i nie w każdej sytuacji. Przemawiają za tym takie argumenty, jak utrata wiarygodności przez bank centralny w oczach uczestników

⁶ Zjawisko *pass-through* zostało po raz pierwszy zbadane, kiedy wprowadzono płynne kursy walutowe. Naukowcy spodziewali się wówczas odnaleźć związek pomiędzy zachowaniem kursu walutowego, a ceną dóbr konsumpcyjnych. Jednak liczne publikacje, bazujące na doświadczeniu wielu krajów potwierdziły, że ta zależność jest bardzo słaba. (Por. Engel C. „Expenditure switching and Exchange rate Policy”, NBER, 2002, „Macroeconomics annual”, nr 14, s. 231–271.

rynku, czy też możliwość spowodowania dużych wahań rynkowych, co ostatecznie może zniechęcić inwestorów zagranicznych do ulokowania kapitału w danym kraju. Na uwagę zasługuje pewna sytuacja zaprezentowana przez autora J. B. Taylora [2001] dotycząca zmienności kursu walutowego w krótkim terminie. Taylor przedstawia przykład aprecjacji kursu walutowego o znacznym zakresie procentowym. Natychmiastową reakcją władz byłaby ostra obniżka stóp procentowych, ponieważ poprzez aprecjację towary krajowe stają się coraz droższe w porównaniu z zagranicznymi. Ostatecznie, doprowadziłoby to do ograniczenia eksportu. Jako skutek aprecjacji kursu walutowego można również zaobserwować tymczasowe obniżenie się inflacji. Jednak, jak tłumaczy Taylor, to ostatecznie jest zdarzeniem o charakterze krótkoterminowym, które nie ma znacznego wpływu na oczekiwaną zmianę inflacji w dłuższym okresie. Zmiana kursu walutowego będzie miała wpływ zarówno na popyt na towary (wyższe kursy walutowe zmniejszają zainteresowanie produktami zagranicznymi), jak i na ceny (aprecjacja waluty krajowej oznacza droższe produkty krajowe względem zagranicznych). W dłuższym terminie będzie jednak zachowana równowaga. Jeśli sprzedano mniejszą ilość produktów, ale po odpowiednio wyższych cenach, efekt końcowy będzie taki sam, jak gdyby sprzedano więcej tańszych produktów. Władze nie mają więc potrzeby, żeby interweniować, stosując niepotrzebną zmianę stóp procentowych [Por. Mohanty, Klau 2004].

Władze pieniężne, poza zmiennością kursu walutowego, interesuje również to, jak szybko kurs odchyła się od długookresowego „poziomu równowagi” i jego kierunku. Taka polityka, mająca na celu hamowanie „prędkości” odchylenia kursu walutowego od swojego punktu równowagi, jest znana pod nazwą „*leaning against the wind*”. Polega na dokonywaniu transakcji przeciwko trendowi, ale jednocześnie nie zmieniając jego kierunku.⁷ *Taka polityka pozwala na bardziej przejrzyste kształtowanie kursu walutowego, a w konsekwencji pozwala firmom i innym instytucjom finansowym pewniej zabezpieczyć swoje pozycje walutowe.* [Moreno 2005, 18]. Hinduski bank centralny korzysta z tej metody interwencji, aby zachęcać do eksportu produktów krajowych [The Hindu 2004].

Oprócz celów wymienionych powyżej, takich jak wsparcie realizacji celów rządowych, istnieje dodatkowo jeden wspólny cel dla wielu uczestników rynku finansowego - maksymalizacja zysków z inwestycji walutowych, szczególnie z interwencji walutowych. Jeśli interwencje walutowe są przeprowadzane umiejętnie, to im częściej mają one miejsce, tym większe są możliwości osiągnięcia zysków z tych transakcji. Jednak, gdyby interwencje były stosowane często, mogłyby one stracić na znaczeniu w oczach inwestorów – i w ten sposób osłabić wiarygodność banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej.

W tabeli 3 przedstawiono średni stan oficjalnych aktywów rezerwowych dla 50 krajów (w tym Polski) w pierwszych czterech miesiącach 2006 r. Warto zwrócić uwagę na dość wysoki poziom tych aktywów w przypadku Japonii. Wynika to nie tylko z potrzeb ekonomicznych z przeszłości (kiedy to Japonia walczyła z inflacją), ale również z założeń

⁷ Również można się spotkać z efektem „*leaning with the wind*”, polegającym tylko na wzmocnieniu obecnego trendu.

polityki banku centralnego, a nawet bardziej ministerstwa finansów, które często interweniują w celu wspomaganie wzrostu eksportu. Większa część krajów także powiększyła swój stan aktywów. Rzecz jasna, trudno wskazać powody i cele, które przyświecały temu wzrostowi, można jednak się przychylić do wniosku, że część wynika z rentowności różnorodnych inwestycji/transakcji, część z gromadzenia aktywów w celu zabezpieczenia rosnących transakcji handlowych, zaś część z restrykcyjnej polityki pieniężnej.

Tab. 3. Oficjalne aktywa rezerwowe (w tym rezerwy walutowe), w milionach USD
Official central bank reserves (including foreign exchange reserves) in millions of USD

	Jan-06	Feb-06	06-mar	Apr-06
Średnia 50 krajów (w tym Polska)	34,104.83	33,951.70	34,790.75	36,359.39
Polska	43,264.74	45,564.60	44,320.75	45,455.62
Japonia	851,666.00	850,058.00	852,030.00	860,242.00

Źródło: Na podstawie danych z www.imf.org/external/np/sta/ir/802P816.pdf, z dnia 6 lipca 2006 r.

CZĘSTOTLIWOŚĆ INTERWENCJI BANKÓW CENTRALNYCH
NA POZIOM KURSÓW WALUTOWYCH
Frequency of central banks interventions on the exchange rate

Z powyżej przedstawionych celów banków centralnych, do jednego bank centralny może odnosić się na zasadzie codziennej - do wahań poziomu kursów walutowych. Chociaż wahania te można zaobserwować codziennie, ich "przeciwdziałanie" nie jest wykonywane w takiej samej częstotliwości. Jak przedstawiają badania [Horvath 2006], w praktyce bank centralny uwzględnia dla tego celu w zasadzie okresy średnio i długoterminowe.

W celu przeanalizowania, jak banki centralne odnoszą się do częstotliwości interwencji walutowych, powstał bardzo wartościowy raport (Mihaljek), opracowany na podstawie ankiet wysłanych przez BIS do 23 banków centralnych krajów rozwijających się. Spośród 19 banków centralnych, które odpowiedziały na ankietę 6 z nich stwierdziło, że w latach 2002–2004 dokonywały interwencji częściej niż w 50% dni roboczych (tabela 4). Należy również zwrócić uwagę, że zdania na ten temat były podzielone: tyle samo banków centralnych zdecydowało nie interweniować w ogóle.

Chociaż z obserwacji tabeli 4, można pozornie wyciągnąć sprzeczne wnioski, warto zwrócić uwagę na następujące fakty. Oprócz czterech banków centralnych, które stwierdziły, że dokonują interwencji każdego dnia roboczego, kolejne trzy spośród tych, które nie udzieliły informacji w ogóle, są znane z prowadzenia interwencji na rynku walutowym, ponadto dwa z nich interweniują bardzo często [Mihaljek 2005, 83]. Interesująca może

być zaobserwowana sytuacja, wynikająca z powyższych badań. W rzeczywistości kraje, które cechuje system stałych kursów walutowych, muszą interweniować częściej, aby móc utrzymać kursy walutowe na pewnym ustalonym poziomie. W niektórych krajach zauważono sytuację wręcz odwrotną - kraj mający stały kurs walutowy interweniuje rzadko, co więcej, korzysta z innych instrumentów interwencyjnych, takich jak stopy procentowe wpływające na płynność sektora międzybankowego, nie zaś, jak można by się spodziewać, z instrumentów, które mają bezpośredni wpływ na kurs walutowy. Podobną sytuację zaobserwowano w stosunku do kraju, w którym występuje płynny kurs walutowy, a interwencja jest dosyć częsta – podczas gdy można było oczekiwać sytuacji przeciwnej, to jest, sporadycznych interwencji walutowych.

Tab. 4. Częstotliwość interwencji rynkowych
Frequency of market interventions

Częstotliwość	Liczba Banków Centralnych dokonujące interwencje		
	2002	2003	2004
>50%	5	6	6
11% - 50%	4	3	2
<10%	5	5	5
Nigdy	5	5	6
Bez Odpowiedzi	4	4	4
Suma	23	23	23

Źródło: Mihaljek, D., „Survey of Central Banks' views on effects of intervention”, BIS, 2005, materiały 24, s. 83, z www.bis.org/publ/bppdf/bispap24f.pdf, z dnia 12 maja 2006 r.

PODSUMOWANIE

Summary

Celem niniejszego opracowania było omówienie teorii oraz celów, jakimi się kierują banki centralne i rządy do prowadzenia interwencji walutowych. Trudno jest jednoznacznie stwierdzić, która teoria jest najbardziej skuteczna, gdyż jak przedstawiono powyżej, dane metody są bardziej na określonych warunkach istniejących w danym kraju.

Chociaż interwencje mogą okazać się korzystne pod różnymi względami, zdaniem niektórych ekonomistów powinny być one stosowane rzadko i rozważnie, chociażby ze względu na możliwą utratę wiarygodności banku centralnego.

Według badań znaczna część banków centralnych jest zdania, że najbardziej skutecznymi w praktyce są teorie oczekiwań oraz teoria polityki pieniężnej- głównie z tego względu, że ich skutki są niezależne od stanu zaawansowania gospodarki kraju oraz

wielkości podmiotów odpowiedzialnych za politykę pieniężną. Nie udowodniono, aby podobna polityka interwencyjna była efektywna zarówno dla krajów już rozwiniętych, jak i dla krajów szybko rozwijających się, a to m.in. ze względu na to, że różne kraje mają własne priorytety gospodarcze, nawet przy zbliżonym celu podstawowym, jakim jest minimalizacja inflacji. Chociaż można było się spodziewać odwrotnych wyników, zauważono, że kraje, które posiadały stałe kursy walutowe interweniowały rzadziej niż te o płynnym kursie walutowym.

Pomimo trudności w określeniu specyficznych celów podmiotów interweniujących, starano się w niniejszym artykule uzasadnić zastosowanie określonych metod, przytaczając konkretne przypadki empiryczne. Wspomniane trudności są niełatwe do pokonania ze względu na tajność ściśle określonych celów gospodarczych różnych krajów i instytucji. Jednak niniejsze opracowanie pozwala przybliżyć podstawy interwencji walutowych, zarówno z teoretycznego, jak i z praktycznego punktu widzenia.

SUMMARY

Paper under the title “Wybrane teorie interwencji walutowych i ocena ich skuteczności” (Chosen theories, of foreign exchange interventions and their effectiveness) aims to present general issues with regard to foreign exchange interventions performed mainly by such institutions as Central Banks. Although these matters are generally known, there are still some difference of opinions in regard of the transmission channels – which are elementary when planning the future interventions of the foreign exchange. Finally, this paper aims to present practical approaches by Central Banks in respect to foreign exchange interventions and their theories of such interventions.

dr Carlos Jorge Lenczewski Martins, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie