

Sławomir Franek

Uniwersytet Szczeciński

PRAKTYKA PRZEPROWADZANIA INTERWENCJI DEWIZOWYCH A ICH SKUTECZNOŚĆ

Obowiązujący obecnie w Polsce system płynnego kursu walutowego jest tylko etapem przejściowym na drodze do zastąpienia złotego przez euro. Wprowadzenie euro powinno się wiązać z wcześniejszym okresem stabilizacji kursu zgodnie z wyznaczonym kryterium konwergencji. Oznacza to więc konieczność wprowadzenia pasma wahań kursowych, co po uzyskaniu członkostwa w Unii Europejskiej dokonywać się będzie w ramach ERM II. Warto podkreślić, że zakładany przedział wahań na poziomie $\pm 15\%$ uznawany jest za maksymalny, co nie wyklucza pojawienia się oczekiwań ze strony przedstawicieli Unii Europejskiej co do zapewnienia wyższej stabilności kursowej, niż utrzymywana w szerokim paśmie.

Oczekiwania, że Polska – podobnie jak inne nowe kraje członkowskie Unii Europejskiej – przystąpi do ERM II, wiążą się z przyjęciem zobowiązania do przywrócenia centralnego kursu złotego, wyrażonego w ujęciu euro, i wprowadzenia rynkowego kursu naszej waluty w pasmo dopuszczalnych wahań. Chociaż kurs centralny nie będzie jeszcze ustalony ostatecznie, to wszelkie przyszłe korekty kursu walutowego mogą nieść jednak ze sobą koszty utraty wiarygodności [Lutkowski 2001, s. 14].

Decyzja ustalająca nowy parytet będzie zatem wyjątkowo istotna. Zasadniczą kwestią wydaje się więc fakt, że jest mało prawdopodobne, by rynkowy kurs walutowy złotego, w momencie podejmowania tej decyzji, był dokładnie na poziomie, który zasługiwałby na unieruchomienie na nieokreśloną przyszłość.

Z jednej strony presję na wzrost złotego wywołują inwestorzy, którzy będą przewidywać coraz większą poprawę perspektyw ekonomicznych kraju, z drugiej strony złoty podlegać będzie również presji na niżkę kursu, wynikającej z przekonania spekulantów, że złoty będzie zdewaluowany przed doniosłą decyzją ustalenia

na zawsze jego centralnego kursu w stosunku do euro¹. Pozostawienie sprawy na etapie zwiększonej niepewności całkowicie spontanicznym, niekierowanym siłom rynkowym, bez udzielenia im jakiegokolwiek wskazówki dotyczącej przybliżonego poziomu, na którym powinien ustalić się kurs walutowy, mogłoby być ryzykowne. Godne rozważenia jest więc przystąpienie do polityki kierowania kursem walutowym. Jest to o tyle istotne, że w świetle obecnie przyjętych rozwiązań zaprezentowanych w sierpniu 2002 r. w komunikacie o pracach Międzyresortowej Grupy Roboczej ds. Integracji Polski z Unią Gospodarczą i Walutową: „kurs centralny związania złotego z euro w ramach mechanizmu ERM II będzie ustalony przez stronę polską w uzgodnieniu z przedstawicielami Unii Europejskiej, w tym Europejskiego Banku Centralnego. Przy wyznaczaniu tego kursu zostanie uwzględniony kurs złotego w stosunku do euro na rynku walutowym w wybranym okresie referencyjnym”².

Z uwagi na rosnącą otwartość coraz bardziej globalizującego się światowego rynku finansowego Polska winna podjąć próbę utrzymania kursu walutowego, który byłby równocześnie elastyczny i stosunkowo stabilny dzięki mniejszej podatności na presję spekulacyjne. Cel ten będzie można osiągnąć, jeśli rynek w sposób wiarygodny będzie mógł rozpoznać długotrwały trend kursu walutowego. Stanie się to możliwe do osiągnięcia przy wysokim stopniu przejrzystości długofalowej strategii pieniężnej. Ponadto poziom kursu nominalnego powinien uwzględniać potrzebę zachowania konkurencyjności kraju w handlu zagranicznym. Implikuje to potrzebę utrzymania w czasie – poprzez odpowiednie sterowanie kursem nominalnym – stabilności kursu realnego na poziomie niezbędnym do zachowania zrównoważonej pozycji bilansu płatniczego. Sterowanie kursem nominalnym w celu utrzymania stabilnego kursu realnego w długim okresie można zrealizować za pomocą całego szeregu instrumentów, stosowanych łącznie lub osobno, zarówno w sferze monetarnej, jak i fiskalnej, ze szczególnym uwzględnieniem oddziaływania na poziom stóp procentowych i kursu walutowego.

Należy wskazać, że w ramach proponowanego rozwiązania kurs walutowy podlegałby w dalszym ciągu wpływowi sił rynkowych. Rolą banku centralnego powinno być natomiast przewidywanie, jaki będzie ostateczny długofalowy skutek działania sił rynkowych i dzielenie się tą wiedzą z uczestnikami rynku. Bank centralny może wywierać bowiem stabilizujący efekt na kurs nie tylko bezpośrednimi interwencjami drogą zakupu i sprzedaży walut, lecz także innymi kanałami. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego nadaje duże znaczenie przekazaniu rynkowi

¹ Namiastką tych problemów jest odnawiający się co chwila spór między Ministerstwem Finansów a Narodowym Bankiem Polskim, którego eskalacja nastąpiła w 2002 r., przyczyniając się do wzrostu niepewności na polskim rynku walutowym.

² Międzyresortowa Grupa Robocza Narodowego Banku Polskiego i Ministerstwa Finansów ds. Integracji Polski z Unią Gospodarczą i Walutową została powołana w lipcu 2002 r. w celu wypracowania zasad wejścia Polski do strefy euro.

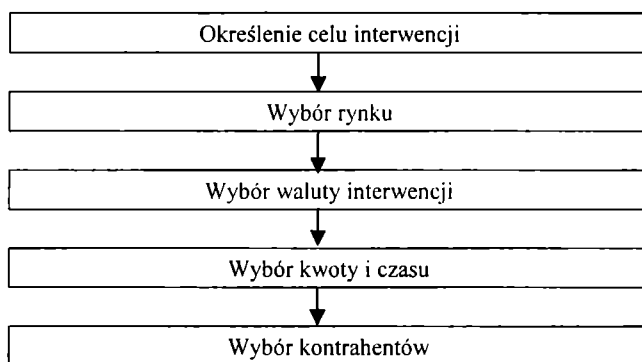
najbardziej wiarygodnej informacji w celu umożliwienia wytworzenia z jej pomocą dobrze uzasadnionych oczekiwań inflacyjnych. Takie stanowisko wydaje się rodzić właściwe przesłanki do efektywnej komunikacji z uczestnikami rynku walutowego i przekazywania im wiarygodnych wskazówek co do przyszłych trendów (por. [Lutkowski 2001, s. 18]).

Należy podkreślić, że kierowanie kursem walutowym nie powinno oznaczać całkowitej rezygnacji z interwencji walutowych. Biorąc pod uwagę fakt stosunkowo dużej efektywności kanału kursowego, w warunkach polskich próba oddziaływania na kurs walutowy mogłaby przynieść pozytywne rezultaty. Warto przy tym podkreślić, że możliwości NBP wpływania na kurs walutowy w Polsce są bez porównania większe niż na przykład możliwości oddziaływania Europejskiego Banku Centralnego na kurs euro. Argumentem za większą skutecznością interwencji walutowych w krajach uznanych za rynki wschodzące w porównaniu z krajami o dojrzałej strukturze rynku finansowego może być fakt niższej płynności rynku walutowego krajów uznawanych za wschodzące. Oznacza to więc, że banki centralne takich krajów są kluczowymi uczestnikami rynku, a wielkość rezerw dewizowych, jakimi dysponują, wskazuje na duże możliwości wpływania na poziom kursu walutowego. Można także stwierdzić, że banki centralne krajów rozwijających się mogą posiadać przewagę informacyjną nad innymi uczestnikami rynku, czego banki centralne krajów rozwiniętych w takim stopniu nie doświadczają. Przewaga ta jest choćby wynikiem wymagań sprawozdawczych nakładanych na banki, dzięki którym banki centralne dysponują szczegółowymi danymi o strukturze rynku i pozycjach walutowych jego uczestników (por. [Canales-Kriljenko 2003, s. 16]).

Biorąc pod uwagę konieczność przygotowywania się do wprowadzenia ERM II, a także pojawiające się postulaty większej aktywności Narodowego Banku Polskiego w zakresie oddziaływania na wartość wymienną złotego w relacji do walut zagranicznych, zasadne wydaje się rozważenie wypracowania pewnych standardów w zakresie przeprowadzania interwencji walutowych bazujących na doświadczeniach tych banków centralnych, które wykazują się większą aktywnością na rynku walutowym. Doszukując się przyczyn unikania przez Narodowy Bank Polski działań interwencyjnych na rynku walutowym, podkreśla się prymat realizowanej strategii polityki pieniężnej opartej na bezpośrednim celu inflacyjnym. Zgodnie z jej filozofią jedynym celem, który dyktuje bankowi centralnemu określone działania, jest stabilizowanie poziomu cen przy jednoczesnym braku jakichkolwiek celów komplementarnych czy pośrednich. Oznacza to więc, że bank centralny realizujący strategię bezpośredniego celu inflacyjnego nie może trwale wpływać na osiągnięcie jakiegoś docelowego poziomu kursu walutowego. Elastyczność w stosowaniu środków zmierzających do osiągnięcia celu inflacyjnego nie powinna oznaczać jednak wyłączenia interwencji dewizowych z instrumentów stojących do dyspozycji banku centralnego. O ile bowiem poziom kursu może wpływać na realizację celu inflacyjnego, o tyle interwencje mogą być narzędziem ułatwiającym

osiąganie tego celu. Interwencje mogą być czynnikiem ograniczającym niepewność co do osiągnięcia celu inflacyjnego, jaka towarzyszy znaczącym odchyleniom kursu walutowego od poziomu oczekiwanego przez uczestników rynku. Można więc aktywność banku centralnego na rynku walutowym traktować jako sposób osiągnięcia celu inflacyjnego przy mniejszych kosztach dla sfery realnej w porównaniu z innymi instrumentami polityki pieniężnej (por. [Miesięczny... 2004, s. 8]). Nic więc dziwnego, że skoro Narodowy Bank Polski dosyć przejrzysto komunikuje się z rynkiem w zakresie operowania podstawowym instrumentem, jakim jest stopa interwencyjna (wyznaczająca minimalną rentowność podstawowych operacji otwartego rynku), powinien także określić zasady przeprowadzania interwencji walutowych. Nawet jeśli doktrynalna obecnie niechęć do ich przeprowadzania, uzasadniana założeniami strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, zostanie podtrzymana, to dążenie do strefy euro i wprowadzenie ERM II wymagać będzie wypracowania przejrzystych reguł w zakresie interwencji dewizowych.

Określając sposób przeprowadzania operacji interwencyjnych przez bank centralny na rynku walutowym, można wyodrębnić kilka kluczowych etapów ich dokonywania. Ukazano je na rys. 1.



Rys. 1. Etapy przeprowadzania interwencji dewizowych

Źródło: opracowanie własne.

Cel dokonywania interwencji powinien być określony jednoznacznie. Istotną kwestią w tym zakresie jest ustalenie miary kursu walutowego, która powinna stać się wielkością referencyjną. Istnieje tu kilka możliwości wyboru: nominalny kurs bilateralny, nominalny kurs efektywny (tzw. koszykowy), realny kurs bilateralny i efektywny kurs realny. W polskich warunkach mógłby to być kurs złotego względem euro ze względu na strukturę handlu zagranicznego. Warto jednak w tym miejscu wspomnieć, że w obrotach polskiego rynku walutowego w dalszym ciągu dominują transakcje względem dolara amerykańskiego, co jest naturalną konsekwencją aktywności kapitału portfelowego na polskim rynku finansowym. W prak-

tyce interwencji dewizowych banki centralne skupiają się na następujących celach: korekta niedopasowania kursu względem określonego poziomu albo zakładanego przedziału docelowego, uspokojenie rynku poprzez zmniejszenie zmienności kursu walutowego i zwiększenie płynności, akumulacja rezerw dewizowych czy zapewnienie podaży dewiz uczestnikom rynku. Z punktu widzenia prowadzenia polityki pieniężnej dwa pierwsze cele odgrywają najistotniejszą rolę. Szczególnie dotyczy to krajów, w których poziom kursu walutowego jest jednym z istotnych czynników decydujących o konkurencyjności ich handlu zagranicznego, co determinuje stan koniunktury gospodarczej. W przypadku gospodarek „otwartych” kanał kursu walutowego odgrywa także znaczący wpływ na stabilność cen, przyczyniając się, poprzez wahania cen towarów importowanych, spowodowane wahaniami kursowymi, do oddziaływania na poziom warunków monetarnych (efekt *pass-through*). Tak więc interwencje dewizowe mogą stać się czynnikiem ograniczającym oczekiwania inflacyjne. Z taką sytuacją mieć można jednak do czynienia, gdy bank centralny zmierza do podwyższenia kursu waluty krajowej względem walut zagranicznych. Jeśli jednak dąży do osłabienia kursu waluty krajowej, efekt związany z dążeniem realizacją celu inflacyjnego może nastąpić jedynie w warunkach deflacji (przypadki Japonii ostatnich lat) albo gdy bank centralny przy dążeniu do deprecjacji kursu gotów jest utrzymywać stopy procentowe na wysokim poziomie.

Wybór rynku, na którym dokonywane są interwencje, należy rozumieć w dwojaki sposób. Po pierwsze, z geograficznego punktu widzenia, utożsamiać go należy z decyzją co do ukierunkowania interwencji na krajowym rynku walutowym albo na rynku zagranicznym (*offshore*). W praktyce dominują transakcje interwencyjne na rynku krajowym, choć w niektórych przypadkach można dostrzec użyteczność interwencji *offshore* (np. gdy ze względu na różnice czasu można dokonać interwencji poza godzinami pracy rynku krajowego lub gdy presja na kurs walutowy jest wynikiem działań na rynku *offshore*). Z drugiej strony wybór rynku dokonywania interwencji wiąże się z określeniem instrumentu, za pomocą którego interwencji się dokonuje. Dotychczasowe doświadczenia pokazują zdecydowaną przewagę transakcji typu *spot* (głównie ze względu na ich bezpośredni wpływ na poziom kursu walutowego), chociaż banki centralne stosują także transakcje terminowe typu *forward*. Dostępne badania wskazują mianowicie, że 78% przeprowadzanych operacji interwencyjnych dokonywanych jest na rynku kasowym (*spot*), podczas gdy transakcje *forward* stanowią około 4% interwencji (por. [Canales-Kriljenko 2003, s. 32]). Inne badania wskazują, że udział transakcji *forward* jest większy i stanowi około 50% przeprowadzanych interwencji, przy czym należy podkreślić, że w takim wypadku transakcje typu *forward* towarzyszą interwencji na rynku kasowym (por. [Nelly 2001, s. 5]). Oznacza to więc, że bank centralny, przeprowadzając jednocześnie transakcję typu *spot* z przeciwną transakcją *forward*, dokonuje syntetycznej transakcji *swap*. Pokazuje to więc, że banki centralne, dokonując transakcji na rynku walutowym, są w stanie za ich pomocą regulować

płynność, traktując je jako alternatywę dla operacji otwartego rynku. Okazjonalnie banki centralne, dokonując interwencji dewizowych, mogą korzystać z kontraktów opcyjnych. Ich stosowanie może być czynnikiem ograniczającym zmienność rynku walutowego. Przykładem takich transakcji mogą być dokonywane przez Central Bank of Colombia operacje wystawiania opcji kupna lub sprzedaży dokonywane celem zmiany stanu rezerw dewizowych lub regulowania zmienności rynku walutowego (por. [Mandeng 2003, s. 4]).

Wybór waluty interwencji uzależniony jest od struktury wymiany handlowej z zagranicą danego kraju oraz od struktury obrotów na rynku walutowym. Oczywiście wybór ten powinien być uzależniony od wysokości kosztów transakcyjnych ponoszonych przez bank centralny (wyrażonych szerokością spreadu *bid-offer*) i łatwością znalezienia kontrahentów w transakcji wymiany danej waluty w zamian za walutę krajową. Oczywiście w przypadku administracyjnego powiązania kursu waluty krajowej z walutą zagraniczną (tak stanie się w momencie wprowadzenia ERM II w Polsce) walutą interwencyjną powinna być waluta odniesienia (czyli w polskich warunkach euro). Godne uwagi jest podkreślenie, że w danym okresie bank centralny powinien dokonywać interwencji tylko w jednej walucie ze względu na unikanie ryzyka zmiany kursu krzyżowego. Oczywiście nie musi to oznaczać, że interwencji nie można przeprowadzać w kilku różnych walutach, ważne jest jednak, aby w danym momencie operacje interwencyjne przebiegały tylko w jednej z nich³.

Tabela I. Interwencje dewizowe krajów G-3 w latach 1990-2003

	FED			ECB/Bundesbank			BoJ		
	razem	buy FX	sell FX	razem	buy FX	sell FX	razem	buy FX	sell FX
liczba interwencji									
1990-2003	84	27	57	87	43	44	278	251	27
1990-1994	74	25	49	79	39	40	131	104	27
1995-1998	9	1	8	4	4	0	59	59	0
1999-2003	1	1	0	4	0	4	88	88	0
średnia wartość interwencji w mln USD									
1990-2003	284	202	323	1592	2589	617	1554	1697	223
1990-1994	202	125	242	1694	2811	604	385	427	223
1995-1998	821	833	819	419	419	0	1706	1706	0
1999-2003	1500	1500	0	bd	0	bd	3192	3192	0

Źródło: [Fratscher 2004, s. 261].

³ Bank Federalny USA zakłada możliwość interweniowania w dziewięciu walutach: euro, funt brytyjski, dolar kanadyjski, jen japoński, korona duńska, korona szwedzka, korona norweska, frank szwajcarski, peso meksykańskie (por. [Annual... 2004, s. 153]).

Wielkość dokonywanych transakcji interwencyjnych jest istotnym czynnikiem wpływającym na efektywność podejmowanych działań. Zwłaszcza kwoty interwencji muszą być na tyle duże, aby wpływać na oczekiwania uczestników rynku zgodnie z założonymi przez bank centralny celami. Oznacza to, że wartość zleceń kierowanych przez bank centralny powinna być wielokrotnie wyższa od typowej wielkości zleceń rynkowych. W tabeli 1 ukazano skalę interwencji dokonywanych przez największe banki centralne świata (Fed, EBC/Bundesbank, BoJ) w latach 1990-2003.

Prezentowane w tabeli dane wskazują na stopniowe zwiększanie przeciętnej wielkości transakcji interwencyjnych. Jest to bez wątpienia odpowiedź banków centralnych na rosnącą skalę obrotów na globalnym rynku walutowym. Z drugiej strony uwidacznia się także stopniowe ograniczanie liczby operacji interwencyjnych kluczowych banków centralnych świata. Obecnie jedynie Bank of Japan jest aktywny w operacjach rynku walutowego. Skala tych operacji nie przekracza jednak 0,5% obrotów na rynku walutowym. Nieco inaczej wygląda sytuacja w krajach uznawanych za rynki wschodzące. Badania przeprowadzone wśród 16 banków centralnych krajów rozwijających się wskazują, że w latach 2002-2004 interwencje walutowe stanowiły średnio około 5% obrotów na rynku walutowym [Mihajlek 2005, s. 2]. Należy podkreślić, że często stosowaną przez banki centralne praktyką interweniowania na rynku jest wykorzystywanie momentów ograniczonej aktywności na nim podmiotów komercyjnych, głównie banków. Przy mniejszej płynności zmiana kursu wywołana przez interwencję jest łatwiejsza do osiągnięcia, a okresami sprzyjającymi takim poczynaniom są chociażby ostatnie dni roku i dni poprzedzające święta.

Bank centralny, podejmując decyzję o dokonaniu interwencji na rynku walutowym, stoi też przed problemem wyboru kontrahentów. Zasadniczo powinny być to podmioty o dużej wiarygodności i oferujące konkurencyjne dwustronne kwotowania na rynku. Są nimi największe na danym rynku banki komercyjne, spełniające rolę animatorów (*market-makers*). Istotnymi korzyściami z zawierania przez bank centralny transakcji z animatorami jest ich aktywność na rynku, pozwalająca na ciągle kwotowanie na rzecz innych podmiotów. Wzmaga to efekt interwencji, przenosząc go na cały rynek. Ponadto nie bez znaczenia jest fakt, że tylko takie podmioty są w stanie wchłoniąć sumy, jakimi chce operować bank centralny przy ograniczonym ryzyku rozliczeniowym. Oczywiście na mało płynnych rynkach banki zmuszone są do dokonywania transakcji interwencyjnych z szerszą grupą podmiotów. Czasami banki centralne korzystają z usług brokerów lub agentów (np. banków państwowych), co zazwyczaj jest czynione w sytuacji, gdy interwencje mają charakter niejawnny.

Trzeba bowiem stwierdzić, że dokonywanie interwencji walutowych może mieć charakter jawny bądź ukryty. Za jawnością interwencji może przemawiać fakt dążenia współczesnych banków centralnych do zwiększenia wiarygodności i przewi-

dywalności ich działania. Tylko wówczas bank centralny jest bowiem przekazać rynkowi przejrzysty i jednoznaczny sygnał co do pożądanego poziomu kursu. Budowana w ten sposób wiarygodność banku centralnego pozwala także na skuteczne przekonanie uczestników rynku o determinacji władz monetarnych w osiąganiu celów kursowych. Za interwencjami niejawnymi może przemawiać fakt większego zaskoczenia rynku, co może znaleźć odzwierciedlenie w silniejszej zmianie kursu. Dodatkowo interwencje niejawne utrudniają dokonanie ataku spekulacyjnego ze względu na brak pewności uczestników rynku co do zakresu interwencji akceptowanej przez bank centralny. Dostępne badania wskazują stosowanie różnych strategii przez banki centralne. Dominują jednak rozwiązania, w których o skali dokonywanych interwencji i ich terminach banki centralne informują rynek z pewnym opóźnieniem, np. w swoich kwartalnych raportach.

Zasadniczym problemem z punktu widzenia polityki pieniężnej banków centralnych jest kwestia sterylizowania interwencji walutowych. Przeprowadzanie operacji interwencyjnych zmieniających poziom kursu walutowego wpływa jednocześnie na stan płynności sektora bankowego i na poziom rynkowych stóp procentowych (kupno dewiz przez bank centralny zwiększa płynność, sprzedaż dewiz ją ogranicza). Tak więc niesterylizowane interwencje prowadzą do utraty kontroli nad polityką stóp procentowych. W interwencjach sterylizowanych bank centralny neutralizuje zmiany podaży pieniądza wywołane zakupem lub sprzedażą dewiz odpowiednimi operacjami na rynku pieniężnym. Badania empiryczne wskazują, że interwencje niesterylizowane mogą mieć statystycznie istotny wpływ na kurs, ale jest to potwierdzone jedynie dla niektórych krajów. Podkreśla się mniejszą skuteczność interwencji sterylizowanych, lecz jednocześnie zwraca się uwagę na ich rolę sygnalizacyjną w informowaniu przez bank centralny o perspektywach zmiany nastawienia w polityce monetarnej (poluzowania bądź zacieśnienia) (por. [Rostkowski 2004, s. 19]).

Ważnym aspektem interwencji są także koszty sterylizacji, które mają negatywny wpływ na skuteczność i wiarygodność tych operacji. Publikowane dane dla Czech wskazują, że w ciągu 10 lat pochłonęły one prawie 10% rocznego PKB, a dopiero od 2002 r., gdy krótkoterminowe stopy procentowe spadły poniżej poziomu w strefie euro, ich stosowanie stało się zyskowe⁴.

Przedstawione zagadnienia staną się w polskich warunkach wyjątkowo aktualne w momencie wejścia złotego do ERM II. Do tego czasu powinny zostać wypracowane zasady dokonywania interwencji, zmierzające do utrzymania kursu EUR/PLN wewnątrz normalnego pasma wahań $\pm 15\%$ po obu stronach centralnego parytetu, zwłaszcza wobec możliwości EBC zawieszenia interwencji w sytuacji, gdy zagraża to stabilności cen wewnątrz strefy euro (por. [Rostkowski 2004, s. 37]).

⁴ W Czechach interwencje mają na celu powstrzymanie aprecjacji korony, a więc bank centralny dokonuje zakupu euro (por. [Holub 2004, s. 21]).

Literatura

- Annual Report*, Board of Governors of Federal Reserve Bank, Washington 2004.
- Canales-Kriljenko J., *Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey*, IMF Working Paper nr 95, 2003.
- Fratscher M., *Exchange Rate Policy Strategies and Foreign Exchange Interventions in the Group of Three Economies*, [in:] *Dolar Adjustment: How Much? Against What?*, Institute for International Economics, Washington 2004.
- Holub T., *Foreign Exchange interventions under inflation targeting: the Czech Experience*, „Deutsche Bank Research” 2004 nr 17.
- Lutkowski K., *Globalizacja a dylematy polityki pieniężnej: w poszukiwaniu optymalnej strategii dla Polski na drodze do euro*, „Bank i Kredyt” 2001, nr 11-12.
- Mandeng O., *Central Bank Foreign Exchange Market Intervention and Option Contract Specification: The Case of Colombia*, IMF Working Paper nr 135, 2003.
- Miesięczny Przegląd Makroekonomiczny*, BRE Bank, Warszawa grudzień 2004.
- Mihajlek D., *Survey of Central Banks' View on Effects of Intervention*, Bank of Slovenia 2005.
- Neely Ch., *The Practice of Central Bank Intervention: Looking Under the Hood*, Federal Reserve Bank of St. Louis, May 2001.
- Rostkowski J., *Polityka kursowa w trzecim etapie reform w Polsce*, CASE, Warszawa 2004.

THE PRACTICE OF FOREIGN EXCHANGE INTERVENTIONS AND THEIR EFFECTIVENESS

Summary

This article discusses the role of foreign exchange interventions especially in the inflation targeting regime, focusing on the Polish perspectives. The article describes several methods by which interventions can be conducted. The analysis offers guidance on the operational aspects of official intervention, particularly in the aspect of the objectives, choice of markets and counterparties, amount and timing. Special attention is given to the effectiveness and credibility of central banks' FX interventions.