Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVII, 3 SECTIO H 2013

Uniwersytet Gdański, Katedra Prawa Finansowego

PRZEMYSŁAW PANFIL

Polityka monetarna a rynek rządowych papierów dłużnych w strefie euro

The monetary policy and the market of treasury securities in the euro area

Słowa kluczowe: polityka monetarna, rządowe papiery dłużne

Key words: monetary policy, treasury securities

Wstęp

Kryzys finansowy, który rozpoczął się we wrześniu 2008 roku od upadku amerykańskiego banku Lehman Brothers, bardzo szybko dotknął strefę realną gospodarki. Za sprawą automatycznych stabilizatorów koniunktury sytuacja ta doprowadziła do znaczącego pogorszenia się pozycji budżetowej państw strefy euro. W 2009 roku jedynie trzem z nich udało się utrzymać deficyt budżetowy poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB. Jednocześnie aż w pięciu przypadkach ujemne saldo budżetowe przekroczyło alarmujący poziom 10% PKB, skutkując gwałtownym przyrostem długu publicznego. W obliczu negatywnych prognoz gospodarczych doprowadziło to do podważenia wiarygodności kredytowej niektórych członków strefy euro i wybuchu kryzysu zadłużeniowego. Jego najbardziej wymownym symptomem był wzrost rentowności rządowych papierów dłużnych emitowanych przez najbardziej zagrożone bankructwem kraje. Związane z tym wyższe koszty obsługi długu wtórnie pogorszyły pozycję budżetową tych państw. Szybko okazało się także, że kluczowa dla dalszego rozwoju sytuacji w strefie euro jest rentowność dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez Hiszpanię i Włochy. Ewentualna utrata przez te kraje możliwości

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

refinansowania swojego zadłużenia na warunkach rynkowych najprawdopodobniej doprowadziłaby do ich bankructwa. W kontekście wielkości nominalnego zadłużenia Hiszpanii i Włoch trudno byłoby bowiem znaleźć środki niezbędne do udzielenia im skutecznej pomocy. Potencjalne skutki takiego bankructwa dla przyszłości wspólnej waluty sprawiły, że rentowność dłużnych papierów wartościowych państw strefy euro stała się jednym z czynników determinujących kształt polityki EBC.

Celem artykułu jest przedstawienie wpływu polityki pieniężnej na rynek rządowych papierów dłużnych członków strefy euro, ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji Hiszpanii i Włoch. Kluczowe znaczenie ma tutaj określenie korelacji działań EBC ze zmianami rentowności instrumentów tych państw począwszy od 2008 roku.

1. Rentowność rządowych papierów dłużnych

Rentowność rządowych papierów dłużnych zależy przede wszystkim od ich oprocentowania, które przyjmuje najczęściej dwie formy: odsetek i dyskonta. Większość państw strefy euro koncentruje się na emisji instrumentów ze stałym kuponem, którego wysokość określa się w liście emisyjnym[1]. Wysokość oprocentowania determinowana jest natomiast przez poziom stóp procentowych rynku pieniężnego. Na przykład w przypadku 10-letnich obligacji emitowanych przez Niemcy jest to stopa kredytowa EBC. Warto jednak zaznaczyć, że zmiany stóp rynku pieniężnego wpływają na wysokość oprocentowania rządowych papierów dłużnych z pewnym opóźnieniem. W celu uzyskania odpowiedniej płynności instrumenty te są bowiem emitowane w dużych seriach przez okres kilku miesięcy.

Z punktu widzenia rentowności rządowych papierów dłużnych bardzo ważny jest sposób ich sprzedaży. Przyjmuje on zazwyczaj formę specjalnych przetargów, w których biorą udział tzw. dealerzy rynku pierwotnego. Oznacza to, że cena sprzedaży rządowych papierów dłużnych ustalana jest w sposób rynkowy. Przy danej podaży wysokość dyskonta zależy więc od popytu na te instrumenty na rynku pierwotnym, a pośrednio – od sytuacji na rynku wtórnym.

Integracja walutowa w Europie miała silny wpływ na rynek rządowych papierów dłużnych emitowanych przez biorące w niej udział państwa. Podstawową rolę odegrały tutaj wyeliminowanie ryzyka kursowego, wspólna polityka pieniężna oraz ograniczenie wielu barier organizacyjno-fiskalnych [Marchewka-Bartkowiak, 2008, s. 93]. Papiery dłużne państw strefy euro są bowiem nominowane w tej samej walucie, a także bazują na tych samych stopach rynku pieniężnego. Jednocześnie postępująca integracja wymusiła daleko idące upodobnienia konstrukcji tych instrumentów, synchronizację kalendarza ich emisji oraz harmonizację przepisów podatkowych w zakresie opodatkowania dochodów z ich odpłatnego zbycia [Panfil, 2011, s. 287]. W efekcie doszło do spłaszczenia i zmniejszenia różnic w rentowności rządowych papierów

[1] Szerzej wykorzystuje się także instrumenty indeksowane.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

dłużnych państw strefy euro. Zjawisko to oddaje najlepiej spadek spreadu między 10-letnimi obligacjami niemieckim, uznawanymi w Unii Europejskiej za instrumenty obarczone najniższym ryzykiem kredytowym, a obligacjami emitowanymi na ten sam okres przez inne państwa[2]. Do sierpnia 2008 roku drobne różnice w rentowności rządowych papierów dłużnych emitowanych przez poszczególnych członków strefy euro można było wyjaśnić odmienną płynnością tych instrumentów [Denmarks Nationalbank, 2006, s. 127–136]. Tuż przed wybuchem kryzysu finansowego maksymalny spread (między papierami niemieckimi a maltańskimi) wynosił 92 punkty bazowe[3].

Rozpiętość między rentownością 10-letnich obligacji państw strefy euro zaczęła ulegać dynamicznym zmianom od września 2008 roku (rysunek 1). Początkowo źródłem tego zjawiska była rosnąca wśród inwestorów awersja do ryzyka. Zaczęli oni preferować instrumenty o najwyższej płynności i wiarygodności kredytowej. Przejawem tego zjawiska był przede wszystkim znaczący spadek rentowności niemieckich i francuskich papierów dłużnych[4]. W marcu 2009 roku maksymalny spread (między papierami niemieckimi a greckimi) wyniósł aż 285 punktów bazowych[5]. W kolejnych miesiącach doszło do pewnej poprawy na rynku rządowych papierów dłużnych państw strefy euro, o czym świadczył spadek różnic w rentowności tych instrumentów. W październiku 2009 roku, który zamknął okres względnej stabilizacji na tym rynku, maksymalny spread (między papierami niemieckim a irlandzkimi) wyniósł jedynie 56 punktów bazowych. Od listopada 2009 roku rozpoczął się szybki wzrost rentowności instrumentów dłużnych emitowanych przez Grecję, do której w kolejnych miesiącach zaczęli dołączać pozostali członkowie tzw. grupy PIIGS[6]. Źródłem opisywanego zjawiska była przede wszystkim zła sytuacja budżetowa tych państw i związany z tym dynamiczny przyrost długu publicznego. W konsekwencji w grudniu 2009 roku rozpoczął się proces obniżek ocen wiarygodności kredytowej większości państw strefy euro.

Punkt kulminacyjny kryzysu zadłużeniowego przypadł na lipiec 2012 roku. W tym miesiącu rentowność 10-letnich obligacji emitowanych przez Hiszpanię i Włochy osiągnęła poziom odpowiednio 6,79% i 6%, zaś spread do papierów niemieckich 550 i 476 punktów bazowych. W sierpniu 2012 roku sytuacja na rynku rządowych papierów dłużnych strefy euro zaczęła się systematycznie poprawiać. Pozytywne zmiany objęły przy tym wszystkie państwa grupy PIIGS. W kwietniu 2013 roku

[2] Na przykład o ile w styczniu 1995 roku spread między 10-letnimi obligacjami niemieckimi i hiszpańskimi wynosił 426 punktów bazowych, to w styczniu 2008 roku kształtował się na poziomie 15 punktów.

[3] Wszystkie prezentowane w pracy dane statystyczne pochodzą ze strony internetowej Eurostatu: epp.eurostat.ec.europa.eu.

[4] Spadek ten można także częściowo wyjaśnić zmianami stóp procentowych rynku pieniężnego, o czym w dalszej części artykułu.

[5] Należy podkreślić, że w okresie wrzesień 2008–marzec 2009 roku wzrost różnicy między rentownością papierów niemieckich a instrumentów emitowanych przez inne państwa strefy euro był zjawiskiem typowym. Na przykład w przypadku 10-letnich obligacji francuskich różnica ta zwiększyła się z 20 do 63 punktów bazowych.

[6] Do grupy tej należą Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Włochy.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

spread między mającymi najwyższą rentowość papierami greckimi a instrumentami niemieckimi wynosił 1038 punktów bazowych, a więc o 1614 punktów bazowych mniej niż w czerwcu 2012 roku.

Rysunek 1. Spread między 10-letnimi obligacjami niemieckimi a instrumentami emitowanymi przez Hiszpanię i Włochy w okresie styczeń 2008–marzec 2013 roku (w punktach bazowych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej EBC [www.ecb.europa.eu].

2. Uwarunkowania polityki monetarnej

Upadek Lehman Brothers, a więc drugiego co do wielkości amerykańskiego banku inwestycyjnego, doprowadził do noszącego znamiona paniki spadku zaufania na globalnym rynku finansowym. Straty kapitałowe banków utrzymujących w swoich portfelach duże pakiety obligacji zabezpieczonych wierzytelnościami rodziły niebezpieczeństwo masowych bankructw tych podmiotów. W efekcie drastycznie spadły obroty na rynku międzybankowym. Dodatkowo pogorszyło to sytuację banków, które w dużej mierze finansowały swoją akcję kredytową krótkoterminowymi pożyczkami zaciąganymi na tym rynku. Zapaść na rynku międzybankowym stała się poważnym wyzwaniem dla realizacji celów polityki monetarnej. Z jednej strony pojawiło się ryzyko dysfunkcji mechanizmu transmisji tej polityki, z drugiej zaś coraz wyraźniejsze były tendencje deflacyjne w gospodarce. Banki centralne odpowiedziały na te zagrożenia, obniżając stopy procentowe oraz stosując ilościowe instrumenty luzowania polityki pieniężnej. Równocześnie jednym ze skutków kryzysu stała się ucieczka inwestorów w kierunku instrumentów charakteryzujących się wysoką płynnością i emitowanych

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

przez podmioty o najwyższej wiarygodności kredytowej. W efekcie niektóre państwa zaczęły mieć problemy z refinansowaniem swojego zadłużenia publicznego na warunkach rynkowych. Tendencje te okazały się szczególnie silne w strefie euro, w której w 2010 roku doszło do wybuchu kryzysu zadłużeniowego. Groźba niewypłacalności niektórych państw członkowskich zaczęła wtórnie oddziaływać na europejski sektor bankowy. Wysoki udział instrumentów dłużnych wyemitowanych przez te państwa w aktywach banków zrodził niebezpieczeństwo następnych strat kapitałowych. Dodatkowo po raz kolejny pojawiło się ryzyko deflacji. Zmusiło to EBC do dalszych działań zmierzających do zwiększenia płynności rynku międzybankowego. Zakładano przy tym, że działania te przełożą się na wzrost popytu na rynku papierów dłużnych państw strefy euro. Miało to między innymi doprowadzić do obniżenia rentowności instrumentów emitowanych przez członków grupy PIIGS, a tym samym zmniejszenia występujących w tych krajach napięć budżetowych.

Tabela 1. Zmiana stóp procentowych EBC w latach 2008–2013

Data	09.07.2008	09.10.2008	12.11.2008	10.12.2008	21.01.2009	11.03.2009	08.04.2009
S. kredytowa	5,25	4,25	3,75	3,00	3,00	2,50	2,25
S. referencyjna	4,25	3,75	3,25	2,50	2,00	1,50	1,25
S. depozytowa	3,25	3,25	2,75	2,00	1,00	0,50	0,25

Data	13.05.2009	07.04.2011	13.07.2011	09.11.2011	14.12.2011	11.07.2012	08.05.2013
S. kredytowa	1,75	2,00	2,25	2,00	1,75	1,50	1,00
S. referencyjna	1,00	1,25	1,50	1,25	1,00	0,75	0,50
S. depozytowa	0,25	0,50	0,75	0,50	0,25	0,00	0,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej EBC [www.ecb.europa.eu].

3. Zmiany stóp procentowych

Rozprzestrzeniający się kryzys finansowy uruchomił w wielu gospodarkach silne tendencje deflacyjne. Reagując na to zagrożenie, takie banki centralne jak System Rezerwy Federalnej, Bank Anglii, Bank Japonii, Szwajcarski Bank Narodowy, Bank Kanady i EBC rozpoczęły drastyczne obniżki stóp procentowych [Roubini i inni, 2011, s. 172]. W strefie euro w okresie od 9 października 2008 roku do 13 maja 2009 zostały one zredukowane aż siedmiokrotnie. W efekcie stopa referencyjna zmniejszyła się z 4,25% do 1% (tabela 1). Jednocześnie w tym okresie modyfikacjom ulegał także korytarz między stopą depozytową a kredytową. Odwrócenie trendu zniżkowego nastąpiło dopiero 7 kwietnia 2011 roku. Tego dnia, w reakcji na poprawę sytuacji

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

gospodarczej w strefie euro, stopy procentowe EBC zwiększono o 25 punktów bazowych. Do następnej takiej podwyżki doszło 13 listopada 2011 roku. 9 listopada 2011 roku rozpoczął się natomiast kolejny okres obniżek stóp procentowych. W wyniku czterech decyzji stopa referencyjna została zredukowana o 100 punktów bazowych, zaś stopa depozytowa osiągnęła poziom 0%. W ten sposób stopy procentowe w strefie euro osiągnęły historyczne minimum.

Rysunek 2. Stopy referencyjne EBC i rentowność rządowych papierów dłużnych wybranych państw strefy euro w okresie styczeń 2008–marzec 2013 roku (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej EBC [www.ecb.europa.eu].

Obniżki stóp procentowych EBC miały zróżnicowany wpływ na rentowność dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez poszczególne państwa strefy euro. Największym beneficjentem tych obniżek okazały się Niemcy. Duże znaczenie miała tutaj stabilna cena sprzedaży tych instrumentów na rynku pierwotnym, która na wielu przetargach przekraczała ich wartość nominalną[7]. Dzięki temu obniżki stóp procentowych EBC i idące w tym samym kierunku zmiany płatności kuponowych proponowanych nabywcom niemieckich papierów dłużnych miały bezpośredni wpływ na spadek ich rentowności[8]. Obniżki te nie przełożyły się jednak znacząco na sytuację

[7] Informacje pochodzą ze strony internetowej German Finanse Agency (do jej kompetencji należy zarządzanie długiem skarbu państwa w Niemczech): [http://www.deutsche-finanzagentur.de].

[8] Obniżki stóp procentowych EBC miały podobny, aczkolwiek nieco mniejszy wpływ na rentowność rządowych papierów dłużnych emitowanych przez Francję.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

takich państw jak Włochy czy Hiszpania (rysunek 2). W przypadku emitowanych przez te kraje instrumentów spadek stóp procentowych EBC został częściowo zrównoważony przez wzrost żądanego przez inwestorów dyskonta. Sytuacja na rynku rządowych papierów wartościowych państw strefy euro na przełomie lat 2008 i 2009 zdaje się potwierdzać pojawienie się tzw. pułapki płynności, czyli sytuacji, w której tradycyjna polityka pieniężna okazuje się nieskuteczna. Jedną z oznak tego zjawiska jest duży wzrost rozpiętości między oprocentowaniem żądanym przy inwestycjach uznawanych za wyjątkowo bezpieczne a oprocentowaniem inwestycji bardziej ryzykownych [Roubini i inni, 2011, s. 173]. Należy przy tym podkreślić, że na przełomie lat 2008 i 2009 rosnącego spreadu między rentownością niemieckim papierów dłużnych oraz instrumentów włoskich i hiszpańskich nie można jeszcze tłumaczyć znaczącym pogorszeniem się pozycji budżetowej tych dwóch ostatnich państw.

4. Ilościowe luzowanie polityki pieniężnej

Mała skuteczność polityki krótkoterminowych stóp procentowych w walce z kryzysem finansowym i zadłużeniowym zmusiła EBC do zastosowania tzw. ilościowych metod łagodzenia polityki pieniężnej (ang. *quantitative easing*)[9]. Celem podjętych w tym zakresie działań było zwiększenie ilości płynnych rezerw udostępnianych bankom komercyjnym [Sławiński, 2011, s. 219]. Do jego realizacji EBC wykorzystał instrumenty pozostające w arsenale banku centralnego, w tym operacje otwartego rynku i kredyty refinansowe. Podmiot ten zdecydował się na ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej jeszcze przed wybuchem kryzysu finansowego. W sierpniu 2007 roku, dostrzegając zastój na rynku pożyczek międzybankowych, EBC zasilił sektor bankowy w płynność na łączną kwotę 335 mld euro. Na szeroką skalę ilościowe metody łagodzenia polityki pieniężnej zostały jednak wykorzystane dopiero po upadku banku Lehman Brothers. Co równie istotne, EBC zdecydował się na zmianę zasad wykorzystania tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej. Ich celem było ułatwienie bankom dostępu do oferowanej im płynności. Do tego typu zmian należy chociażby:

1) wykorzystanie tzw. dłuższych operacji refinansujących (ang. *longer-term refinancing operations*) o niestandardowych terminach zapadalności[10] (6-, 12-, 13- i 36-miesięcznych),
2) stosowanie operacji refinansujących w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, dających bankom dostęp do nieograniczonych kwot płynności,
3) rozszerzenie listy aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenia operacji kredytowych Eurosystemu,
4) przeprowadzanie operacji zasilających w płynność w dolarach amerykańskich.

[9] Działania EBC w tym zakresie były zbieżne z krokami podejmowanymi przez wiele innych banków centralnych, w tym przez System Rezerwy Federalnej i Bank Anglii [Pyka, 2010, s. 237–246].

[10] Standardowy termin zapadalności LTRO wynosi 3 miesiące.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

Na szczególną uwagę zasługują dwie operacje refinansujące o terminie zapadalności 36 miesięcy, które zostały przeprowadzone 22 grudnia 2011 roku i 1 marca 2012 roku. W pierwszej EBC pożyczył 523 bankom kwotę 489 mld euro, zaś w drugiej 800 bankom 530 mld euro. Działania te znacząco wykroczyły poza tradycyjny przedmiot zainteresowania banku centralnego, jakim jest rynek pieniężny. Także skala tych operacji była bezprecedensowa w dotychczasowej historii strefy euro. Doprowadziły one do znaczącego wzrostu płynności w sektorze bankowym, co przełożyło się także na zwiększenie popytu na rządowe papiery dłużne. W efekcie doszło do wyraźnego spadku rentowności instrumentów emitowanych przez Hiszpanię i Włochy. O ile w listopadzie 2011 roku wynosiła ona odpowiednio 6,2% i 7,06%, to w marcu 2012 roku 5,17% i 5,05%. Jednak od kwietnia 2012 roku sytuacja na rynku rządowych papierów dłużnych państw strefy euro zaczęła się szybko pogarszać. Skutki operacji refinansujących jak i innych działań podejmowanych w ramach ilościowego luzowania polityki pieniężnej okazały się mieć wyłącznie przejściowy charakter. Zwiększenie płynności sektora bankowego nie wpłynęło bowiem w żaden sposób na podstawowy problem rynku rządowych papierów dłużnych, jakim był brak zaufania do niektórych emitentów tych instrumentów. Dodatkowo doszło do częściowej sterylizacji środków, którymi zasilono rynek międzybankowy. Większość z nich wróciła do EBC, chociażby w związku z koniecznością osiągnięcia przez banki wymaganego współczynnika adekwatności kapitałowej.

5. Bezwarunkowe transakcje monetarne

Odpowiedzią EBC na pogłębiający się kryzys finansów publicznych niektórych państw strefy euro było wdrożenie 6 września 2012 roku programu bezwarunkowych transakcji monetarnych (ang. *Outright Monetary Transaction*; dalej jako OMT)[11], który został zapowiedziany 2 sierpnia tego roku. Istotą tego programu jest bezwarunkowy zakup obligacji rządowych na rynku wtórnym. Jednocześnie nie określono żadnych limitów kwotowych. Program ten ogranicza się jednak do papierów dłużnych o terminie zapadalności od jednego do trzech lat emitowanych przez państwa korzystające z pomocy w ramach Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej lub Europejskiego Mechanizmu Stabilności. Tym samym opisywany program jest adresowany wyłącznie do państw wdrażających niezbędne dostosowania makroekonomiczne, strukturalne, fiskalne i finansowe. Sam fakt uczestnictwa danego państwa w Europejskim Instrumencie Stabilności Finansowej lub Europejskim Mechanizmie Stabilności nie przesądza jednak, że jego papiery dłużne zostaną objęte OMT. Ostateczną decyzję w tym zakresie podejmuje Rada Prezesów EBC.

[11] Program ten zastąpił funkcjonujący od 10 maja 2010 roku program skupu rynkowych papierów wartościowych (ang. *Securities Markets Programme*).

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

OMT nie mogą być uznane za jedną z metod ilościowego luzowania polityki pieniężnej. Założono bowiem, że cała płynność powstała dzięki tym transakcjom będzie sterylizowana [EBC, 2013, s. 87]. Może się to na przykład odbywać poprzez sprzedaż znajdujących się w portfelu EBC obligacji niemieckich. Odrębne zagadnienie stanowi pytanie o to, czy OMT jest formą inflacyjnego finansowania potrzeb pożyczkowych wybranych członków strefy euro? Z jednej strony założenie dotyczące sterylizacji przeprowadzanych operacji sugeruje odpowiedź przeczącą. Dodatkowo należy zauważyć, że samo ogłoszenie programu OMT wywarło pozytywny wpływ na funkcjonowanie ryku papierów dłużnych państw strefy euro. Od sierpnia 2012 roku dostrzegalny jest wyraźny spadek rentowności instrumentów emitowanych przez takie kraje jak Hiszpania i Włochy. Z punktu widzenia banków komercyjnych program OMT zredukował bowiem ryzyko związane z utrzymywaniem tych papierów w portfelu aktywów. Jednocześnie zaczął on przynosić wymierne rezultaty bez konieczności angażowania środków EBC. Z drugiej strony nie można wykluczyć takiego zaangażowania w przyszłości lub negatywnego wpływu programu OMT na oczekiwania inflacyjne w strefie euro. Istnieje więc pewne ryzyko, że program ten może doprowadzić do monetyzacji długu. Spostrzeżenia te należy wziąć pod uwagę przy próbie oceny zgodności programu OMT z art. 123 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej [s. 1], który między innymi wprowadza zakaz finansowania przez EBC deficytów budżetowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Problem ten jest jednak na tyle złożony, że wymaga dogłębnej analizy, która wykracza poza zakres niniejszej pracy.

Zakończenie

W walce ze skutkami kryzysu finansowego i zadłużeniowego EBC wykorzystywał pozostające w jego arsenale instrumenty polityki pieniężnej, aktywnie je przy tym modyfikując i dostosowując do dynamicznie zmieniającej się sytuacji. Instrumenty te miały zróżnicowany wpływ na rynek rządowych papierów dłużnych. Z punktu widzenia realizacji założonych celów najmniej skuteczne okazały się obniżki stóp procentowych. Doprowadziły one do spadku rentowności rządowych papierów dłużnych charakteryzujących się najwyższą płynnością i wiarygodnością kredytową, a więc przede wszystkim instrumentów emitowanych przez Niemcy. Nieco bardziej horyzontalny, aczkolwiek przejściowy charakter miały skutki zastosowania ilościowych metod luzowania polityki pieniężnej. Niektóre działania podjęte w tym zakresie przez EBC doprowadziły do czasowego obniżenia rentowności papierów dłużnych emitowanych przez takie państwa jak Hiszpania i Włochy. Ilościowe metody luzowania polityki pieniężnej nie miały jednak wpływu na podstawowy problem rynku tych instrumentów, za jaki należy uznać ryzyko bankructwa niektórych emitentów. Potencjalny wpływ takiego bankructwa na sytuację posiadacza rządowych papierów dłużnych został natomiast ograniczony przez program OMT. Można go porównać do

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 12/09/2026 01:45:58

objęcia gwarancjami EBC instrumentów wyemitowanych przez tych członków strefy euro, którzy spełniają określone w tym programie warunki. Jak pokazała praktyka, rozwiązanie to spełniło pokładane w nim nadzieje i przyczyniło się do znaczącego spadku rentowności papierów dłużnych większości państw jednolitego obszaru walutowego, w tym Hiszpanii i Włoch.

Bibliografia

1. Danmarks Nationalbank, *Danish Government Borrowing and Debt*, Copenhagen 2006.
2. EBC, *Raport roczny 2012*, Frankfurt nad Menem 2013.
3. http://www.deutsche-finanzagentur.de.
4. Marchewka-Bartkowiak K., *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
5. Panfil P., *Prawne i finansowe uwarunkowania długu Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
6. Pyka I., *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
7. Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
8. Sławiński A. (red.), *Polityka pieniężna*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
9. *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej* (Dz. Urz. C115 z 09.05.2008 r.).
10. www.ecb.europa.eu.

The monetary policy and the market of treasury securities in the euro area

The purpose of this article is to present the impact of monetary policy on the treasury securities market in the euro area. Struggling with the effects of the financial crisis and the debt crisis the ECB actively used monetary policy instruments. In particular, the ECB lowered interest rate and embarked on quantitative easing monetary policy. These actions, however, didn't bring a sustained improvement on treasury securities market in the euro area. The situation changed after the implementation of the Outright Monetary Transaction. This program can be compared to given the EBC guarantees the redemption of government securities.