

Elżbieta Małecka\*  
Juliusz Giżyński\*\*

## Interwencje Europejskiego Banku Centralnego na rynkach obligacji skarbowych strefy euro jako odpowiedź na kryzys zadłużenia

### Wstęp

W maju 2010 roku miał swój początek kryzys zadłużeniowy w strefie euro. Uczestnicy rynków wtórnych obligacji skarbowych zakwestionowali wówczas wypłacalność Grecji, z ryzykiem przeniesienia tego problemu na inne kraje członkowskie. Z uwagi na fakt, iż rynki obligacji skarbowych odgrywają kluczową rolę w procesie transmisji polityki pieniężnej, Europejski Bank Centralny (EBC) podjął decyzję o rozpoczęciu interwencji na tych rynkach.

Głównym celem opracowania jest przedstawienie istoty mechanizmu transmisji polityki pieniężnej i roli w nim rynków obligacji skarbowych oraz dokonanie analizy interwencji EBC na rynkach obligacji skarbowych w strefie euro w okresie 2010–2012. Ponadto w artykule zaprezentowano poglądy na temat zasadności podjęcia tych interwencji.

### 1. Rola rynków obligacji skarbowych w procesie transmisji polityki pieniężnej

#### 1.1. Istota mechanizmu transmisji

Prowadzenie polityki pieniężnej wymaga ciągłej analizy zmieniającego się mechanizmu funkcjonowania gospodarki. Stopniowo zdobywana wiedza na jego temat umożliwia bankom centralnym współczesne zarządzanie tą polityką za pomocą zmian wysokości stopy procentowej. Poprzez tego typu działania zarządzający polityką pieniężną starają się przywracać gospodarkę na ścieżkę zrównoważonego wzrostu. Działania te bowiem mają sprzyjać utrzymaniu stabilnych cen [Sławiński, 2011a, s. 21].

Ogólny mechanizm oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę i inflację nosi nazwę mechanizmu transmisji [*Monetary...*, 2010,

---

\*Mgr, Absolwentka Studium Doktoranckiego, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, em@rdmwm.pl, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot

\*\*Dr, Absolwent Studium Doktoranckiego, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, juliusz.gizynski@gmail.com, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot

s. 85–98]. Banki centralne, w ramach tej polityki, nieustannie analizują sytuację w gospodarce w celu określenia charakteru i siły występujących z niej zależności. Banki te stale doskonalą i tworzą modele, które umożliwiają im przeprowadzanie analiz scenariuszowych i formułowanie prognoz. Warto podkreślić, iż mechanizm transmisji jest bardzo skomplikowany. Wiąże się on bowiem z całokształtem wpływu polityki pieniężnej na gospodarkę i inflację [Sławiński, 2011b, s. 43–44]. Co więcej, nie jest on do końca rozpoznany, nawet w przypadku podstawowych kanałów transmisji, jakimi są stopa procentowa i ceny aktywów<sup>1</sup> [Przybylska-Kapuścińska, Szyszko, 2012, s. 33].

## 1.2. Rynki obligacji skarbowych a kanały transmisji

Rynki obligacji skarbowych odgrywają kluczową rolę w procesie transmisji polityki pieniężnej [Annual..., 2011, s. 18]. W przypadku tych rynków do transmisji dochodzi następującymi kanałami:

- kanałem cenowym (*price channel*), który powstaje w wyniku powiązania cen obligacji skarbowych, cen aktywów i kosztów zaciągania pożyczek w gospodarce. Silne zmiany w funkcjonowaniu rynków obligacji skarbowych mogą bezpośrednio przełożyć się na wyższe koszty finansowania w sektorze prywatnym, co może wpłynąć na decyzje inwestycyjne gospodarstw domowych i firm, a następnie na ceny. Należy dodać, iż banki konkurują z rządami na rynkach finansowych. Korelacja między oprocentowaniem obligacji skarbowych i obligacji wyemitowanych przez banki w poszczególnych krajach jest wysoka i bezpośrednia. To powoduje wyższe koszty finansowania dla banków, które przenoszą je z opóźnieniem na oprocentowanie pożyczek [Cour-Thimann, Winkler, 2013, s. 13];
- kanałem płynnościowym (*liquidity channel*), który wynika z roli, jaką pełnią obligacje skarbowe w transakcjach repo<sup>2</sup> (i w zabezpieczeniach). Wysoka płynność obligacji skarbowych sprawia, iż są one najważniejszym zabezpieczeniem stosowanym na europejskich rynkach transakcji repo i mogą one być wyznacznikiem dla innych ak-

---

<sup>1</sup> Szerzej na temat istoty oraz podstawowych kanałów transmisji polityki pieniężnej zob.: [Przybylska-Kapuścińska, 2008, s. 162–202] oraz na stronie witryny internetowej EBC: [<http://www.ecb.int/mopo>].

<sup>2</sup> Transakcjami repo (repurchase agreement) nazywa się „warunkową” sprzedaż i „warunkowy” zakup papierów wartościowych. W ramach tych operacji bank centralny kupuje papiery wartościowe od banków komercyjnych albo im je sprzedaje pod warunkiem, że w uzgodnionym terminie dokonana zostanie transakcja odwrotna, szerzej patrz: [Tymoczko, 2011, s. 121–130].

tywów w tego typu transakcjach. Zakłócenia na rynku obligacji skarbowych mogą zatem paraliżować inne segmenty rynku, co znacznie utrudnia bankom pozyskanie płynności. Taka sytuacja może wpłynąć na ich zdolność do emisji obligacji bądź na wykorzystanie obligacji skarbowych na rynku międzybankowym jako zabezpieczenie. Obniżający się rating papierów skarbowych może doprowadzić do rewizji ich przydatności jako zabezpieczenie, a także do wezwania do uzupełnienia depozytu (*margin call*), i tym samym do redukcji wolumenu dostępnego zabezpieczonego kredytu [Cour-Thimann, Winkler, 2013, s. 13–14];

- kanałem bilansowym (*balance sheet channel*), z którym związane są wahania cen obligacji skarbowych [Cour-Thimann, Winkler, 2013, s. 14]. Gwałtowny spadek cen tych obligacji, spowodowany znacznym wzrostem długoterminowych stóp procentowych na skutek zaburzeń zachodzących na rynkach tych walorów, może doprowadzić do wysokich strat na portfelu w sektorze finansowym i niefinansowym. Taka sytuacja ogranicza zdolność banków do kredytowania gospodarki [*Annual...*, 2011, s. 18].

Skutki kryzysu finansowo-gospodarczego, jaki od 2007 roku rozprzestrzenił się w gospodarce światowej, zmusiły banki centralne, w tym EBC, do modyfikacji działań strategicznych oraz bieżących. Wpływ kryzysu na mechanizm transmisji określono bowiem jako niszczący. Odpowiedzią na tę nieefektywność było uruchomienie nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej na znaczną skalę<sup>3</sup> [Przybylska-Kapuścińska, Szyszko, 2012, s. 28 i 32].

Na początku maja 2010 roku niektóre segmenty rynków papierów wartościowych w strefie euro przestały funkcjonować prawidłowo. Dlatego zdecydowano się na rozpoczęcie interwencji na rynkach obligacji skarbowych tej strefy. Podjęte działania miały na celu przywrócenie prawidłowej transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki realnej [*Raport roczny*, 2011, s. 20–21].

## 2. Analiza interwencji EBC na rynkach obligacji skarbowych strefy euro w latach 2010–2012

### 2.1. Interwencje w roku 2010

---

<sup>3</sup> Szerzej na temat nadzwyczajnych instrumentów, zastosowanych przez EBC w reakcji na kryzys finansowo-gospodarczy w strefie euro w okresie październik 2008–grudzień 2012 r., zob. np.: [Cour-Thimann, Winkler, 2013, s. 10–18].

W maju 2010 roku rozpoczął się nowy etap kryzysu<sup>4</sup> w strefie euro, tj. kryzysu na rynkach obligacji skarbowych. Wzrosły wówczas obawy uczestników tych rynków o stabilność finansów publicznych w części krajów strefy euro. Warto podkreślić, iż obawy te doprowadziły do poważnych zaburzeń w funkcjonowaniu rynków obligacji w tych krajach. Znacząco zwiększyła się rozpiętość oprocentowania obligacji w krajach strefy euro w okresie od stycznia 2010 do stycznia 2011 roku<sup>5</sup>.

Z uwagi na istotną rolę, jak już podkreślano, rynków obligacji skarbowych w procesie transmisji polityki pieniężnej, w dniu 10 maja 2010 roku EBC uruchomił program dotyczący rynków papierów wartościowych (*Securities Markets Programme, SMP*)<sup>6</sup>. Program ten, podobnie jak wszystkie niestandardowe środki stosowane od października 2008 roku w reakcji na ostre napięcia na rynkach finansowych, był z definicji tymczasowy i w pełni zgodny z zadaniem utrzymania stabilności cen w średnim okresie. Ponadto na początku maja 2010 EBC przywrócił część niestandardowych środków, wycofanych w poprzednich miesiącach [*Raport roczny, 2011, s. 18–20*], by uniknąć rozprzestrzenienia się niepożądanych zjawisk z wewnętrznych rynków obligacji skarbowych na inne rynki finansowe. Prawidłowe funkcjonowanie rynków było bowiem zagrożone, zwłaszcza początkowe ogniwo mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, tj. między bankiem centralnym a instytucjami kredytowymi [*Raport roczny, 2011, s. 21*].

Celem programu rynków papierów wartościowych była poprawa sytuacji źle funkcjonujących segmentów rynku dłużnych papierów wartościowych Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), oraz zapewnienie właściwego działania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Warto dodać, iż w praktyce program ten wdrażały podmioty zarządzające portfelem w strefie euro, dokonujące zakupów ustalonych dłużnych

---

<sup>4</sup> Szerzej na temat genezy tego kryzysu zob. np.: [Włodarczyk, 2012, s. 48–52; Lutkowski, 2012, s. 184–186].

<sup>5</sup> Rozpiętość oznacza różnicę między rentownością 10-letnich obligacji skarbowych danego kraju strefy euro a rentownością 10-letniej niemieckiej obligacji skarbowej [*Raport roczny, 2011, s. 20*].

<sup>6</sup> Więcej informacji na temat programu rynków papierów wartościowych można znaleźć: 1) w komunikacie prasowym EBC z 10 maja 2010 r., dostępnym na stronie internetowej [<http://www.ecb.int/press>]; 2) w decyzji EBC z dnia 14 maja 2010 roku ustanawiającej program rynków papierów wartościowych [Decyzja, 2010]; 3) danych opublikowanych w ramach cotygodniowych sprawozdań finansowych EBC, dostępnych na stronie internetowej [<http://www.ecb.int>].

papierów wartościowych tej strefy, w ramach interwencji na rynku [*Annual...*, 2011, s. 100].

Szczegółowych zasad na temat działania powyższego programu nie podano w pełni do publicznej wiadomości. Na podstawie upublicznionych informacji można wywnioskować, iż [Polański, 2012a, s. 104]:

- operacje dotyczące zakupu dłużnych papierów wartościowych przez EBC, zgodnie z zapisami Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), mają miejsce tylko i wyłącznie na rynku wtórnym;
- formalnie przedmiotem zakupu mogą być również prywatne papiery wartościowe;
- program ten jest wysoce elastyczny w odniesieniu do wielkości dokonywanych zakupów.

Zwiększona płynność, wynikająca ze skupu obligacji rządowych w ramach programu rynków papierów wartościowych, jest w całości wchłaniana za pomocą specjalnych operacji. Celem programu nie jest bowiem dostarczenie dodatkowej płynności do systemu bankowego. Program ten nie wpływa ani na bieżący poziom płynności, ani na stopy rynku pieniężnego. Nie stwarza on zatem zagrożenia dla utrzymania stabilnego poziomu cen. W związku z tym EBC przeprowadził specjalne operacje dostrajające, w ramach programu rynków papierów wartościowych, absorbujące płynność w celu poboru tygodniowych depozytów terminowych w kwocie tygodniowej. Odpowiadała ona rozliczonym kwotom powyższego programu [*Raport roczny*, 2011, s. 21, 110].

Po oświadczeniach przedstawicieli krajów strefy euro oraz Europejskiego Banku Centralnego, wygłoszonych w dniach 9 i 10 maja 2010 roku, napięcia na rynkach finansowych chwilowo ustąpiły.

Niemniej jednak w kolejnych miesiącach oprocentowanie obligacji skarbowych w wielu krajach UGW ponownie rośnie. Na koniec grudnia 2010 roku łączna kwota interwencji Eurosystemu, w ramach programu rynków papierów wartościowych, wyniosła około 73,5 miliardów euro, czyli dokładnie tyle samo, co wartość płynności zaabsorbowanej z rynku pieniężnego [*Raport roczny*, 2011, s. 21].

## **2.2. Interwencje w roku 2011**

W drugim półroczu roku 2011 napięcia na rynkach obligacji skarbowych, dotychczas zawężone do Grecji, Irlandii i Portugalii, zaczęły rozprzestrzeniać się na Włochy i Hiszpanię, a w kolejnych miesiącach na inne kraje strefy euro [*Raport roczny*, 2012, s. 14–15]. Rozpiętość oprocentowania papierów skarbowych w powyższych krajach wzrosła

do poziomu nienotowanego od 1999 roku. Sytuacja ta miała wpływ na inne rynki, a zwłaszcza na rynek pieniężny w strefie euro [*Raport roczny*, 2012, s. 18]. Było to wynikiem m.in. problemów z utrzymaniem stabilności w finansach publicznych w części krajów należących do UGW. Na takie warunki składała się również obawa o światowe perspektywy wzrostu gospodarczego oraz niepewność co do szczegółów europejskiej pomocy finansowej dla kilku państw strefy euro, w tym ewentualnego zaangażowania się w tę pomoc sektora prywatnego [*Raport roczny*, 2012, s. 14].

W reakcji na napięcia w segmencie rynków obligacji skarbowych w niektórych państwach strefy euro, Prezes EBC ogłosił aktywne wznowienie programu rynków papierów wartościowych od 7 sierpnia 2011 roku. Program ten, uruchomiony w maju 2010 roku, miał wspomagać transmisję decyzji w zakresie polityki pieniężnej w warunkach zaburzeń na niektórych rynkach finansowych. Głównym celem tego programu miało być utrzymanie stabilności cen w strefie euro jako całości [*Raport roczny*, 2012, s. 15 i 87].

Warto podkreślić, iż od końca marca roku 2011 w ramach programu SMP nie przeprowadzono żadnych operacji. Jednakże w sierpniu tego samego roku pojawiło się wysokie ryzyko zakłóceń w funkcjonowaniu niektórych rynków długu publicznego i przenoszenia się tych zakłóceń na inne rodzaje rynków. Materializacja tego ryzyka miałaby poważne konsekwencje dla krajów UGW w kontekście finansowania ich potrzeb pożyczkowych.

Rada Prezesów EBC, w decyzji o wznowieniu programu dotyczącego rynków papierów wartościowych, uwzględniła takie kwestie jak:

- zobowiązanie przedstawicieli rządów krajów członkowskich do realizowania planów fiskalnych;
- oświadczenia niektórych państw należących do UGW w sprawie przewidywanych środków i reform w ramach polityki fiskalnej oraz polityki strukturalnej.

Warto podkreślić, iż nie zmieniono zasad funkcjonowania programu SMP [*Raport roczny*, 2012, s. 15–16]. W 2011 roku w ramach tego programu zakupiono papiery wartościowe na kwotę około 144,6 miliardów euro. Największa część tych zakupów została przeprowadzona w drugiej połowie roku, tj. od 7 sierpnia 2011 roku. Od początku funkcjonowania programu dotyczącego rynków papierów wartościowych, tj. od 10 maja 2010 r. do 30 grudnia 2011 r., EBC tylko w ramach tego pro-

gramu zakupił papiery wartościowe o łącznej wartości około 211,4 miliardów euro [*Raport roczny*, 2012, s. 87].

### 2.3. Interwencje w roku 2012

W połowie 2012 roku warunki na rynkach obligacji skarbowych krajów strefy euro, po stosunkowo spokojnych pierwszych miesiącach tego roku, ponownie uległy pogorszeniu. Główną przyczyną takiej sytuacji było niepodjęcie przez kraje członkowskie koniecznych działań w celu złagodzenia kryzysu. Ponadto uczestnicy rynków finansowych zdawali sobie sprawę z niepewnej sytuacji w finansach publicznych Grecji. Obawiali się oni o tą stabilność także w Hiszpanii i we Włoszech, co powodowało ograniczony dostęp do finansowania długu publicznego w tych krajach. Skutkiem obaw inwestorów były bowiem wysokie premie za ryzyko. Warto podkreślić, iż do lipca 2012 roku wzrosły znacznie różnice w cenach obligacji skarbowych między poszczególnymi krajami strefy euro [*Annual...*, 2013, s. 15–16].

W celu uniknięcia poważnych rozbieżności w wycenie papierów skarbowych niektórych krajów strefy euro, w sierpniu roku 2012 Rada Prezesów zapowiedziała wprowadzenie bezwarunkowych transakcji monetarnych (*Outright Monetary Transactions, OMT*), zaś szczegóły techniczne tych transakcji ogłoszono w dniu 6 września tego samego roku [*Editorial*, 2012, s. 7–11]. Jednocześnie zakończono program dotyczący rynków papierów wartościowych, tj. program SMP. Papiery wartościowe w ramach tego programu skupowano do lutego 2012 roku, a w kulminacyjnym okresie jego funkcjonowania EBC był w posiadaniu walorów o łącznej wartości 219,5 miliardów euro, w porównaniu z wartością 208,7 miliardów euro na koniec 2012 roku [*Annual...*, 2013, s. 82]. Głównym celem bezwarunkowych transakcji monetarnych jest zapewnienie właściwej transmisji impulsów polityki pieniężnej oraz jednolitego charakteru tej polityki w strefie euro [*Annual...*, 2013, s. 83]. Rada Prezesów ma niezależnie rozważać przeprowadzenie transakcji OMT w przypadku wystąpienia segmentacji rynków. Transakcje te mają stanowić skuteczny mechanizm ochronny przed poważnym zagrożeniem utrzymania stabilności cen w strefie euro [*Raport roczny*, 2013, s. 5–16].

Przeprowadzenie transakcji OMT będzie rozpatrywane w kontekście przyszłych programów dostosowań makroekonomicznych w ramach Europejskiego Funduszu Stabilizacyjnego — EFS (*European Financial Stability Facility*) albo Europejskiego Mechanizmu Stabilności — EMS (*European Stability Mechanism*). Transakcje te będą miały również zasto-

sowanie w przypadku programów zapobiegawczych, jak np. wspomagająca uwarunkowania linia kredytowa (*enhanced conditions credit line*).

Warto dodać, iż wykorzystanie transakcji OMT będzie dyskusyjne w krajach UGW, które są już objęte programem dostosowań makroekonomicznych. Stanie się tak wtedy, gdy kraje członkowskie odzyskają dostęp do finansowania na rynku obligacji. Natomiast przeprowadzenie transakcji bezwarunkowych nie będzie możliwe, jeśli program ten jest poddawany przeglądowi. Z kolei EBC będzie mógł je wznowić po zakończeniu przeglądu i po spełnieniu przez dany kraj UGW warunków programu dostosowań [*Annual...*, 2013, s. 83].

Transakcje bezwarunkowe będą obejmowały w szczególności obligacje skarbowe z terminami zapadalności od 1 roku do 3 lat. Warto podkreślić, iż nie ustalono limitów ilościowych dla tych transakcji. Płynność powstała wskutek transakcji OMT zostanie poddana pełnej sterylizacji, tak jak w przypadku programu SMP. Należy nadmienić, iż przejrzystość portfela transakcji bezwarunkowych będzie większa niż portfela programu dotyczącego rynków papierów wartościowych [*Raport roczny*, 2013, s. 87].

Należy podkreślić, iż bezwarunkowe transakcje monetarne nie zostały uruchomione do końca 2012 roku. EBC jest cały czas gotowy do ich przeprowadzenia pod określonymi warunkami [*Raport roczny*, 2013, s. 16]. Mimo tego, komunikaty dotyczące transakcji OMT pomogły złagodzić napięcia na rynkach finansowych w drugiej połowie roku 2012. Ponadto przyczyniły się one m.in. do ogólnej poprawy warunków finansowania, tj. spadku rentowności obligacji skarbowych w krajach będących w trudnej sytuacji. Umożliwiły one także emisję nowych obligacji przez banki, przedsiębiorstwa i emitentów państwowych, którzy od pewnego czasu nie mieli dostępu do rynków finansowych [*Raport roczny*, 2013, s. 16].

Sytuacja na rynkach papierów skarbowych pozostanie niepewna do czasu, kiedy nie zostaną wyeliminowane fundamentalne przyczyny obecnego kryzysu. Dlatego przedstawiciele rządów krajów członkowskich powinni zadbać o ustabilizowanie długu publicznego, zwiększyć konkurencyjność swoich gospodarek, a także wzmocnić odporność sektora bankowego na kryzys [Zaleska, 2013, s. 15–28]. Należy podkreślić, iż zarządzający w strefie euro powinni w dalszym ciągu usprawniać ramy instytucjonalne tej strefy [*Raport roczny*, 2013, s. 16; Wierzba, 2012, s. 371–384].



### 3. Kontrowersje wokół interwencji Europejskiego Banku Centralnego na rynkach obligacji skarbowych strefy euro

Przed wybuchem kryzysu zadłużeniowego istniała powszechna zgodność na temat rozdziału polityki pieniężnej i fiskalnej. Zarządzający polityką pieniężną, w tym przypadku Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego, byli dotychczas odpowiedzialni za ustalanie stóp procentowych w celu utrzymania inflacji na określonym poziomie. Jednakże zastosowanie przez EBC niestandardowych środków w ramach polityki pieniężnej poddało w wątpliwość tę niezależność [Kołodziejczyk, 2012, s. 99].

Zaangażowanie Europejskiego Banku Centralnego w operacje skupu obligacji skarbowych nadmiernie zadłużonych krajów strefy euro na rynku wtórnym oznacza w rzeczywistości poszerzenie jego mandatu o funkcję „pożyczkodawcy ostatniej instancji”<sup>7</sup> (*lender of last resort*) dla rządów [Rosati, 2013, s. 82]. Dokonując skupu tych obligacji, nawet w relatywnie małej wielkości w stosunku do dostępnej podaży, EBC czyni to w takiej skali, aby transakcje te dalej dochodziły do skutku. Tak więc, aby również inne podmioty, w tym prywatne, mogły nabywać te papiery, zaś rządy mogły je emitować [Polański, 2012a, s. 105].

Operacje skupu długu publicznego wywołały ostry sprzeciw niektórych krajów strefy euro, w tym przedstawiciele Niemiec. Wyszunęli oni kilka istotnych argumentów przeciw ingerencji EBC, w tym:

- brak zapisu w Traktatach, który upoważniałby EBC do przeprowadzania tego typu operacji,
- celem EBC jest dbanie o stabilność cen a nie podejmowanie działań w obszarze polityki fiskalnej, czyli finansowania długu publicznego,
- skupowanie obligacji oznacza dodruk „pustego” pieniądza, co może zagrozić realizacji głównego celu, jakim jest stabilność cen,
- kraje członkowskie, które są wspierane przez EBC, mogą ulec pokusie nadużycia (*moral hazard*) i odwlekać wprowadzanie programów naprawczych mających na celu m.in. przywrócenie równowagi w ich finansach publicznych [Rosati, 2013, s. 82].

Część autorów [Taylor, 2010] wskazuje, iż zakup długu publicznego państw członkowskich nie mieści się w kompetencji zarządzających polityką pieniężną. Transakcje te postrzega się bardziej jako rozmiesz-

---

<sup>7</sup> Szerzej na temat istoty oraz klasycznej doktryny funkcji „pożyczkodawcy ostatniej instancji” zob. w podrozdziale eseju Z. Polańskiego pt. *Historia, istota oraz klasyczna doktryna pożyczkodawcy ostatniej instancji* [Polański, 2012b, s. 272–277].

czanie funduszy wśród niektórych kredytodawców i pożyczkobiorców. W przypadku EBC, którego głównym celem jest zapewnienie stabilności cen, a w konsekwencji wzrostu gospodarczego, nie ma uzasadnienia by niezależna instytucja, jaką jest ten Bank, była odpowiedzialna za tego typu operacje. Oznacza to, iż działania EBC podważają jego wiarygodność [Kołodziejczyk, 2012, s. 99–100].

Istnieje także pogląd, iż wraz z wycofywaniem przez EBC niestandardowych operacji, w tym przypadku interwencji na rynku obligacji skarbowych krajów strefy euro, między innymi jego niezależność w zakresie ustalania stóp procentowych będzie stopniowo przywracana. Z drugiej zaś strony uważa się, iż polityka pieniężna nie będzie już nigdy taka sama jak przed kryzysem. Wynika to z faktu, iż stabilność cen jest zbyt wąskim celem, a polityka stóp procentowych jest nieskuteczna. Kryzys przyczynił się do sformułowania stwierdzenia, iż polityka makroekonomiczna powinna mieć wiele celów. Pozytywnym aspektem tego jest to, iż zarządzający tą polityką dysponują wieloma instrumentami, tj. od niestandardowych działań w polityce pieniężnej po instrumenty fiskalne i regulacyjne [Kołodziejczyk, 2012, s. 100].

Traktat nie zabrania EBC skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Zapisy art. 18 protokołu nr 4 w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, dołączonego do TFUE, stanowią, iż EBC może „dokonywać operacji na rynkach finansowych w formie kupna i sprzedaży bezwarunkowej (za gotówkę i na kredyt), albo z zastrzeżeniem prawa odkupu oraz udzielając i zaciągając pożyczki wyrażone w wierzytelnościach i papierach zbywalnych w euro lub innych walutach” [Traktat, 2008; Rosati, 2013, s. 82].

Niemniej jednak zadaniem EBC nie może być bezwarunkowy skup długu każdego państwa członkowskiego. Może on natomiast wspierać rynek obligacji skarbowych państw fundamentalnie wypłacalnych i mających przejściowe trudności z pozyskaniem finansowania na skutek spadku zaufania na tym rynku. Jeśli zaufanie to zostanie przywrócone w wyniku słownej bądź rzeczywistej interwencji EBC, kraj fundamentalnie wypłacalny powraca na rynek pożyczek. Wsparcie EBC przestaje wówczas być konieczne. Warto podkreślić, iż taka sytuacja wymaga jasnego oddzielenia krajów wypłacalnych od niewypłacalnych. Kraje niewypłacalne muszą przeprowadzić „uporządkowane” bankructwo, bez udziału EBC, ale przy wsparciu pozostałych państw UGW. Z kolei kraje wypłacalne powinny mieć możliwość uzyskania finansowego

wsparcia od tej instytucji pod warunkiem, że realizują one skuteczny program naprawczy. Taki program ma w sposób trwały przywrócić zaufanie uczestników rynków finansowych, w tym stabilność w finansach publicznych. Natomiast Międzynarodowy Fundusz Walutowy ma monitorować implementację takich programów.

D. Rosati uważa, iż krytyka podjętych interwencji EBC na rynkach obligacji skarbowych dokonana przez przedstawicieli banku centralnego Niemiec, tj. Bundesbanku jest nieuzasadniona. W przypadku, gdy zagrożona jest stabilność waluty euro oraz przyszłość UGW, obowiązkiem EBC jest podjęcie skutecznych działań, nawet niekonwencjonalnych. Inaczej może on znaleźć się w sytuacji banku centralnego, którego waluta przestałaby funkcjonować [Rosati, 2013, s. 86–87].

## Zakończenie

Mimo, iż zakup obligacji skarbowych zadłużonych krajów strefy euro przez Europejski Bank Centralny w latach 2010–2012 miał miejsce na rynku wtórnym, Bank ten wystąpił jako pożyczkodawca ostatniej instancji dla krajów, których walory nabywał. Taka sytuacja wynika z niejasnych zapisów Traktatu. W konsekwencji, gdy krajom członkowskim groziła niewypłacalność, EBC był jedyną instytucją unijną mającą wystarczającą ilość środków oraz prawo do nabywania — na rynku wtórnym — papierów skarbowych tych krajów [Polański, 2012, s. 105].

Interwencje EBC nie rozwiązują wszystkich problemów związanych z kryzysem zadłużenia w strefie euro. Pozwalają one jednak na uniknięcie paniki i zyskanie dodatkowego czasu na wprowadzenie skutecznych działań naprawczych. Stabilizują one także rynki finansowe i sektor bankowy. Dzięki tym działaniom kraje należące do strefy euro mają czas na implementację niezbędnych reform. Dużym zagrożeniem bowiem jest niekontrolowane bankructwo kraju członkowskiego, co może spowodować chaos w całej UGW [Rosati, 2013, s. 87–88].

## Literatura

1. *Annual Report 2010* (2011), ECB, Frankfurt am Main.
2. *Annual Report 2012* (2013), ECB, Frankfurt am Main.
3. Cour-Thimann P., Winkler B. (2013), *The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure*, ECB Working Paper No. 1528.

4. Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 maja 2010 r. w sprawie ustanowienia programu dotyczącego rynków papierów wartościowych, Dz. Urz. UE Nr 124.
5. *Editorial* (2012), ECB „Monthly Bulletin” September.
6. <http://www.ecb.int/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>, dostęp dnia 2.06.2013
7. <http://www.ecb.int>, dostęp dnia 2.06.2013.
8. <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>, dostęp dnia 2.06.2013.
9. Kołodziejczyk H. (2012), *Działania Systemu Rezerwy Federalnej i Europejskiego Banku Centralnego w reakcji na kryzys finansowy*, w: *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M. (red.), Difin, Warszawa.
10. Lutkowski K. (2012), *Kryzys strefy euro i jego teoretyczne implikacje*, w: *Eseje o stabilności finansowej. Księga Jubileuszowa 45 lat pracy naukowej prof. zw. dr hab. Bogusława Pietrzaka*, Alińska A. (red.), CeDeWu, Warszawa.
11. *Monetary Policy Transmission in The Euro Area, A Decade after The Introduction of The Euro* (2010), ECB „Monthly Bulletin” May.
12. Polański Z. (2012a), *Przemiany funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w czasie kryzysu*, w: *Współczesna bankowość centralna*, Jaworski W.L., Szelałowska A. (red.), CeDeWu, Warszawa.
13. Polański Z. (2012b), *O nieco zapomnianej (do niedawna) funkcji systemu finansowego*, w: *Eseje o stabilności finansowej. Księga Jubileuszowa 45 lat pracy naukowej prof. zw. dr hab. Bogusława Pietrzaka*, Alińska A. (red.), CeDeWu, Warszawa.
14. Przybylska-Kapuścińska W. (2008), *Mechanizm i kanały transmisji polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka pieniężna*, Przybylska-Kapuścińska W. (red.), Difin, Warszawa.
15. Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M. (2012), *Ewolucja nowoczesnych strategii polityki pieniężnej*, w: *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M. (red.), Difin, Warszawa.
16. *Raport roczny 2010* (2011), EBC, Frankfurt nad Menem.
17. *Raport roczny 2011* (2012), EBC, Frankfurt nad Menem.
18. *Raport roczny 2012* (2013), EBC, Frankfurt nad Menem.

19. Rosati D.K. (2013), *Czy strefa euro przetrwa kryzys?*, w: *Kryzys finansów publicznych: przyczyny, mechanizm, drogi wyjścia*, Oręziak L., Rosati D.K. (red.), Oficyna Wydawnicza Uczelnia Łazarskiego, Warszawa.
20. Sławiński A. (2011a), *Emisja pieniądza*, w: *Polityka pieniężna*, Sławiński A. (red.), C.H. Beck, Warszawa.
21. Sławiński A. (2011b), *Stabilizowanie inflacji*, w: *Polityka pieniężna*, Sławiński A. (red.), C.H. Beck, Warszawa.
22. Taylor J.B. (2010), *Central Banks Are Losing Credibility*, „Financial Times” 11 May.
23. Traktat o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, wersja skonsolidowana z dnia 9 maja 2008 roku, Dz. Urz. UE C Nr 115.
24. Tymoczko D. (2011), *Operacje otwartego rynku*, w: *Polityka pieniężna*, Sławiński A. (red.), C.H. Beck, Warszawa.
25. Wierzba (2012), *Proces budowania unii stabilności fiskalnej w strefie euro*, w: *Eseje o stabilności finansowej. Księga Jubileuszowa 45 lat pracy naukowej prof. zw. dr hab. Bogusława Pietrzaka*, Alińska A. (red.), CeDeWu, Warszawa.
26. Włodarczyk B. (2012), *Polski rynek kredytów w okresie światowego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa.
27. Zaleska M. (2013), *Unia bankowa – koncepcje i wyzwania*, w: *Unia bankowa*, Zaleska M. (red.), Difin, Warszawa.

### Użyte skróty

- EBC – Europejski Bank Centralny  
OMT – Outright Monetary Transactions  
SMP – Securities Market Programme  
UGW – Unia Gospodarcza i Walutowa

### Streszczenie

Głównym celem artykułu jest przedstawienie istoty mechanizmu transmisji polityki pieniężnej i roli rynków obligacji skarbowych w procesie tej transmisji oraz dokonanie analizy interwencji EBC na rynkach obligacji skarbowych w strefie euro w okresie 2010–2012. Ponadto w artykule zaprezentowano poglądy na temat zasadności podjęcia tych interwencji.

Ogólny mechanizm oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarke i inflację nosi nazwę mechanizmu transmisji. Kluczową rolę w tym mechanizmie odgrywają rynki obligacji skarbowych. W ich przypadku do transmisji dochodzi trzema kanałami: cenowym, płynnościowym i bilansowym. Na początku maja 2010 r. rynki obligacji skarbowych w UGW przestały funkcjonować

właściwie. Dlatego zdecydowano o rozpoczęciu interwencji na tych rynkach w celu ich naprawy. EBC uruchomił wówczas program skupu rynkowych papierów wartościowych (SMP). Wdrażały go podmioty zarządzające portfelem inwestycyjnym Eurosystemu, które interwencyjnie skupowały obligacje skarbowe niektórych krajów UGW. Papiery te skupowano od maja 2010 r. do marca 2011 r. i od sierpnia 2011 r. do lutego 2012 r. Program SMP zakończono 6 września 2012 r. Wówczas EBC ogłosił szczegóły techniczne bezwarunkowych transakcji monetarnych (OMT). Jednakże nie zostały one uruchomione do końca 2012 r.

W kulminacyjnym okresie funkcjonowania programu SMP, EBC był w posiadaniu papierów o łącznej wartości 219,5 miliardów euro, w porównaniu z 208,7 miliardów euro na koniec 2012 r. Mimo, iż zakup obligacji skarbowych zadłużonych krajów UGW w latach 2010–2012 miał miejsce na rynku wtórnym, Bank ten wystąpił jako pożyczkodawca ostatniej instancji dla krajów, których walory nabywał. Działania te wzbudziły wiele kontrowersji.

### **Słowa kluczowe**

rynki obligacji skarbowych, kryzys zadłużenia

### **ECB Interventions in The Euro Area Sovereign Debt Markets as A Reaction on Debt Crisis (Summary)**

The main aim of this article is to present the idea of monetary policy transmission mechanism, debt securities markets role in the process of this transmission and analyzing interventions on debt securities markets in the period of 2010–2012. The article also presents views on legitimacy of these interventions.

The general mechanism of monetary policy, which influence economy and inflation is called transmission mechanism. Government bond markets play the essential role in this mechanism. They operate through three channels: the „price channel”, the „liquidity channel” and „balance sheet channel”. At the beginning of May 2010 government bond markets did not work properly. Due to this fact, the ECB decided to intervene in these markets in order to restore its appropriate functioning. The Governing Council of ECB decided to establish the Securities Markets Programme (SMP). This programme was implemented by Eurosystem portfolio managers carrying out purchases of certain euro area sovereign debt securities in secondary market interventions. These securities were purchased between May 2010 and March 2011 and between August 2011 and February 2012. With the announcement of the technical features of Outright Monetary Transactions (OMT) on 6 September 2012, the SMP was terminated. Nevertheless, OMTs were not implemented till the end of 2012.

It has to be mentioned that at the programme’s peak, the Eurosystem held SMP securities for a total settlement amount of €219.5 billion. However, at the

end of 2012 it was €208.7 billion. Although the purchases of sovereign debt securities of euro area countries in the period of 2010–2012 took place in the secondary markets, the ECB played role as a lender of the last resort for these countries from which government bonds were purchased. These interventions were controversial due to its legitimacy.

**Keywords**

debt securities markets, debt crisis

