



Horyzonty Polityki  
2021, Vol. 12, N° 40



**RADOSŁAW ŚLUSARCZYK**

<http://orcid.org/0000-0002-4582-8106>  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie  
[radoslaw.slusarczyk@uek.krakow.pl](mailto:radoslaw.slusarczyk@uek.krakow.pl)

DOI: 10.35765/HP.2128

## **Banki centralne na rynku obligacji korporacyjnych – analiza przypadku programów skupu aktywów przez europejskie banki centralne**

### *Streszczenie*

**CEL NAUKOWY:** Celem artykułu jest próba umiejscowienia skupu obligacji korporacyjnych w dotychczasowym dorobku teoretycznym bankowości centralnej oraz dokonanie analizy przypadku wybranych programów skupu obligacji korporacyjnych realizowanych w ostatnich latach przez europejskie banki centralne.

---

**PROBLEM I METODY BADAWCZE:** Pierwszym działaniem służącym realizacji celu naukowego był przegląd działań europejskich banków centralnych w odpowiedzi na pandemię COVID-19. Na jej podstawie wyłonione zostały europejskie banki centralne, które zdecydowały się rozszerzyć stosowane przez siebie instrumenty polityki pieniężnej o programy skupu obligacji korporacyjnych, są to: EBC, Riksbank, Bank Anglii oraz Narodowy Bank Węgier. Ze względu na ograniczone ramy opracowania analizie porównawczej poddano działania trzech pierwszych banków centralnych.

---

**PROCES WYWODU:** Pierwszym etapem badania jest przedstawienie teoretycznego dorobku dotyczącego wykorzystania programów skupu obligacji korporacyjnych przez bank centralny. Kolejnym etapem badań było przeprowadzenie studium przypadku poszczególnych programów banków stanowiących grupę badawczą oraz ich analiza porównawcza.

---

**WYNIKI ANALIZY NAUKOWEJ:** Programy skupu obligacji korporacyjnych stanowią jedną z polityki bilansu banku centralnego. Teoretyczne podstawy

Sugerowane cytowanie: Ślusarczyk, R. (2021). Banki centralne na rynku obligacji korporacyjnych – analiza przypadku programów skupu aktywów przez europejskie banki centralne. *Horyzonty Polityki*, 12(40), 115-132. DOI: 10.35765/HP.2128.

oddziaływania tego typu programów znajdują uzasadnienie w dotychczasowym dorobku naukowym bankowości centralnej. Należy zauważyć, że studium przypadku wykazało, iż pomiędzy programami skupu obligacji realizowanymi przez poszczególne banki centralne istnieją istotne różnice.

---

---

**WNIOSKI, INNOWACJE, REKOMENDACJE:** Polityka banku centralnego oparta na bezpośredniej ingerencji w rynek długu sektora przedsiębiorstw znajduje uzasadnienie w teorii polityki pieniężnej. Jest to jednak narzędzie bardzo niekonwencjonalne i ze względu na wskazane w artykule zagrożenia z niego wynikające jego stosowanie powinno być ograniczone.

---

---

**SŁOWA KLUCZOWE:**

polityka bilansu banku centralnego, obligacje korporacyjne,  
polityka kredytowa banku centralnego, kanał struktury  
kapitału

*Abstract*

CORPORATE BONDS PURCHASING  
PROGRAMMES – CASE STUDY OF EUROPEAN  
CENTRAL BANKS' POLICIES

**RESEARCH OBJECTIVE:** The aim of the article is an attempt to place the purchase of corporate bonds in the current theoretical achievements of central banking and to analyze the case of selected corporate bond purchase programs implemented in recent years by European central banks .

---

---

**THE RESEARCH PROBLEM AND METHODS:** The first step to achieve the scientific goal was to review the activities of European central banks in response to the COVID-19 pandemic. The following central bank have decided to extend their monetary policy instruments to include corporate bond purchase programmes: ECB, Riksbank, Bank of England and National Bank of Hungary. Due to the limited framework of the study, the programmes' of the first three central banks were subject to comparative analysis.

---

---

**THE PROCESS OF ARGUMENTATION:** The first stage of the research is to present the theoretical background of the corporate bond purchase programs by the central bank. The next stage of the research was to conduct a case study of individual bank programs constituting the research group and their comparative analysis.

---

---

**RESEARCH RESULTS:** Corporate bond purchase programs are one of the policies of the central bank's balance sheet. The theoretical basis for the impact of this type of programs is justified by the current scientific achievements of central banking. It should be noted that the case study showed that there are

significant differences between the bond purchase programs implemented by individual central banks

---

---

### **CONCLUSIONS, INNOVATIONS, AND RECOMMENDATIONS:**

The central bank's policy based on direct interference with the corporate sector debt market is justified in the theory of monetary policy. However, it is a very unconventional tool and due to the risks indicated in the article, its use should be limited

---

---

### **KEYWORDS:**

balance sheet policy, corporate bonds, central bank  
credit policy, capital structure channel

## WSTĘP

Krach na amerykańskim rynku nieruchomości i kryzys subprime ukazały, że stosowane w trakcie *Great Moderation* narzędzia polityki pieniężnej okazały się niewystarczające wobec nowej rzeczywistości. W rezultacie najważniejsze banki centralne na świecie zmodyfikowały swoją politykę w kierunku wykorzystywania niekonwencjonalnych instrumentów. Załamanie gospodarcze, które wystąpiło w rezultacie pandemii COVID-19, skutkowało jeszcze silniejszym zaangażowaniem banków centralnych w działania antykryzysowe. Szczególnym wyrazem zaangażowania banków centralnych była ich obecność na rynku długu publicznego. Przykładem takiego działania jest m.in. Pandemic Emergency Purchase Programme Europejskiego Banku Centralnego.

Biorąc jednak po uwagę różne ograniczenia związane z rynkiem długu instytucji rządowych i samorządowych część banków centralnych w obliczu pandemii COVID-19 zdecydowała się zastosować bardziej niekonwencjonalne narzędzie polityki pieniężnej – skup obligacji korporacyjnych. Co więcej, w okresie pandemii tego typu narzędzie było wykorzystywane przez istotne dla światowej gospodarki banki centralne USA, strefy euro, Wielkiej Brytanii oraz Japonii. Zostało ono również zastosowane przez banki centralne Szwecji i Węgier.

## 1. METODY BADAWCZE

W ramach realizowanego badania programów skupu obligacji korporacyjnych przez bank centralny w pierwszej kolejności dokonano przeglądu literatury przedmiotu dotyczącej umiejscowienia tego działania w ramach szeroko rozumianych narzędzi polityki pieniężnej. W tym celu wykorzystana została klasyfikacja instrumentów polityki pieniężnej zaproponowana przez C. Borio i P. Disyatata (2009). Kolejnym etapem teoretycznej analizy programów skupu obligacji korporacyjnych jest dyskusja nad występującymi w ich przypadku kanałami transmisji impulsów polityki pieniężnej. Przynajmniej w części opiera się ona na trzech głównych pozycjach z literatury przedmiotu autorstwa: J. Tobina (1969), M.D. Bauera oraz G.D. Rudebuscha (2011) oraz B. Grosse'a-Rueschkampa i innych (2019).

Kolejnym etapem badań było przeprowadzenie studium przypadku poszczególnych programów banków stanowiących grupę badawczą oraz ich analiza porównawcza. Grupę badawczą stanowiły tu europejskie banki centralne. Na podstawie kwerendy raportów władz monetarnych w Europie wytypowane zostały banki centralne, które w ostatnich latach zdecydowały się na zastosowanie programu skupu obligacji korporacyjnych, są to: EBC, Riksbank, Bank Anglii oraz Narodowy Bank Węgier. Ze względu na ograniczone ramy opracowania analizie porównawczej poddano działania trzech pierwszych banków centralnych. Analiza porównawcza działań banków została dokonana na podstawie badań wtórnych, w których wykorzystano: raporty, komunikaty prasowe oraz biuletyny banków centralnych.

## 2. SKUP OBLIGACJI KORPORACYJNYCH – USYTUOWANIE WŚRÓD INNYCH NARZĘDZI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Bazując na klasyfikacji polityki pieniężnej przedstawionej przez C. Borio i P. Disyatata (2009), wyróżnić można jej dwa podstawowe rodzaje. Pierwszym z nich jest, uważana powszechnie za konwencjonalną, polityka stopy procentowej. Stosując ją bank centralny ogłasza pożądany poziom rynkowej stopy procentowej. Następnie, w celu jego zapewnienia, wykorzystuje on operacje zarządzające płynnością.

Należy jednak zauważyć, że także ten rodzaj polityki banku centralnego w ostatnich kilkunastu latach zyskał pewne narzędzia mające charakter niestandardowy (Borio i Zabai, 2016). Po pierwsze, znaczące grono banków centralnych rozszerzyło wykorzystywane spektrum instrumentów o *forward guidance*, odnoszące się do przyszłej stopy procentowej. Po drugie, jak pokazał przypadek Riksbanku stopa procentowa banku centralnego może być ustalona poniżej 0, odchodząc tym samym od kanonu polityki pieniężnej sprzed Wielkiego Kryzysu Finansowego.

Drugim z rodzajów polityki pieniężnej jest polityka bilansu banku centralnego (*balance sheet policy*). Bazując na kryterium wpływu danego działania na strukturę bilansu sektora prywatnego oraz jego docelowy rynek, C. Borio i P. Disyatat (2009) wyróżnili cztery rodzaje polityki bilansu:

- politykę kursu walutowego,
- politykę quasi-zarządzania długiem publicznym,
- politykę rezerw bankowych,
- politykę kredytową.

Pierwsza z wymienionych polityk opiera się na realizacji celów stawianych władzy monetarnej poprzez interwencje na rynku walutowym. C. Borio i P. Disyatat (2009) zauważają, że ten rodzaj polityki bilansu nie ma charakteru niekonwencjonalnego. Druga ze wspomnianych form polityki bilansu polega na skupowaniu przez bank centralnych od sektora prywatnego papierów dłużnych emitowanych przez sektor publiczny (najczęściej są to obligacje rządowe). W przypadku trzeciej z wymienionych form bank centralny ustala docelowy poziom rezerw banków komercyjnych w banku centralnym, a następnie dąży do jego osiągnięcia, nie biorąc po uwagę struktury aktywów swojego bilansu.

Z punktu widzenia niniejszego opracowania, najważniejszą z form polityki bilansu banku centralnego jest polityka kredytowa. W jej ramach bank centralny może podejmować następujące działania (Borio i Disyatat, 2009):

- rozszerzenie listy zabezpieczeń dopuszczalnych w transakcjach z bankiem centralnym;
- wydłużenie okresu oferowanych operacji refinansujących;
- rozszerzenie listy podmiotów dopuszczonych do transakcji z bankiem centralnym;

- skup papierów wartościowych emitowanych przez sektor prywatny.

Stąd też, bazując na taksonomii zaproponowanej przez C. Borio i P. Disyatata (2009), skup obligacji korporacyjnych należy uznać za politykę kredytową będącą formą polityki bilansu banku centralnego. Biorąc powyższe pod uwagę, należy przedstawić jej dwie istotne cechy.

Po pierwsze, polityka kredytowa (tak jak inne formy polityki bilansu) ma na celu bezpośredni wpływ na ceny aktywów oraz długookresową stopę procentową. W związku z tym jej znaczenie rośnie w okresach, w których kanały transmisji impulsów polityki pieniężnej związane z polityką stopy procentowej nie działają prawidłowo.

Po drugie, polityka kredytowa wpływa na takie cechy bilansu banku centralnego, jak: wielkość, struktura oraz ryzyko. Te cechy szczególnie uwidaczniają się w przypadku programów skupu papierów wartościowych emitowanych przez sektor prywatny. Należy także zwrócić uwagę, że tego rodzaju programy zmieniają kompozycję bilansu sektora prywatnego, zastępując należności wobec innych podmiotów prywatnych zobowiązaniami wobec banku centralnego (sektora publicznego).

### 3. TEORETYCZNE KANAŁY TRANSMISJI IMPULSÓW ORAZ OGRANICZENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ OPARTEJ NA SKUPIE OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa główne teoretyczne kanały, w ramach których skup aktywów przez bank centralny może oddziaływać na ceny aktywów oraz długookresową stopę procentową, a w konsekwencji na elementy z gospodarki realnej: tobinowski kanał portfelowy (*portfolio rebalancing channel*) oraz kanał sygnałny (*signaling channel*). Najczęściej rozpatrywane są w kontekście skupu aktywów sektora publicznego, dlatego też w pierwszej kolejności ich mechanizm zostanie omówiony w przypadku zastosowania tego typu programu. Następnie przedstawione zostanie, jak mechanizm ten zmienia się w sytuacji zastosowania skupu obligacji korporacyjnych przez bank centralny zamiast „klasycznego” quasi-zarządzania długiem publicznym.

W przypadku funkcjonowania pierwszego z wymienionych kanałów kluczowe jest założenie o niedoskonałej substytucyjności aktywów finansowych. Poprzez programy nabywania obligacji rządowych bank centralny ogranicza ich ilość dostępną dla sektora prywatnego. Część inwestorów zostaje „wypchnięta z rynku”, a w przypadku innych – wielkość ich portfela obligacji zmniejsza się. Aby inwestorzy prywatni byli skłonni do dokonania wspomnianych zmian w swoich portfelach, musi się obniżyć oczekiwana stopa zwrotu z obligacji. Innymi słowy, program skupu aktywów powoduje wzrost ich cen, a tym samym zmniejsza ich rentowność. Wspomniane efekty powinny również zostać przeniesione na rynki aktywów podobnych do tego, na którym realizowany jest program banku centralnego. Skala tego zjawiska zależy od tego, jak inwestorzy chętnie będą przeprowadzać zmiany w strukturze swych aktywów finansowych. Co więcej, w sytuacji perspektywy niższych stóp zwrotu na rynku obligacji rządowych inwestorzy mogą dokonać zmiany struktury swojego portfela w kierunku bardziej ryzykownych aktywów finansowych, np. obligacji korporacyjnych i akcji.

Funkcjonowanie kanału portfelowego może być jednak znacząco ograniczone poprzez silny wzrost awersji do ryzyka. W rezultacie impuls monetarny w postaci wprowadzenia programu skupu obligacji rządowych ograniczy się wyłącznie do aktywów finansowych o niskim poziomie ryzyka. Innym problemem ograniczającym w ten sposób efekt portfelowy są istniejące ramy instytucjonalne dotyczące pewnych grup inwestorów. Przykładem mogą być tu regulacje prawne określające funkcjonowanie funduszy emerytalnych. Zgodnie z nimi w przypadku niektórych jurysdykcji fundusze te są zobligowane do utrzymywania swoich aktywów w formie obligacji rządowych z wysokim ratingiem inwestycyjnym.

Omówione powyżej problemy związane z funkcjonowaniem kanału portfelowego w przypadku quasi-zarządzania długiem publicznym ulegają ograniczeniu w sytuacji zastosowania przez bank centralny skupu obligacji korporacyjnych. Interweniując na rynku aktywów o wyższym poziomie ryzyka, władza monetarna zmniejsza znaczenie konsekwencji silniejszej awersji do ryzyka oraz wskazanych ram instytucjonalnych (zob. Zaghini).

Ze względu na fakt, że kanał portfelowy jest kontrowersyjny z teoretycznego punktu widzenia w literaturze przedmiotu w kontekście

programów skupu aktywów, rozpatrywany jest także kanał sygnałny (*signaling channel*) (Szczerbowicz, 2015). Zgodnie z nim, komunikaty dotyczące wykorzystywania akomodacyjnej polityki bilansowej obniżają oczekiwaną przez podmioty gospodarcze przyszłą stopę procentową, wydłużeniu ulega oczekiwany okres ekspansji monetarnej. Wynika to z faktu, że komunikat ten niesie ze sobą informację na temat oceny bieżącej oraz przyszłej sytuacji gospodarczej banku centralnego. W odpowiedzi na nią podmioty gospodarcze dostosowują swoje oczekiwania.

Jeżeli porównujemy działanie kanału sygnałnego w przypadku skupu obligacji rządowych i obligacji korporacyjnych, należy zauważyć, że to w tym drugim przypadku wskazany komunikat o sytuacji ekonomicznej jest znacznie silniejszy. Co więcej, angażując swój kapitał, bank centralny oddziałuje znacznie silniej na ceny obligacji korporacyjnych niż w przypadku wykorzystywania *forward guidance* stopy procentowej.

Ponadto, należy zauważyć, że w przypadku nabywania obligacji korporacyjnych przez bank centralny w literaturze przedmiotu funkcjonuje teoretyczny kanał transmisji właściwy tej formie polityki bilansu – kanał struktury kapitału (*capital structure channel*). Został on opisany przez B. Grosse’a-Rueschkampa i innych (2019). Zgodnie z postawioną przez nich hipotezą bezpośrednio nabywanie obligacji korporacyjnych ogranicza ich rentowność, tym samym ten sposób finansowania działalności staje się dla przedsiębiorstw, których obligacje są objęte programem, bardziej atrakcyjny niż kredyty bankowe. Stąd też, ograniczają one swój popyt na te ostatnie. W rezultacie banki komercyjne doświadczają zmniejszenia ograniczeń regulacyjnych i ekonomicznych w zakresie ich akcji kredytowej. W ten sposób mogą one zwiększyć podaż kredytów do innych przedsiębiorstw (nie objętych programem skupu obligacji banku centralnego). Ostatecznie impuls monetarny dociera do sfery realnej gospodarki.

Niezależnie jednak od przyjętego kanału oddziaływania (kanału transmisji) skup obligacji korporacyjnych wydaje się skuteczniejszy w realizacji celu polegającego na podniesieniu cen bardziej ryzykownych aktywów finansowych. Ten rodzaj polityki banku centralnego ma jednak bardzo wiele ograniczeń, które zostaną następnie omówione (w tym w kontekście polityki quasi-zarządzania długiem publicznym).

Pierwszym istotnym mankamentem zastosowania przez bank centralny skupu obligacji korporacyjnych jest konieczność



funkcjonowania relatywnie dużego rynku długu przedsiębiorstw niefinansowych w danym państwie (obszarze walutowym). Należy jednak zauważyć, że tego rodzaju problem może również dotyczyć polityki quasi-zarządzania długiem publicznym. Przykładem jest tu sytuacja, jaka miała miejsce w Estonii w 2015 r. Kilka miesięcy po rozpoczęciu programu PSPP Europejski Bank Centralny, w związku z brakiem dostępnych w Estonii rządowych papierów dłużnych, zgodził się na włączenie do PSPP obligacji emitowanych przez państwowe przedsiębiorstwo Elering AS (ECB, 2015). Historia ta jest jeszcze ważna z drugiego powodu. Otóż, w maju 2015 r. EBC odmówił włączenia do programu innego estońskiego przedsiębiorstwa Eesti Energia, argumentując decyzję tym, że konkuruje ono z przedsiębiorstwami prywatnymi. Tym samym, włączenie do programu mogłoby naruszyć zasadę wolnej konkurencji, występuje tu bowiem efekt redystrybucyjny. U podstaw tego efektu leży sytuacja, w której w praktyce jedynie część przedsiębiorstw jest emitentami obligacji objętych programami skupu aktywów. Wynika to z faktu, że bank centralny interweniuje zwykle wyłącznie na rynku obligacji korporacyjnych o bardzo wysokim ratingu inwestycyjnym. Co więcej, finansowanie działalności za pomocą emisji obligacji ze względów ekonomicznych, ale i również prawnych<sup>1</sup> dotyczy przede wszystkim dużych podmiotów.

W kontraście do tej cechy programu stoją dane, zgodnie z którymi małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią około 90% wszystkich podmiotów gospodarczych w USA oraz strefie euro. Stąd też, niejednokrotnie w literaturze przedmiotu podnoszony był problem wpływu skupu obligacji korporacyjnych na warunki finansowania działalności w przypadku podmiotów z tego sektora. Jak zauważają A. Ertan i inni (2018), badający program skupu obligacji korporacyjnych EBC, bezpośrednie dofinansowanie dużych przedsiębiorstw skutkowało zwiększeniem kredytów udzielonych dla sektora SMP od 8 do 12%. Podobne wnioski wynikają z badań autorstwa B. Grosse'a-Rueschkampa i innych (2019), którzy zwrócili uwagę, że realokacja kredytu, wynikająca z polityki kredytowej banku centralnego, związana jest z podejmowaniem przez banki komercyjne wyższego

---

1 W przypadku niektórych jurysdykcji jedynie podmioty o określonej formie organizacyjno-prawnej mogą emitować obligacje. Takie rozwiązanie funkcjonuje m.in. w Polsce.

ryzyka kredytowego, a więc powinna zwiększać dostępność do pożyczek małym przedsiębiorstwom. Co więcej, F. Betz i R.A. de Sanits (2019) wskazują, że zmiana polityki kredytowej banku w kierunku zwiększenia dostępności finansowania dla podmiotów pozbawionych alternatywnych źródeł finansowania w rezultacie skupu obligacji korporacyjnych EBC nie ograniczała się wyłącznie do banków o mniej stabilnej sytuacji finansowej. Należy jednak zauważyć, że wspomniane badania nie odpowiadają ostatecznie na pytanie: czy skup obligacji korporacyjnych poprawia pozycję finansową przedsiębiorstw będących bezpośrednimi adresatami programu banku centralnego względem tych znajdujących się poza jego bezpośrednim oddziaływaniem?

Bank centralny – ingerując w rynek długu korporacji – naraża się na wystąpienie różnych grup nacisku. Po pierwsze, w sytuacji gdy w obiegu znajdują się papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorstwa państwowe, nieuzasadnione (spoza przejętego klucza doboru) objęcie ich programem może skutkować obniżeniem niezależności banku centralnego postrzeganej przez ogół społeczeństwa. Po drugie, wykorzystanie skupu obligacji korporacyjnych przez bank centralny może stanowić otwarcie dyskusji nad wykorzystaniem narzędzi polityki pieniężnej dla innych celów społeczno-gospodarczych, będących poza mandatem władzy monetarnej. Przykładem takiej sytuacji jest debata nad wykorzystaniem programów skupu aktywów EBC dla realizacji celów środowiskowych (zob. S. Matikainen i inni, 2017).

Dyskusja nad zagrożeniami związanymi z bezpośrednim luzowaniem kredytowym w postaci skupu obligacji korporacyjnych musi objąć również kwestie ryzyka, jakie bierze na siebie bank centralny w takich transakcjach. Kluczowe są tu jego dwa rodzaje<sup>2</sup>: ryzyko kredytowe oraz ryzyko stopy procentowej. Analizując ryzyko kredytowe, jakie bank centralny przyjmuje w konsekwencji nabycia obligacji korporacyjnej, należy zauważyć, że zdecydowana większość tego typu programów przeznaczona jest wyłącznie dla przedsiębiorstw o wysokim ratingu. Choć należy podkreślić, że takie działanie jedynie ogranicza ryzyko kredytowe, które ostatecznie i tak jest większe od tego występującego w przypadku programów quasi-zarządzania długiem publicznym.

---

2 Ze względu na ograniczone ramy opracowanie omówione zostanie jedynie pierwsze z nich.

Z kolei niektórzy ekonomiści zauważają, że nawet w przypadku materializacji tego ryzyka władza monetarna może w przyszłości z powodzeniem realizować swój mandat. E. Gatnar (2021) jako przykład podaje Bank Czech, który – mimo strat w ujęciu księgowym – funkcjonuje bez dokapitalizowania ze strony podatników. Nie oznacza to jednak, że ryzyko kredytowe wynikające z tego typu operacji należy bagatelizować. Po pierwsze, w długim okresie takie zaniechanie może ograniczyć wiarygodność banku centralnego i uniemożliwić realizację celów polityki pieniężnej. Po drugie, samo zarządzanie ryzykiem kredytowym i wykorzystaniem w tym celu zasobów intelektualnych banku może ograniczyć jego zdolność do skutecznego realizowania polityki pieniężnej. Na taki problem zwraca uwagę F. Mishkin (2007). Jego rozwiązaniem jest, jak pokazuje praktyka, przekazanie do operacyjnej realizacji programu skupu obligacji korporacyjnych przedsiębiorstwu zewnętrznemu. Generuje ono jednak dodatkowe koszty dla banku centralnego.

#### 4. WYNIKI ANALIZY NAUKOWEJ

W tej części opracowania zostaną przedstawione w sposób syntetyczny charakterystyki programów skupu obligacji korporacyjnych realizowanych przez następujące banki centralne: Bank Anglii, Europejski Bank Centralny i Riksbank.

Bank Anglii rozpoczął program skupu obligacji korporacyjnych w sierpniu 2016 roku<sup>3</sup>. Zgodnie z ogłoszonym wówczas komunikatem bank zamierzał nabyć obligacje korporacyjne denominowane w £ o łącznej wartości do 10 mld £ (Bank of England, 2016). Jednym z wymogów stawianych instrumentom finansowym objętym programem jest ich notowanie na giełdzie. Należy zauważyć, że wdrożony Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS) zakładał nabywanie papierów wartościowych wyłącznie na rynku wtórnym. Co więcej, programem objęto przedsiębiorstwa, które uznano za „wnoszące znaczący wkład do gospodarki Wielkiej Brytanii” (Bank of England, 2016). W rezultacie pandemii COVID-19 Bank Anglii w marcu 2020

---

<sup>3</sup> Bank Anglii zapoczątkował również program skupu obligacji korporacyjnych w 2009 r. w odpowiedzi na kryzys subprime.

roku zdecydował o rozszerzeniu CBPS. Charakterystykę programu zawiera tabela 1. Jego wartość zwiększono do 20 mld £, to stanowiło 6,5% całego rynku długu korporacyjnego w Wielkiej Brytanii. Warto dodać, że liczba emitentów, których obligacje mogą być nabywane w ramach CBPS, wynosi obecnie 153 przedsiębiorstwa.

Tabela 1. Zestawienie programów skupów obligacji korporacyjnych wybranych banków centralnych w odpowiedzi na pandemię COVID-19

Wyszczególnienie	Bank Anglii	EBC	Riksbank
Nazwa programu/ów	Corporate Bond Purchases Scheme (CBPS)	Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) oraz Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	Bond Purchase Programme
Data ogłoszenia programu	19 marca 2020 r.	1 listopada 2019 r. (CSPP) i 18 marca 2020 r. (PEPP)	19 marca 2020 r.
Doświadczenie banku centralnego z programem skupu obligacji korporacyjnych przed pandemią COVID-19	Tak	Tak	Nie
Źródło finansowania programu	Kreacja rezerw banku centralnego	Kreacja rezerw banku centralnego	Kreacja rezerw banku centralnego
Docelowa wielkość programu	Do 20 mld £	CSPP – nie dotyczy; PEPP – 1,85 bln EUR (łącznie dla wszystkich rodzajów papierów wartościowych nabywanych w ramach programu)	do 10 mld SEK
Wartość obligacji będących w posiadaniu banku centralnego w ramach programu (dane na koniec maja 2021 r.)	19,764 mld £	CSPP – 280 mld EUR PEPP – 31 mld EUR	9 mld SEK
Charakter rynku docelowego	Wtórny	Pierwotny i wtórny	Wtórny
Czas od momentu emisji do nabycia przez bank centralny	Co najmniej 1 miesiąc	Nie dotyczy	co najmniej 30 dni
Wymogi dotyczące objęcia danego emitenta programem	Znaczący wkład w gospodarkę Wielkiej Brytanii	Rezydencja w państwie członkowskim strefy euro	Rezydencja w Szwecji

## Banki centralne na rynku obligacji korporacyjnych

Wyłączenie z programu obligacji wyemitowanych przez przedsiębiorstwa państwowe	Nie	Nie, ale są stosowane dodatkowe kryteria	Nie
Rodzaj obligacji korporacyjnych objętych programem	Zabezpieczone i niezabezpieczone; niepodporządkowane	Brak formalnego wymogu dotyczącego rodzaju obligacji w zakresie podporządkowania i zabezpieczenia	Niepodporządkowane (senioralne)
Wymogi jakościowe stawiane obligacjom objętym programem	Rating inwestycyjny	Rating inwestycyjny	Rating inwestycyjny
Okres pozostający do zapadalności obligacji objętych programem	Od 12 miesięcy (z wyłączeniem długu wiecznego)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Od 6 miesięcy do 31 lat w przypadku papierów wartościowych, których pierwotny termin zapadalności jest dłuższy niż rok, lub</li> <li>• Minimum 28 dni w przypadku papierów wartościowych, których pierwotny termin zapadalności jest równy 365/366 dni lub mniej.</li> </ul>	Od 6 miesięcy do 5 lat
Limit zaangażowania w obligacje danego emitenta	Nie dotyczy	Dla przedsiębiorstw państwowych zgodne z wymogami właściwymi dla programu Public Sector Purchase Programme	50%
Wymogi dotyczące waluty emisji	£	EUR	SEK
Minimalna wartość emisji obligacji objętych programem	100 mln £	Brak	Brak
Maksymalna wysokość zaangażowania banku centralnego w daną emisję (w %)	Brak	70%	50%
Publicznie ogłoszona zamknięta lista emitentów objętych programem	Tak	Tak	Tak

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Banku Anglii (Bank of England, 2016), Europejskiego Banku Centralnego (2021) i Sveriges Riksbanku (Riksbank, 2020).

Kolejnym z analizowanych banków centralnych, który zdecydował się na wdrożenie bezpośredniego luzowania kredytowego, jest Europejski Bank Centralny. Decyzję o rozpoczęciu skupu obligacji korporacyjnych EBC zakomunikował w marcu 2016 roku. Pierwsze w historii EBC bezpośrednie luzowanie kredytowe operacyjnie rozpoczęło się w czerwcu tego samego roku. Europejskie władze monetarne kontynuowały nabywanie (netto) obligacji korporacyjnych w ramach Corporate Sector Purchase Programme do 19 grudnia 2018 roku. Zawieszony po koniec 2018 program został wznowiony przez EBC w listopadzie 2019 roku. W rezultacie takiej decyzji, jeszcze przed początkiem pandemii, udział obligacji korporacyjnych w bilansie EBC stopniowo rósł, osiągając w lutym 2020 roku poziom około 194 mld EUR. Co więcej, program ten był konsekwentnie realizowany przez okres pandemii, natomiast jego uzupełnieniem w walce z pandemią stał się Pandemic Emergency Purchase Programme. W ramach PEPP EBC może nabywać różne kategorie aktywów finansowych, w tym obligacje korporacyjne. Ogłoszony został w marcu 2020 roku, a łączna wartość programu miała wynieść 750 mld EUR jednak ze względu na skalę kryzysu wywołanego pandemią kwotę tę zwiększono w czerwcu tego samego roku do 1,85 bln EUR. Ostatecznie wartość obligacji korporacyjnych, będących w posiadaniu EBC w związku z realizacją PEPP, wyniosła 31 mld EUR. Obecnie w portfelu EBC znajdują się obligacje ponad 371 podmiotów (ECB 2021).

Ostatni z analizowanych europejskich banków centralnych, które zdecydowały się na wprowadzenie programu skupu obligacji korporacyjnych, to Riksbank. W przeciwieństwie do poprzedników przed pandemią COVID-19 nie był on bezpośrednio zaangażowany na rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw. Pierwotnie Bank Centralny Szwecji podjął decyzję o rozpoczęciu skupu obligacji w marcu 2020 roku (Riksbank, 2020). Wywołała ona jednak spór na linii bank centralny – parlament (zob. L. Liman i inni, 2020). Ostatecznie szwedzki bank centralny rozpoczął skup obligacji korporacyjnych we wrześniu tego samego roku. W przyjętym planie działania założono, że Riksbank w okresie od 1 września do 30 czerwca 2021 roku zakupi obligacji o łącznej wartości 10 mln SEK. Na koniec maja br. szwedzki bank centralny miał w swoim portfelu obligacje korporacyjne o łącznej wartości 9 mld SEK.

Porównując charakterystykę programu skupu obligacji korporacyjnych przyjętą przez Riksbank z tymi występującymi w przypadku Banku Anglii i EBC, należy podkreślić kilka istotnych różnic. Po pierwsze, bank ten akceptuje w swoich transakcjach obligacje o znacznie krótszym maksymalnym terminie zapadalności (5 lat) niż pozostałe dwa banki. W przyszłości może to ułatwić Riksbankowi realizację *exit strategy*. Po drugie, w stosowanej polityce kredytowej wykorzystuje on zarówno limity dotyczące danej emisji, jak i emitenta. Co więcej, na oficjalnej stronie banku można zobaczyć listę podmiotów, których obligacje korporacyjne spełniają wymogi uczestnictwa w programie. Na koniec maja 2021 roku takich przedsiębiorstw było 54. Podobnie jak Bank Anglii ogranicza on swoje działanie do wtórnego rynku obligacji. Tak jak pozostałe dwa banki, w celu ograniczenia ponoszonego ryzyka kredytowego, ogranicza skup obligacji jedynie do tych posiadających rating inwestycyjny.

### 5. WNIOSKI I REKOMENDACJE

Podsumowując, zarówno przedstawiona analiza teoretyczna, jak i przeprowadzone studium przypadku wykazały, że znaczenie programów skupów obligacji korporacyjnych przez banki centralne wzrosło w ostatnich kilkunastu latach. W ujęciu teoretycznym skup obligacji korporacyjnych należy zaklasyfikować do polityki kredytowej występującej w ramach polityki bilansu banku centralnego. Ponadto, wpisuje się on w niektóre kanały transmisji polityki pieniężnej właściwe innym formom polityki bilansu, np. quasi-zarządzaniu długiem publicznym. Choć należy zauważyć, że w teorii doczekał się on również dedykowanego sobie kanału struktury kapitału.

Dodatkowo, przegląd programów skupu obligacji korporacyjnych europejskich banków centralnych pozwala stwierdzić, że różnią się one od siebie w wielu aspektach. Wspomniane różnice są na tyle istotne, iż mogą skutkować sytuacją, w której europejskie banki centralne będą zmuszone do zastosowania innych (właściwych sobie) strategii wyjścia w przyszłości.

Na zakończenie należy podkreślić, że polityka kredytowa bilansu banku centralnego jest rozwiązaniem niestandardowym, stąd też

ryzyko z niej wynikające nie może być porównywane do tego wynikającego z tradycyjnej polityki pieniężnej.

#### BIBLIOGRAFIA

- Bank of England (2009, 19 marca). *Asset Purchase Facility – Corporate Bond Market Purchase Scheme*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/news/2009/march/asset-purchase-facility-corporate-bond-secondary-market-purchase-scheme.pdf> (dostęp: 25.05.2009).
- Bank of England (2016, 3 sierpnia). *Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Committee meeting ending on 3 August 2016*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-summary-and-minutes/2016/august2016.pdf?la=en&hash=E33AF6A-4125E5A009CD2B766F119B90A2AB1A707> (dostęp: 21.05.2021).
- Bauer, M., Rudebusch, G. (2011). The signaling channel for Federal Reserve bond purchases. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2011-21*. <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2011/wp11-21bk.pdf> (dostęp: 05.05.2021).
- Bernanke, B. (2004, 20 lutego). *The Great Moderation*. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/> (dostęp: 05.05.2021).
- Bernanke, B., Yellen, J. (2020, 17 lipca). Former Fed Chairs Bernanke and Yellen testified on COVID-19 and response to economic crisis, *Brookings*. <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2020/07/17/former-fed-chairs-bernanke-and-yellen-testified-on-covid-19-and-response-to-economic-crisis/>
- Betz, F., de Santis, R.A. (2019, wrzesień). ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms. *ECB Working Paper Series, 2314*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2314-5d3910cb50.en.pdf>
- Borio, C., Disyatat, P. (2009, listopad). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. *BIS Working Papers, 292*. 1–36. <https://www.bis.org/publ/work292.pdf>
- Borio C., Zabai A. (2016, lipiec). Unconventional Monetary Policies: A Re-appraisal. *BIS Working Papers, 570*, 1–49. <https://www.bis.org/publ/work570.pdf>
- ECB (2015, czerwiec). Decision taken by the Governing Council of the ECB (in addition to decisions setting interest rates). *European Central Bank, June* <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2015/html/gc150619.en.html> (dostęp: 25.05.2021).



- ECB (2021). Corporate sector purchase programme. *European Central Bank*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#cspp> (dostęp: 25.05.2021).
- Ertan, A., Kleymenova, A., Tuijn, M. (2018). Financial Intermediation through Financial Disintermediation: Evidence from the ECB Corporate Sector Purchase Program, *Chicago Booth Research Paper*, 18–06. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3197214](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3197214)
- Fisher, P. (2010, 18 lutego). *The corporate sector and the Bank of England's asset purchases*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2010/the-corporate-sector-and-the-bank-of-englands-asset-purchases-speech-by-paul-fisher.pdf>
- Gatnar, E. (2021). Umorzyć długi suwerenne. *Biuletyn PTE*, 1(92), 34–35. [http://www.pte.pl/pliki/1/68/E\\_1\\_2021.pdf](http://www.pte.pl/pliki/1/68/E_1_2021.pdf)
- Grosse-Rueschkamp, B., Steffen, S., Streitz, D. (2019) A capital structure channel of monetary policy. *Journal of Financial Economics*, 133(2), 357–378. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.03.006>
- Liman, L., Lindeberg, R., Rolander, N. (2020, 17 maja). Swedish central bank hires BlackRock in feud with parliament. *Financial Review*. <https://www.afr.com/markets/debt-markets/swedish-central-bank-hires-blackrock-in-feud-with-parliament-20200517-p54trs>
- Matikainen, S., Campiglio, E., Zenghelis, D. (2017, maj). The climate impact of quantitative easing. *Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, Centre for Climate Change Economics and Policy. Policy Paper*, 1–36. [https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing\\_Matikainen-et-al-1.pdf](https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing_Matikainen-et-al-1.pdf) (dostęp: 05.05.2021).
- Mishkin, F. (2007). *Monetary policy strategy*. MIT PRESS. Cambridge, Massachusetts, London.
- Riksbank (2020, marzec). Purchases of corporate bonds and commercial paper of monetary policy purposes. *Annex D to minutes*. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/dagordningar--protokoll/protokol-lsbilagor/direktionen/2020/engelska/annex-d-to-the-minutes-purchases-of-corporate-bonds-and-commercial-paper-for-monetary-policy-purposes.docx.pdf>, (dostęp: 05.05.2021).
- Szczerbowicz, U. (2015). The ECB Unconventional Monetary Policies: Have They Lowered. *International Journal of Central Banking*, 11(4), 91–128. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb15q5a3.pdf>, (dostęp: 05.05.2021).
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29. <https://doi.org/10.2307/1991374>

Zaghini, A. (2019). The CSPP at work: yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel. *Journal of Corporate Finance*, 56. 282–297. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.004>

### Copyright and License



This article is published under the terms of the Creative Commons Attribution – NoDerivs (CC BY- ND 4.0) License <http://creativecommons.org/licenses/by-nd/4.0/>