

Paweł Marszałek*

Instytucje *shadow banking* w systemie finansowym obszaru euro – cechy, zakres, kontrowersje

Shadow banking in the eurozone: The article provides an overview of the shadow banking in the euro area. Shadow banking refers to the system of financial intermediation that involves entities outside of traditional banking regulations. The paper begins with the presentation of the post-crisis tendencies in the financial systems worldwide, with particular attention given to the banking sectors. In the next section, the author presents the size and dynamics of shadow banking, discusses the threats identified by the EU and the concerns regarding the risks this sector poses to the financial system.

Słowa kluczowe: bankowość równoległa · systemy finansowe · stabilność finansowa · regulacje finansowe · strefa euro

Keywords: shadow banking · financial systems · financial stability · financial regulations · eurozone

* Doktor hab. nauk ekonomicznych, Katedra Pieniądza i Bankowości Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu; e-mail: pawel.marszalek@ue.poznan.pl.

Wstęp

W dobie finansyzacji, tj. od lat 70. ubiegłego wieku, w systemach finansowych poszczególnych krajów (zwłaszcza tych o dojrzałej gospodarce rynkowej) występowało wiele tendencji i zjawisk wpływających na kształt i funkcjonowanie pośredników finansowych. Część z nich była następstwem decyzji podejmowanych przez decydentów z różnych dziedzin polityki gospodarczej, dążących do realizacji konkretnych celów gospodarczych i społecznych. Inne natomiast były wywołane i kształtowane przez mechanizmy rynkowe. Niezależnie od genezy, procesy te miały pewne wspólne cechy: zmniejszającą się rolę rządu w gospodarce danego kraju, rosnące współzależności między poszczególnymi krajami [i związane z tym procesy rozlewania się (*spillover*) i „zarażania” (*contagion*), ze wszystkimi korzystnymi i szkodliwymi ich skutkami], szczególnie

emancypacja sfery finansowej oraz ciągle, konsekwentne łagodzenie nadzoru nad rynkami finansowymi.

Najważniejszymi spośród tych procesów, oprócz finansyzacji, były: globalizacja¹, internacjonalizacja², liberalizacja i deregulacja³, dezintermediacja⁴, demutualizacja⁵, prywatyzacja instytucji finansowych, upowszechnianie warunków tzw. nowej ekonomii⁶ czy wreszcie postęp technologiczny⁷. Charakterystyczne przy tym jest to, że między poszczególnymi procesami występowało wiele wzajemnych zależności i sprzężeń zwrotnych. W niektórych wymienionych procesach można upatrywać źródeł bądź katalizatorów innych, choć jednoznaczne określenie przyczynowości jest bardzo trudne.

Zjawiska te wpływały bezpośrednio i pośrednio na poszczególne części i segmenty systemów finansowych, wymuszając – do pewnego stopnia – zmiany w przepisach regulacyjnych, a także zmiany zasad, instrumentów i sposobów prowadzenia polityki gospodarczej. Rozpatrywane procesy przebiegały (i przebiegają) z różną intensywnością i częstotliwością. W sposób oczywisty

¹ T. Kowalski, *Globalization and Transformation in Central European Countries: the Case of Poland*, Poznań University of Economics Press, Poznań 2013; M. Woodford, *Globalization and Monetary Control*, NBER Working Papers No. 13329, 2007.

² M.K. Lewis, K.T. Davis, *Domestic and International Banking*, Philip Alan, Hemel Hemstead 1987; E.A. Curry, J.G. Fung, I.R. Harper, *Multinational banking: historical, empirical and case perspectives* [w:] *Handbook of International Banking*, red. A.W. Mullineux, V. Murinde, Edward Elgar, Northampton–Chesterton 2003; M. Jurek, *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Wydawnictwo UEP, Poznań 2011; T. Padoa-Schioppa, *Bank Competition: A Changing Paradigm*, „European Finance Review” 2001, nr 5.

³ P. Angelini, N. Cetorelli, *Bank Competition and Regulatory Reform: The Case of the Italian Banking Industry*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2003, No. 35; M.G. Cobas, L.R. Mote, J.A. Wilcox, *A History of the Future of Banking: Predictions and Outcomes*, November 16, 2001; G. Krippner, *The Financialization of the American Economy*, „Socio-Economic Review” 2005, Vol. 3, No. 2; J.C. Trichet, *World-wide tendencies in financial system*, „Deutsche Bundesbank Auszüge aus Presseartikeln” 2000, No. 49, Oktober.

⁴ P. Marszałek, *Disintermediation of Banks – Causes and Consequences*, „Finanse Publiczne, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu” 2016, nr 451; T. Rybczyński, *Ewolucja systemu finansowego. Geldowe bitwy i keiretsu*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 36.

⁵ A. Janc, P. Marszałek, *Effects of internationalization, privatisation and demutualization of the financial sector on supply of finance and stability*, FESSUD Working Paper Series No. 119, 2015.

⁶ K. Schwab, *The Fourth Industrial Revolution*, Penguin, London 2016; A. Wojtyna, *Czy tradycyjna ekonomia pozwala zrozumieć nową gospodarkę? [w:] Czy ekonomia nadąga z wyjaśnieniem rzeczywistości?, Materiały VII Kongresu Ekonomistów Polskich, t. I*, red. A. Wojtyna, PTE, Warszawa 2001.

⁷ M. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. Gaber, *An Essay on the revised Breton Woods System*, NBER Working Papers No. 9971, 2003; D.W. Jorgenson, K.J. Stiroh, *Information Technology and Growth*, „American Economic Review” 1999, Vol. 89, No. 2.

ich skala i dynamika były najbardziej nasilone w krajach charakteryzujących się rozwiniętym systemem finansowym.

Niewątpliwie podmiotami, na które procesy te wpływały w największym stopniu i najbardziej bezpośrednio, były banki. Dotyczyło to zarówno banków krajowych, jak i dużych, ponadnarodowych instytucji. W poważnym stopniu zmieniły się warunki ich funkcjonowania, wskutek takich między innymi czynników jak swoboda przepływów kapitałowych, rosnąca podaż instrumentów finansowych, osłabienie regulacji czy gwałtowny wzrost nasilenia walki konkurencyjnej⁸.

Banki, podobnie zresztą jak inni uczestnicy procesów gospodarczych, były zarówno beneficjentami, jak i ofiarami zachodzących zmian. Z jednej bowiem strony pojawiły się dla nich nowe możliwości biznesowe, takie jak ekspansja na nowe segmenty rynku finansowego, możliwości zwiększenia skali działalności, *cross-selling* itp.⁹. Z drugiej jednak strony pojawiły się nowe rodzaje ryzyka, nowe zagrożenia dla stabilności banków, a także nowi konkurenci – w tym też ze strony podmiotów niebankowych, wchodzących na obszar wcześniej tradycyjnie zarezerwowany dla banków.

W odniesieniu do tej ostatniej kwestii szczególnym problemem jest kwestia tzw. *shadow banking*. Uwidoczniała się ona w pełni w następstwie globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2009 i jego konsekwencji. Funkcjonowanie instytucji zaliczanych do sektora *shadow banking*, nazywanego w polskiej literaturze przedmiotu „bankowością cienia” czy, bardziej fortunnie, „bankowością równoległą”¹⁰, dość powszechnie uznaje się za jedną z przyczyn wybuchu tego kryzysu i tak poważnych jego następstw¹¹. Charakterystyczne przy tym jest, że sektor ten notował i notuje znaczący wzrost. Według szacunków Rady Sta-

⁸ T. Padoa-Schioppa, *Bank Competition*, *op. cit.*; S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, WN PWN, Warszawa 2007.

⁹ Zob. np. P. Dembiński, *Finanse po zawale*, Studio Emka, Warszawa 2011; S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, *op. cit.*; M. Jurek, *Międzynarodowy system walutowy*, *op. cit.*

¹⁰ Termin ten wydaje się być najbardziej odpowiedni. Warto jednak przytoczyć opinię autorów analizy wykonanej dla Senatu RP, którzy podkreślają, że podstawowa część *shadow banking* nie rozwija się równoległe do regulowanego systemu bankowego ale w interakcji z nim i w odpowiedzi na regulacje ostrożnościowe. W sensie ścisłym, określenie „równoległy” nie jest zatem do końca prawidłowe; zob. *Analiza regulacji dotyczących funkcjonowania niebankowych instytucji finansowych pod kątem należytej ochrony interesów ekonomicznych i prawnych ich klientów*, Opinie i Ekspertyzy, Biuro Analiz i Dokumentacji Kancelarii Senatu, OE-201, luty 2013.

¹¹ Zob. np. T. Evans, *Financialisation and the financial and economic crises: The case of the USA*, FESSUD Studies in Financial Systems, No. 32, Leeds 2015; E. Hein, *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and its crisis*, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton 2012; O. Orhangazi, *Financial deregulation and the 2007–08 US financial crisis*, FESSUD Working Paper Series No. 49, 2014.

bilności Finansowej¹² wartość globalnego równoległego systemu bankowego wzrosła z 21 bln euro w 2002 r. do ok. 46 bln euro w 2010 r., co stanowiło ponad jedną czwartą całego systemu finansowego i połowę aktywów bankowych. Co więcej, według tych szacunków, w Europie udział aktywów pośredników finansowych zaliczanych do równoległego systemu bankowego poważnie wzrósł w latach 2005–2010.

Celem artykułu jest charakterystyka zjawiska *shadow banking* w odniesieniu do systemów finansowych krajów strefy euro. Po przybliżeniu definicji i cech *shadow banking* zostanie zaprezentowane ujęcie tego zjawiska w regulacjach UE wraz z bilansem zagrożeń i pozytywnych jego cech zdefiniowanych przez Komisję Europejską. Następnie syntetycznie opisana będzie skala bankowości równoległej w państwach europejskich objętych analizą, a także kontrowersje i problemy wiążące się z dalszym funkcjonowaniem *shadow banking* w kontekście stabilności systemów finansowych krajów strefy euro.

Shadow banking – definicje i cechy

W literaturze można napotkać wiele definicji *shadow banking*. Uważa się, że pojęcia tego jako pierwszy użył P. McCulley w 2007 r., w trakcie dorocznego sympozjum w Jackson Hole. Autor ten, odnosząc się do warunków amerykańskich, używał tego określenia głównie wobec niebankowych instytucji finansowych. Zauważył, że instytucje *shadow banking* dokonują, podobnie jak „klasyczne” banki, transformacji terminów – pozyskują na rynku pieniężnym środki na krótki termin, a następnie nabywają/kreują aktywa o dłuższym terminie zapadalności. Nie podlegają jednak one regulacjom jak normalne banki i nie mogą korzystać z refinansowania w banku centralnym, a także zasadniczo nie pozyskują funduszy z depozytów. Działają więc niejako „w cieniu”, obok tradycyjnych instytucji bankowych, choć realizują te same zadania¹³.

Zbliżoną definicję prezentuje Z. Pozsar¹⁴. Według niego działalność w zakresie *shadow banking* obejmuje transformację kredytu, zapadalności i płynności, odbywającą się bez bezpośredniego, wyraźnego (*explicit*) dostępu do publicznych źródeł płynności czy ochrony na wypadek wystąpienia nieregularnych kredytów. Działalność taka realizowana jest przez instytucje nazywane przez tych autorów bankami równoległymi, tworzącymi łącznie cały system, obejmujący tego rodzaju pośredników finansowych¹⁵.

¹² Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation Recommendations of the Financial Stability Board*, 2011.

¹³ P. McCulley, *Teton Reflections*, PIMCO Global Central Bank Focus, 2007.

¹⁴ Z. Pozsar, *The Rise and Fall of the Shadow Banking System*, 2008, www.economy.com/sbs.

¹⁵ Por. też T. Adrian, H. Shin, *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007–2009*, „Annual Review of Economics” 2009; *idem*, *The Shadow*

W późniejszym opracowaniu Z. Pozsar wraz ze współautorami rozpatruje już *shadow banking* szerzej. Mianowicie, włącza do sektora *shadow banking* między innymi firmy finansowe, fundusze *hedgingowe*, fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego oraz przedsiębiorstwa dotowane przez rząd. Poszczególne instytucje są przy tym połączone wertykalnymi więzami, poprzez które następuje transfer kredytów finansowanych nie depozytami, ale poprzez szeroko rozumiane operacje sekurytyzacyjne¹⁶. Autorzy ci mocno podkreślają, iż system *shadow banking* konkuruje z tradycyjnym systemem bankowym, mogąc oferować kredyty taniej niż robią to tradycyjne banki.

Podobną definicję proponują T. Adrian i A. Ashcraft¹⁷, według których równoległy system bankowy to sieć wyspecjalizowanych instytucji finansowych, uczestniczących w transferze środków pieniężnych od oszczędzających do inwestorów. Odbywa się to z wykorzystaniem szerokiej gamy technik sekurytyzacji i zabezpieczonych funduszy. Prowadząc taką działalność, banki „równoległe” nie korzystają z bezpośredniej, jawnej pomocy publicznej w postaci możliwości zaopatrywania się w płynność i, szerzej, uczestnictwa w sieci bezpieczeństwa. Są one zatem dużo bardziej podatne i wrażliwe na ryzyko niż banki tradycyjne.

Równie szeroko zjawisko to ujmuje B. Bernanke¹⁸. Według niego *shadow banking* obejmuje sieć różnorodnych instytucji i rynków, które zbiorowo realizują tradycyjne funkcje banków, ale czynią to niezależnie od tradycyjnych instytucji bankowych lub pozostając z nimi tylko w luźnym związku. Zdaniem tego autora ważnymi składnikami sektora *shadow banking* są między innymi fundusze rynków pieniężnych, banki inwestycyjne, spółki zajmujące się sekurytyzacją czy firmy hipoteczne.

Rada Stabilności Finansowej¹⁹ definiuje natomiast *shadow banking* jako pośrednictwo kredytowe (rozumiane jako przekazywanie środków od oszczędzających do pożyczających), obejmujące wszelkie jednostki i działania pozostające poza regulowanym systemem bankowym. Rada wymienia przy tym cztery podstawowe aspekty tego pośrednictwa: transformację terminów zapadalności (pozyskiwanie krótkoterminowych funduszy na inwestycje w aktywa długoterminowe), zbliżoną do niej transformację najbardziej płynnych zobowiązań, lewarowanie (pośrednie lub bezpośrednie) oraz transfer ryzyka kredytowego związanego z niespłaceniem kredytu z kredytodawcy na inne jednostki. W tym

Banking System: Implications for Financial Regulation, „Banque de France Financial Stability Review” 2009, No. 13, s. 1–10.

¹⁶ Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky, *Shadow banking, Staff Report*, „Federal Reserve Bank of New York” 2010, No. 458

¹⁷ T. Adrian, A. Ashcraft, *Shadow Banking: A Review of the Literature*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2012.

¹⁸ B. Bernanke, *Fostering Financial Stability*, speech given at the 2012 Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Markets Conference, Stone Mountain, Georgia 2012.

¹⁹ Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight*, *op. cit.*

ujęciu do sektora *shadow banking* można zaliczyć wszelkie jednostki pozyskujące fundusze na działalność kredytową poprzez emisję papierów wartościowych czy sprzedaż wyspecjalizowanych (często bardzo złożonych) instrumentów finansowych.

Można zatem zauważyć, że w przytoczonych definicjach określenie *shadow banking* odnosi się albo do konkretnych typów jednostek, albo do określonych rodzajów działalności²⁰. Ten drugi sposób ujęcia bankowości równoległej stanowi, jak się wydaje, przykład postulowanego przez R.C. Mertona²¹ podejścia funkcjonalnego, uwypuklając właśnie funkcje realizowane przez instytucje finansowe. Jak bowiem zauważa ten autor, instytucje zmieniają się, a funkcje pozostają stałe, mimo zmian w sposobie ich świadczenia.

Niezależnie od definicji, podstawowym wyróżnikiem *shadow banking* jest to, że nie podlega ona zasadniczo regulacjom takim jak banki tradycyjne. Instytucje zaliczane do tego sektora nie są też objęte siecią bezpieczeństwa²². Z tego względu podmioty tego sektora są szczególnie podatne na zjawisko runu, a ich działalność obciążona jest bardzo dużym ryzykiem. Co więcej, zakłócenia w funkcjonowaniu *shadow banking* mogą przenieść się także na regulowany system bankowy²³.

W literaturze powszechnie podkreśla się, że to właśnie bankowość równoległa była jednym z katalizatorów globalnego kryzysu finansowego, rozpoczętego kryzysem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o obniżonej jakości (*subprime*)²⁴. Zarówno skala, jak i różnorodność instytucji *shadow*

²⁰ Por. między innymi P. McCulley, *Teton Reflections*, *op. cit.*; P. Mehrling, Z. Pozsar, J. Sweeney, D. Neilson, *Bagehot was a shadow banker: shadow banking, central banking, and the future of global finance* [w:] *Shadow Banking Within and Across Borders*, red. S. Classens, D. Evanoff, G. Kaufman, L. Laeven, World Scientific Publishing Company, 2013; G. Gorton, A. Metrick, *Securitized Banking and the Run on Repo*, „Journal of Financial Economics” 2012, No. 104, s. 425–451; B.J. Noeth, R. Sengupta, *Is shadow banking really banking?*, „The Regional Economist” 2011, October; M. Singh, *Collateral, Netting and Systemic Risk in OTC Derivatives Market*, IMF Working Paper 10/ 99, Washington 2010.

²¹ R.C. Merton, *Operation and Regulation in Financial Intermediation: A Functional Perspective* [w:] *Operation and Regulation of Financial Markets*, red. P. Englund, Ekonomiska rådet, Stockholm 1993; *idem*, *A Functional Perspective of Financial Intermediation*, „Financial Management” 1995, t. 24(2), s. 23–41.

²² Por. S. Claessens, L. Ratnovski, *What is Shadow Banking?*, IMF Working Paper No. 14/25, February 2015.

²³ Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight*, *op. cit.*

²⁴ Zob. E.M. Gramlich, *Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 2007, Fourth Quarter; A. Blundell-Wignell, P. Atkinson, S. Hoon Lee, *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, *Financial Market Trends*, OECD, 2008; S. Wachter, A. Pavlov, Z. Pozsar, *Subprime Lending and Real Estate Market*, Institute for Law and Economics Research Paper No. 08-35, August 2008; C. Cox, *Testimony Concerning Turmoil in U.S. Credit Markets: Recent Actions Regarding Government Sponsored Entities*, Investment Banks and Other Financial Institutions, Testimony

banking w USA przyczyniły się również do tego, że dynamika i konsekwencje kryzysu były tak poważne.

Instytucje i aktywności zaliczane do sektora bankowości równoległej występują także w sektorach finansowych krajów europejskich. Stanowią one przedmiot badania w niniejszym artykule. Przed ich charakterystyką warto jeszcze zasygnalizować, że badane podmioty (a także te, które rozważano w kontekście kryzysu na rynku *subprime*) stanowią tzw. pierwszą generację *shadow banking* (tzw. *shadow banking* 1.0). Za generację drugą natomiast uważa się podmioty stawiające w przeważającym stopniu na działalność w sferze wirtualnej. Sprawdza się ona do formuły P2P (*peer-to-peer*), B2B (*business-to-business*), C2C (*customer-to-customer*) czy B2C (*business-to-customer*). Z reguły są to różnorakie tzw. platformy *crowdfundingowe*. Służą one do poszukiwania i kojarzenia podmiotów posiadających nadwyżki zasobów finansowych oraz podmiotów je potrzebujących²⁵. Wypełniają więc typową funkcję pośrednictwa finansowego, niejako wypychając z niej tradycyjne podmioty bankowe, a także instytucje finansowe zaliczane do *shadow banking* 1.0. Platformy te oferują produkty pożyczkowe, kredytowe, inwestycyjne, a nawet ubezpieczeniowe, działając zarówno w sferze *consumer finance*, jak i *private banking*. Charakterystyczne jest, że również nie podlegają one regulacjom.

Ujęcie *shadow banking* w UE – rozumienie, klasyfikacja, podjęte działania

Dostrzegając, że równoległy system bankowy odgrywa ważną rolę w systemie finansowym, oraz uznając, iż istnienie nieregulowanych podmiotów ze sfery finansowej w istotny sposób wpływa na funkcjonowanie całej gospodarki, Komisja Europejska uznała za celowe doprecyzowanie tego pojęcia, a także określenie korzyści i problemów, jakie mogą wiązać się z *shadow banking*. Punktem wyjścia była wspomniana definicja Rady Stabilności Finansowej. Uznano jednak, że jest ona na tyle ogólna, że wymaga uściślenia. Dokumentem, w którym podjęto taką próbę, była *Zielona Księga. Równoległy system bankowy*²⁶. Rozwinięto w niej definicję Rady, enumeratywnie wymieniając rodzaje podmiotów, które składają się na system równoległej bankowości. I tak, są nimi:

- podmioty specjalnego przeznaczenia, które dokonują transformacji terminów zapadalności lub/i transformacji płynności; na przykład spół-

Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, September 23, 2008; A. Demichelis, *Overcoming the Financial Crisis in the United States*, Economics Department Working Paper OECD No. 669, 2009; T. Palley, *From Financial crisis to stagnation*, Cambridge University Press, New York 2012; E. Hein, *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism*, *op. cit.*

²⁵ P. Marszałek, *Disintermediation of Banks*, *op. cit.*

²⁶ COM(2012) 102 final.

ki sekurytyzacyjne, takie jak spółki do celów programu ABCP, celowe spółki inwestycyjne (*Special Investment Vehicles, SIV*) oraz pozostałe spółki celowe (*Special Purpose Vehicles, SPV*),

- fundusze rynku pieniężnego (MMF) oraz inne rodzaje funduszy inwestycyjnych lub produktów wykazujących cechy depozytowe, które sprawiają, że są one podatne na skutki masowych umorzeń (masowe działania),
- fundusze inwestycyjne, w tym fundusze inwestycyjne typu ETF (*Exchange Traded Funds*), które udzielają kredytów lub stosują dźwignię finansową,
- przedsiębiorstwa finansowe i podmioty obracające papierami wartościowymi, udzielające kredytów lub gwarancji kredytowych lub dokonujące transformacji terminów zapadalności lub transformacji płynności, które nie są regulowane przepisami dotyczącymi banków,
- zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji, które emitują produkty kredytowe lub udzielają im gwarancji.

Natomiast jako rodzaje działalności zaliczane do *shadow banking*, niezależnie od tego, jakie podmioty je wykonują, wymienia się w *Zielonej Księdze* sekurytyzację oraz emisję papierów wartościowych i transakcje repo. W dokumencie zaznaczono przy tym, że zarówno lista jednostek, jak i działalności nie jest zamknięta, gdyż rozważany segment rynku finansowego rozwija się bardzo dynamicznie. Podkreślono też, że z istnienia systemu bankowości równoległej mogą wynikać dla systemu finansowego określone korzyści. W szczególności wśród potencjalnych pozytywów wymieniono²⁷:

- udostępnienie inwestorom formy lokowania środków innej niż depozyty bankowe,
- możliwość bardziej efektywnego – dzięki większej specjalizacji – zaspokojenia specyficznych potrzeb inwestorów,
- istnienie alternatywnego źródła finansowania dla gospodarki, które staje się użyteczne w sytuacji, gdy tradycyjne banki przeżywają przejściowe trudności lub z innych względów zaostrzają politykę kredytową,
- możliwość dywersyfikacji ryzyka poza systemem bankowym.

Niezależnie od tych korzyści w *Zielonej Księdze* wskazano także liczne zagrożenia, jakie działalność podmiotów zaliczanych do równoległego systemu bankowego może generować dla systemów finansowych państw Unii Europejskiej. Podkreślono przy tym, że mogą one mieć charakter systemowy. Wynika to przede wszystkim ze złożoności poszczególnych jednostek i aktywności *shadow banking*, z transgranicznego (a co za tym idzie bardziej skomplikowanego) zakresu jurysdykcji w tym obszarze, mobilności, cechującej papiery wartościowe i rynki funduszy, czy wreszcie z licznych, często opartych na sprzężeniach zwrotnych,

²⁷ *Ibidem.*

powiązań między podmiotami i rodzajami działalności zaliczanymi do równoległego systemu bankowego a „tradycyjnym” systemem bankowym. W rezultacie, *shadow banking* może stanowić potencjalne zagrożenie dla długoterminowej stabilności finansowej, generując swoiste załężki kolejnego kryzysu finansowego.

W szczególności, w dokumencie Komisji Europejskiej uznano, że, po pierwsze, w sytuacji braku sieci bezpieczeństwa te rodzaje działalności związanej z równoległym systemem bankowym, które są finansowane krótkoterminowymi funduszami, narażone są na ryzyko nagłego masowego wycofywania funduszy przez klientów. Ryzyko jest tu bowiem takie samo (albo wręcz większe) jak w „normalnych” bankach, natomiast brakuje instrumentów i regulacji mogących zapobiec runom klientów.

Po drugie, źródłem ryzyka systemowego i niestabilności sektora finansowego może być stosowanie dużych, ukrytych dźwigni finansowych. Może to również obejmować stosowanie dużej dźwigni z zabezpieczeniem transakcji pochodnej, które jest wykorzystywane wielokrotnie, bez ograniczeń nałożonych przez regulacje i nadzór.

Po trzecie, operacje równoległego systemu bankowego mogą być wykorzystywane w celu unikania regulacji lub nadzoru stosowanego w odniesieniu do normalnych banków. Może więc wystąpić zjawisko tzw. arbitrażu regulacyjnego – poprzez przerwanie procesu tradycyjnego pośrednictwa kredytowego w prawnie niezależnych strukturach, które ze sobą współpracują, „klasyczne” podmioty mogą obchodzić obowiązujące je regulacje. Implikuje to powstanie ryzyka regulacyjnego obniżania standardów dla całego systemu finansowego – nawet regulowani pośrednicy finansowi będą naśladować podmioty związane z równoległym systemem bankowym, a także będą przesuwać niektóre operacje do podmiotów spoza zakresu ich konsolidacji²⁸.

Po czwarte wreszcie, z uwagi na związki między równoległym a „normalnym” systemem bankowym wszelkie błędy oraz nietrafione lub/i nadmiernie ryzykowne decyzje mogą prowadzić do efektu domina i efektów ubocznych. Tym samym ryzyko i niestabilność *shadow banking* mogą być łatwo transmitowane do tradycyjnego sektora bankowego, między innymi poprzez takie kanały jak bezpośrednie pożyczki od systemu bankowego i zaciągane tam zobowiązania warunkowe czy masowa sprzedaż aktywów, wpływająca na ceny aktywów finansowych i rzeczowych (mogąca przyczynić się do nagłego pęknięcia potencjalnej bańki spekulacyjnej).

Zagrożenia te uznano za na tyle poważne, że zwrócono uwagę na konieczność intensyfikacji działań zwiększających stopień przejrzystości sektora *shadow ban-*

²⁸ Zjawisko to wystąpiło na szeroką skalę podczas globalnego kryzysu finansowego. Dotyczyło między innymi „obchodzenia” zasad kapitałowych i rachunkowych; por. C. Cox, *Testimony Concerning Turmoil in U.S. Credit Markets*, *op. cit.*; B. Eichengreen, *Ten questions about the subprime crisis*, Banque de France Financial Stability Review – Special Issue on Liquidity, 2008, No. 11.

king oraz wypracowania ram umożliwiających większą kontrolę tych instytucji i ich poczynañ. Za podmioty mające do odegrania szczególną rolę w tym zakresie uznano (oprócz odpowiednich organów krajowych) przede wszystkim Europejski Bank Centralny (EBC), Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EUNB), Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (EUNGIPW), Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EUNUiPPE) oraz Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego (ERRS)²⁹.

Zgodnie z przyjętymi założeniami uznano, że nadzór nad funkcjonowaniem systemu bankowości równoległej powinien być wykonywany na odpowiednim szczeblu (tzn. na poziomie krajowym lub europejskim), powinien być proporcjonalny, a także wykorzystywać, gdzie tylko to możliwe, uprawnienia i specjalistyczną wiedzę wszelkich organów nadzoru. Uznano także, iż powinien być on zintegrowany z ramami makroostrożnościowymi, stworzonymi w Unii Europejskiej po globalnym kryzysie finansowym. Znalazło to swoje odzwierciedlenie między innymi w zmianie zadań Europejskiego Banku Centralnego i narodowych banków centralnych, a także w działaniach na rzecz tworzenia unii bankowej³⁰.

Uwzględnivszy opisane kwestie, przyjęto, że identyfikacja oraz właściwa ocena powiązań między poszczególnymi instytucjami pośrednictwa kredytowego (czy, szerzej, między równoległym systemem bankowym a resztą sektora finansowego), jak również ustalenie, jaki wpływ nowe produkty bądź aktywności finansowe mają na skuteczność nadzoru makroostrożnościowego, będą wymagać osiągnięcia przez podmioty odpowiedzialne za monitorowanie i nadzór systemu finansowego równowagi między trzema dostępnymi metodami. A za takie uznano: (1) pośrednią regulację (regulowanie powiązań między systemem bankowym a podmiotami związanymi z równoległym systemem bankowym); (2) odpowiednie rozszerzanie lub przegląd obowiązujących regulacji oraz (3) wprowadzanie nowych regulacji, nakierowanych w pierwszej kolejności na podmioty i rodzaje działalności związane z równoległym systemem bankowym³¹.

Wszystkie te trzy, wymienione w *Zielonej Księdze*, podejścia stosowano z różnym natężeniem w UE w następnych latach. W wyniku działalności ustawodawczej Parlamentu Europejskiego i Rady wprowadzono wiele rozwiązań wpływających na podmioty i działania związane z równoległym systemem bankowym³². I tak, przykładowo, w zakresie pośredniej regulacji działalności związanej z rów-

²⁹ *Zielona Księga. Równoległy system bankowy, op. cit.*

³⁰ D.J. Eliot, *Key Issues On European Banking Union Trade-Offs And Some Recommendations*, Global Economy & Development Brooking Working Paper No. 52, 2012; R. Goyal i in., *A Banking Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note, February 2013.

³¹ *Zielona Księga. Równoległy system bankowy, op. cit.*

³² Szczegółowe zestawienie pierwszej fazy (lata 2009–2013) działań podejmowanych w zakresie równoległego sektora bankowego zob. Komunikat Komisji do Rady i Parlamentu Europejskiego: *Równoległy system bankowy – przeciwdziałanie nowym źródłom ryzyka w sektorze bankowym*, 2013.

noległym systemem bankowym poprzez regulacje dotyczące sektora bankowego i ubezpieczeniowego wprowadzano kolejne wersje aktów prawnych dotyczących wymogów kapitałowych – w tym pakiet CRD IV/CRR, w którego skład wchodzi dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR). Wdrożono również zmiany co do wymogów w zakresie konsolidacji i obowiązki informacyjne (MSSF 10, 11 i 12).

W zakresie rozszerzania zakresu istniejących regulacji ostrożnościowych na działalność związaną z *shadow banking* można wymienić np. dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającą dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (tzw. MIFID II), która weszła w życie 3 stycznia 2018 r., a także rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012.

Przykładem bezpośrednich uregulowań pewnych rodzajów działalności związanej z równoległym systemem bankowym może być natomiast dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (tzw. dyrektywa AIFMD)

Niezależnie od ogólnych rozwiązań unijnych wiele państw członkowskich wprowadziło również na szczeblu krajowym dodatkowe przepisy, odnoszące się do funkcjonowania tych podmiotów z sektora *shadow banking* i wykonywanych w nim działań, które nie są regulowane na poziomie UE. Dokumenty te zwiększają przejrzystość działań równoległego systemu bankowego oraz ograniczają jego potencjalną kryzysogenność. Nie eliminują jednak wszystkich problemów, o czym będzie mowa w dalszej części opracowania.

Skala działania *shadow banking* w UE i strefie euro

Szacunki wielkości systemu bankowości równoległej w UE i strefie euro nie są proste. Jak informują K. Bakk-Simon i in.³³, ilościową ocenę działalności *shadow banking* można przeprowadzić tylko na podstawie danych (np. danych i statystyk pieniężnych i finansowych, informacji o przepływach środków)

³³ K. Bakk-Simon i in., *Shadow Banking in the Euro Area I an Overview*, ECB Occasional Paper No. 133, 2012.

i źródeł, których nie gromadzono i nie opracowywano konkretnie w tym celu. Co więcej, dla niektórych działań i rynków żadne dane oficjalne nie są dostępne. Dodatkowo, niektóre informacje dostępne są tylko dla strefy euro, a inne – tylko w ujęciu dla całej Unii Europejskiej. Niemniej możliwe jest określenie pewnych ogólnych tendencji zmian, jak również wskazanie dominujących w systemie równoległej bankowości zjawisk i jednostek. Pewnym przybliżeniem skali działalności w zakresie równoległego systemu bankowego w strefę euro mogą być zwłaszcza dane uzyskane z analizy bilansów tzw. pozostałych instytucji finansowych (*other financial institutions*, OFI) – sektora, który obejmuje większość podmiotów zaliczanych do *shadow banking* (nie obejmując przy tym zakładów ubezpieczeń i funduszy emerytalnych).

I tak, przede wszystkim trzeba podkreślić, że aktywność i skala bankowości równoległej w strefie euro jest mniejsza niż w Stanach Zjednoczonych. W drugim kwartale 2011 r., a zatem już po zakończeniu globalnego kryzysu finansowego, wielkość systemu *shadow banking* na rynku amerykańskim, mierzona sumą jego aktywów, była porównywalna do wielkości aktywów „klasycznego” systemu bankowego. W strefie euro natomiast bankowość równoległa stanowiła mniej niż połowę łącznych aktywów sektora bankowego. Jednak wielkość aktywów utrzymywanych przez nieregulowanych pośredników finansowych była znacząca, szczególnie w niektórych krajach. Co więcej, wielkość i rola nieregulowanych pośredników finansowych w strefie euro (ale także w globalnym systemie finansowym) w ostatnich latach rosła.

Charakterystyczne przy tym jest to, że dynamika tego rozwoju, mierzona wielkością aktywów OFI, była duża przed kryzysem (lata 2005–2007), potem gwałtownie spadła, głównie wskutek będącego następstwem kryzysu ogólnego zmniejszenia dźwigni finansowej (tzw. delewarowania), by następnie ponownie wejść na ścieżkę wzrostową. Zgodnie z szerokim ujęciem, traktującym jako *shadow banking* instytucje finansowe inne niż banki, instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, aktywa finansowe utrzymywane lub zarządzane przez ten sektor w strefie euro podwoiły się w dekadzie 2005–2015, osiągając prawie 28 bln euro w grudniu 2015 r., co stanowiło ponad jedną trzecią wielkości aktywów całego systemu finansowego strefy euro. Natomiast w ujęciu węższym, bardziej precyzyjnym, traktującym jako *shadow banking* fundusze inwestycyjne (IF), spółki specjalnego przeznaczenia (FVC) i fundusze rynku pieniężnego, aktywa systemu bankowości równoległej wynosiły w końcu 2015 r. ponad 13 bln euro. Aktywa te wzrosły przy tym od zakończenia globalnego kryzysu finansowego o blisko 40%. Wzrost ten wynikał głównie z ekspansji funduszy inwestycyjnych, innych niż fundusze rynku pieniężnego³⁴.

³⁴ N. Doyle, L. Hermans, P. Molitor, C. Weistroffer, *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector*, ECB Occasional Paper No. 174, 2016; „EU Shadow Banking Monitor” 2016, No. 1, July.

W całej Unii Europejskiej wielkości te kształtowały się na poziomie odpowiednio wyższym. Szeroka miara skali bankowości równoległej dla krajów całej wspólnoty wyniosła w czwartym kwartale 2015 r. 37 bln euro, co stanowiło 36% wszystkich aktywów sektora finansowego UE³⁵. Oznaczało to przyrost o prawie jedną czwartą w porównaniu z końcem 2012 r. Dynamika była więc zbliżona, choć niższa do tej cechującej *shadow banking* w samej strefie euro (27%). Jak się wydaje, jest to logiczne następstwo tego, że systemy krajów obszaru euro są bardziej rozwinięte niż tych państw członkowskich, które jeszcze nie przyjęły wspólnej waluty. Najwyższy poziom zaangażowania w działalność bankową typu *shadow banking* wykazywały przy tym finansowe spółki kapitałowe (FVC), spółki z sektora bezpieczeństwa i instrumentów pochodnych (SDD) oraz fundusze *hedgingowe*. Podmioty te w większym stopniu używały dźwigni finansowej oraz na większą skalę dokonywały transformacji zapadalności i płynności. Relatywnie niższe było natomiast w 2015 r. zaangażowanie w operacje bankowości równoległej funduszy *private equity* i funduszy ETF³⁶.

Na koniec 2016 r. szeroka miara wielkości sektora bankowości równoległej wynosiła dla krajów UE już 40 bln euro, a udział „szerokiego” sektora *shadow banking* w aktywach ogółem systemu finansowego UE zwiększył się o dwa punkty procentowe. Jednocześnie wynosił on 272% unijnego PKB według stanu na koniec 2016 r. Niemniej, dynamika rozwoju *shadow banking* straciła w ciągu tego roku na impecie. Roczna stopa wzrostu wyniosła w czwartym kwartale 2016 r. 2,6%, podczas gdy średnia roczna stopa wzrostu sektora *shadow banking* w latach 2012–2015 sięgała 8,3%, co przyczyniło się do wzrostu w tym okresie wartości aktywów bankowości równoległej o 30%, a więc średnio wyższej niż w samym roku 2016³⁷. To zanotowane wówczas spowolnienie tłumaczono mniej wyraźnym wzrostem wycen aktywów oraz spowolnieniem transakcji netto. Transakcje te były dodatnie w pierwszych trzech kwartałach 2016 r., jednak trend ten odwrócił się w kwartale czwartym.

Wyższa była dynamika *shadow banking* w krajach tworzących strefę euro. Aktywa bankowości równoległej w ujęciu szerokim wynosiły tam na koniec 2016 r. 31 bln euro. Stopa wzrostu wyniosła natomiast 4,2% w czwartym kwartale 2016 r., przy średniorocznej stopie wzrostu równej 10,2% w latach 2012–2015³⁸.

Rozmiary równoległego systemu bankowego w poszczególnych krajach były bardzo zróżnicowane. Występowała jednak pewna koncentracja geograficzna tego zjawiska. 91% łącznych aktywów szerokiego systemu *shadow banking* w UE przypadało tylko na osiem krajów, pełniących rolę globalnych lub regionalnych centrów finansowych. Pełniąc tę rolę, kraje te wносиły większy wkład w system

³⁵ „EU Shadow Banking Monitor” 2016, No. 1, July.

³⁶ N. Doyle, L. Hermans, P. Molitor, C. Weistroffer, *Shadow banking in the euro area: op. cit.*; „EU Shadow Banking Monitor” 2016, No. 1, July.

³⁷ „EU Shadow Banking Monitor” 2017, No. 2, May.

³⁸ *Ibidem*.

równoległego systemu bankowego UE niż państwa, w których system finansowy nie był tak rozwinięty, a ich powiązania z innymi państwami – tak intensywne.

W ogóle instytucji zaliczanych do sektora *shadow banking* dominowały wspomniane pozostałe instytucje finansowe. Przypadało na nie ok. 67% wartości aktywów tego sektora. 31% udziału miały fundusze inwestycyjne inne niż fundusze rynku pieniężnego, podczas gdy te ostatnie stanowiły blisko 3% ogółu aktywów *shadow banking*³⁹.

Charakterystyczne jest, że rozwojowi równoległego systemu bankowego towarzyszył spadek aktywów instytucji kredytowych z obszaru euro, łącznie o 6% w okresie 2012–2016. W rezultacie zwiększyła się relacja aktywów podmiotów i aktywności *shadow banking* do aktywów „klasycznego” sektora bankowego, stanowiąc w 2016 r. 109% łącznych aktywów instytucji kredytowych w strefie euro (wzrost o 4 punkty procentowe w porównaniu z rokiem poprzednim). Całkowite aktywa funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego, innych typów funduszy inwestycyjnych oraz pozostałych instytucji finansowych wyniosły w 2016 r. odpowiednio 1,2 bln, 10,3 bln i 20 bln euro⁴⁰.

Spadała również skala finansowania przez podmioty zaliczane do bankowości równoległej, w tym wolumen dłużnych papierów wartościowych monetarnych instytucji finansowych utrzymywanych przez fundusze inwestycyjne (w tym również fundusze rynku pieniężnego). Spadek ten jednak wyhamowywał, wynosząc -0,6%, podczas gdy w latach 2012–2015 średniorocznie udział takiego finansowania malał o 4,1%. Tendencja ta wynikała przede wszystkim z obserwowanej w strefie euro słabszej aktywności w zakresie sekurytyzacji. Niemniej, finansowanie ze strony funduszy inwestycyjnych pozostawało na poziomie wyższym niż na początku kryzysu finansowego.

Problemy związane z funkcjonowaniem *shadow banking* w obszarze euro

Funkcjonowanie *shadow banking* w strefie euro nie było przedmiotem aż tak zajadłej krytyki, jak miało to miejsce w odniesieniu do instytucji amerykańskich. Niewątpliwie na takie postrzeganie funkcjonowania bankowości równoległej i wiążących się z tym konsekwencji wpływ ma sam model systemu finansowego dominujący w Europie. Tradycyjnie przeważają tu banki uniwersalne, choć różnice między obu typami systemów finansowych zacierają się⁴¹.

W latach kryzysu podmioty zaliczane do *shadow banking* (a zwłaszcza fundusze inwestycyjne) działały jako ważny bufor dla sfery realnej gospodarki.

³⁹ *Ibidem*.

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ M. Sawyer, *Bank based vs market based financial system: a critique of the dichotomy*, FESSUD Working Papers No. 19, 2013.

Łagodziły bowiem problem kontrakcji kredytowej ze strony borykających się z problemami z płynnością instytucjami kredytowymi, a tym samym stanowiły dodatkowe źródło finansowania dla podmiotów gospodarczych. Ponadto przyczyniały się one do szerszego rozłożenia ryzyka kredytowego.

Okazało się jednak, że instytucje te same z siebie stanowią dodatkowe źródło ryzyka, które ma charakter systemowy. Liczne, a przy tym bardzo złożone, powiązania z tradycyjnymi instytucjami finansowymi oraz podmiotami ze sfery realnej powodują, że jakiegokolwiek trudności w tym sektorze mogą szybko rozprzestrzeniać się na sektor bankowy i realny gospodarki. Jako jeden z głównych potencjalnych problemów wskazano rosnące niedopasowanie płynności w funduszach inwestycyjnych⁴². Mianowicie, podmioty te stwarzają swoistą iluzję stabilnych warunków płynności, deklarując chęć skupowania na zasadzie ciągłości nawet tych aktywów, które w okresie korekty rynkowej mogą nie być płynne. Fundusze inwestycyjne operując w obszarze euro, oferują inwestorom codzienne wykupy, co obniża ich rezerwy gotówki oraz płynnych aktywów – oczekują one bowiem, że w razie jakichkolwiek problemów będą mogły, jak dotychczas, stosunkowo łatwo pozyskać płynne środki. Zwiększa to podatność sektora na umorzenia na dużą skalę i zwiększa ryzyko niekorzystnej spirali płynności, gdy zmieni się polityka (bądź możliwości) funduszy inwestycyjnych⁴³. Spirala ta może przy tym generować poważne problemy, zwłaszcza w sytuacji systemowych, wzajemnych powiązań, szczególnie widocznych chociażby w przypadku funduszy rynku pieniężnego i instytucji kredytowych.

Mniej problemów wiąże się z wypłacalnością jednostek zaliczanych do sektora bankowości równoległej. Są one niejako bagatelizowane wskutek wysokiego poziomu kapitału własnego w sektorze funduszy. W sytuacji nasilonego stosowania dźwigni finansowej może jednak wystąpić problem z jego nagłym wycofaniem, co także zaburzy pozycję płynnościową poszczególnych funduszy. Stosowanie dźwigni jest obecnie szczególnie intensywne w funduszach *hedgingowych*, ale także w funduszach nieruchomości.

Innym problemem związanym z funkcjonowaniem *shadow banking* w obszarze euro jest to, że nawet gdy ogólna sytuacja sektora będzie postrzegana jako pozytywna, to w wielu przypadkach może to maskować problemy i luki występujące w dużych instytucjach o znaczeniu systemowym⁴⁴. Tymczasem w warunkach rosnącej koncentracji sektora jakiegokolwiek problem któregoś z głównych graczy może destabilizować cały sektor, nawet jeżeli większość instytucji znajduje się w relatywnie dobrej kondycji⁴⁵.

⁴² K. Bakk-Simon i in., *Shadow Banking In The Euro Area 1*, *op. cit.*

⁴³ Zob. *Towards macro-financial models with realistic characterisations of financial instability*, Special Feature in Financial Stability Review, December 2010, s. 138–146.

⁴⁴ N. Doyle, L. Hermans, P. Molitor, C. Weistroffer, *Shadow banking in the euro area*, *op. cit.*

⁴⁵ Tę uwagę, jak się wydaje, można jednak odnieść także do banków „tradycyjnych”.

Zwiększone zaangażowanie podmiotów *shadow banking* w pośrednictwo kredytowe i transakcje na rynkach kapitałowych, rosnące zainteresowanie systemowo ważnymi instytucjami oraz wzmocnienie powiązań międzysektorowych zwiększa prawdopodobieństwo rozprzestrzenienia się potencjalnych konsekwencji niekorzystnych zjawisk w sektorze *shadow banking* na tradycyjny sektor finansowy, a w dalszej kolejności – także na sferę realną⁴⁶.

Sytuacja jest o tyle skomplikowana, że choć dane bilansowe wskazują na rosnące znaczenie sektora bankowości równoległej (nawet jeżeli dynamika tego rozwoju, jak to opisano wyżej, wyhamowała w roku 2016), a także na pogłębiające się zależności między tymi podmiotami i działaniami a tradycyjnymi rodzajami pośredników finansowych, to jednak ograniczenia dostępnych danych utrudniają sformułowanie przesądających wniosków w kwestii systemowego charakteru ryzyka, generowanego przez *shadow banking*. Zachodzi potrzeba bardziej szczegółowej analizy, uwzględniającej również dane pozabilansowe. Konieczna jest także większa przejrzystość tych instytucji. Mimo bowiem zmian w pozytywnym kierunku – między innymi wskutek zasygnalizowanych wcześniej zmian regulacyjnych (głównie MIFID II) – nadal nie jest ona wystarczająca. Niewątpliwie funkcjonowanie systemu równoległej bankowości powinno się opierać na przejrzystości transakcji między podmiotami finansowymi i na nasilonym nadzorze finansowym (przede wszystkim w zakresie identyfikacji ekspozycji na ryzyko), zarówno nad instytucjami tego sektora, jak i ich partnerami z „tradycyjnego” sektora bankowego. Zasadne jest również badanie wszelkich powiązań kapitałowych i organizacyjnych.

Jednak nawet uwzględniając sformułowane zastrzeżenia i wskazane potencjalne problemy, w toczących się dyskusjach można napotkać opinie, iż związki między bankowością równoległą a klasyczną są już na tyle pogłębione i wielowątkowe, że *shadow banking* zaczyna powoli stanowić integralną część systemu bankowego. Dlatego należy stworzyć warunki jego dalszego stabilnego rozwoju, by bankowość równoległa mogła stać się pełnoprawnym, komplementarnym uzupełnieniem tradycyjnego sektora finansowego⁴⁷.

Podsumowanie

Ostatnie dekady w istotny sposób zmieniły warunki funkcjonowania instytucji bankowych w państwach Unii Europejskiej, jak również w skali globalnej. Jednym z najważniejszych procesów, z jakimi te podmioty musiały się zmierzyć, był gwałtowny wzrost skali działania podmiotów zaliczanych do

⁴⁶ K. Bakk-Simon i in., *Shadow Banking In The Euro Area 1 An Overview*, op. cit.; N. Doyle, L. Hermans, P. Molitor, C. Weistroffer, *Shadow banking in the euro area*, op. cit.

⁴⁷ Por. J.K. Solarz, *Równoległa bankowość relacyjna* [w:] *Współczesna bankowość detaliczna*, red. A. Szlągowska, CeDeWu, Warszawa 2010.

sektora bankowości równoległej. Niestety, konkurencja ze strony tych instytucji w wielu wypadkach nie była uczciwa. Co więcej, instytucje nadzorcze i regulacyjne pozostawały zazwyczaj daleko w tyle za bankami, a ich działania były niewystarczające. W konsekwencji nastąpiła nadmierna wyrozumiałość dla ryzykownych przedsięwzięć. Ujmując rzecz szerzej, istniejące ramy prawne okazały się niewłaściwe. Co więcej, z perspektywy kryzysu *subprime* i globalnego kryzysu finansowego okazało się, iż cały proces liberalizacji i deregulacji, który przyczynił się do tak szybkiego rozwoju instytucji i aktywności *shadow banking*, okazał się dość szkodliwy i zbyt szybki. W szczególności nieporozumieniem okazały się próby szerszego oparcia nadzoru finansowego na dyscyplinie rynkowej.

W ciągu ostatniej dekady system bankowości równoległej zapewnił źródła relatywnie taniego pieniądza. Jednocześnie jednak działalność tych podmiotów przyczyniła się w znacznym stopniu do powstania baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości. Choć skala problemów wywołanych funkcjonowaniem tych instytucji była w Europie mniejsza niż w USA, to jednak również wystąpiła konieczność dostosowań zarówno samych banków, jak i instytucji nadzorczych.

Wydaje się, że kierunek działań przyjęty przez europejskich regulatorów można uznać za słuszny. Systematycznie rośnie przejrzystość sektora finansowego, a nowe rozwiązania – wraz z normami dotyczącymi nadzoru makroostrożnościowego i unii bankowej – zwiększą podstawy stabilności systemu finansowego państw obszaru euro.

Bibliografia

- Adrian T., Ashcraft A.B., *Shadow Banking: A Review of the Literature*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2012.
- Adrian T., Shin H., *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007–2009*, „Annual Review of Economics” 2009.
- Adrian T., Shin H., *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, „Banque de France Financial Stability Review” 2009, No. 13.
- Angelini P., Cetorell N., *Bank Competition and Regulatory Reform: The Case of the Italian Banking Industry*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2003, No. 35.
- Bakk-Simon K. i in., *Shadow Banking In The Euro Area 1 An Overview*, ECB Occasional Paper No. 133, 2012.
- Bernanke B., *Fostering Financial Stability*, speech given at the 2012 Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Markets Conference, Stone Mountain, Georgia 2012.
- Blundell-Wignell A., Atkinson P., Hoon Lee S., *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues, Financial Market Trends*, OECD, 2008.
- Claessens S., Ratnovski L., *What is Shadow Banking?*, IMF Working Paper No. 14/25, 2015 February.

- Cobas M.G., Mote L.R., Wilcox J.A., *A History of the Future of Banking: Predictions and Outcomes*, November 16, 2001.
- Cox C., *Testimony Concerning Turmoil in U.S. Credit Markets: Recent Actions Regarding Government Sponsored Entities*, Investment Banks and Other Financial Institutions, Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, September 23, 2008.
- Curry E.A., Fung J.G., Harper I.R., *Multinational banking: historical, empirical and case perspectives* [w:] *Handbook of International Banking*, red. A.W. Mullineux, V. Murinde, Edward Elgar, Northampton–Cheltenham 2003.
- Dembiński P., *Finanse po zawale*, Studio Emka, Warszawa 2011.
- Demichelis A., *Overcoming the Financial Crisis in the United States*, Economics Department Working Paper OECD No. 669, 2009.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Gaber P., *An Essay on the revised Breton Woods System*, NBER Working Papers No. 9971, 2003.
- Doyle N., Hermans L., Molitor P., Weistroffer C., *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector*, ECB Occasional Paper No. 174, 2016.
- Eichengreen B., *Ten questions about the subprime crisis*, Banque de France Financial Stability Review – Special Issue on Liquidity No. 11, 2008.
- Eliot D.J., *Key Issues On European Banking Union Trade-Offs And Some Recommendations*, Global Economy & Development Brooking Working Paper No. 52, 2012.
- „EU Shadow Banking Monitor” 2016, No. 1, July.
- „EU Shadow Banking Monitor” 2017, No. 2, May.
- Evans T., *Financialisation and the financial and economic crises: The case of the USA*, FESSUD Studies in Financial Systems, No. 32, Leeds 2015.
- Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation Recommendations of the Financial Stability Board*, 2011.
- Gorton G., Metrick A., 2011. *Regulating the Shadow Banking System*, „Brookings Papers on Economic Activity” 2011, s. 261-12.
- Gorton G., Metrick A., *Securitized Banking and the Run on Repo*, „Journal of Financial Economics” 2012, No. 104.
- Goyal R. in., *A Banking Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note, February 2013.
- Gramlich E.M., *Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 2007, Fourth Quarter.
- Grillet-Aubert i in., *Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe*, ESRB Occasional Paper No. 10, 2016.
- Heffernan S., *Nowoczesna bankowość*, WN PWN, Warszawa 2007.
- Hein E., *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and its crisis*, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton 2012.
- Janc A., Marszałek P., *Effects of internationalization, privatisation and demutualization of the financial sector on supply of finance and stability*, FESSUD Working Paper Series No. 119, 2015.

- Jorgenson D.W., Stiroh K.J., *Information Technology and Growth*, „American Economic Review” 1999, Vol. 89, No. 2.
- Jurek M., *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Wydawnictwo UEP, Poznań 2011.
- Kowalski T., *Globalization and Transformation in Central European Countries: the Case of Poland*, Poznań University of Economics Press, Poznań 2013.
- Krippner G., *The Financialization of the American Economy*, „Socio-Economic Review” 2005, Vol. 3, No. 2.
- Lewis M.K., Davis K.T., *Domestic and International Banking*, Philip Alan, Hemel Hempstead 1987.
- Marszałek P., *Disintermediation of Banks – Causes and Consequences*, „Finanse Publiczne, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu” 2016, nr 451.
- McCulley P., *Teton Reflections*, PIMCO Global Central Bank Focus, 2007.
- Mehrling P., Pozsar Z., Sweeney J., Neilson D., *Bagehot was a shadow banker: shadow banking, central banking, and the future of global finance* [w:] *Shadow Banking Within and Across Borders*, red. S. Classens, D. Evanoff, G. Kaufman, L. Laeven, World Scientific Publishing Company, 2013.
- Merton R.C., *A Functional Perspective of Financial Intermediation*, „Financial Management” 1995, t. 24(2).
- Merton R.C., *Operation and Regulation in Financial Intermediation: A Functional Perspective* [w:] *Operation and Regulation of Financial Markets*, red. P. Englund, Ekonomiska rådet, Stockholm 1993.
- Mihm C., Roubini N., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Books, London 2011.
- Noeth B.J., Sengupta R., *Is shadow banking really banking?*, „The Regional Economist” 2011, October.
- Orhangazi O., *Financial deregulation and the 2007–08 US financial crisis*, FESSUD Working Paper Series No. 49, 2014.
- Padoa-Schioppa T., *Bank Competition: A Changing Paradigm*, „European Finance Review” 2001, nr 5.
- Palley T., *From Financial crisis to stagnation*, Cambridge University Press, New York 2012.
- Pozsar Z., *The Rise and Fall of the Shadow Banking System*, 2008, www.economy.com/sbs.
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H., *Shadow banking, Staff Report*, „Federal Reserve Bank of New York” 2010, No. 458.
- Rybczyński T., *Ewolucja systemu finansowego. Giełdowe bitwy i keiretsu*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 36.
- Sawyer M., *Bank based vs market based financial system: a critique of the dichotomy*, FESSUD Working Papers No. 19, 2013.
- Schwab K., *The Fourth Industrial Revolution*, Penguin, London 2016.
- Signorelli A., *Speculations on Postcapitalism: How digitalization is disrupting everything we know about modern civilization*, CreateSpace Independent Publishing Platform, 2017.

- Singh M., *Collateral, Netting and Systemic Risk in OTC Derivatives Market*, IMF Working Paper 10/99, Washington 2010.
- Sławiński A., *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego* [w:] *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, red. J. Osiński, S. Sztaba, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
- Solarz J.K., *Równoległa bankowość relacyjna* [w:] *Współczesna bankowość detaliczna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Towards macro-financial models with realistic characterisations of financial instability*, Special Feature in Financial Stability Review, December, 2010.
- Trichet J.C., *World-wide tendencies in financial system*, „Deutsche Bundesbank Auszüge aus Presseartikeln” 2000, No. 49, Oktober.
- Wachter S., Pavlov A., Pozsar Z., *Subprime Lending and Real Estate Market*, Institute for Law and Economics Research Paper No. 08-35, August 2008.
- Wojtyna A., *Czy tradycyjna ekonomia pozwala zrozumieć nową gospodarkę?* [w:] *Czy ekonomia nadąża z wyjaśnieniem rzeczywistości?*, *Materiały VII Kongresu Ekonomistów Polskich*, t. I, red. A. Wojtyna, PTE, Warszawa 2001.
- Woodford M., *Globalization and Monetary Control*, NBER Working Papers No. 13329, 2007.
- Zielona Księga. Równoległy system bankowy*, COM(2012) 102 final.

Akty prawne

- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (tzw. MIFID II).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR).
- Komunikat Komisji do Rady i Parlamentu Europejskiego: *Równoległy system bankowy – przeciwdziałanie nowym źródłom ryzyka w sektorze bankowym*, 2013.