

Waszkiewicz, Aneta

Working Paper

Shadow banking we wspolczesnym systemie finansowym

Institute of Economic Research Working Papers, No. 143/2015

Provided in Cooperation with:

Institute of Economic Research (IER), Toruń (Poland)

Suggested Citation: Waszkiewicz, Aneta (2015) : Shadow banking we wspolczesnym systemie finansowym, Institute of Economic Research Working Papers, No. 143/2015, Institute of Economic Research (IER), Toruń

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/219759>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>



Institute of Economic Research Working Papers

No. 143/2015

Shadow banking we współczesnym systemie finansowym

Aneta Waszkiewicz

The paper submitted to

**8th INTERNATIONAL CONFERENCE ON APPLIED ECONOMICS
CONTEMPORARY ISSUES IN ECONOMY
under the title
MARKET OR GOVERNMENT?**

Institute of Economic Research and Polish Economic Society Branch in Toruń

18-19 June 18-19, 2015, Toruń, Poland

Toruń, Poland 2015

© Copyright: Creative Commons Attribution 3.0 License

Shadow banking we współczesnym systemie finansowym

JEL Classification: G01, G15; G21;

Keywords: *shadow banking; OFI – Other Financial Institutions, securitization, banks, financial markets*

Abstract: Silne uregulowanie rynków finansowych to nowa idea, która przyświecała uczestnikom rynkom finansowym po kryzysie z 2007 r. Postulowano wzmocnienie nadzoru, ograniczanie wybranych transakcji czy instytucji, wzrost przejrzystości działalności instytucji finansowych, a co za tym idzie ograniczanie ekspozycji na ryzyko. To państwo, i jego instytucje a nie jak dotychczas rynki finansowe, miało stać się głównym stabilizatorem systemów finansowych. Pokryzysowa aktywność regulacyjna była skierowana przede wszystkim w stronę działalności instytucji shadow banking będących poza nadzorem finansowym, a tym samym stanowiące zagrożenie dla stabilności systemu finansowego. Jednakże zarówno sytuacja na rynkach finansowych jak i nowe pogłębione analizy zjawiska nakazywały rewizję wcześniejszych założeń, wskazując na możliwe, a nawet konieczne z punktu widzenia państwa, wykorzystanie instytucji i mechanizmów shadow banking do wspierania sfery realnej. Analiza badawcza zatem opiera się na poszukiwaniu miejsca shadow bankingu we współczesnym systemie finansowym, a tym samym próby odpowiedzi na pytania czy shadow banking stanowi konkurencję dla rozwoju sektora bankowego, czy może jest wobec niego komplementarny, albo też usługi shadow bankingu stanowią lub będą w przyszłości stanowić substytut usług bankowych? Analizie poddano zarówno amerykański jak i europejski rynek finansowy. Za tezę przyjęto stwierdzenie, że shadow banking stanowi nierozzerwalną i integralną część nowoczesnego systemu finansowego, i co istotne silnie powiązana z tradycyjnym sektorem bankowym. Stąd też zmiany regulacyjne powinny raczej służyć wspieraniu tego sektora jako alternatywnego źródła finansowania sfery realnej, zaś szczególnym nadzorem należy poddać powiązania między sektorem bankowym i shadow banking.

Wprowadzenie

Shadow banking¹ jako pojęcie jest stosunkowo nowe na rynkach finansowych, jednakże mechanizmy jak i instytucje tego systemu znane są na rynku od dawna. Warto przy tym zauważyć, że chociaż shadow banking był początkowo traktowany jako odrębny od sektora bankowego, pozostający poza kontrolą system, to jako przyczyny jego rozwoju wskazuje się określone zmiany regulacyjne i rynkowe właśnie w sektorze bankowym. Od momentu kryzysu 2007 r. właśnie ze względu na brak nadzoru finansowego, a jednocześnie ze względu na powiązania z sektorem bankowym shadow banking stał się ważnym podmiotem badań i analiz banków centralnych jak i organizacji międzynarodowych. Zmieniło się też postrzeganie tego systemu, od zagrażającego stabilności finansowej do koniecznego i wymagającego wsparcia regulacyjnego elementu systemu finansowego.

Analiza badawcza w niniejszym opracowaniu opiera się zatem na poszukiwaniu miejsca shadow bankingu we współczesnym systemie finansowym, a tym samym próby odpowiedzi na pytania czy shadow banking stanowi konkurencję dla rozwoju sektora bankowego, czy może jest wobec niego komplementarny, albo też usługi shadow bankingu stanowią lub będą w przyszłości stanowić substytut usług bankowych? Za tezę przyjęto stwierdzenie, że shadow banking stanowi nierozzerwalną i integralną część nowoczesnego systemu finansowego i co istotne silnie powiązaną z tradycyjnym sektorem bankowym. Stąd też zmiany regulacyjne powinny raczej służyć wspieraniu tego sektora jako alternatywnego źródła finansowania sfery realnej, zaś szczególnym nadzorem w przyszłości należy poddać powiązania między sektorem bankowym i shadow banking, co jest szczególnie istotne w środowisku dynamicznego rozwoju nowych technologii teleinformatycznych.

W celu wykazania tezy za obszar badawczy przyjęto amerykański i europejski (strefa euro) rynek finansowy, w tym sektor bankowy i shadow banking. Analiza porównawcza prowadzona była w

¹ W niniejszym opracowaniu stosuje się pojęcie shadow banking, bowiem tłumaczenie polskie jak „bankowość cienia” czy „bankowość w cieniu” nie oddaje charakteru samego systemu, a raczej sugeruje powiązania z „szarą strefą” co jest niewłaściwe. Ponadto termin shadow banking przyjął się w literaturze przedmiotu - polskiej jak i zagranicznej.

latach 2003-2013 i miała na celu przedstawienie istotnych różnic między systemami, ale także służyła wskazaniu możliwych kierunków rozwoju systemu shadow banking. Warto przy tym zaznaczyć, że perspektywy rozwoju shadow bankingu nie do końca są jeszcze zbadane, szczególnie biorąc pod uwagę alternatywne formy finansowania, dlatego też mogą ujawnić się nowe rodzaje ryzyka a co za tym idzie nowe wyzwania, wynikające właśnie z nowych rodzajów działalności shadow banking.

Shadow banking - przegląd literatury

Po raz pierwszy określenie *shadow banking* oficjalnie zostało użyte przez Poul'a McCulleya w 2007 r. (McCulley, 2007) na corocznej konferencji w Jackson Hole w kontekście analizy działań podejmowanych przez Fed na skutek kryzysu na rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych. Pojęcie, oznaczające według McCulleya „alfabetyczną zupę niebankowych podmiotów, instrumentów czy struktur finansowych”² zostało przyjęte zarówno przez ekonomistów (Roubini i Mihm, 2010; Stein 2010) jak i nomenklaturę rynkową i szybko upowszechniło się w literaturze przedmiotu. Miesiąc później od wystąpienia McCulleya określenie shadow banking użył także Bill Gross, że jest to niezrozumiały, nieuregulowany prawnie system, którego należy się wystrzegać (Gross 2007). O ile wskazane wypowiedzi mają charakter publicystyczny i zdecydowanie negatywny, to kolejne badania stanowią już instytucjonalne raporty bądź opracowania naukowe, często wskazujące na korzyści płynące z rozwoju shadow bankingu.

Jeden z pierwszych artykułów szeroko prezentujący zjawisko shadow banking został opublikowany w 2008 r. przez Z. Pozsar'a (Pozsar, 2008), gdzie przedstawił on mapę shadow bankingu³. Ukazywała ona nie tylko instytucje shadow banking, ale przede wszystkim finansowe, czy raczej rozliczeniowe powiązania z tradycyjnym system bankowym. Jednocześnie wskazana mapa ujawniała silne rozdrobnienie instytucji shadow bankingu w stosunku do tradycyjnego sektora bankowego, ale też znaczące jego rozmiary, właśnie w odniesieniu do systemu bankowego USA. W kolejnych swoich publikacjach (Pozsar et al. 2010, 2012), oprócz uzupełnionej analizy pojęcia shadow bankingu i działań pomiotów w tym segmencie, podkreślał on jego istotną rolę w systemie finansowym (pomimo kryzysu finansowego 2007r.), zaznaczając tym samym, że shadow banking w przyszłości może przybrać odmienne od znanych do tej pory formy.

Niewątpliwie wpływ na debatę dotyczącą tak dotychczasowego rozwoju jak i przyszłości shadow bankingu miał kryzys finansowy z 2007 r. Adrian i Shin w 2009 r. analizując przyczyny kryzysu finansowego, wskazywali na zacieranie granic między bankowością równoległą a tradycyjną stąd, zdaniem autorów, rolą regulatora jest nałożenie obowiązku informacyjnego na instytucje shadow banking i budowanie buforu kapitałowego (Adrian, Shin, 2009). Podobne wnioski, choć analiza dotyczyła uwarunkowań rozwoju shadow banking jedynie w USA, formułują także Ferguson i Johnson wykazując, iż winnym kryzysu, czy nadmiernego rozwoju pozabankowych ryzykownych transakcji jest FED, stwarzający możliwości tego rodzaju „ukrytych” aktywności (Ferguson i Johnson 2009). Z kolei Gorton i Metric źródeł ryzyka shadow bankingu doszukiwali się w nadmiernym rozwoju operacji przyrzeczonego odkupu (repo) funduszy rynku pieniężnego MMMF⁴ i sekurytyzacji, i choć nie zwalniało to FED-u od odpowiedzialności za rozwój shadow bankingu, to zdaniem autorów, należy się raczej skupiać na mechanizmach rynkowych i tworzeniu nowych warunków rozwoju, niż na zaniedbaniach politycznych (Gorton i Metric 2010). Nowe warunki rozwoju miały tworzyć właśnie nowe regulacje.

I tak od 2010 r. podejmowane są określone inicjatywy ustawodawcze, zarówno na szczeblu międzynarodowym, jak też w USA i w Europie, mające na celu ochronę rynków i ich uczestników przed destabilizacją w przyszłości. To właśnie nowe regulacje powinny zlikwidować negatywne efekty shadow banking (Adrian i Ashcraft 2012). Odmiennego zdania jest natomiast M. Fein, która dokonując szerokiego przeglądu opracowań związanych z shadow banking wskazuje na

² „The whole alphabet soup of levered up non-bank investment conduits, vehicles, and structures” - McCully nawiązywał w ten sposób do sekurytyzacyjnych instrumentów, które ze względu na długość nazw własnych przyjęły określone skróty jak ABS, MBS, CDO, CMO SCDO, ABCP – co daje wrażenie używania wielu liter alfabetu w różnym zestawieniu i kontekście – niestety niezrozumiałym dla przeciętnego inwestora.

³ Mapa przedstawia instytucje shadow bankingu w USA oraz bankowości tradycyjnej, a także powiązania między tymi segmentami.

⁴ Money-Market Mutual Funds, w literaturze przedmiotu stosuje się też skrót MMF Money-Market Funds.

niezrozumienie przez regulatorów istoty tego systemu. Jej zdaniem wprowadzane regulacje nie ograniczają przyczyny ryzyka, ale stanowią odpowiedź na jego skutki. Fein, także podkreśla, iż traktowanie shadow banking jako oddzielnego systemu jest niewłaściwe, ale też i niecelowe, bowiem ze względu na powiązania z tradycyjnym systemem bankowym, shadow banking stanowi również jego część (Fein 2013).

Warto zauważyć, że obok trendu szeroko analizującego przyczyny rozwoju shadow banking, czy też oceniającego jego skutki dla systemu finansowego, pojawiły się liczne opracowania poświęcone określonym rodzajom lub podmiotom shadow banking. Niewątpliwie najwięcej prac dotyczy sekurytyzacji (Z. Pozsar (2008); Z. Pozsar (et al., 2010); Acharya, P. Schnabl (2012)), ale też działalności funduszy rynku pieniężnego czy transakcji repo. Warto przy tym zaznaczyć, że zarówno sekurytyzacja jak i funkcjonowanie funduszy rynku pieniężnego były przedmiotem badań przed kryzysem, i nawet jeżeli wskazywano na ryzyko związane z tymi rodzajami działalności, to jednak bez kontekstu zagrożenia systemowego, czy umiejscowienia jako shadow banking. Zmianę w postrzeganiu procesu sekurytyzacji, wykorzystania transakcji repo, czy działalności funduszy rynku pieniężnego przyniósł właśnie kryzys finansowy, ujawniając tym samym słabości nadzoru finansowego, ale też mechanizmów rynkowych. I właśnie w związku z tą zmianą postrzegania roli shadow banking i jego instytucji we współczesnym systemie finansowym, jak też ze względu na coraz liczniejsze opracowania podejmujące się oceny zjawiska, wyodrębnia się cztery określone nurty prac poświęcone shadow banking. Są to (Claessens et.al. 2012, s.5):

1. Prace wykazujące, że przyczyną rozwoju shadow banking było poszukiwanie przez banki, ale też inne instytucje, bezpiecznych, płynnych i zyskowych inwestycji, a rozwiązania wykreowane w ramach shadow banking właśnie to umożliwiały. Do tego nurtu zaliczono prace Greenwood, Hanson, i Stein (2012), Pozsar (2011) oraz Gorton'a, Lewellen'a, i Metrick'a (2012).
2. Prace analizujące wzrost ryzyka wynikającego z rozwoju shadow banking. W artykułach badaniami obejmowano działania funduszy rynku pieniężnego, transakcje repo, oraz stosowanie wysokiej dźwigni przy niskich wartościach kapitału przez niebankowe instytucje finansowe. Do tego nurtu zaliczono publikacje następujących autorów Gennaioli, Shleifer, Vishny (2012) Geanakoplos (2010); Gorton and Metrick (2012); Martin, Skeie, i von Thadden (2012); Ricks (2012) oraz Stein (2012).
3. Prace badające rozwój procesu sekurytyzacji i związane z tym ryzyko systemowe – wśród autorów wymienić należy Pozsar (2008); Pozsar (et al.) (2010); Stein (2010); Gorton and Metrick (2012); Adrian i Shin (2009); oraz Shin (2009); Acharya, Schnabl (2012).
4. Prace analizujące znacznie shadow banków dla system finansowego, są to prace Singh and Aitken (2010) and Singh (2011); Singh and Stella (2012) Tuckman, 2010 oraz Perotti (2012).

Warto zauważyć, że wskazane prace stanowią podstawę badań prowadzonych już w kolejnych latach przez instytucje finansowe, czy ośrodki naukowe. Wynika z nich duża złożoność samego systemu shadow banking, w ramach którego wymienia się znaczącą liczbę instytucji, a co za tym idzie także transakcji, ale też wieloaspektowość omawianej problematyki. Shadow banking może być zatem przedmiotem analiz prawnych, ekonomicznych, systemowych, instytucjonalnych, czy samych transakcji, a przy tym co ważne, oceny są odmienne nawet w tak istotnej kwestii jak wpływ na stabilność finansową, czy na sferę realną. Kwestie problematycznego, różnorodnego ujęcia zjawiska shadow banking potwierdza opracowanie MFW opublikowane w 2014 r. gdzie przy próbie jedynie zdefiniowania shadow banking oparto się na trzynastu publikacjach o istotnym znaczeniu dla tego obszaru badawczego, podkreślając przy tym odmienną w ujęciu tylko samego terminu (MFW 2014, s.91).

Do najważniejszych, czy też najszerzej wykorzystywanych opracowań należy zaliczyć te przygotowywane przez Radę Stabilności Finansowej – *Financial Stability Board* -FSB, Komisję Europejską oraz Europejski Bank Centralny – EBC. W ramach konsultacji o charakterze międzynarodowym podmioty te opracowują od 2011 r. definicję shadow banking, sposób pomiaru, a także zakres uregulowania działalności (FSB, 2011; KE, 2012; ECB 2012, 2013).

Jeżeli chodzi o opracowania na polskim rynku to należy zauważyć, że w Polsce zjawisko shadow banking jest traktowane z pewnym dystansem, jako ten element systemu finansowego, który w naszym kraju nie występuje, albo jest marginalny. Zatem omawiana problematyka pojawia się w

nielicznych artykułach naukowych (Masiukiewicz, P. Łask, S. Kasiewicz, L. Kurkliński, A. Waszkiewicz), bądź też jako podrozdział szerszego opracowania (W. Małecki). Warto tu podkreślić, że choć między wskazanymi autorami istnieje zbieżność co do istotnej roli jaką odgrywa shadow banking w systemie finansowym, to pojawiają się określone różnice chociażby w obszarze uregulowania rynku, a co za tym idzie perspektyw rozwoju.. Łask postrzega shadow banking przede wszystkim jako przyczynę kryzysu, zatem wszelkie działania mające na celu silne uregulowanie i ograniczanie tego segmentu uważa za celowe (Łask, 2012, s. 104-136) Z kolei Masiukiewicz skupiając się głównie na polskim rynku wykazuje konieczność uregulowania shadow banking, choć zaznacza, że jest to zadanie niezwykle trudne, a co więcej ze względu na silne zróżnicowanie rodzajów instytucji, wprowadzenie jednolitych regulacji dla wszystkich byłoby nieuzasadnione. Warto także podkreślić, że autor zwraca tu uwagę na fakt, iż rozdrobnienie instytucji shadow banking nie musi służyć rozwodnieniu ryzyka, ale że małe instytucje mogą być także zagrożeniem dla stabilności finansowej (Masiukiewicz, 2012, s.5-22). Kwestie stabilności finansowej w kontekście shadow banking, ale też w obszarze polskich uwarunkowań prawnych i rynkowych, podejmuje S. Kasiewicz i L. Kurkliński. Autorzy przede wszystkim dokonują analizy i oceny działań podjętych przez FSB w celu przygotowania narzędzi monitorowania i kontroli instytucji shadow banking. Wskazują też, co jest odmienne od innych opracowań, że regulatorzy powinni także skupić uwagę na zmianie przepisów prawa nie tylko obejmujących pozabankowe instytucje, ale przede wszystkim te dotyczące samego sektora bankowego. Bowiem to regulacje prawne obejmujące sektor bankowy zbyt rygorystyczne, czy też zbyt liberalne stanowią jedną z istotnych przyczyn kryzysów (Kasiewicz i Kurkliński, 2013, s.1-12).

Ważną pozycją kompleksowo ujmującą problematykę shadow banking, w tym także na rynku polskim jest zbiór wykładów przygotowany przez J.K. Solarza. Istotnym wkładem tego opracowania jest zdefiniowanie shadow banking jako bankowości równoległej, a przy tym jako finansowej innowacji systemowej. Systemowość bankowości równoległej, według Solarza, należy postrzegać wielorako. Po pierwsze jako infrastrukturę rozliczeń i rozrachunków. Po drugie jako utratę przez banki centralne monopolu na emisję pieniądza. Po trzecie zdaniem autora nowy model biznesu bankowego doprowadził do wykształcenia nowego systemu bankowego obejmującego także instytucje bankowości równoległej. I po czwarte i jak się wydaje chyba najważniejsze, na skutek liberalizacji i deregulacji powstały Globalne Instytucje Finansowe, które należą do bankowości równoległej, a przy tym ze względu na to, iż są ważne systemowo nie mogą upaść (Solarz, 2014).

Podsumowując przegląd literatury należy zaznaczyć, że złożoność systemu shadow banking utrudnia wypracowanie jednolitego nurtu w samej ocenie zjawiska, niemniej jednak podejmowane prace zaznaczają jego istotną rolę w systemie finansowym i coraz częściej także ważne znaczenie dla sfery realnej. Wielu autorów wskazuje na konieczność ograniczenia tej roli poprzez nowe regulacje prawne mające na celu wzrost bezpieczeństwa i stabilności na rynkach finansowych. Inni z kolei podkreślają konieczną zmianę w podejściu do shadow banking ukierunkowaną na zdefiniowanie tego zjawiska jako równoległą bankowość, a co za tym idzie wymagającą wsparcia i dalszego rozwoju, szczególnie w kontekście wspierania sektora niefinansowego.

Metodologia badawcza

W niniejszym opracowaniu jako metodę badawczą przyjęto analizę literatury przedmiotu oraz wykorzystano metody analityczne oparte na wtórnych danych statystycznych. Należy jednak podkreślić, że analiza zjawiska shadow banking jest utrudniona właśnie ze względu na jego istotę. Jak już wykazano podmioty, transakcje shadow banking działały poza nadzorem, a co za tym idzie nie musiały spełniać wymogów informacyjnych. Oznacza to, na co zresztą wskazują organizacje międzynarodowe i banki centralne, że dane statystyczne są niedoszacowane, a czasami nawet niedostępne. Ponadto wciąż nie zostało wypracowane jednolite stanowisko co do podmiotów zaliczanych do systemu shadow banking, a tym samym miar wskazujących na jego rozwój. Do tego w oficjalnych statystykach EBC oraz FSB nie są brane pod uwagę internetowe platformy pożyczkowe, a które z racji swojej funkcji także należy zaliczyć do shadow banking. Trzeba także podkreślić, iż o ile dane statystyczne a także mierniki shadow banking w ramach jednej jurysdykcji są spójne, to już w ujęciu międzynarodowym czy globalnym szacunki dotyczące chociażby rozmiarów shadow

bankingu są jedynie przybliżone, a czasem nawet nieporównywalne, co wynika z różnorodności przyjętych definicji samego zjawiska w danym kraju.

Niniejsze opracowanie skupia się na analizie dwóch obszarów badawczych tj. USA oraz strefy euro. Dobór obszarów nie jest przypadkowy. Po pierwsze instytucje czy mechanizmy shadow bankingu narodziły się i dynamicznie rozwijały przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych. Ponadto ze względu na rozmiary systemu shadow bankingu w USA, tę innowację rynków finansowych wskazywano jako główną przyczynę kryzysu 2007r., co wyznaczało kierunek przyszłych reform systemu finansowego. Z kolei w Europie, a przede wszystkim w strefie euro, choć shadow banking jest znacznie mniejszy niż w USA, to obecnie podejmowane są próby wykorzystania jego mechanizmów jako rozwiązania na sytuację kryzysową, nie tylko w systemie finansowym, ale także w strefie realnej. Dodatkowo interesującym wydaje się zestawienie jednolitego w swych założeniach systemu shadow banking dla różnorodnych modeli systemu finansowego jaki reprezentują USA i strefa euro. Takie też zestawienie silnie rozwiniętego i dynamicznie rozwijającego się shadow banking, przy odmiennych celach jego wykorzystywania pozwoli odpowiedzieć na pytania o jego komplementarność, czy też substytucyjność w stosunku do tradycyjnego sektora bankowego, a co za tym idzie kształtu przyszłego systemu finansowego.

Oprócz analizy literatury, przeprowadzono badania dotyczące rozmiarów sektora bankowego i shadow banking w oparciu o dane statystyczne Międzynarodowe Funduszu Walutowego, dokonano analizy porównawczej na podstawie danych statystycznych pochodzących ze sprawozdań finansowych Europejskiego Banku Centralnego oraz Flow of Funds amerykańskiego FED. Istotne dla zobrazowania wzajemnych relacji między shadow banking a sektorem bankowym w obu obszarach były dane pochodzące z analiz FSB. Na szczególną uwagę natomiast zasługuje analiza internetowych platform finansowych, które nie są ujmowane w statystykach wskazanych instytucji finansowych, ale które z racji swoich funkcji zaliczane są do systemu shadow banking. W odróżnieniu od niektórych segmentów shadow bankingu działających w tradycyjnym systemie komunikacji, platformy te prezentują szczegółowe dane finansowe, będące również przedmiotem analiz w niniejszym opracowaniu.

Shadow banking – definicja

Pojęcie shadow banking, początkowo łączono z procesem sekurytyzacji i kryzysem subprime, jednakże od 2007 r. w literaturze przedmiotu przedstawiono różnorodne ujęcia tego zjawiska.

I tak shadow banking definiuje się od wskazania samych instytucji, działania tych instytucji i wykorzystywanych instrumentów wynikających z realizacji tych działań. Należy przy tym zaznaczyć, że określenie podmiotów w definicjach shadow banking może być szerokie tzn. wskazuje się tutaj na wszystkie podmioty finansowe realizujące czynności bankowe (aktywne i/lub, pasywne i/lub pośredniczące), ale nie będące bankami (OFI *other financial intermediaries* (ECB 2012) lub NBF *Non-Bank Financial Intermediaries* (FSB 2011), lub też wymienia się konkretne podmioty jak fundusze rynku pieniężnego, wehikuly inwestycyjne, czy banki hipoteczne. Podobnie, jeżeli chodzi o określanie zakresu działań realizowanych przez wskazane instytucje. Zalicza się do nich transformację terminów, transformację płynności, kredytów i/lub konkretne mechanizmy jak sekurytyzację, transakcje repo lub stosowanie dźwigni.

Tabela 1. Definicja shadow banking

Działania	Podmioty	Podmioty i działania	Instrumenty
transformacja terminów, transformacja kredytowa	OFI – <i>Other Financial Intermediaries</i>	jednostki lub działalności pozostające poza regulowanym systemem bankowym	niezabezpieczone papiery dłużne przedsiębiorstw
transformacja płynności	NBFI – <i>Nonbank Financial Intermediaries</i>	dostarczanie usług finansowych i produktów przez podmioty nieuregulowane i rynki finansowe	papiery dłużne przedsiębiorstw zabezpieczone aktywami
stosowanie dźwigni sekurytyzacja pożyczki papierów wartościowych operacje warunkowego	SPV, ABCP – wehikuly inwestycyjne lub sekurytyzacyjne, fundusze hedgingowe,		obligacje długoterminowe ze zmiennym oprocentowaniem

zakupu repo	fundusze rynku pieniężnego, firmy pożyczkowe GSE (<i>government sponsored enterpirsed</i>), banki inwestycyjne banki hipoteczne.		instrumenty pochodne innowacje finansowe
-------------	--	--	---

Źródło: opracowanie własne.

Analizując dane z powyższej tabeli należy przede wszystkim podkreślić, iż wskazane działania były i są realizowane przez banki, zatem uznanie transformacji terminów czy transformacji płynności jako obszaru shadow banking wynika nie tyle z formy podmiotowej, ale zakresu nadzoru finansowego. I właśnie za podstawową cechę shadow banking podaje się ograniczony zakres regulacji lub ich brak, ograniczony zakres lub brak nadzoru, brak gwarancji ze strony rządu czy banku centralnego oraz brak wymogu informacyjnego, co czyni ten system „zacienionym”. To poszukiwanie przez instytucje finansowe możliwości łagodzenia, czy nawet obchodzenia istniejących wymogów prawnych w celu maksymalizacji zysków zostało określone jako arbitraż prawny i uznany za podstawową determinantę rozwoju shadow banking (Claessens et al., 2012, s. 5). Cechę tę podkreśla także najbardziej powszechna definicja shadow banking zaproponowana przez FSB, która mówi, że równoległy system bankowy, to system pośrednictwa kredytowego, który obejmuje podmioty i działania poza tradycyjnym (silnie uregulowanym) systemem bankowym (FSB 2011, s.3). Warto jednakże zaznaczyć, że o ile mniej restrykcyjne regulacje prawne shadow banking w stosunku do sektora bankowego są jego bezsporną cechą, o tyle gwarancje publiczne są już uzależnione od rozmiarów danego podmiotu shadow banking (wielkość aktywów), jego wpływu na system finansowy, czy też regulacji prawnych danego kraju. Przykładem mogą tu być amerykańskie podmioty GSE –Government Sponsored Enterprise jak Fannie May - *Federal National Mortgage Association FNMA*, czy Freddie Mac *Federal Home Loan Mortgage Corporation FHLMC* - które otrzymały publiczne wsparcie finansowe i gwarancje rządowe.

Analizując definicję shadow banking, warto także podkreślić, że istotne znaczenie dla jej kształtu ma kontekst geograficzny. Odmienne podejście i rozumienie shadow banking wskazywane jest dla gospodarek rozwiniętych i rozwijających się. I tak w gospodarkach rozwiniętych shadow banking definiuje się jako system pośrednictwa kredytowego zbudowany w oparciu o wielopoziomowy łańcuch „ukrytych” transakcji między ostatecznym kredytodawcą a kredytobiorcą. Z kolei w gospodarkach rozwijających się łańcuch „ukrytych” transakcji między ostatecznym kredytodawcą a kredytobiorcą jest ograniczony lub nie występuje (MFW, 2014). Wynika to przede wszystkim z rozwoju określonego rynku finansowego, ale też wykorzystania wybranych mechanizmów na danym rynku. Przykładem może być rynek polski, gdzie tak ze względu na regulacje prawne, jak też potrzeby samego systemu finansowego – głównie sektora bankowego transakcje sekurytyzacyjne są ograniczone, a te realizowane są o znacznie mniejszym poziomie skomplikowania i zaangażowania podmiotowego niż w przypadku USA, czy nawet rynku holenderskiego.

Zupełnie odmienna od dotychczasowego trendu jest definicja przedstawiona w październiku 2014 r. przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, bowiem podkreśla się tu, że ani podmiot, ani rodzaj gospodarki, czy nawet sposób nadzoru i zakres regulacji nie są istotne przy wskazaniu instytucji shadow banking (MFW 2014, s.68-69; 91-92.). Podstawową cechą determinującą zaliczenie pomiotu do systemu shadow banking jest dominujący w danej instytucji sposób finansowania. Shadow banking według powyższej definicji oparty jest zatem na finansowaniu przez nietradycyjny system zobowiązań (nie depozyty, ani kapitały własne), czego przykładem może być sekurytyzacja, ale nie ma tu znaczenia czy będzie ona przeprowadzona przez bank czy SPV (*special purpose vehicle*). Jeżeli bank, czy fundusz inwestycyjny finansuje się w znaczącej mierze poprzez emisje krótkoterminowych papierów dłużnych lub poprzez wysokie lewarowanie wówczas także powinien być zaliczany do systemu shadow banking. Zatem z powyższego wynika, że specjalnym nadzorem należy objąć nie tyle

same instytucje, co źródła finansowania działalności i powiązania między bankowymi i niebankowymi pośrednikami finansowymi.

Podsumowując powyższe rozważania dotyczące definicji shadow banking, należy zauważyć że już sama analiza pojęcia wskazuje bardziej na powiązanie niż oderwanie z tradycyjnym systemem bankowym, zatem słuszne wydają się być próby wskazania shadow banking jako alternatywnego, czy równoległego systemu bankowego. Instytut Finansów Międzynarodowych podkreśla, że definicja shadow banking powinna się opierać na wskazaniu alternatywnych rozwiązań dla tradycyjnej bankowości, której zadaniem jest przyjmowanie depozytów, rozszerzanie działalności kredytowej i prowadzenie rozliczeń (systemu płatności) (MFW, 2013). Shadow banking właśnie spełnia te funkcje poprzez niebankowe podmioty pośrednictwa finansowego, co jest charakterystyczne dla nowoczesnego systemu finansowego. Problemem jest jednak, co ujawnił ostatni kryzys finansowy, że ścisłe i nieregulowane powiązanie tradycyjnej bankowości i shadow banking może stwarzać poważne ryzyko systemowe, stąd kroki podejmowane przez FSB i inne organizacje czy instytucje nadzorcze, w celu unormowania działalności shadow banking należy uznać za celowe. Należy więc stwierdzić, że w nowoczesnym systemie finansowym występują równorzędne i powiązane ze sobą składowe tj. sektory bankowych i niebankowych pośredników finansowych, zaś przyczyną kryzysu był nie sam rozwój shadow banking, ale znaczące zaangażowanie instytucji bankowych w działania poza tradycyjnym systemem depozytywo-kredytowym, przy braku odpowiedniego nadzoru nad ryzykiem związanym z tego rodzaju zaangażowaniem.

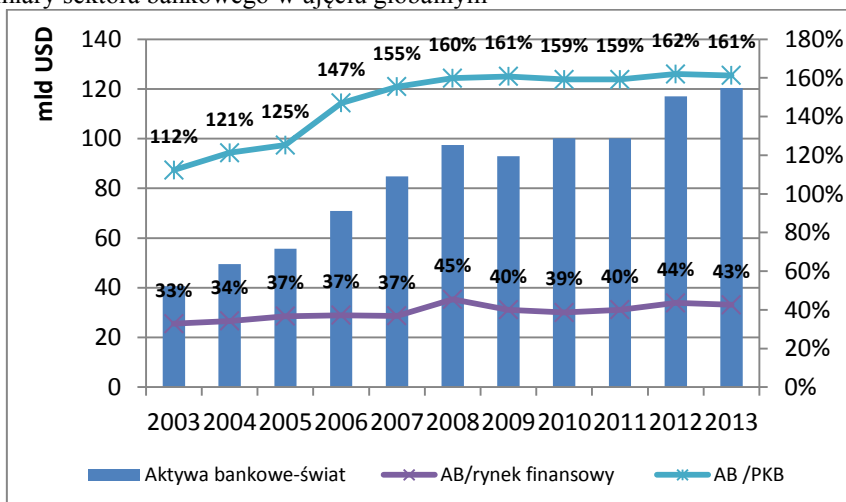
Sektor bankowy

Rozmiary sektora finansowego tak w ujęciu globalnym jak i poszczególnych gospodarek od lat 90. XX w. systematycznie rosły. Rosła też rola banków w systemie finansowym. I choć w 1963 r. *The Economist* przewidywał rychły schyłek branży bankowej (*The Economist*, 2013), to zmiany zachodzące tak w otoczeniu samych banków jak też trendy globalne (liberalizacja, deregulacja, postęp technologiczny) sprawiły, iż rola sektora bankowego we współczesnym systemie finansowym jest niepodważalna.

To co należy podkreślić, to fakt, że globalnie aktywa sektora bankowego stale rosły przy czym szczególnie wysoką dynamikę obserwuje się od początku XXI w. W 2003 r. globalne aktywa bankowe wynosiły ponad 40 bln USD i wartość ta stanowiła 33% światowego rynku finansowego⁵. Warto również podkreślić, iż stosunek globalnych aktywów bankowych do PKB wynosił wówczas 112%. Od tego momentu zjawisko alienacji rynków finansowych zaczyna znacząco przybierać na sile i tak globalne aktywa bankowe w 2008 r. stanowią już 45% światowego systemu finansowego, zaś ich stosunek do PKB wynosi 160%. Warto także zauważyć, że pomimo kryzysu relacje te nie ulegają istotnym zmianom (wykres 1). Zatem biorąc pod uwagę udział aktywów bankowych w rynku finansowym należy stwierdzić, iż znaczenie sektora bankowego w ujęciu globalnym systematycznie rosło kosztem innych składowych jak rynki giełdowe i rynki obligacji, chociaż rola sektora bankowego w różnych regionach czy krajach jest odmienna.

⁵ Globalny rynek finansowy należy tu rozumieć jako rynek akcji (kapitalizacje), rynek długu (obligacje korporacyjne i skarbowe) oraz aktywa bankowe. Dane i składowe elementy wyodrębniane za MFW.

Wykres 1. Rozmiary sektora bankowego w ujęciu globalnym



*AB- Aktywa Bankowe w ujęciu globalnym

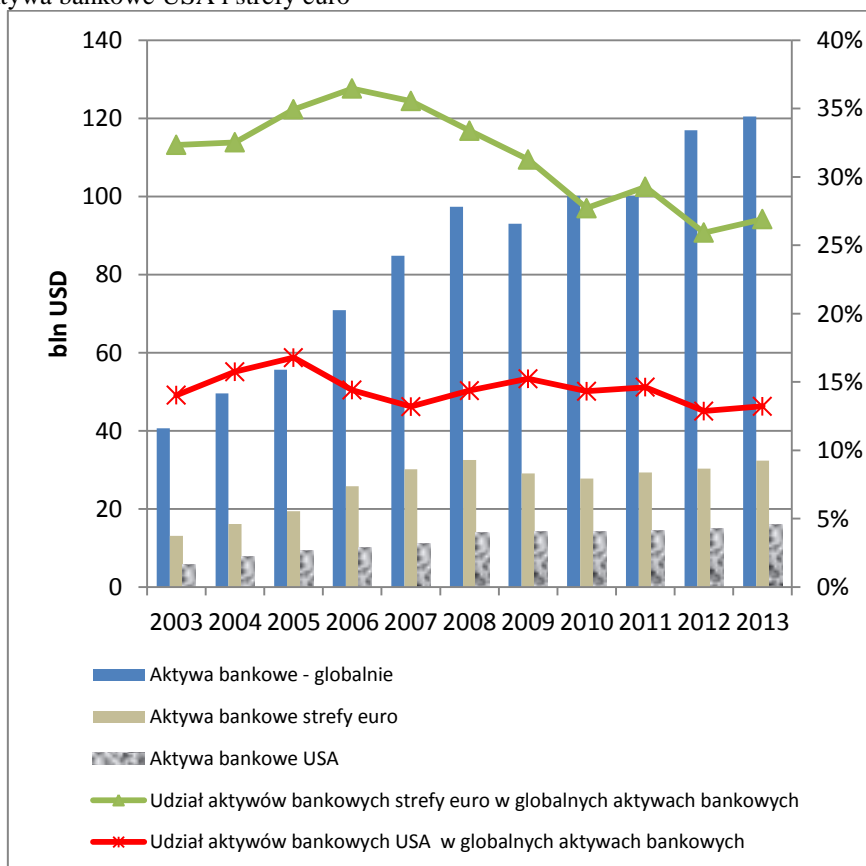
*Rynek finansowy w ujęciu globalnym - rynek akcji (kapitalizacja), rynek długu (obligacje korporacyjne i skarbowe) oraz aktywa bankowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Global Financial Stability Report, IMF, (2002-2014).

Europejski rynek bankowy ze względu na udział aktywów sektora bankowego w na rynku finansowym jest największym (najważniejszym rynkiem świata). Aktywa sektora bankowego strefy euro w globalnych aktywach bankowych stanowiły w 2006 r. 36%, w 2010 r. na skutek kryzysu finansowego i likwidacji banków było to 29%, zaś w 2013r. sektor bankowy strefy euro stanowił 27% globalnych aktywów bankowych.

Amerykański sektor bankowy jest znacznie mniejszy i stanowi odpowiednio w 2006 r. 14% globalnych aktywów bankowych, w 2010 r. także 14% i w 2013 r. -13% (wykres 2).

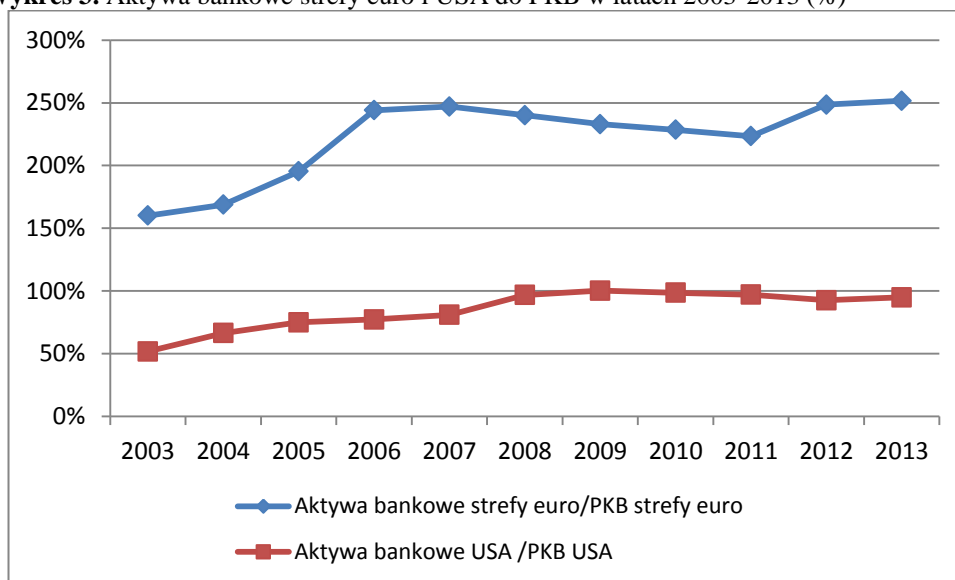
Wykres 2. Aktywa bankowe USA i strefy euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie Global Financial Stability Report IMF (2002-2014).

Znaczący rozmiar sektora bankowego w strefie euro oznacza także znaczący wpływ na sferę realną. I tak aktywa bankowe w strefie euro w ostatnich 5 latach średnio stanowiły 250% PKB⁶, podczas gdy w USA nie przekraczały wartości 100% (wykres 3). Tak wysoka dynamika przyrostu rynków finansowych szczególnie w strefie euro rodzi określone napięcia między sferą realną i finansową, a także pytania dotyczące możliwości finansowania wzrostu gospodarczego. W przypadku sytuacji kryzysowej jaka ma miejsce w strefie euro od 2009 r., i malejącej dynamice kredytowania sektora niefinansowego przez banki, istotne stało się poszukiwanie alternatywnych rozwiązań w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego. I tu, jak się okazało, takiego wsparcia mogą udzielić instytucje i mechanizmy shadow banking.

Wykres 3. Aktywa bankowe strefy euro i USA do PKB w latach 2003-2013 (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Global Financial Stability Report IMF (2002-2014).

Warto przy tym podkreślić, iż liczba banków w obu obszarach badawczych jest zbliżona, chociaż od 2001 r. obserwowany jest trend spadkowy wynikający z konsolidacji sektora, i upadłości banków po kryzysie 2007 r. W 2001 r. liczba banków w USA wynosiła ponad 8000 tys., zaś w 2012 r. o 2000 podmiotów mniej. W strefie euro liczba banków w 2001 r. wynosiła ponad 7000 natomiast w 2012r. było to 6000 (EBC 2013,s. 32).

Biorąc zatem pod uwagę tak udział aktywów bankowych w systemie finansowym, liczbę banków oraz stosunek sektora bankowego do PKB należy stwierdzić, iż europejski system finansowy jest zdominowany przez podmioty bankowe, co oznacza, że finansowanie sfery realnej jest w znacznym stopniu uzależnione od kondycji sektora bankowego. Stąd też w momencie sytuacji kryzysowej i ujawnianych słabości systemu bankowego w strefie euro w latach 2009-2014 istotne, a nawet konieczne okazało się wsparcie tego sektora przez sektor publiczny, w tym wypadku także poprzez programy pomocy finansowej ECB⁷. Amerykański system finansowy z kolei oparty jest na pozyskiwaniu finansowania z rynku kapitałowego i długu, pomimo znacznej liczby banków. Jednakże mając na względzie deregulacje sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych od końca lat

⁶ Należy podkreślić zróżnicowanie między poszczególnymi krajami strefy euro; największy udział sektora bankowego w stosunku do PKB jest na Cyprze, Holandii, Estonii, Francji i Luksemburgu, przy czym wyraźny trend spadkowy zanotowały także jak Belgia, Dania, Irlandia czy Cypr.

⁷ EBC uruchomił od 2009 r. następujące programy wsparcia sektora bankowego *Covered Bond Purchase Programme*, *Securities Market Programme (SMP)*, *Long Term Refinancing Operations (LTRO)*, *Asset Backed Securities Purchase Programme (ABS PP)* *Public Sector Purchase Program (PSPP)* mające na celu złagodzenie warunków finansowania dla instytucji kredytowych i przedsiębiorstw; zachęcenie instytucji kredytowych do podtrzymania, a następnie zwiększania akcji kredytowej oraz zwiększenie rynkowych zasobów płynności w ważnych segmentach rynku niepublicznych dłużnych papierów wartościowych.

90.XXw.należy zauważyć, że tradycyjne banki przejęły rolę instytucji zarządzających aktywami i to banki są głównymi podmiotami tak na rynkach giełdowych jak i OTC.

Wskazane cechy obu sektorów bankowych tj. nadmierny wzrost sektora bankowego w strefie euro i znaczący jego wpływ na sferę realną oraz zaangażowanie amerykańskich banków na rynkach kapitałowych pozwalają stwierdzić, że to sam sektor bankowy, jego potrzeby, ale też ułomności doprowadził do powstania i rozwoju równoległego systemu bankowego- shadow banking.

Rozmiary shadow banking

Wskazane już problemy definicyjne systemu shadow banking rodzą również określone trudności w pomiarze systemu shadow banking. Na podstawie analizy literatury przedmiotu można wyróżnić miary:

- podmiotowe,
- przedmiotowe oraz
- indeksowane.

Do miar podmiotowych zalicza się te, które oparte są na szacunkach przepływów finansowych na rachunkach instytucji zaliczanych do shadow banking tu zdefiniowanych jako pozostałych pośredników finansowych *other financial intermediaries* (OFIs)⁸, obejmujące aktywa finansowe tych podmiotów, albo też wskazujące na ich zobowiązania wynikające z zaangażowania na rynku shadow banking. Taką miarę zastosował Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Yorku, ale też stosuje Europejski Bank Centralny. Z kolei FSB dokonuje pomiaru w oparciu o przepływy finansowe i rachunki sektorowe niebankowych instytucji pośrednictwa finansowego - *nonbank financial intermediaries* (NBFIs), przy czym wyróżnia dwie miary: wąską, nie kwalifikującą działalność funduszy inwestycyjnych i hedgingowych jako shadow banking oraz szeroką, obejmującą wskazane fundusze oraz wszystkie podmioty prowadzące pośrednictwo kredytowe.

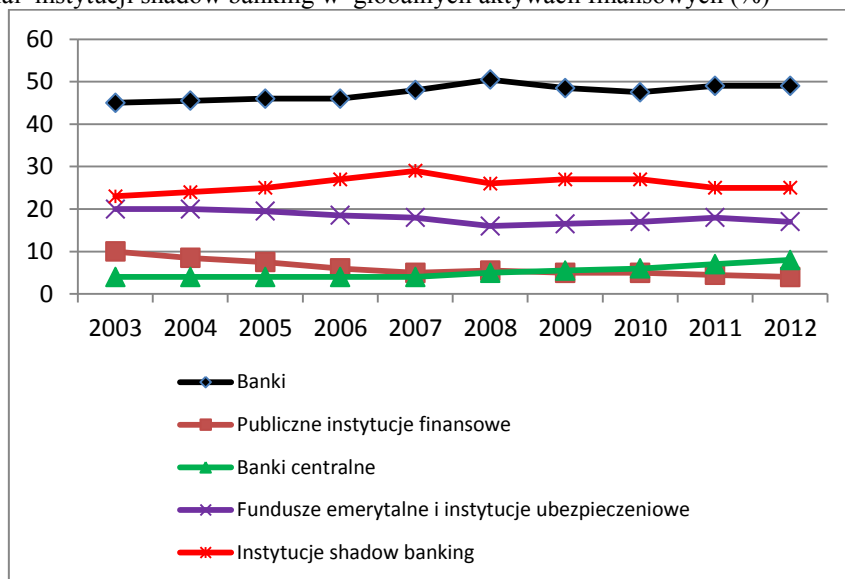
Miarą przedmiotową, czyli niezależną właściwie od rodzaju podmiotu, jest ta proponowana przez MFW i oparta jest na szacowaniu jedynie źródeł finansowania. Podmiotami mogą tu być zarówno banki jak niebankowe instytucje finansowe, fundusze rynku pieniężnego. Istotą bowiem klasyfikowania podmiotów jest właśnie dominujący sposób finansowania, określony jako inny niż tradycyjny dla danej instytucji system przyjmowania wkładów i depozytów(MFW 2014).

Próbie pomiaru shadow banking podjął także Deloitte tworząc własny indeks oparty na wartości rynkowej aktywów wyszczególnionych instytucji, do których zaliczył podmioty związane z procesem sekurytyzacji oraz fundusze rynku pieniężnego, wykluczając natomiast fundusze hedgingowe (Deloitte, 2012). Co ciekawe Deloitte zdefiniował shadow banking jako podmioty nie posiadające wsparcia, ani gwarancji rządowych, stąd też kiedy część z funduszy rynku pieniężnego otrzymało takie wsparcie, wyeliminowano tę składową z indeksu. Po 2009 r. wróciły one do miary. Podobnie zresztą postąpiono w przypadku GSE, wykluczające agencje po otrzymaniu wsparcia finansowego od rządu USA. Zatem nie rodzaj działalności, ale gwarancje wydają się czynnikiem determinującym zaliczenie podmiotu do shadow banking.

Analizując pomiar shadow banking, należy zaznaczyć, że prawdziwy obraz zjawiska pokazują zestawienia tego segmentu z innymi istotnymi miarami jak np. aktywa sektora bankowego czy PKB. Warto jednak zaznaczyć, że abstrahując od metodologii pomiaru, sektor shadow banking wzrastał od początku XXI w., a obecnie stanowi 25% globalnego systemu pośrednictwa kredytowego, przy czym należy podkreślić, iż największy sektor shadow banking występuje w USA.

⁸ Są to niebankowe przedsiębiorstwa finansowe zajmujące się pośrednictwem finansowym oraz podmioty świadczące usługi długoterminowego finansowania. Wskazuje się na przedsiębiorstwa finansowe, zależne lub niezależne od spółki matki zazwyczaj; tzw. conduits czyli pośrednicy w sprzedaży aktywów (single-, multi, hybrid-, repo- conduits) wehikuly inwestycyjne, spółki specjalnego przeznaczenia, fundusze inwestycyjne, fundusze rynku pieniężnego, brokerzy, dealerzy.

Wykres 4. Udział instytucji shadow banking w globalnych aktywach finansowych (%)

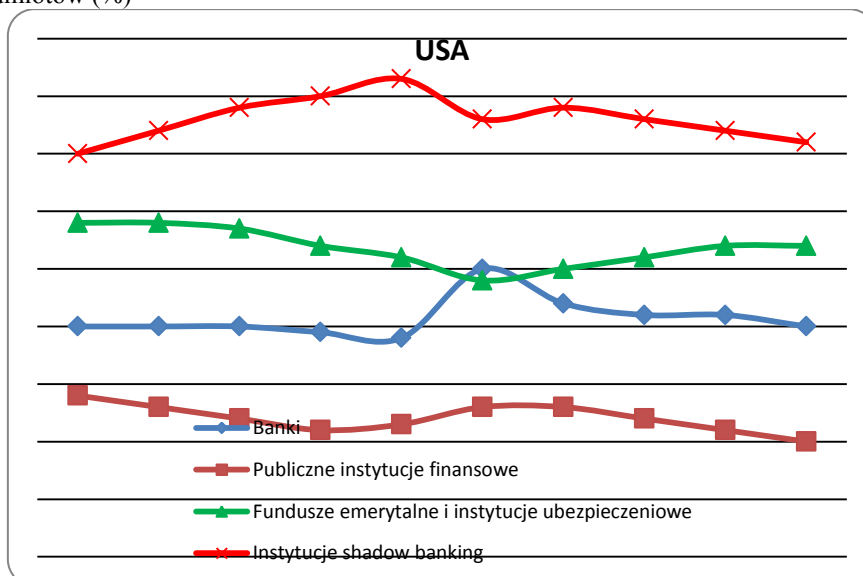


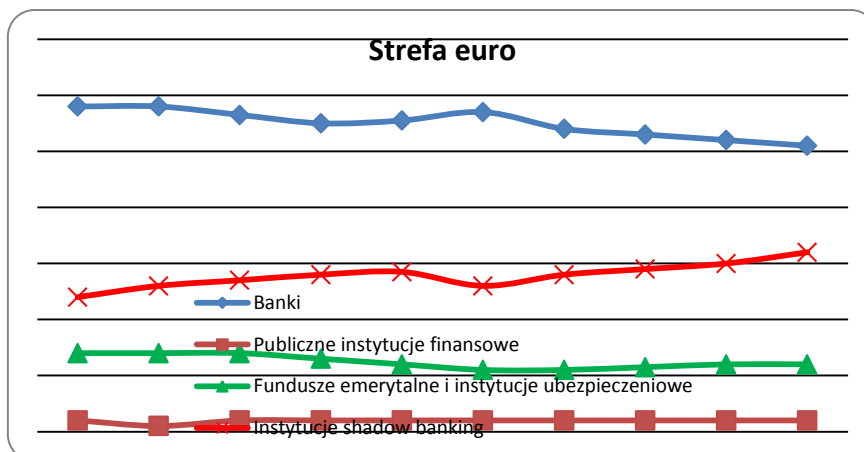
Na podstawie 20 krajów

Źródło: FSB (2011) za national Flow of Funds dla 20 krajów

Biorąc pod uwagę udział sektora shadow banking w systemie finansowym należy zauważyć po pierwsze, że w Stanach Zjednoczonych w latach 2003-2013 stanowił on 40% systemu finansowego, podczas gdy sektor bankowy ok. 20%. Odmierna sytuacja występuje w strefie euro, gdzie banki stanowiły ok 60% systemu finansowego, zaś system shadow banking w analogicznym okresie 30%, i co istotne dynamika przyrostu była tu znacznie większa niż aktywów sektora bankowego. W ujęciu z podziałem na poszczególne grupy instytucji w systemie finansowym strefy euro aktywa instytucji shadow banking wzrosły z 9 bln EUR w 2003 r. do 19 bln EUR w 2013 r. i stanowią one 34 % całego systemu natomiast aktywa sektora bankowego (tu instytucji monetarnych MIF) wzrosły w tym samym okresie z 19 bln d 30 bln EUR, jednakże ich udział zmniejszył się z niemal 60% do 52%, właśnie na korzyść sektora shadow banking. Udział funduszy emerytalnych i instytucji ubezpieczeniowych pozostaje na niezmiennym poziomie ok. 14%.

Wykres 5. Struktura systemu finansowego USA i strefy euro - udział w aktywach systemu finansowego wybranych podmiotów (%)



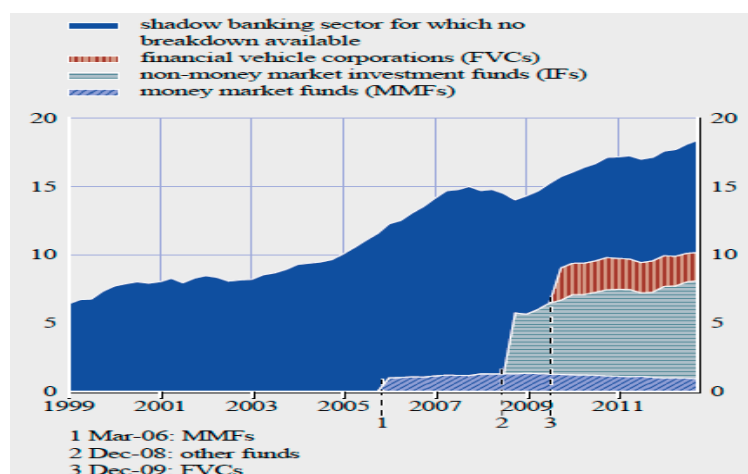


Źródło: FSB (2012), ECB (2014), Flow of Funds (2014).

Podjęwając się próby szacowania sektora shadow banking istotne wdaje się także zestawienie aktywów tego sektora z samym sektorem bankowym. Takie zestawienie dla dwóch badanych obszarów tj. strefy euro i USA potwierdza wcześniejsze spostrzeżenia, a jednocześnie wskazuje na rosnące znaczenie shadow bankingu właśnie w Europie. Warto nadmienić, że sektor shadow banking w strefie euro w 2005r. stanowił 31% światowego rynku shadow banking, podczas gdy USA posiadał on wówczas 44%. W 2012 r. shadow banking tak dla strefy euro jak i USA posiadał niemal równe udziały w globalnym rynku - odpowiednio 33% i 35%.

Analizując sektor shadow banking w strefie euro należy zauważyć, że EBC wyodrębnia cztery główne grupy sektora shadow banking tzw. sub-sektory tj. fundusze rynku pieniężnego, pozostałe fundusze inwestycyjne, wehikuly sekurytyzacyjne i pozostałe. Ze względu na specyfikę sektora shadow bankingu uzależnioną od jurysdykcji danego kraju znacząca część nie może być wskazana jako szczegółowy sub-sector (pozostałe -44%). Warto jednak podkreślić, że od momentu kryzysu aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły dwukrotnie, natomiast nastąpiły spadki w subsektorach funduszy rynku pieniężnego (z 7% do 4%) jak i sekurytyzacyjne (z 14% w roku 2009 do 10% w 2013r.) . Po pierwsze wynika to faktu, iż sektor sekurytyzacyjny był bezpośrednio związany z rynkiem nieruchomości i kredytów subprime, stąd nastąpił odwrót inwestorów z tego segmentu. Zaś na rynku funduszy rynku pieniężnego, doszło do bankructw wynikających także z nadmiernej ekspozycji na ryzyko samych funduszy jak i finansowania działalności bankowej.

Wykres 6. Struktura sektora shadow banking w strefie euro w 1999-2013 w bln EUR



Źródło: ECB (2014, s. 31).

Podsumowując analizy dotyczące rozmiarów systemu shadow banking należy stwierdzić, że system ten w strefie euro jest znacznie mniejszy niż w Stanach Zjednoczonych biorąc pod uwagę tak jego udział w systemie finansowym, czy w stosunku do aktywów sektora bankowego. Jednakże dynamika rozwoju w obu obszarach jest rosnąca i potwierdza globalne tendencje wskazujące na

rosnącą rolę shadow bankingu we współczesnym systemie finansowym. Co więcej ten wzrost znaczenia oznacza też organicznie roli banków jako pośredników finansowych. Zatem podejmując się próby wskazania miejsca shadow bankingu we współczesnym systemie finansowym istotne są pytania o jego konkurencyjność, a przy tym substytucyjność wobec sektora bankowego. Czy działania podejmowane tak przez rządy, banki centralne, czy organizacje międzynarodowe będą zmierzały do ograniczenia roli shadow bankingu, czy raczej wskazania tego rodzaju usług jako komplementarnych wobec sektora bankowego, i co więcej służących wzrostowi gospodarczemu?

Sektor bankowy vs. Shadow banking. Konkurencyjność. Komplementarność. Substytucyjność.

Przeprowadzone analizy pozwalają stwierdzić, że sektora bankowy odgrywa istotną rolę w międzynarodowym systemie finansowym z silnym wpływem na sferę realną, przy czym jego dominująca pozycja jest szczególnie uwypuklona na rynku europejskim. Mając zatem obraz dużego i silnego, bo przy tym z gwarancjami publicznego wsparcia, sektora bankowego pojawia się pytanie o konkurencję ze strony niebankowych podmiotów- shadow banking. Jak zaprezentowano w definicji, shadow banking wypełnia funkcje bankowe w zakresie pośrednictwa kredytowego, przyjmowania wkładów, a także rozliczeń finansowych. Ponadto pytanie o konkurencję wydaje się zasadne z powodu wykazanej już wysokiej i rosnącej dynamiki tego sektora globalnie, ale też na rynku europejskim.

Niewątpliwie istotną przewagą konkurencyjną po stronie shadow bankingu jest brak nadzoru, brak wymogu informacyjnego, brak wymogów kapitałowych i innych obciążeń regulacyjnych obowiązujących w systemie bankowym. Jednocześnie kryzys finansowy ujawnił, że są to istotne elementy stanowiące zagrożenie dla sektora finansowego. Stąd też podjęto próby regulowania rynków finansowych, a w tym przede wszystkim shadow banking. Należy jednak zaznaczyć, że nie wynikają one z konkurencyjnej roli wobec banków, ale raczej ze względów stabilności systemu finansowego.

Do najbardziej znaczących inicjatyw regulacyjnych należy zaliczyć Regulę Volkera *Volcker Rule* w USA -w ramach *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (podpisana przez prezydenta USA w 2010 r.), prace Komisji Vickersa (*Vickers Commission - The Independent Commission on Banking*) w Wielkiej Brytanii, oraz Raport Liikanen'a- *Report of the European Commission's High-level Expert Group on Bank Structural Reform* w Unii Europejskiej oraz obejmujące co prawda sektor bankowy, ale z konsekwencjami dla instytucji shadow banking, rekomendacje Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego – Basel III. Podstawowym założeniem wskazanych rozwiązań było przede wszystkim rozdzielenie bankowości inwestycyjnej i detalicznej i oraz organicznie działalności banków na rynkach kapitałowych z zaangażowaniem w ryzykowne instrumenty. Oznacza to także wydzielenie instytucji i mechanizmów shadow banking od bankowości tradycyjnej, przy czym przyjęte rozwiązania skłaniają się raczej do zwiększania roli przepisów prawnych, wypracowania standardów płynnościowych, czy kapitałowych dla instytucji shadow banking, niż pozostawieniu tego sektora poza systemem regulacji. Ponownie zatem odżyła koncepcja zmiany dotychczasowego modelu bankowości czy raczej powrót do tzw. *narrow banking*. (J. Benes M. Kumhof 2012; J. H. Cochrane 2014). Przyszłą rolę banków zaczęto upatrywać w pośrednictwie płatności oraz gwarantowania depozytów z ograniczonymi możliwościami kredytowania i inwestowania, za to przy silnym uregulowaniu. Natomiast pozostałe instytucje, zajmujące się inwestowaniem działałyby na własne ryzyko i odpowiedzialność.

Rada Stabilności Finansowej po przeprowadzeniu szeroko zakrojonych badań sektorowych wskazuje na potrzebę istnienia shadow banking jako równoległego systemu bankowego, a co za tym idzie wspierania jego rozwoju. Również Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego *European Systemic Risk Board* (ESRB, 2012) zaznacza, że sektor shadow banking powinien stać się źródłem alternatywnego finansowania, a tym samym prowadzić do wzrostu efektywności rynków finansowych. Oznacza to zatem, że shadow banking nie jest postrzegany obecnie przez regulatorów jako konkurencyjny obszar, który należy ograniczać na rzecz wzmocnienia systemu bankowego. I o ile naukowe propozycje zmian w systemie finansowym z silnie wydzieloną rolą banków i shadow bankingu są istotne z punktu widzenia teorii, to już program ECB oparty na skupie obligacji sekurytyzacyjnych, czy realizowane przez banki i ubezpieczycieli praktyki rynkowe, weryfikują pozytywnie tezę o zastępowalności banków przez niebankowe podmioty. Co więcej, najbardziej

znaczący pod względem konkurencyjności wydaje się zakres czynności jakie instytucje shadow banking realizują.

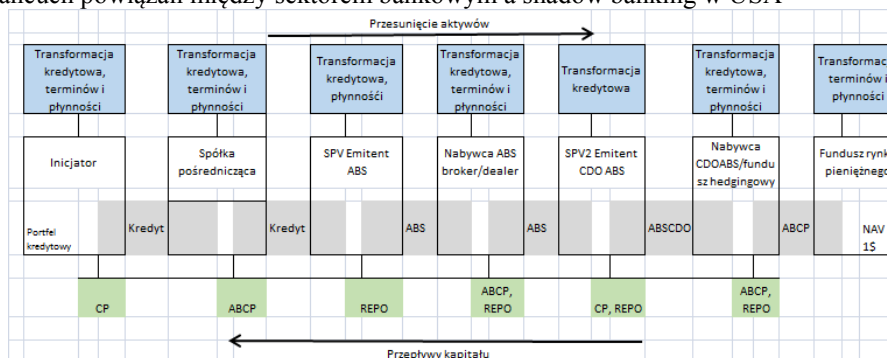
Jeżeli przyjąć, że banki w systemie finansowym pełnią cztery podstawowe funkcje jak pośrednictwo kredytowe, rozliczanie płatności, dostarczanie płynności i zarządzanie ryzykiem to wszystkie wskazane funkcje pełnią też podmioty shadow banking jak fundusze inwestycyjne, rynku pieniężnego, czy spółki sekurytyzacyjne. Warto też podkreślić, że badania obejmujące uczestników rynków finansowych w strefie euro za okres 1999-2009 jednoznacznie wskazują zwiększenie roli sektora shadow banking, szczególnie w zakresie kredytowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, ale też wzrost ten wynika z rozwoju pozabilansowych struktur finansowania jak sekurytyzacja (Castrén i Kavonius, 2009). Jednakże, to co istotne, żadna z instytucji shadow banking nie pełni wszystkich funkcji jednocześnie, co jest podstawową cechą banków. Dodatkowo gwarancje publicznego wsparcia sektora bankowego, jak też postrzeganie banków jako podmiotów zaufania publicznego pozawalają na wskazanie instytucji shadow banking bardziej jako kontrpartniera niż konkurenta.

Za najważniejszy jednak argument zaprzeczający tezie o konkurencyjności między shadow banking a tradycyjnym sektorem bankowym należy przyjąć dane przedstawiające silne powiązania między sektorami. Warto przy tym podkreślić, iż powiązania te są dwukierunkowe, co oznacza zarówno przepływy kapitałowe z sektora bankowego do instytucji shadow banking, jak i odwrotnie, niebankowe podmioty wspierają płynności sektora bankowego. Z punktu widzenia struktury bilansowej banków należy zauważyć, że nastąpiło przesunięcie z tradycyjnego finansowania w postaci depozytów do pozyskiwania funduszy na rynku hurtowym głównie korzystając z instrumentów shadow banking jak transakcje repo, commercial papers, sekurytyzacyjne obligacje. W literaturze przedmiotu przed kryzysem 2007 r. dominowała opinia, iż pomimo tego, iż są to wyrafinowane techniki pozyskiwania finansowania, to nie zagrażają stabilności finansowej, bowiem banki świadome braku ochrony ze strony państwa (czy funduszy gwarancyjnych) na bieżąco monitorują i weryfikują swoje ekspozycje na ryzyko. Banki korzystały z finansowania hurtowego, ponieważ było tańsze niż długoterminowe, zaś dostarczyciele tego finansowania nie monitorowali banków, sądząc, że na ryzyko bardziej są narażone banki, stąd monitorują swojej ekspozycje. Według analiz prowadzonych przez MFW, w 2007 r. alternatywne finansowanie (instytucje shadow banking) w stosunku do tradycyjnych depozytów w bankach gospodarek rozwiniętych stanowiło ok. 200%. Warto jednak w tym wypadku podkreślić istotne różnice między rynkiem europejskim a amerykańskim (MFW 2013).

Jak wskazuje MFW banki europejskie w latach 2005-2012 w mniejszym stopniu finansowały się depozytami niż banki amerykańskie. I pomimo tego, iż to rynek amerykański uznawany jest za rodzimy rynek finansowania hurtowego i tu powstawały innowacje dotyczące źródeł finansowania jak sekurytyzacja, to banki europejskie w znaczącym stopniu korzystały z finansowania na rynku krótkoterminowych papierów komercyjnych, transakcji repo i sekurytyzacji. (MFW 2013). Zaangażowanie europejskich banków w sektor shadow banking potwierdzają także badania EBC, z których wynika, że ekspozycja kredytowa sektora bankowego w strefie euro w stosunku do shadow banking w 2013 r. wynosiła ok. 80% ich kapitału własnego, natomiast finansowanie otrzymane od shadow jest wyższe i stanowi 92% kapitałów własnych (EBC, 2014).

Ścisłe uzależnienie obu sektorów podkreślał także Pozsar w 2012 r. przy czym o ile wskazane powyżej badania przedstawiają jedynie relacje w układzie bilansowym, o tyle zaprezentował on łańcuch powiązań, co po pierwsze oznacza rozmycie tych zależności, a tym samym utrudniony nadzór, a po drugie narastające zagrożenie dla stabilności całego systemu finansowego wynikającego z braku możliwości ograniczania tych relacji w przypadku wydarzeń kryzysowych (rysunek 1).

Rysunek 1. Łańcuch powiązań między sektorem bankowym a shadow banking w USA



Źródło: Pozsar et al.(2012, s.12).

Na łańcuch pośrednictwa między sektorem bankowym a systemem shadow banking składają się następujące etapy (Pozsar et al.,2012, s.10-12):

1. Udzielanie kredytów/pożyczek - przez bank lub firmę pożyczkową, często będącą spółką córką w grupie bankowej i przesunięcie tego pakietu do podmiotu pośrednictwa kredytowego tzw. conduit
2. Spółka pośrednicząca –conduit- zajmuje się budowaniem portfela pożyczek/ kredytów a następnie przesunięciem tego portfela do SPV- spółki specjalnego przeznaczenia, której zadaniem jest organizacja i przeprowadzenie emisji instrumentów finansowych. Podmiot ten finansuje się poprzez emisję ABCP także w oparciu o posiadane aktywa. Nabywcami ABCP mogą być banki w tym bank inicjator.
3. SPV przygotowuje i dokonuje emisji papierów wartościowych opartych na kredytach czyli ABS *Asset Backed Securities* - finansowanie pochodzi z emisji SPV i z linii kredytowych banku inicjatora (podmiot 1), co na tym etapie jest możliwe bowiem spółka celowa nie jest już w żaden sposób powiązana kapitałowo z bankiem.
4. Emisja ABS zakupiona zostaje przez podmioty zajmujące się obrotem papierami wartościowymi brokers- dealres, którzy w oparciu o zakupiony pakiet powołują kolejną spółkę celową (SPV2). Finansowanie następuje poprzez transakcje repo gdzie podmiotem finansującym są banki komercyjne.
5. SPV2 emituje obligacje w oparciu o posiadane ABS tworząc tzw. CDO-ABS
6. Tego rodzaju instrumenty CDO ABS kupowane są przez fundusze hedgingowe lub rynek pieniężny, które finansują się poprzez dźwignię finansową i /lub są częścią bankowego konglomeratu finansowego.

Przedstawiony powyżej przykład wskazuje, że shadow banking to rozciągnięcie procesu transformacji terminów i płynności na wiele podmiotów tworząc specyficzny łańcuch pośrednictwa, ale też wskazuje silne powiązanie sektora bankowego z instytucjami shadow banking , i jak zaznacza Małecki korzyści jakie czerpią z tego banki wydają się być znacznie większe niż straty wynikające z konkurencji ze strony podmiotów niepowiązanych z bankami (Małecki,2014).

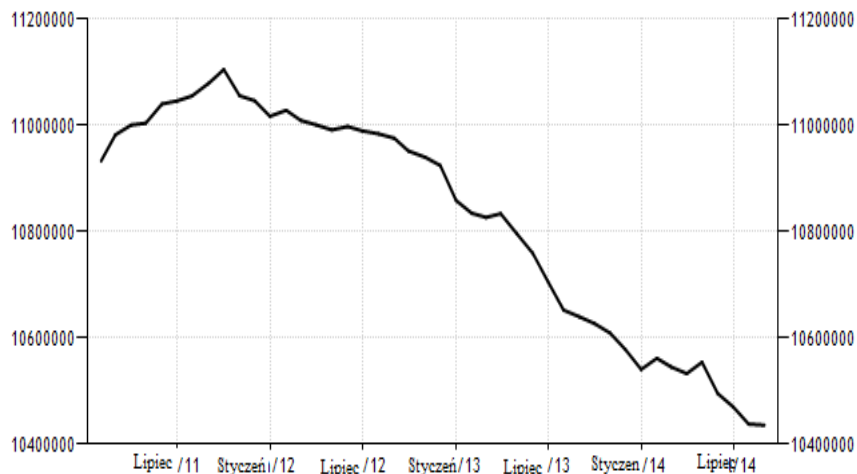
Podsumowując zatem powyższe należy stwierdzić, że pomimo wzrostu sektora shadow bankingu, a przy tym dużej dynamiki w stosunku do sektora bankowego nie można stwierdzić, że analizowane sektory są wobec siebie konkurencyjne. Silne powiązanie finansowe między podmiotami obu systemów, dostrzegane przede wszystkim przez regulatorów, ale też rynek, wskazują, że stanowią one integralną część systemu finansowego i są wobec siebie komplementarne.

Za komplementarność systemu shadow banking w stosunku do sektora bankowego rozumianą tutaj jako uzupełnienie wybranych funkcji bankowych można uznać działania podjęte przez EBC. W listopadzie 2014 r. EBC rozpoczął dwuletni program zakupu od banków instrumentów sekurytyzacyjnych ABS – *Asset Backed Securities (Asset-Backed Securities Purchase Programme)*, co ma na celu wsparcie banków w udzielaniu kredytów dla sektora MSP, a tym samym ma przynieść ożywienie gospodarcze w strefie euro (Decyzja ECB, 2014). Oznacza to także wspieranie procesu

sekurytyzacji aktywów, która jak dotąd była zaliczana do podstawowej działalności shadow banking. Istotne w tym zakresie jest jednak to, że aktywa przeznaczone do sekurytyzacji (tu pożyczki dla sektora niefinansowego) jak i sam proces ma przebiegać zgodnie z wytycznymi EBC i co więcej, gwarantem pożyczki staje się bank centralny. Ogranicza to zatem, tworzenie tzw. łańcuchów sekurytyzacji, gdzie nie tylko ryzyko było rozmyte, ale też nadzór nad transakcją był utrudniony. Warto jednak zaznaczyć, że rynek, przy wcześniejszych zapowiedziach o możliwości wprowadzenia takiego programu realizował już programy sekurytyzacji, często nawet przy zaangażowaniu rządu, czy firm ubezpieczeniowych. Przykładem może być przeprowadzony w 2013r. z inicjatywy rządu Francji i stowarzyszenia instytucji ubezpieczeniowych *Fédération Française des Sociétés d'Assurance* (FFSA) program sekurytyzacji. Przy wykorzystaniu francuskiego mechanizmu sekurytyzacji *French Fonds Commun de Titrisation* (FCT) stworzono funduszu NOVO mający na celu finansowanie sektora MSP. Portfel bazowy składał się z pożyczek o wartości od 10 do 50 mln euro udzielonych ok. 40 przedsiębiorstwom, przy czym bankiem inicjatorem był tu Société Générale. W odróżnieniu od zwyczajowo przyjętego mechanizmu sekurytyzacji emisja instrumentów finansowych nie była transzowana, zaś inwestorzy, którymi były instytucje ubezpieczeniowe, w tym główny udziałowiec AXA, otrzymywali proporcjonalny udział w funduszu (TheCityUK2013). Warto zauważyć, że programy sekurytyzacji w oparciu o kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw przeprowadzały także banki w Niemczech, we Włoszech czy Austrii.

Decyzja EBC, jak też działania rynkowe potwierdzają konieczność wsparcia banków w strefie euro w zakresie kredytowania sektora niefinansowego, a przede wszystkim przedsiębiorstw. Wartość kredytów udzielanych przez banki w strefie euro od 2009 r. do 2013 r. zmniejszyła się o 573 mld euro przy rosnącym zapotrzebowaniu na kredyt ze strony sektora przedsiębiorstw (RBS,2014). Stąd też sekurytyzacja – jako mechanizm shadow banking stanowi w tym momencie odpowiedź na problemy nie tylko samych banków, ale przede wszystkim sfery realnej w strefie euro. Malejącą tendencję kredytów bankowych dla sektora niefinansowego w strefie euro przedstawia wykres 7.

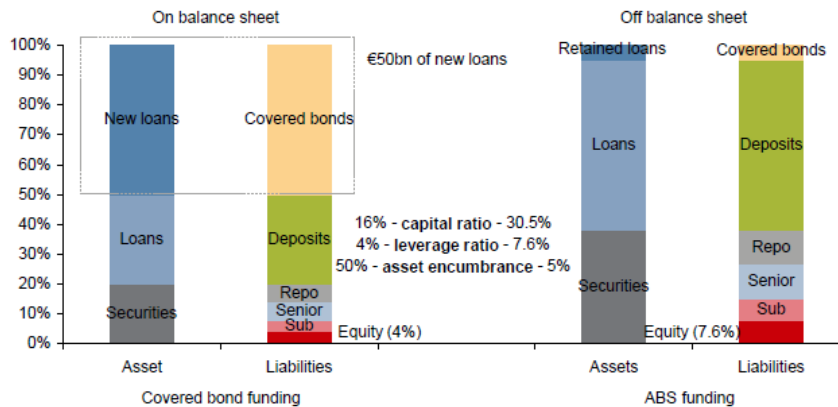
Wykres 7. Wartość pożyczek dla sektora niefin. w strefie euro w mln EUR



Źródło: tradingeconomics, (20.03.2015)

Raport banku RBS dodatkowo wskazuje, iż korzyści o z wykorzystania shadow bankingu do wspierania rynku kredytowego sektora MSP, odniesienie nie tylko gospodarka europejska, ale także banki, bowiem finansowanie poprzez do niedawna jeszcze odrzucaną sekurytyzację, może znacząco poprawić wskaźniki płynności i kapitałowe. Porównując dwie formy finansowania listy zastawne (covered bonds) oraz obligacje sekurytyzacyjne typu ABS banki uzyskują korzystne zwiększenie współczynnika kapitału z 16% do 30,5%, wskaźnik dźwigni finansowej wzrasta z 4% do 7,6%, zaś wskaźnik płynności czyli aktywa obciążone ryzykiem zmniejsza się z 50% do 5% (RBS, 2014).

Wykres 8. Przykładowe porównanie korzyści banków z wykorzystania finansowania akcji kredytowej przez listy zastawne (covered bonds) lub ABS(*Asset Backed Securities*).



Źródło: The Royal Bank of Scotland (2014, s.9).

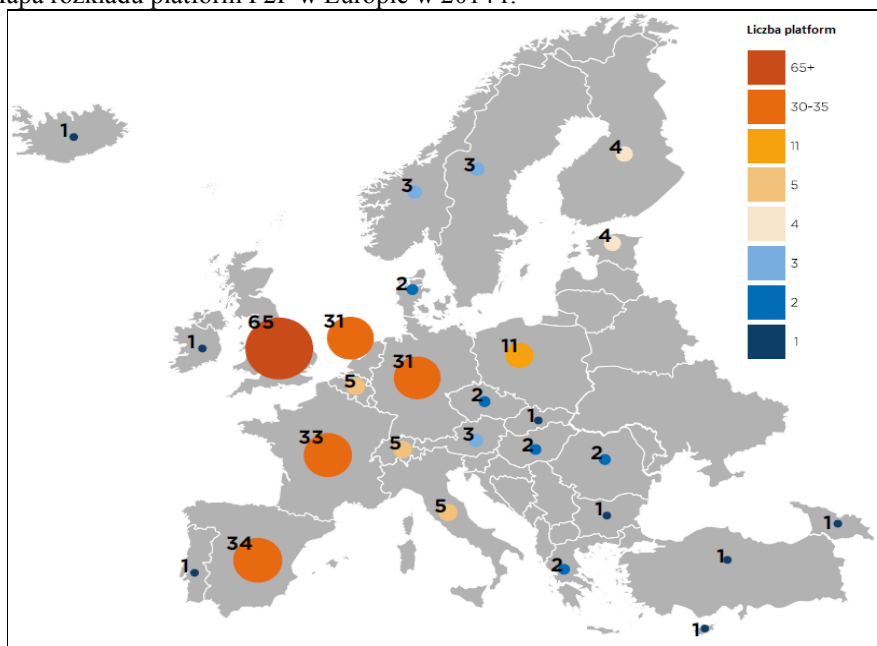
Należy zauważyć, iż powyżej wskazane przykłady obrazują możliwości wzajemnego uzupełniania usług finansowych sektora bankowego i shadow banking, przy czym zmiany regulacyjne po kryzysie wymuszają przejrzystość w zakresie tych powiązań, ale też wskazują na możliwości wspierania sfery realnej. Odmienne jednak należy potraktować rozwój nowoczesnych technologii w zakresie alternatywnego finansowania, w tym platform pożyczkowych Peer to Peer P2P, traktowanych jako nieuregulowany obszar shadow banking. Ten rodzaj usług można uznać jako substytucyjne wobec oferty bankowej.

Istotą internetowych platform P2P jest pośrednictwo kredytowe, przy czym korzyści odnoszą obie strony transakcji w porównaniu z ofertą bankową. Inwestorzy (pożyczkodawcy) korzystający z P2P zarabiają więcej z udzielenia pożyczek niż na tradycyjnym depozycie, zaś pożyczkobiorcy pożyczają taniej i przy mniejszym obciążeniu procedurami niż w tradycyjnym systemie bankowym. Oczywiście transakcje internetowe obciążone są ryzykiem kontrpartniera, jednakże należy podkreślić, iż zachowanie pełnej anonimowości w internecie jest coraz bardziej utrudnione.

Oceniając substytucyjność tej formy shadow banking należy zauważyć, że pożyczki udzielane przez platformy P2P, jak również przyjmowane depozyty czy raczej w tym wypadku inwestycje, stanowią niewielką część rodzimych rynków natomiast trzeba podkreślić, po pierwsze bardzo wysoką dynamikę tak samych wartości pożyczek i liczby uczestników, jak też coraz większe zainteresowanie tym innowacyjnym rozwiązaniem ze strony tak samego sektora bankowego i innych uczestników rynku finansowego.

Na europejskim rynku pośrednictwa pożyczkowego P2P w przeciągu trzech lat 2012-2014 powstało 255 platform obrotu w 27 krajach, w tym w Hiszpanii, Francji, Holandii i Niemczech jest ich ponad 30. Warto zauważyć, iż w Polsce w 2014 r. jako alternatywne finansowanie zostało zdefiniowanych 11 platform internetowych, co stanowi najwięcej w krajach EŚW (rysunek 2). Najwięcej internetowych platform P2P powstało w Wielkiej Brytanii i choć jest to kraj spoza strefy euro to niewątpliwie silnie oddziałuje na sektor finansowy.

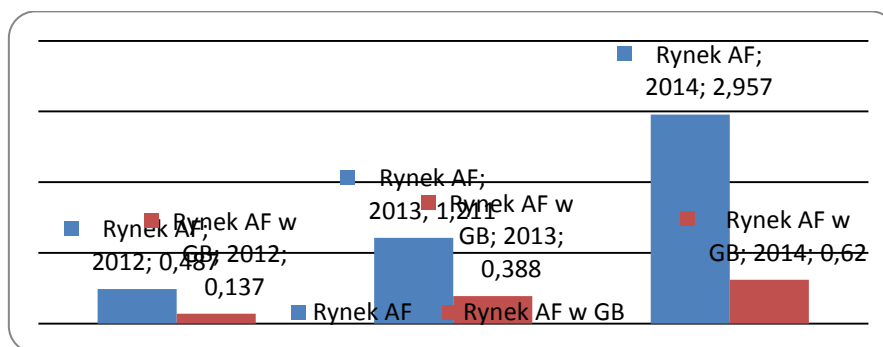
Rysunek 2. Mapa rozkładu platform P2P w Europie w 2014 r.



Źródło: R. Wardrop et al. (2015, s.14)

Dynamika wzrostu tak samego rynku P2P, jak i całego sektora alternatywnego finansowania jest imponująca. Platformy P2P stanowią 43% europejskiego rynku alternatywnego finansowania, na który składają się niesformalizowane formy venture capital, private equity, emisje udziałów. Wartość całego rynku wzrosła z 487 mln euro w 2012 r. do niemal 3 mld w 2014 r., przy czym średnia roczna stopa wzrostu wynosiła 146%.

Wykres 9. Wartość rynku alternatywnego finansowania w Europie i w Wielkiej Brytanii w mld EUR



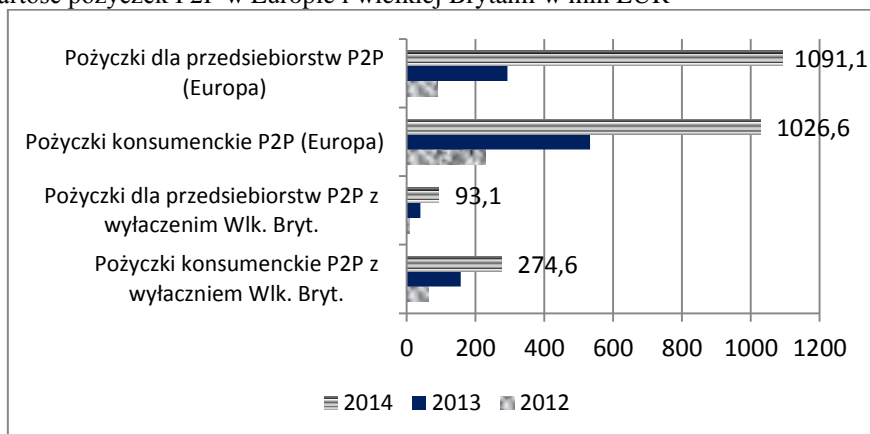
AF – altrnatywne Finansowanie

GB – Wielka Brytania

Źródło: opracowanie własne na podstawie R. Wardrop et al. (2015, s.13).

Sektor P2P dla pożyczek konsumenckich w Europie wzrósł w przeciągu trzech lat o 339 % osiągając w 2014 r. wartość ponad 1 mld euro. Z kolei segment pożyczek przedsiębiorstw wzrastał w przeciągu 3 lat 1094% osiągając w 2014 r. 1 mld 91 tys. euro. Warto jednak zaznaczyć, że ponad 70% rynku należy do Wielkiej Brytanii, która jest dominującym leaderem tak w zakresie wartości transakcji jak i liczby platform i użytkowników.

Wykres 10. Wartość pożyczek P2P w Europie i wielkiej Brytanii w mln EUR



Źródło: opracowanie własne na podstawie R. Wardrop et al. (2015).

O ile dynamiczny przyrost platform P2P czy ogólnie alternatywnego finansowania stał się faktem, o tyle co należy wyraźnie podkreślić, nie stanowi obecnie konkurencji w zakresie substytucyjności dla sektora bankowego. Jednakże zarówno instytucje finansowe jak i same banki upatrują w tej formie możliwości przyszłego rozwoju. Warto zauważyć, iż w Stanach Zjednoczonych duże konglomeraty jak Wells Fargo odcinają się oficjalnie od platform peer to peer, natomiast mniejsze banki skutecznie wchodzi w aliansy z tego rodzaju formą finansowania. Ponadto fundusze hedgingowe czy przedsiębiorstwa jak Google⁹ czy Facebook upatrują w tego rodzaju inwestycjach źródło zysków przeznaczając określone kwoty na pożyczki szczególnie dla sektora MSP. I jak zaznaczał jeden z prezesów funduszu hedgingowego w USA – alternatywne finansowanie to nie jest fenomen internetowy tylko nowy przyszłościowy rodzaj bankowości lub przynajmniej substytut niektórych usług bankowych¹⁰ (B. McGeer; G. Fest, 2014).

Podsumowując zatem należy zauważyć, że shadow banking nie stanowi konkurencji dla sektora bankowego, natomiast biorąc pod uwagę wzajemne zależności, jak też wsparcie ze strony państwa instytucji shadow bankingu należy podkreślić komplementarność systemów. Zatem uprawniona jest ocena shadow bankingu jako integralnej części obecnego systemu finansowego, czy też równoległego do tradycyjnego sektora bankowego, a tym samym wspierającego go systemu. Z kolei osłabienia roli tradycyjnych banków na rzecz shadow bankingu można upatrywać w alternatywnych rozwiązaniach wykorzystujących nowe technologie, natomiast w tym wypadku należy podkreślić, iż rynek ten nie rozwinie się jeżeli platformy nie będą postrzegane przez inwestorów i beneficjentów jako godni zaufania pośrednicy. Zatem istnieje wyraźna potrzeba znalezienia właściwej równowagi między regulacjami prawnymi mającymi na celu ułatwienie rozwoju systemu shadow bankingu, ze względu na wsparcie sfery realnej, ale też zapewniające bezpieczeństwo jego uczestnikom jak i całego systemu finansowego. Shadow banking jest nie jest więc konkurencyjny wobec systemu bankowego a komplementarny, natomiast w przyszłości określone jego formy mogą stać się substytucyjne wobec usług bankowych, choć jak się wydaje banki szybko znajdą rozwiązania aby korzystać, w ramach prawa, z zyskowych sieci pośrednictwa.

Wnioski

Przeprowadzone w niniejszym opracowaniu analizy miały służyć przede wszystkim określeniu roli shadow banking we współczesnym, pokryzysowym systemie finansowym.

Biorąc pod uwagę, tak udział aktywów bankowych w systemie finansowym, liczbę banków jak i stosunek sektora bankowego do PKB należy stwierdzić, że europejski system finansowy jest zdominowany przez podmioty bankowe, co oznacza, że finansowanie sfery realnej jest w znacznym stopniu uzależnione od kondycji sektora bankowego. Stąd też w momencie sytuacji kryzysowej i ujawnianych słabości systemu bankowego w strefie euro w latach 2009-2013, konieczne okazało się

⁹ Firma google zainwestowała w amerykańską platformę p2p – Lending Club 125 mln USD, zaś sama firma P2P planuje wejście na rynek giełdowy.

¹⁰ Cytowanie za B. Ross, prezesem funduszu hedgingowe Direct Lending Investment w USA.

wsparcie tego sektora przez sektor publiczny, w tym wypadku także poprzez programy pomocy finansowej EBC. Działania te, choć konieczne, to jednak budzące kontrowersje ze względu na fakt zmiany profilu modelu bankowości w strefie euro. Podstawowym źródłem finansowania przed kryzysem nie były depozyty, ale znaczące zaangażowanie banków w sektorze shadow banking, pozwalające osiągać określone, wysokie zyski samym bankom, przy równie wysokim poziomie ryzyka strat. Jednak w momencie kryzysu upadek systemu bankowego oznaczał bankructwo poszczególnych krajów. Niestety pomimo wsparcia „tanim pieniądzem” z EBC nie udało się pobudzić akcji kredytowej dla sektora niefinansowego i analizowanym, a następnie przyjętym rozwiązaniem okazało się ponowne wprowadzanie shadow banking. Zatem w przypadku strefy euro wzrost gospodarczy poprzez pobudzenie akcji kredytowej dla sektora SME uzależniony jest od rozwoju i kondycji instytucji shadow banking

Z kolei amerykański system finansowy oparty jest na pozyskiwaniu finansowania z rynku kapitałowego i długu, pomimo znacznej liczby banków. Jednakże mając na względzie deregulacje sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych należy zauważyć, że tradycyjne banki przejęły rolę instytucji zarządzających aktywami. Oznacza to również, że w poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu banki zaangażowały się w sektor shadow banking, który w USA stanowi obecnie 180% aktywów sektora bankowego. Przewidywać należy jednak, że dalszy rozwój sektora shadow banking będzie na podobnym jak dotychczas poziomie, przy czym istotne wydają się być nowe rozwiązania teleinformatyczne, tak dla samego sektora shadow banking, jak również i bankowości.

Podsumowując zatem powyższe należy stwierdzić, że zarówno na rynku europejskim jak i w USA system shadow banking pełni wspierającą w stosunku do sektora bankowego rolę. Co więcej biorąc pod uwagę przeprowadzone analizy należy także oczekiwać dalszego dynamicznego rozwoju shadow bankingu szczególnie w strefie euro. O ile w USA zarówno rozmiary tego sektora jak i przyjęte rozwiązania rynkowe i regulacyjne wskazują na stabilizację, o tyle w strefie euro tak potrzeby sektora bankowego jak i wsparcie banku centralnego, sugerują znaczący wzrost znaczenia shadow banking. Konkurencyjne, czy nawet substytucyjne znaczenie shadow bankingu w stosunku do tradycyjnego sektora bankowego mogą okazać się rozwiązania oparte o nowe, teleinformatyczne kanały dystrybucji usług finansowych. Internetowe platformy P2P mogą skutecznie zastąpić banki w sektorze pożyczek dla sektora niefinansowego, a jak pokazują wybrane przykłady rynku amerykańskiego, tego rodzaju rozwiązania technologiczne, są już traktowane przez inwestorów instytucjonalnych jako korzystna alternatywna inwestycja.

Odpowiadając zatem na pytanie o miejsce shadow bankingu we współczesnym systemie finansowym należy stwierdzić, że jest on jego integralnym elementem, o szczególnym znaczeniu dla sektora bankowego. Wzajemne powiązania między sektorem bankowym a shadow bankingiem są silne i o charakterze komplementarnym. To, co stanowi wyzwanie tak dla rynku, ale też dla regulatorów nadzoru finansowego to rozwój nowych form alternatywnego finansowania jak platformy P2P, które skutecznie konkurują z sektorem bankowym na rynku pożyczek dla sektora niefinansowego. Dynamiczny rozwój alternatywnej bankowości elektronicznej może na nowo wywołać debatę o konieczności zmiany modelu sektora bankowego na świecie w tym roli shadow banking.

Bibliografia

- Acharya V. V., Schnabl P., Suarez G. (2012). Securitization without Risk Transfer, *Journal of Financial Economics*, 107(3) <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.09.004>
- Adrian T., Ashcraft A.B. (2012). Shadow Banking: A Review of the Literature, *Electronic Journal*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2175144>
- Adrian T., Shin H.S. (2009). Money, Liquidity and Monetary Policy. *American Economic Review* 99 (2), <http://dx.doi.org/10.1257/aer.99.2.600>
- Bakk-Simon K., Borgioli S., Giron C., Hempell H., Maddaloni A., Recine F., Rosati S. (2012). Shadow Banking in the Euro Area an Overview. *EBC Occasional Paper Series* 133.
- Castrén, O., Kavonius, I.K., (2009). Balance Sheet Interlinkages and Macro-Financial Risk Analysis in the Euro Area, *ECB Working Paper* 1124,
- Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M. (2012). Shadow Banking: Economics and Policy, Staff Discussion Note IMF. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2187661>

Decyzja EBC(2014) Decision of The European Central Bank on the implementation of the asset-backed securities purchase programme (ECB/2014/45)

Enhancing the Monitoring of Shadow banking. (2013). *ECB Monthly Bulletin*. 2.

European Central Bank (2013), Banking structures report.

European Central Bank (2014), Banking structures report.

European Commission(2012). Green Paper—Shadow Banking.

European Systemic Risk Board (2012). Reply to the European Commission’s Green Paper on Shadow banking

Fein M. (2013). The Shadow Banking Charade. *Electronic Journal*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2218812>

Ferguson, R. Johnson (2009). Too Big to bail:”The Poulson Put”, Presidential Politics and the Global Financial Meltdown. *International Journal of Political Economy*, 38 (1) <http://dx.doi.org/10.2753/IJP0891-1916380101>

Financial Stability Board (FSB) (2011). Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation.

Geanakoplos, J.(2010). The Leverage Cycle, *NBER Macroeconomic Annual*, 24 (1) <http://dx.doi.org/10.1086/648285>

Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R.,(2012). Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility. *Journal of Financial Economics*, 104(3) <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.005>

Gorton G., Metrick A. (2010). Regulating the Shadow Banking System. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2. <http://dx.doi.org/10.1353/eca.2010.0016>

Gorton, G., Lewellen S., Metrick A.(2012). The Safe-Asset Share. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102 (3) <http://dx.doi.org/10.1257/aer.102.3.101>

Greenwood R., Hanson S., Stein J. (2012). *A Comparative-Advantage Approach to Government Debt Maturity*, *Harvard Business School Working Paper* 11-035. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1680604>

Gross B., (2007), Beware Our Shadow Banking System, *Fortune Magazine*, Nov. 28, 2007 http://archive.fortune.com/2007/11/27/news/newsmakers/gross_banking.fortune/index.htm?postversion=2007112810 (20.03.2015)

Kasiewicz S., Kurkliński L.(2013) Shadow banking – dylematy decyzyjne. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*.

Łask P. (2012). Nowe regulacje dla shadow banking. *Bezpieczny Bank* 1(46)

Małeckı W. (2014). Przemiany sektora bankowego i ich konsekwencje. *Ekonomista*, 4.

Martin A., Skeie D., von Thadden E.L. (2012). Repo Runs, *SSRN Electronic Journal*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572491>

Masiukiewicz P. (2012). Regulacje a ryzyko shadow banking w Polsce, *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania* 4/2. Uniwersytet Gdański.

McCulley, P. (2007) Teton Reflections. PIMCO Global Central Bank Focus. <http://www.pimco.com/EN/Insights/Pages/GCBF%20August-%20September%202007.aspx> (20.03.2015)

McGeer B., Fest G. (2014). P2P Lending: 2B or Not 2B? *The American Banker Magazine* http://www.americanbanker.com/magazine/124_02/p2p-lending-2b-or-not-2b-1065594-1.html?zkPrintable=1&nopagination=1 (15.03.2015)

Międzynarodowy Fundusz Walutowy MFW (2013). Changes In Bank Funding Patterns And Financial Stability Risks. *Global Financial Stability Report: Transition Challenges To Stability*. Chapter 3

Międzynarodowy Fundusz Walutowy MFW (2014) Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking—Curbing Excess While Promoting Growth, *Global Financial Stability Report*, Chapter 2.

Perotti E. (2012). The Roots of Shadow Banking, Bank of England.

Pozsar Z. Adrian T. , Ashcraft A. , Boesky H., (2010) Shadow Banking, *FRBNY Staff Report*, 458, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1640545>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1645337>

Pozsar Z., (2008), The Rise and Fall of the Shadow Banking System, Moody’s Analytics, Inc. <https://www.economy.com/sbs>, (12.11.2014)

Ricks M. (2012). Reforming the Short-Term Funding Markets, *SSRN Electronic Journal* <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2062334>

Roubini N., Mihm S. (2010) *Crisis Economics, A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Books Ltd, London.

Shadow Banking: A Forward-Looking Framework for Effective Policy(2012). *Institute of International Finance*, Washington DC

Singh M., Aitken J.(2010). The (Sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System, *IMF Working Paper* 10(172). <http://dx.doi.org/10.5089/9781455201839.001>

Singh M., Stella P.(2012). Money and Collateral, *IMF Working Paper* 12(95). <http://dx.doi.org/10.5089/9781475502855.001>

Singh M.,(2011). Velocity of Pledged Collateral: Analysis and Implications, *IMF Working Paper*, 11(256). <http://dx.doi.org/10.5089/9781463923952.001>

Solarz J.K. (2014). *Shadow banking. Systemowa innowacja finansowa*, Studia i monografie, Społeczna Akademia Nauk, Łódź- Warszawa.

Stein J.C., (2010) Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility, *Dedalus*, 139(4), http://dx.doi.org/10.1162/DAED_a_00041

Stein J.C.,(2012). Monetary Policy as Financial Stability Regulation, *Quarterly Journal of Economics*, 127(1). <http://dx.doi.org/10.1093/qje/qjr054>

Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking (2012). Consultative Document Financial Stability Board,

Strongy internetowe:

The Royal Bank of Scotland (RBS) (2014).The Revolver, Macro Credit Research.

The Shadow Banking Index: Shedding Light on Banking's Shadows. (2012) *Deloitte Center for Financial Services*.

TheCityUK (2013). Alternative Finance For Small And Mid-Market Companies.

Tradingeconomics, <http://ieconomics.com/loan>

Tuckman B. (2010). Amending Safe Harbors to Reduce Systemic Risk in OTC Derivatives Market. New York: Centre for Financial Stability.

Twilight of the gods, Special report: International banking (2013), *The Economist*, May 9th 2013, <http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2013/05/special-report-international-banking> (20.03.2015)

Wardrop R., Zhang B., Rau R., Gray M. (2015).Moving Mainstream.The European Alternative Finance Benchmarking Report. University of Cambridge