



Aneta Ewa Waszkiewicz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Gospodarki Światowej
Katedra Finansów Międzynarodowych
awaszkie@sgh.waw.pl

BANKOWOŚĆ CIENIA NA RYNKU EUROPEJSKIM

Streszczenie: W międzynarodowej ocenie shadow banking było wskazane jako zjawisko powstałe poza systemem bankowym, które w swoich rozmiarach znacząco przekracza bankowość uregulowaną, a tym samym stanowi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego. Aktywa shadow bankingu w USA dwukrotnie przekroczyły aktywa sektora bankowego, a w Europie stanowiły 30% rynku. Ze względu na rozmiar, ale też brak unormowania prawnego, shadow banking uznano za jedną z podstawowych przyczyn ostatniego kryzysu finansowego, a regulatorzy wskazywali na konieczność jego ograniczenia. W niniejszym opracowaniu podjęto się próby wykazania, w przeciwieństwie do głównego nurtu debaty dotyczącej shadow bankingu, że jest to integralna i potrzebna część systemu bankowego. Na podstawie analizy działań EBC w celu przeciwdziałania kryzysowi starano się także wykazać, że to właśnie narzędzia i instytucje shadow bankingu będą w przyszłości wspierać rozwój akcji kredytowej w Europie, a tym samym przyczynią się do rozwoju gospodarczego.

Słowa kluczowe: shadow banking, system bankowy, sekurytyzacja, Europejski Bank Centralny.

Wprowadzenie

Zjawisko shadow banking¹ pojawiło się w USA na przełomie lat 80. i 90. XX w., kiedy to banki zaczęły poszukiwać nowych źródeł dochodów. Zarówno regulatorzy rynków, jak i sam nadzór nie traktowali wówczas nowych mechani-

¹ W niniejszym opracowaniu będzie stosowany angielski zwrot, ze względu na fakt, iż polskie tłumaczenie – „bankowość cienia” czy „bankowość w cieniu” nie przyjęły się ani w literaturze przedmiotu, ani też praktyce gospodarczej. Oczywiście terminy mogą być stosowane wymiennie.

zmów jako „bankowości cienia”, ale naturalny rozwój sektora bankowego, w powiązaniu z pojawiającymi się innowacjami finansowymi. Podejście do szybko rozwijającego się zjawiska zmienił kryzys finansowy z 2007 r. i shadow banking uznano za podstawową przyczynę kryzysu. Stąd też szukając sposobów na łagodzenie skutków kryzysu, podjęto wiele działań zmierzających do ograniczenia shadow banking, chociażby poprzez silne uregulowanie.

W niniejszym opracowaniu podjęto się zadania odmiennego od głównego, krytycznego nurtu oceny shadow banking, wskazując na konieczność wspierania jego dalszego rozwoju. Powodów takiego podejścia należy szukać przede wszystkim w ocenie otoczenia makroekonomicznego, stąd też celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy shadow banking może być wykorzystywany jako narzędzie wspierające walkę z kryzysem, a tym samym służące rozwojowi gospodarczemu. Za tezę przyjęto stwierdzenie, że uregulowanie shadow banking nie powinno zmierzać w kierunku likwidacji instytucji czy mechanizmów, ale wspierania ich stabilnego rozwoju. Instytucje i działania shadow banking mogą i powinny pełnić istotną rolę w finansowaniu sfery realnej, zwłaszcza w okresie pokryzysowym, kiedy to sektor bankowy skupia się na utrzymywaniu własnej płynności ograniczając tym samym dostępność kredytową dla segmentu MSP².

Niniejszy artykuł dotyczy analizy shadow banking na rynku europejskim, ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro i działań podejmowanych przez poszczególne rządy jak i Europejski Bank Centralny. Wynika to z faktu, że Europę dotknęła tzw. druga fala kryzysu, czyli kryzys zadłużeniowy i to prezes EBC wskazuje na wykorzystanie elementów shadow banking do wspierania rozwoju gospodarczego strefy euro.

Artykuł rozpoczyna krótka analiza przyczyn kryzysu w Europie, przede wszystkim w strefie euro i działań, jakie podejmował Europejski Bank Centralny w celu łagodzenia jego skutków i wspierania rynku kredytowego. Kolejny punkt stanowi niejako odpowiedź na pytanie, czy takie działania były skuteczne, w szczególności w zakresie pobudzenia wzrostu gospodarczego w strefie euro. Następnie na tym tle przedstawiono shadow banking jako alternatywne rozwiązanie swoistych problemów w Europie.

Należy jednak zauważyć, że zjawisko shadow banking ze względu na różnorodność instytucji i sposobu pomiaru wymaga znacznie szerszej analizy. W niniejszym artykule celem było jedynie wskazanie możliwości, jakie daje system shadow banking, stąd analizy w tym obszarze zostały zawężone.

² MSP – sektor małych i średnich przedsiębiorstw.

1. Kryzys finansowy 2007 – sposoby łagodzenia skutków kryzysu w Europie

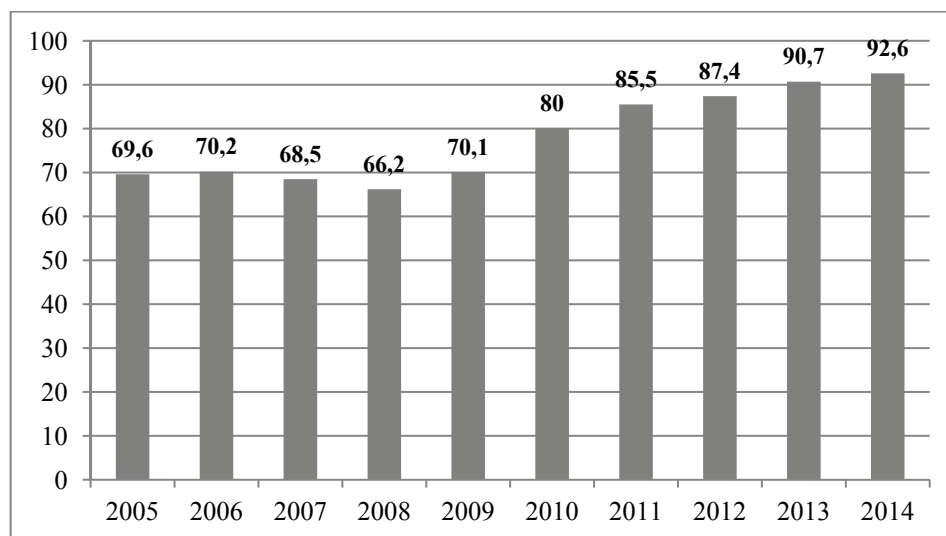
Przyczyn ostatniego kryzysu w literaturze przedmiotu wskazuje się wiele, ale warto podkreślić, że co do kilku z nich występuje określona zbieżność. Jeżeli chodzi o amerykański rynek finansowy, są to przede wszystkim – niewłaściwa polityka pieniężna prowadzona w latach 2000-2006, realizująca raczej cele polityczne niż ekonomiczne, brak odpowiednich działań nadzoru finansowego identyfikujących i ograniczających ryzyko na rynkach finansowych oraz niekontrolowany dynamiczny rozwój sekurytyzacji i arbitrażu regulacyjnego.

W Europie najbardziej dotknięte kryzysem zostały kraje południa tzw. PIIGS³, ale też Islandia, Wielka Brytania czy Holandia. Przyczyny powstania kryzysu we wskazanych krajach są odmienne. Wynikają albo ze zmiany polityki gospodarczej z eksportowej na wspierającą popyt wewnętrzny głównie poprzez rozwój akcji kredytowej na rynku nieruchomości (Irlandia, Hiszpania), z braku polityki strategicznego rozwoju a jedynie nastawienia na krótkoterminowy wzrost (Portugalia), czy jak w przypadku Grecji wielu nieprawidłowości w polityce gospodarczej, ukrywania narastającego deficytu budżetowego i zadłużenia. Z kolei Holandia, Islandia i Wielka Brytania ucierpiały głównie na skutek przejścia amerykańskiego modelu sekurytyzacji, w tym sekurytyzacji hipotecznej, bez właściwej oceny poziomu ryzyka nabywanych instrumentów inwestycyjnych.

Oslabienie systemu finansowego na niespotykaną od lat 30. XX w. skalę wymagało interwencji państwa i banków centralnych. Skupiono się przede wszystkim na ratowaniu sektora bankowego, wykorzystując standardowe metody, jak: zwiększenie kwoty gwarantowania depozytów, udzielanie gwarancji, nabywanie aktywów bankowych, dokapitalizowanie banków, czy wreszcie nacjonalizacja instytucji monetarnych⁴. Wszystkie te kroki prowadziły do wzrostu deficytów budżetowych i zadłużenia poszczególnych krajów, a w konsekwencji całej strefy euro. W 2008 r. wartość długu publicznego jako procent PKB dla strefy euro wynosiła 66,2%, a już dwa lata później 80%. Proces zwiększania zadłużenia wciąż narastał przyjmując w 2013 r. wartość 92,6% PKB (rysunek 1).

³ Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain (PIIGS), odmienny idiom stosuje Bank Rozrachunków Międzynarodowych – BIS (2012) – wskazując, że są to kraje GIIPS.

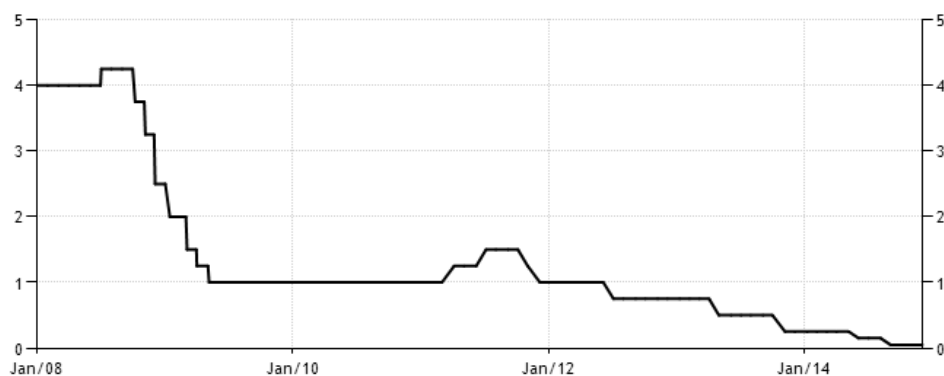
⁴ Np. w 2008 r. Niemcy dokapitalizowały Hypo Real Estate, otwierając linię kredytową o wartości 35 mld EU, Belgia Holandia i Luksemburg znacjonalizowały grupę bankową Fortis – wsparcie kwotą 11 mld EUR. W październiku 2008 r. ministrowie finansów UE zwiększyli gwarancję depozytów z 20 tys. EUR do 100 tys. EUR.



Rys. 1. Wartość zadłużenia publicznego strefy euro w stosunku do PKB (%)

Źródło: [www 4; www 5].

Europejski Bank Centralny w walce z kryzysem w strefie euro początkowo przyjął standardowe działania antykryzysowe, czyli rozpoczął obniżki stóp procentowych z poziomu 4,75% jeszcze w lipcu 2008 r. do 2,5% w grudniu tego samego roku. W maju 2009 r. stopa procentowa została obniżona do poziomu 1%, a we wrześniu 2014 r. wyznaczona została na najniższy w historii poziom, tj. 0,05% (rysunek 2).



*Jan (January – styczeń).

Rys. 2. Poziom stopy procentowej EBC w latach 2008-2014

Źródło: [www 6].

Przyjęte przez EBC działania w ramach obniżki stóp procentowych nie przyniosły oczekiwanych rezultatów i nie ograniczyły niestabilności na rynkach finansowych. Rentowności obligacji krajów PIIGS sięgały do poziomów do tej pory nienotowanych w strefie euro, banki wciąż miały problemy z płynnością, a gospodarka coraz bardziej zmierzała w kierunku recesji. Stąd też EBC przyjmował kolejno niestandardowe działania wspierające sektor bankowy.

Jeszcze w maju 2009 r. podjęto decyzję o uruchomieniu programu zakupu zabezpieczonych obligacji (Covered Bond Purchase Programme) jako środka tymczasowy na okres jednego roku z kwotą w wysokości 60 mld EUR. Drugi taki program (CBPP2), w wysokości 40 mld EUR został wprowadzony w listopadzie 2011 r. Celem obu programów było łagodzenie warunków kredytowych i podtrzymanie, a następnie zwiększanie akcji kredytowej na rzecz sektora niefinansowego [Decyzja EBC 2011].

Kolejnym niestandardowym narzędziem zastosowanym przez EBC, mającym łagodzić nastroje na rynkach finansowych, była interwencja na rynku długu w ramach programu Securities Markets Programme (SMP) w maju 2010 r. [Decyzja EBC 2010]. W ramach programu skupione zostały obligacje krajów PIIGS⁵.

W grudniu 2011 r. EBC sięgnął po trzyletnie operacje LTRO (Longer Term Refinancing Operations)⁶, które podobnie jak powyższe programy miały za zadanie dostarczenie płynności do sektora bankowego, a tym samym podtrzymanie działalności kredytowej [www 1]. Kolejny, trzyletni program LTRO został wprowadzony w marcu 2012 r. Jak się okazało, zainteresowanie tanimi pożyczkami ze strony banków było znacznie większe, niż sugerowali analitycy EBC. W grudniu 2011 r. do przetargu przystąpiły 523 europejskie banki i pożyczyły od EBC 489 mld EUR, na trzy lata po koszcie 1% rocznie. W ramach drugiej rundy LTRO po tani pieniądź zgłosiło się 800 banków z zapotrzebowaniem na 529 mld EUR.

We wrześniu 2012 r. EBC podjął decyzję o nieograniczonym skupie obligacji skarbowych na rynkach wtórnych, czyli Outright Monetary Transactions (OMT, bezwarunkowe transakcje monetarne) na skutek pogarszającej się sytuacji w hiszpańskim sektorze bankowym⁷ i rosnących rentowności 10-letnich

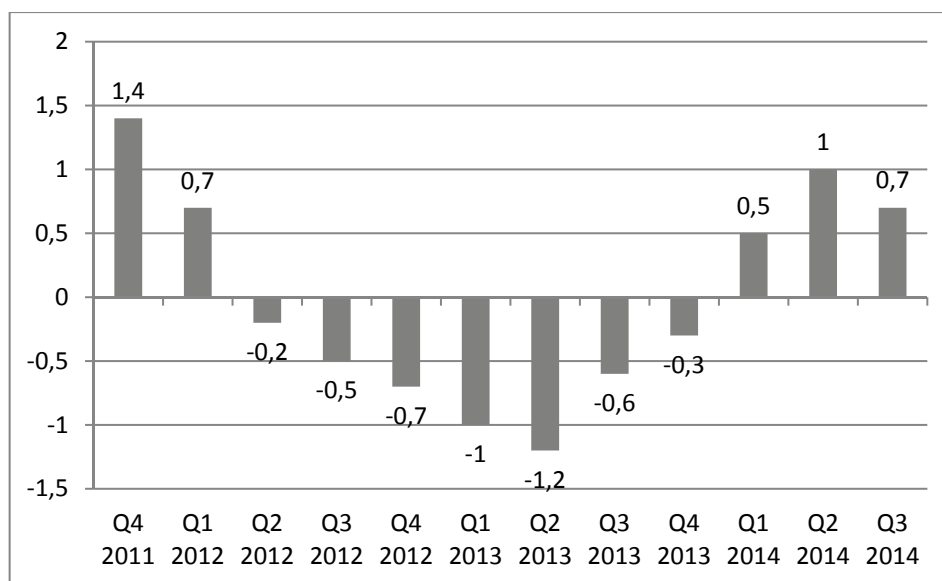
⁵ Tego rodzaju zabieg pozwolił na ograniczenie kosztów obsługi długu jednocześnie wprowadzając na rynki, krótkotrwałą niestety, stabilizację w zakresie oprocentowania tych papierów jako miary ryzyka.

⁶ Tego rodzaju operacje, jednakże na znacznie krótsze okresy (3 miesiące i 12 miesięcy) były realizowane przez EBC od 2007 r.

⁷ 9 maja 2012 r. hiszpański rząd przejął 45% akcji czwartego co do wielkości banku w tym kraju – Bankia, i ogłoszono reformę banków Hiszpanii; 25.06.2012 r. rząd hiszpański zwrócił się do krajów strefy euro o wsparcie finansowe, a w lipcu Eurogrupa (ministrowie finansów państw strefy euro) zgodzili się na pomoc finansową dla hiszpańskich banków w wysokości 100 mld euro.

obligacji skarbowych Włoch⁸. Skup miał obejmować obligacje rządowe o zapadalności od 1-3 lat, bez limitów ilościowych w ramach programu.

Wskazane programy miały przede wszystkim dostarczenie bankom taniego pieniądza na spłatę zobowiązań, jak również pobudzenie akcji kredytowej do sfery realnej. Tak się jednak nie stało. Po pierwsze, banki pozyskując pieniądź oprocentowany na 1%, zakupiły obligacje rządowe o podobnym okresie zapadalności z oprocentowaniem poziomie 2-5%, tym samym zatrzymując pieniądź w sektorze finansowym. Po drugie, zapotrzebowanie płynnościowe banków było znacznie większe, niż rzeczywiście było to konieczne, zatem banki zmuszone były do odsprzedaży nadwyżek, czy też ponownego składania depozytów w EBC. Analiza inwestorów obligacji rządowych strefy euro prowadzona przez EBC wyraźnie wskazuje, że w momencie uruchamiania programów płynnościowych banki znacząco zwiększały swój udział na rynku obligacji, a wycofywały się z niego wraz z wygaszaniem wsparcia finansowego [Cour-Thimann i Winkler, 2013; Winkler, 2014]. Tymczasem roczna stopa wzrostu PKB dla strefy euro w latach 2011-2013 przyjmowała wartości ujemne, z kolei strumienie pożyczkowe skierowane do sektora niefinansowego w analogicznym okresie malały (rysunek 3 i 4).



Q – kwartał

Rys. 3. Roczna stopa wzrostu PKB w strefie euro (%)

Źródło: [www 3].

⁸ Wartości rentowności obligacji rosły odpowiednio: marzec 2012 r. – 5,198%, czerwiec, 5,921%, sierpień 2012 r. – 6,065%.



Jan (January – styczeń).

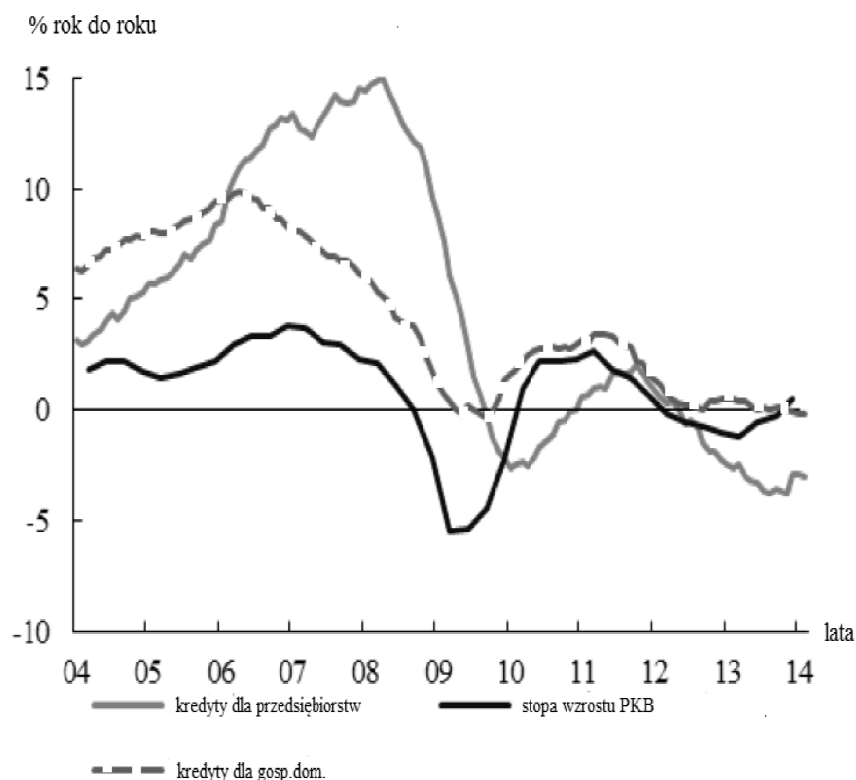
Rys. 4. Wartość pożyczek dla sektora niefinansowego w strefie euro w mln EUR

Źródło: [www 6].

Podsumowując, należy stwierdzić, że stosowane przez EBC instrumenty, mimo że stabilizowały rynki długu, wzmacniały bilanse banków, czy umacniały pozycje reformujących się państw jak chociażby Irlandii, to jednak nie przyniosły oczekiwanych rezultatów w zakresie wzrostu gospodarczego poprzez wzrost akcji kredytowej. Zmusza to więc do ponownej rewizji dostępnych i stosowanych narzędzi.

2. Rynek kredytowy w strefie euro w czasie kryzysu

W Europie kredyt bankowy jest najważniejszym źródłem finansowania, stąd wydawałoby się, że zmiany w otoczeniu zewnętrznym jak znaczące obniżki stóp procentowych, dostępność kapitału, czy stabilizacja na rynku długu skłonią banki do rozwoju akcji kredytowej dla sektora niefinansowego. Tymczasem obecnie w Europie obserwowane jest opóźnienie cyklu kredytowego sektora niefinansowego w stosunku do cyklu rozwoju gospodarczego, oczywiście w zróżnicowanym stopniu w zależności od kraju. Jest to niepokojące, bowiem przyrost kredytów dla sektora niefinansowego jest znacznie słabszy niż w czasie recesji w 2009 r., chociaż recesja w latach 2012-2013 była łagodniejsza (rysunek 5).



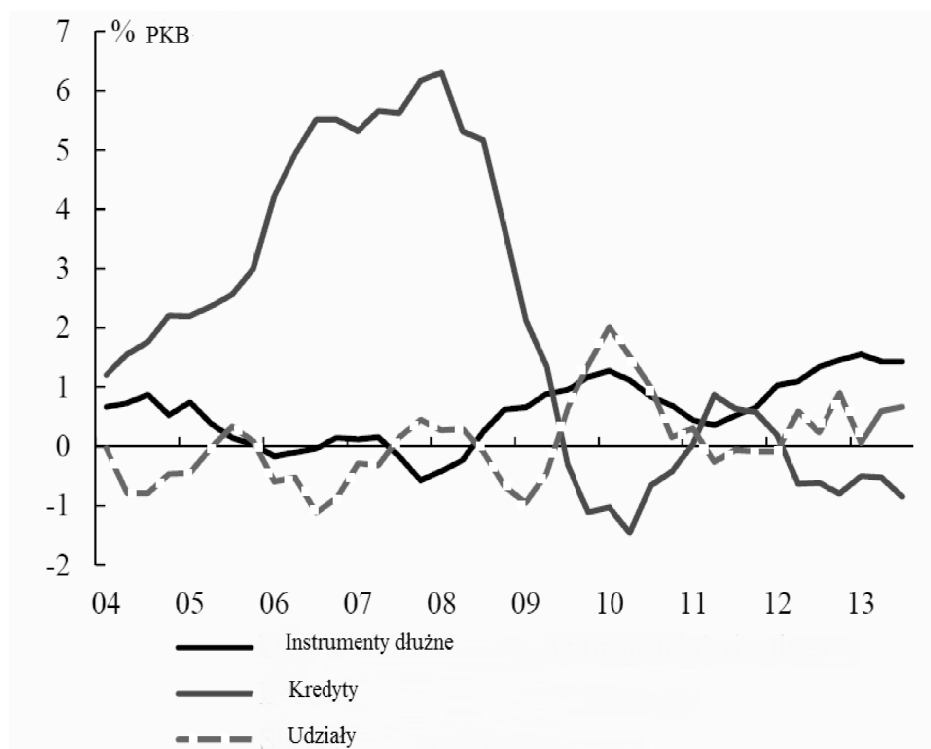
Rys. 5. Cykl gospodarczy i kredytowy w strefie euro

Źródło: Economic Brief [2014, s. 2].

Warto także zauważyć, że cykl kredytowy dla sektora gospodarstw domowych jest silniej skorelowany z PKB niż dla sektora przedsiębiorstw, co rodzi obawy o stymulowanie wzrostu gospodarczego. Komisja Europejska w swoich analizach co prawda zauważa niechęć banków do udzielania kredytów, ale jednocześnie wskazuje na określone przyczyny. Są nimi:

- rosnący udział niespłaconych kredytów, szczególnie w krajach południa, choć w Niemczech i Francji tendencja jest spadkowa [European Economic Forecast, 2014], czy
- konieczność zmniejszania dźwigni, czyli relacji aktywów do kapitału, co wymuszają stress testy i nowe regulacje.

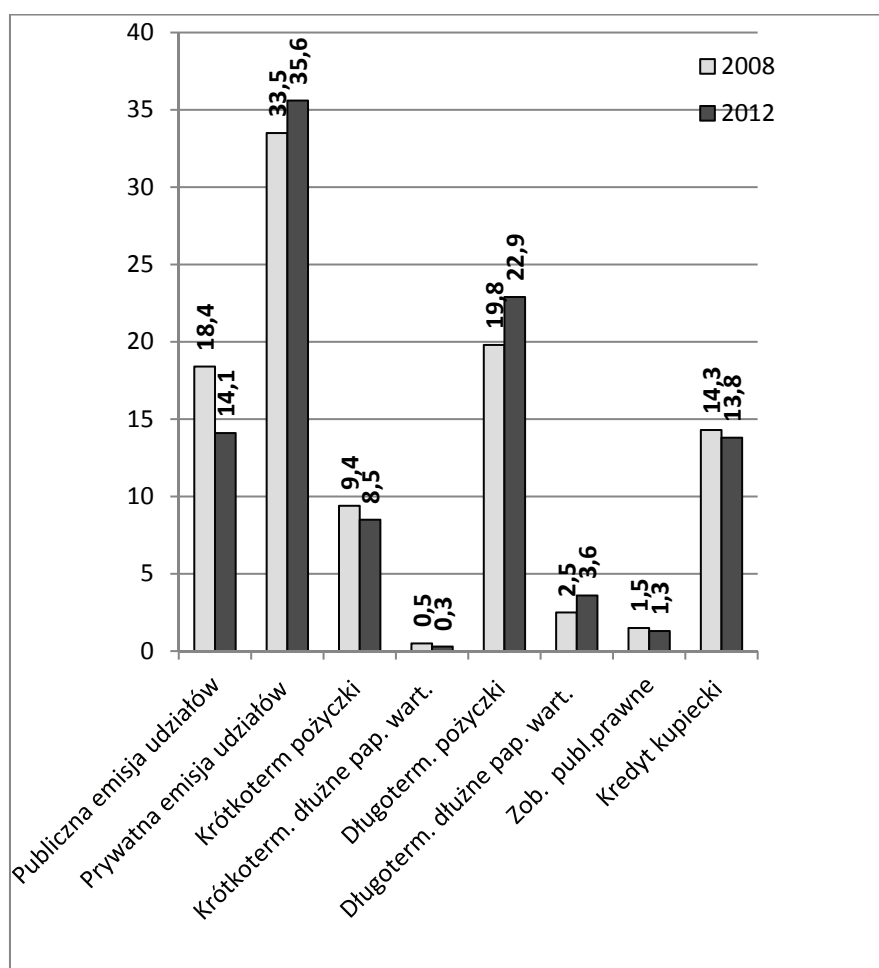
Jednakże, jak już wykazano, podstawową przyczyną takiej sytuacji jest odmienne od kredytów źródło dochodów, za to przy znacznie mniejszym ryzyku. Sytuacja taka niejako zmusza przedsiębiorstwa do poszukiwania innych źródeł finansowania.



Rys. 6. Przepływy netto funduszy do sektora niefinansowego w strefie euro jako % PKB

Źródło: European Economic Forecast [2014, s. 32].

Jak przedstawiono na rysunku 6, od 2008 r. następuje wzrost znaczenia finansowania na rynku instrumentów dłużnych i udziałowych. Warto jednak podkreślić, że tego rodzaju finansowanie jest niedostępne dla szerokiego sektora MSP, stąd aby uzupełnić lukę kredytową, przeprowadzają one prywatne emisje akcji, sięgają po kredyt kupiecki lub zaciągają długoterminowe pożyczki (rysunek 7).

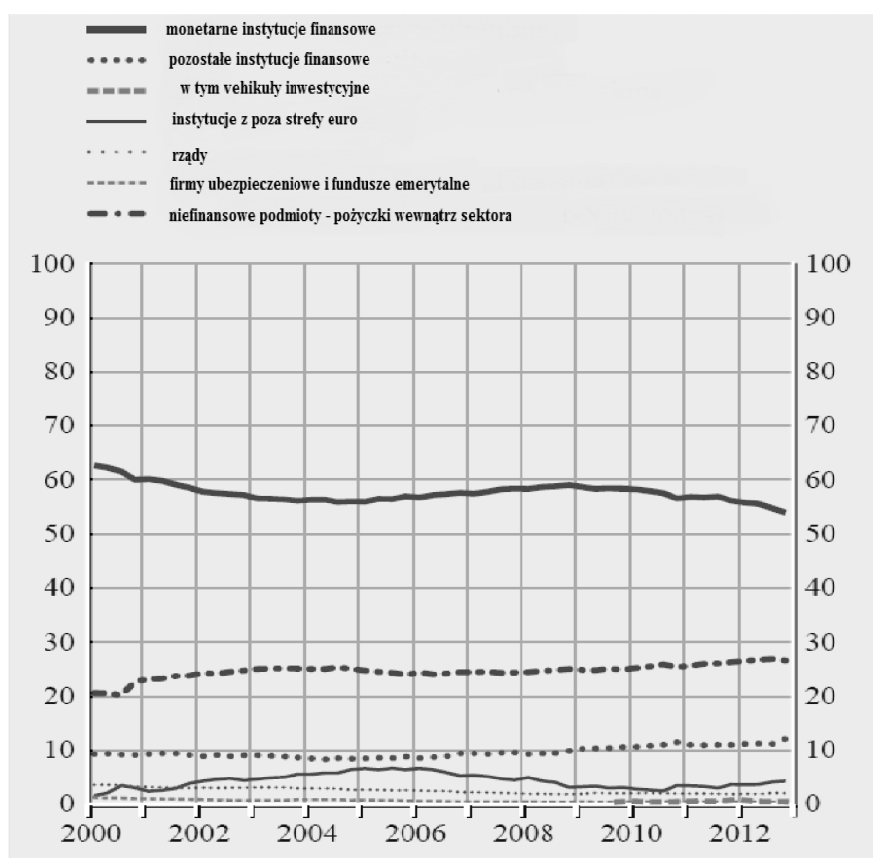


Rys. 7. Struktura kapitału przedsiębiorstw sektora niefinansowego w strefie euro w latach 2008, 2012 (%).

Źródło: Structural Issues Report [2013, s. 15].

Warto podkreślić, że pożyczki coraz częściej zaciągane są poza sektorem bankowym, a znaczenie właśnie niebankowych instytucji finansowych na rynku kredytowym rośnie systematycznie od 2000 r., choć istotny wzrost można odnotować dopiero w okresie kryzysowym. W 2007 r. podmioty te stanowiły 8% udziału w rynku kredytów, a w 2012 r. już 12,4 %⁹ i jak podkreśla EBC, to właśnie pożyczki z tego rodzaju instytucji wspierają i będą wspierać słabnący rynek kredytowy monetarnych instytucji finansowych.

⁹ Do niebankowych instytucji finansowych zalicza się tutaj firmy leasingowe, wehikuly inwestycyjne, sekurytyzacje spółki specjalnego przeznaczenia.



Rys. 8. Udział pożyczek sektora niefinansowego w całości rynku kredytowego w strefie euro (%)

Źródło: Structural Issues Report [2013, s. 26].

Należy stwierdzić, że kredyt bankowy nie będzie stymulatorem wzrostu gospodarczego w przyszłym roku (2015 r. – przypis red.), a spodziewane przyspieszenie inwestycji, będzie wynikało ze wzrostu finansowania poza sektorem bankowym. Zatem można spodziewać się dalszego wzrostu znaczenia niebankowych instytucji finansowych. Ponadto zapowiedzi M. Draghi o skupie ABS-ów¹⁰, czyli sekurytyzacyjnych papierów wartościowych, sugerują, że to właśnie mechanizmy i instytucje shadow banking będą stymulowały akcję kredytową w strefie euro.

¹⁰ ABS – Asset Backed Securities, papiery wartościowe wyemitowane w oparciu o inne aktywa, w tym wypadku chodzi o kredyty dla sektora MSP. Płatności wynikające ze spłaty zadłużenia kredytowego będą w ramach procesu sekurytyzacji przekazywane na spłatę obligacji ABS, wyemitowanych właśnie w oparciu o wskazane kredyty. Zachętą, zarówno do udzielania kredytów, jak i emisji ABS, ma być właśnie wykup tego rodzaju instrumentów przez EBC.

3. Shadow banking definicja, pomiar i znaczenie

Najbardziej rozpowszechnioną definicją shadow bankingu jest ta, zaproponowana przez FSB¹¹, a następnie przyjęta przez Komisję Europejską w Zielonej Księdze z 2012 r., mówiąca, że shadow banking, to system pośrednictwa kredytowego, który obejmuje podmioty i działania poza tradycyjnym systemem bankowym [Financial Stability Board, 2011; European Commission Green Paper, 2012].

Warto jednak zauważyć, że choć często jest przytaczana, to definicja FSB spotkała się z dość krytycznym przyjęciem [Claessens i in., 2012], bowiem jest na tyle szeroka, że uniemożliwiała precyzyjną weryfikację instytucji shadow banking. Stąd też KE doprecyzowała pojęcie, wskazując na określone podmioty i działania. Do podmiotów shadow bankingu zalicza się: podmioty specjalnego przeznaczenia¹², fundusze rynku pieniężnego (MMF), fundusze inwestycyjne i hedgingowe, firmy pośrednictwa finansowego, firmy pożyczkowe GSE (*government sponsored enterprises*), zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji, a nawet banki inwestycyjne, czy hipoteczne. Wskazane instytucje zajmują się: transformacją terminów, transformacją kredytową i płynności, bez udziału banku centralnego i publicznego systemu gwarantowania depozytów, a realizacja tych działań odbywa się poprzez sekurytyzację oraz mechanizm finansowania zabezpieczonego określonymi rodzajami aktywów jak operacje repo i działalność funduszy rynku pieniężnego [European Commission Green Paper 2012; Pozsar i in. 2010, 2012; Bernanke i Sage, 2012; Gorton i Metrick, 2010].

Warto jednak zaznaczyć, że większość ze wskazanych podmiotów jak i mechanizmów do czasu kryzysu skutecznie uczestniczyło w systemie pośrednictwa finansowego. Tym, co odróżnia shadow banking w negatywnym kontekście, jest zdaniem A. Turnera [www 2] rozciągnięcie procesu transformacji i terminów płynności na wiele podmiotów, tworząc specyficzny łańcuch pośrednictwa¹³. Rodzi to określone ryzyka dla stabilności finansowej, bowiem większość podmiotów w tym łańcuchu działa w sferze nieuregulowanej lub uregulowanej tylko w niewielkim stopniu, co znacząco ogranicza kontrolę nadzoru finansowego.

¹¹ *Financial Stability Board* (FSB) – Rada Stabilności Finansowej (FSB) – instytucja powstała w 2009 r., wspiera i koordynuje działania największych krajowych organów finansowych na szczeblu międzynarodowym.

¹² Podmioty takie dokonują transformacji terminów zapadalności lub transformacji płynności, np. spółki sekurytyzacyjne, takie jak spółki do celów programu ABCP, celowe spółki inwestycyjne (Special Investment Vehicles – SIV) oraz pozostałe spółki celowe (Special Purpose Vehicles – SPV).

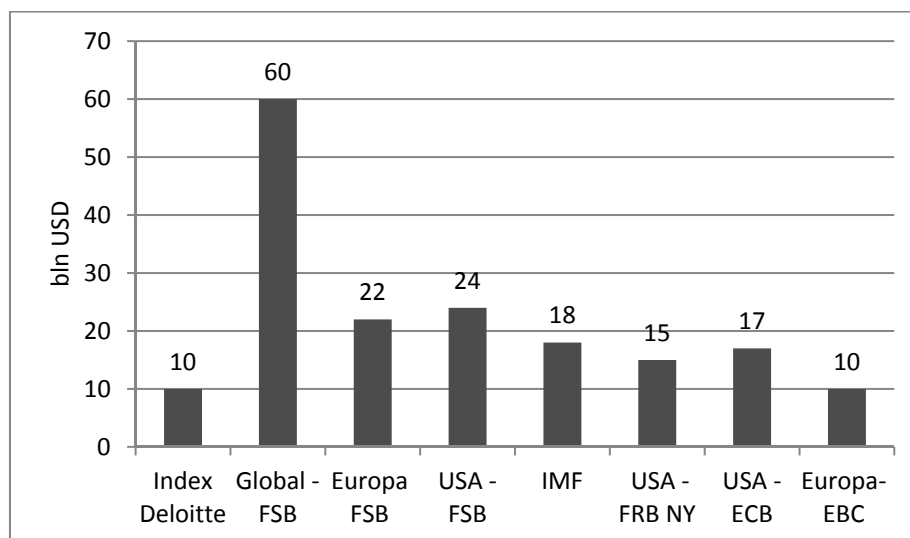
¹³ Łańcuch pośrednictwa oznacza powiązanie kilku podmiotów obracających tym samym portfelem aktywów. Przykładowo, kredyt bankowy jako portfel kredytowy stanowił zabezpieczenie dla emisji ABS, zorganizowanej przez SPV. Takie ABS-y z kolei stanowiły zabezpieczenie dla emisji instrumentów CDO (kolejny podmiot SPV). CDO stanowiły zabezpieczenie dla emisji kolejnych instrumentów CDO2.

Należy jednak podkreślić, że ograniczony zakres regulacji nie oznacza, że podmioty czy wskazane mechanizmy shadow bankingu są nadmiernie narażone na ryzyko. Sam proces sekurytyzacji przez kilkanaście lat działał bez zarzutu, wspierając rynek kredytów hipotecznych i konsumpcyjnych. Podstawowe założenia sekurytyzacji również nie budziły wątpliwości w kontekście zagrożenia dla stabilności systemu finansowego.

Kryzys z 2007 r. ujawnił jednak, że wszystkie założenia dotyczące procesu sekurytyzacji i właściwie na wszystkich etapach zostały wypaczone. Począwszy od portfeli aktywów, które w znacznej mierze składały się z kredytów subprime, przez tworzenie spółek celowych w odmiennych jurysdykcjach przez co poza kontrolą nadzoru finansowego, poprzez działania agencji ratingowych, które handlowały ratingami, aż w końcu po informacje trafiające do inwestorów, którzy nie byli w stanie właściwie ocenić ryzyka, ponieważ sekurytyzacja została powtórzona co najmniej kilka razy (łańcuch sekurytyzacji). Nie sam proces sekurytyzacji jako element shadow bankingu stanowił zatem przyczynę kryzysu, ale arbitraż regulacyjny stosowany przez banki, przy wykorzystaniu procesu sekurytyzacji, ale też cichej akceptacji nadzoru finansowego i wiary w skuteczność mechanizmów rynkowych.

To, co rodziło dodatkowo ryzyko systemowe, to silne powiązanie sektora bankowego z instytucjami shadow bankingu przy bardzo dużej dynamice wzrostu tego ostatniego. Warto jednak zaznaczyć, że ze względu na brak wymogu informacyjnego ze strony instytucji shadow bankingu oszacowanie jego wielkości było i nadal jest utrudnione. Rysunek 9 przedstawia zestawienie miar shadow bankingu dla USA, Europy i w ujęciu globalnym, przy czym należy zauważyć, iż pomimo przyjęcia jednolitego okresu, miary te się różnią, co wynika z odmiennych komponentów systemu shadow banking – np. Indeks Deloitte nie zawiera aktywów funduszy hedgingowych, z kolei miara przyjęta przez FSB szeroko definiuje shadow banking jako grupę pośredników kredytowych.

Europejski Bank Centralny w celu zobrazowania skali zjawiska dokonuje porównania rozwoju obu systemów zarówno w USA, jak i w Europie. Należy zauważyć, że rozmiary amerykańskiego shadow bankingu w 2007 r. dwukrotnie przekroczyły wartość operacji na rachunkach sektora bankowego. Stąd też siła kryzysu finansowego, którego źródła upatruje się w niekontrolowanym rozwoju shadow bankingu, była niemal porażająca dla całego sektora finansowego, ponieważ sektor bankowy był ściśle powiązany z bankowością cienia.



* FSB – według Financial Stability Board.

** według Federal Reserve Bank of New York.

Rys. 9. Rozmiary shadow banking w 2010 w bln USD

Źródło: Deloitte [2012].

Tabela 1. Aktywa instytucji finansowych w strefie euro

	4Q 2003		2Q 2007		1Q 2010		2Q 2012	
	bln EUR	udział %	bln EUR	udział %	bln EUR	udział %	bln EUR	udział %
Banki	18,1	58,6	25,6	55,9	28,3	56,3	29,3	55,2
Shadow banking w tym:	5,1	16,4	8,5	18,6	10,1	20,1	10,8	20,3
fundusze rynku pieniężnego	0,9	2,8	1,2	2,6	1,2	2,4	1,0	1,9
wehikuly inwestycyjne					2,3	4,6	2,1	4,1
inni pośrednicy shadow banking	4,2	13,6	7,3	16,0	6,6	13,1	7,6	14,4
Fundusze inwestycyjne	3,3	10,7	5,5	12,1	5,2	10,4	5,9	11,2
Firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	4,4	14,3	6,1	13,4	6,6	13,1	7,0	13,3
Całkowite aktywa instytucji finansowych	30,8	100,0	45,7	100,0	50,1	100,0	53,0	100,0

Źródło: ECB Monthly Bulletin [2013].

Z kolei w strefie euro aktywa instytucji shadow banking w 2003 r. stanowiły 16% całego sektora finansowego, a w 2012 r. już ponad 20%, przy malejącym udziale aktywów sektora bankowego (tabela1) [ECB Monthly Bulletin, 2013].

4. Shadow banking wychodzi z cienia

Zestawiając zatem dwa analizowane obszary, tj. wsparcie sektora bankowego przez EBC w celu pobudzenia akcji kredytowej, a co za tym idzie rozwoju gospodarczego z rozwojem shadow banking, należy się zastanowić, czy shadow banking może przyczynić się do rozwiązania problemów strefy euro. Już tegoroczne zapowiedzi prezesa EBC, Mario Draghiego wskazują właśnie na ten kierunek.

W kwietniu 2014 r., poinformował on, że w przypadku przedłużającego się okresu zbyt niskiej inflacji w strefie euro, EBC nie wyklucza możliwości zastosowania nieortodoksyjnych narzędzi polityki pieniężnej. Dodatkowo EBC zamierza wprowadzić w latach 2014-2016 program ukierunkowanych długoterminowych operacji refinansujących¹⁴, mających na celu wsparcie akcji kredytowej dla sektora niefinansowego w strefie euro, a także intensyfikuje prace nad programem bezpośredniego skupu ABS. Wskazana wypowiedź może być sygnałem do rozpoczęcia przez banki procesu sekurytyzacji pożyczek sektora MSP. Banki z zapewnieniem odkupu ABS-ów przez EBC mogą zacząć udzielać kredytów dla sektora MSP, budować z tego homogeniczne portfele, przeprowadzać sekurytyzacje, a ostatecznym inwestorem będzie właśnie bank centralny. Niektóre z europejskich banków dostrzegły już możliwości tkwiące w sekurytyzacji i rozpoczęły przeprowadzanie tego procesu właśnie dla sektora MSP.

W 2012 r. w Wielkiej Brytanii Lloyds Banking Group przeprowadził sekurytyzację pożyczek sektora MSP o wartości 1,47 mld GBP. Program o nazwie Sandown Gold 2012 wydzielił portfel niemalże 10 tys. pożyczek skierowanych do ponad 8 tys. przedsiębiorstw. Portfel aktywów został podzielony na 5 transz, przy czym 90% pożyczek zostało zabezpieczone na nieruchomościach należących do przedsiębiorstw [TheCityUK, 2013].

W 2013 r. z inicjatywy rządu Francji i stowarzyszenia instytucji ubezpieczeniowych Fédération Française des Sociétés d'Assurance (FFSA) powstał fundusz NOVO mający na celu finansowanie sektora MSP przy wykorzystaniu mechanizmu sekurytyzacji French Fonds Commun de Titrisation (FCT). Portfel bazowy składał się z pożyczek o wartości od 10 do 50 mln euro skierowanych do 40 przedsiębiorstw. W odróżnieniu od zwyczajowo przyjętego mechanizmu

¹⁴ Operacje TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) wprowadzono we wrześniu 2014.

sekurytyzacji emisja instrumentów finansowych nie była transzowana, a inwestorzy, którymi były instytucje ubezpieczeniowe, otrzymywali proporcjonalny udział w funduszu.

Wskazane przykłady przedstawiają istniejące możliwości na rynku i fakt, iż mechanizmy shadow banking nie muszą prowadzić do kryzysu, a przeciwnie, wspierać rozwój gospodarczy. Oczywiście wymaga to określonego unormowania i kontroli jakości i nawet jeżeli ograniczy to dostęp wybranych podmiotów do systemu shadow banking, to zwiększy stabilność systemu finansowego.

Podsumowanie

Analiza działań EBC podjętych na skutek kryzysu finansowego, a mających na celu ratowanie sektora bankowego, w konsekwencji powrót na ścieżkę rozwoju, pozwalają stwierdzić, że dotychczasowe narzędzia nie przyniosły oczekiwanych rezultatów. Chociaż jako przyczynę kryzysu wskazuje się shadow banking, to coraz częściej także właśnie bankowość cienia rozpatrywana jest jako instrument umożliwiający wsparcie akcji kredytowej w strefie euro. Jeszcze w 2012 r. FSB analizując istotę shadow banking, podkreślał jego istotną rolę jako alternatywnego źródła finansowania i płynności dla sfery realnej, a Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego wskazywała bezpośrednio na sekurytyzację jako instrument służący pobudzeniu akcji kredytowej w Europie i wsparcie w tym zakresie systemu bankowego [Financial Stability Board, 2012; European Systemic Risk Board, 2012]. Coraz częściej także w toczącej się debacie na temat funkcjonowania shadow banking pojawia się opinia, że stanowi on integralną część systemu bankowego i należy stworzyć takie warunki, aby system niebankowego pośrednictwa finansowego rozwijał się stabilnie, stanowiąc efektywne uzupełnienie sektora bankowego [Solarz, 2014]. Niemniej jednak, co należy wyraźnie podkreślić, funkcjonowanie systemu shadow banking powinno się opierać na przejrzystości transakcji między podmiotami finansowymi i zwiększonym nadzorem finansowym, szczególnie w zakresie ekspozycji na ryzyko, zarówno instytucji tego systemu, jak i kontrpartnerów z tradycyjnego sektora bankowego. Wymóg zwiększonego bezpieczeństwa w postaci nowych regulacji, szczególnie o charakterze nadzorczym, wynika z dobrze odrobionej lekcji z kryzysu 2007 r. i nie oznacza ograniczenia efektywności transakcji shadow banking, choć może prowadzić do zmniejszenia dynamiki rozwoju.

Literatura

- Bernanke B., Sage R. (2012), *Foundation and the Century Foundation Conference on Rethinking Finance*, New York.
- Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M. (2012), *Shadow Banking: Economics and Policy*, IMF Staff Discussion Note, December 4.
- Cour-Thimann P., Winkler B. (2013), *The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures the Role of Institutional Factors and Financial Structure*.
EBC Working Paper Series, No. 1528/April.
- Deloitte (2012), *The Deloitte Shadow Banking Index: Shedding Light on Banking's Shadows*, Deloitte Center for Financial Services.
- ECB Monthly Bulletin (2013), *Enhancing the Monitoring of Shadow banking*, February.
- Economic Brief (2014), ECFIN, Issue 33/June.
- European Commission Green Paper on Shadow Banking (2012), 23 March.
- European Economic Forecast (2014), 3/2014, Spring.
- European Systemic Risk Board (2012), *Reply to the European Commission's Green Paper on Shadow Banking*, May 30.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 October.
- Financial Stability Board (2012), *Global Shadow Banking Monitoring Report*, Nov. 18.
- Gorton G., Metrick A. (2010), *Regulating the Shadow Banking System*, Yale School of Management, September.
- International Banking and Financial Market Developments* (2012), „BIS Quarterly Review”, March.
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H. (2010), *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 4582012, July (Revised 2012 February).
- Solarz, J.K. (2014), *Shadow banking: systemowa innowacja finansowa*, Społeczna Akademia Nauk, Łódź-Warszawa.
- Structural Issues Report EBC (2013), *Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area*, No. 151/August.
- TheCityUK (2013), *Alternative Finance for SMEs and Mid-Market Companies*, October.
- Winkler B. (2014), *Financial Crisis, Unconventional Monetary Policy and International Spillovers*, „ECB-IMF Conference on International dimensions of conventional and unconventional monetary policy 29-30 April 2014”.

Akty prawne

- Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 maja 2010 r. (ECB/2010/5), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 20.5.2010.

Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 3 listopada 2011 r. w sprawie realizacji drugiego programu zakupu zabezpieczonych obligacji (EBC/2011/17), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 16.11.2011.

Witryny internetowe

[www 1] <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

[www 2] www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/0314-at.pdf

[www 3] <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth-annual>

[www 4] <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/government-debt-to-gdp>

[www 5] <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>

[www 6] <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/loans-to-private-sector>

SHADOW BANKING IN THE EUROPEAN MARKET

Summary: In international debate shadow banking is assessed as a non-bank phenomenon outside the regulated banking system which threatens the stability of the financial system. The biggest concern of regulators is the size of shadow banking, which is twice as big as visible banking in the USA and consists of 30% of the banking system in Europe. Therefore, the shadow banking system was announced as one of the most important reasons of the last crisis. In response, the world's regulators and central banks have focused on constraining shadow banking. This article on the contrary main stream, tries to explain that shadow banking is an integral part of the modern financial system. It analyses the European economy's conditions and credit market and shows that shadow banking is necessary to support the supply of credit in real economy.

Keywords: shadow banking, banking system, securitization, European Central Bank.