

Jan K. Solarz

Spółeczna Akademia Nauk w Warszawie

SHADOW BANKING JAKO INNOWACJA FINANSOWA

Wprowadzenie

Zarówno *shadow banking*, jak i innowacje finansowe są uznawane za czynniki sprawcze lub katalizatory wielkiej recesji. Łączne analizowanie obu tych zjawisk zwiększa szansę na poznanie ich specyfiki i określenie miejsca w profilaktyce kolejnych kryzysów finansowych.

Celem opracowania jest określenie, na ile *shadow banking* jest innowacją finansową, a tym samym podlega prawidłowościom właściwym procesom innowacyjnym. Punktem wyjścia analizy jest wpisanie innowacji finansowych w ramy poznawcze nanofinansów. Innowacje finansowe są rozpatrywane na dwóch przecinających się osiach: prawdy i fałszu oraz transformacji starych nawyków w nowe.

Przyjęta perspektywa poznawcza pozwala na uznanie *shadow banking* nie tyle za cień rzucany przez bankowość regulowaną, co bankowość równoległą, która nie może liczyć na pożyczkodawcę ostatniej instancji. Konsekwentnie w kolejnych trzech podpunktach opracowania zajęto się bankowością równoległą jako innowacją finansową w ujęciu rzeczowym, czynnościowym oraz atrybutowym. Całość rozważań zamykają wnioski z przeprowadzonej analizy.

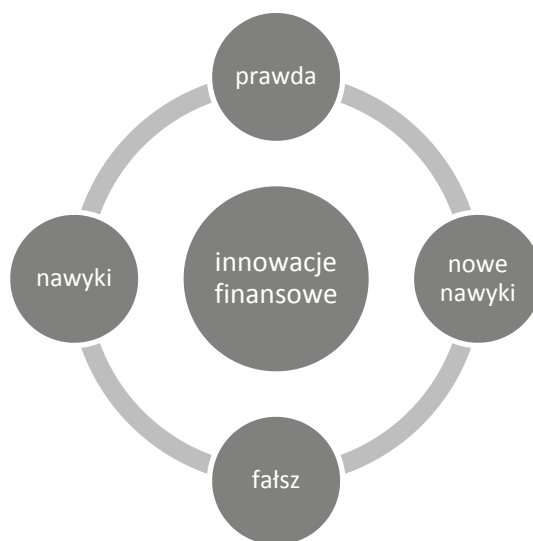
1. Poznawcze aspekty innowacji finansowych

Problematyka motywacyjnych i poznawczych aspektów funkcjonowania systemów finansowych doczekała się wydzielenia w finanse behawioralne. „Rozważania dotyczące behawioralnych aspektów zachowania konsumentów i kredytodawców można zacząć od analizy heurystyk, czyli zastosowania pewnych skrótów myślowych do rozwiązania danego problemu”¹. Ramy poznawcze

¹ M. Czerwonka, B. Gorlewski: *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012, s. 183.

procesów innowacyjnych w sferze finansów można analizować na dwóch krzyżujących się z sobą płaszczyznach. Pierwsza to prawda lub fałsz jako podstawa projektowania nowego instrumentu finansowego. Złożoność i zmienność współczesnych produktów finansowych powoduje, że z trudem podają się ocenie typu prawda lub fałsz. W wielu przypadkach pojawia się błąd modelu ukryty przed mniej zaawansowanymi decydentami w sformalizowanych metodach matematycznych i statystycznych. Jeden z nich to syndrom „czarnego łabędzia” występowania zjawisk bardzo rzadkich o bardzo dużych negatywnych następstwach. Innym jest „kaczy dziób”, a więc pogrubienie rozkładu normalnego na jego krańcach, odchyleniu standardowym 5 lub 6. W praktyce dnia codziennego z tym zagadnieniem spotykamy się, gdy nas lub naszych najbliższych dotyczy ryzyko długowieczności.

Druga oś to powstawanie i zmiana nawyków. Szacuje się, że 40% naszych zachowań, w tym zachowań finansowych, to nawyki. Są to „nawyki kluczowe” wpływające na sposób w jaki ludzie pracują, żyją, wydają pieniądze i się komunikują. Nawyki kluczowe ulegają socjalizacji i tworzą struktury uniemożliwiające zmiany nawyków. Nie można wyplenić złego nawyku, można go jedynie zastąpić przez inny nawyk. „Całe nasze życie, tak dalece jak dalece ma ono określoną postać, nie jest niczym ponad zbiorem nawyków-praktycznych, emocjonalnych i intelektualnych-systematycznie zorganizowanych na dobre i na złe”². Symboliczne przedstawienie ram poznawczych innowacji finansowych zawiera rys. 1.



Rys. 1. Poznawcze pozycjonowanie innowacji finansowych

² C. Duhigg: *Siła nawyku. Dlaczego robimy to, co robimy i jak można to zmienić w życiu i biznesie*. Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 384.

Innowacje finansowe oparte na fałszu nadają systemowi finansowemu cechę kruchości, braku odporności na zmiany. Zdolność do przetrwania jest nabywana w wyniku uczenia się na błędach i wyciąganiu z nich właściwych lekcji. Nawyki wsparte prawdziwą wiedzą ulegają dyfuzji i rozpowszechnieniu aż do zaspokojenia potrzeb, które zapoczątkowały ich powstanie. Nowe nawyki utożsamiane z innowacjami są eliminowane z praktyki społecznej w wyniku działania wahadła innowacji. Po fali fascynacji nowymi instrumentami finansowymi dochodzi do ich zastosowania w sytuacjach, w których nie powinny być wykorzystywane i pojawia się możliwość ustabilizowania wahadła w pozycji równowagi.

Dynamikę poznawczym ramom innowacji finansowych nadają procesy migracji wartości dodanej. W górnych dwóch ćwiartkach rys. 1 przybierają one kształt litery U, w dolnych dwóch ćwiartkach odwróconego U. W pierwszym przypadku doświadczenia praktyków rynków finansowych są przekształcane przez inżynierów finansów w modele ekonometryczne i instrumenty finansowe o cechach innowacji finansowych. Każda zmiana regulacji rynku finansowego rodzi kolejną generację innowacji finansowych. W drugim przypadku odgórne przeregulowanie systemu finansowego powoduje arbitraż prawny i pojawienie się równoległej bankowości, która robi to samo co bankowość regulowana, lecz nie może liczyć na pomoc pożyczkodawcy ostatniej instancji. Próba regulowania wszystkiego i wszędzie prowadzi do wykształcenia się wyuczzonej nieudolności i chronicznej kruchości regulowanej bankowości.

Zaproponowane ramy poznawcze innowacji finansowych wpisują je w teorię sytuacyjną, w której A wywołuje B, pod warunkiem, że C pozostaje niezmiennie. Kontekst, w którym funkcjonuje system finansowy jest dynamiczny i w znacznym stopniu unikalny ze względu na doświadczenie historyczne uzyskane przy jego kształtowaniu. Całe bogactwo gry między czynnikami A (zarządzanie ryzykiem systemowym), B (efekty zewnętrzne) i C (ład instytucjonalny) zostało uporządkowane wokół trzech typów definicji innowacji finansowych. Rzeczowa definicja innowacji finansowych koncentruje się na tym, jakie instytucje i instrumenty stanowią nową praktykę w systemie finansowym. Czynnościowa definicja innowacji finansowych pokazuje, jaką funkcję pełnią innowacje w systemie finansowym. Jest to procesowy opis powstawania i dyfuzji innowacji. Atrybutowa definicja innowacji finansowej zmierza do uchwycenia jej specyfiki w porównaniu z innymi innowacjami.

2. Bankowość równoległa jako innowacja rzeczowa

Shadow banking przybiera formę zewnętrzną i wewnętrzną. W tym pierwszym przypadku jest dostarczycielem tańszego pieniądza prywatnego. W drugim przypadku

jest efektem arbitrażu prawnego między regulowaną i nieregulowaną bankowością. W tym przypadku używana jest nazwa bankowość równoległa (*Parnell banking*).

W języku polskim używane jest określenie bankowość cienia i bankowość równoległa³. Ze względu na mechaniczne tłumaczenie *shadow banking* jako bankowości cienia lub para bankowości i ich przypisanie do aktywności ramach gospodarki nieformalnej w niniejszym opracowaniu używana jest jednolicie nazwa polska bankowość równoległa, bez względu na zawartą w anglojęzycznych pierwowzorach wskazówkę co do podwójnego źródła i funkcji *shadow banking*.

Bankowość równoległa wyszła z cienia w następstwie wielkiej recesji. W raporcie komisji kongresu amerykańskiego tematyce *shadow banking* poświęcono specjalny rozdział. Jego rdzeń stanowią banki inwestycyjne oraz inne instytucje finansowe rynku kapitałowego nieobjęte regulacją i nadzorem powstałym po wielkiej depresji 1929 r. One stanowią konkurencję dla regulowanych pośredników finansowych. Równocześnie regulowane instytucje finansowe świadomie dążyło do tego, aby się stać instytucjami za dużymi, aby mogły upaść.

Równocześnie rozwinęły się fundusze pieniężne, w których ulokowane środki finansowe nie miały gwarancji państwa, lecz w praktyce były funkcjonalnie tożsame z depozytami bankowymi. Ta innowacja finansowa Merrill Lynch w chwili powstania w 1977 r. zdołała pozyskać 3 mld \$, w 1995 r. operowała 740 mld \$, zaś w 2000 r. było to już 1,8 biliona \$.

Środki te są inwestowane w obligacje przedsiębiorstw oraz na rynku repo. Są to inwestycje na krótki okres i po niższych cenach dla emitenta. Rolowanie tego typu instrumentów finansowych zakładało pełną płynność rynków finansowych. Rynek obligacji przedsiębiorstw wzrósł z 125 mld \$ w 1980 r. do 1,6 biliona \$ w 2000.

Na rynku finansowym pojawiło się tańsze źródło pieniądza dla inwestorów instytucjonalnych. Była to nieuczciwa konkurencja dla banków i innych regulowanych pośredników finansowych. Po 2000 r. skala aktywów finansowych bankowości regulowanej i nieregulowanej wyrównała się i ciągu dekady podwoiła się z 6 do 12 bilionów \$. Ostatecznie w 2011 r. aktywa regulowanej bankowości wynosiły 13 bilionów \$, zaś *shadow banking* 8,5 biliona \$⁴.

Analogiczne zjawisko obserwowano w Europie. Zgodnie z zaleceniami Rady Stabilności Finansowej, bankowość równoległa to pośrednictwo finansowe realizowane w ramach regulowanych konglomeratów finansowych lub poza regulowanymi instytucjami kredytowymi, które rodzą ryzyko systemowe, w szczególności w zakresie płynności rynków finansowych oraz dźwigni finan-

³ *Równoległy system bankowy. Zielona księga*. Komisja Europejska 102/COM /2012.

⁴ *Financial Crisis Inquiry Commission Report*. Washington 2012, s. 27-37.

sowej i efektu zarażania się zaburzeniami oraz przy występowaniu arbitrażu prawnego bez dostępu do pożyczkodawcy ostatniej instancji.

Przy przyjęciu tej definicji bankowość równoległa to:

1. Specjalne Wehikuly Finansowe.
2. Brokerzy rynków finansowych.
3. Fundusze Hedgingowe.
4. Pożyczkodawcy pochodnych instrumentów finansowych.
5. Fundusze Pieniężne.
6. Banki inwestycyjne.

W 2011 r. te podmioty dysponowały aktywami finansowymi w bilionach \$:

- w skali globalnej – 67,
- w USA – 23,
- w strefie euro – 22,
- w Wielkiej Brytanii – 9⁵.

Przytoczone za Radą Stabilności Finansowej dane wskazują, że problem funkcjonowania bankowości równoległej jest dla Unii Europejskiej nie mniej istotny niż dla Stanów Zjednoczonych. Oznacza to, że jest to ważny aspekt negocjacji o utworzeniu wspólnego, atlantyckiego rynku usług finansowych.

3. Bankowość równoległa jako innowacja czynnościowa

Szczegółowa analiza wykazała, że dług sektora niefinansowego w czwartym kwartale 2008 r. wynosił 34 biliony \$, z tego jego pożyczkodawcą był tradycyjny sektor bankowy w kwocie 10 bilionów \$, 12 bilionów \$ dostarczyli ubezpieczyciele i fundusze emerytalne, jedynie 4 biliony \$ można przypisać bankowości równoległej, krótkoterminowym funduszom pieniężnym⁶.

Różnice w szacunku wielkości bankowości równoległej wynikają z eliminowania przepływu aktywów finansowych pomiędzy pośrednikami finansowymi oraz pominięcia w rachunku emisji obligacji niezabezpieczonych przedsiębiorstw. Ponieważ ograniczono się do krajowych instytucji finansowych, z pola widzenia znikły globalne, nie amerykańskie instytucje finansowe działające w Stanach Zjednoczonych.

Oba podejścia do pomiaru łańcucha działań określanych mianem bankowości równoległej są uprawnione. Przy pomiarze całego łańcucha pośredników finansowych sygnalizuje się znaczenie bankowości równoległej dla funkcjonowa-

⁵ *Shadow Banking: Scoping the Issues*. Financial Stability Board, Basel 2011.

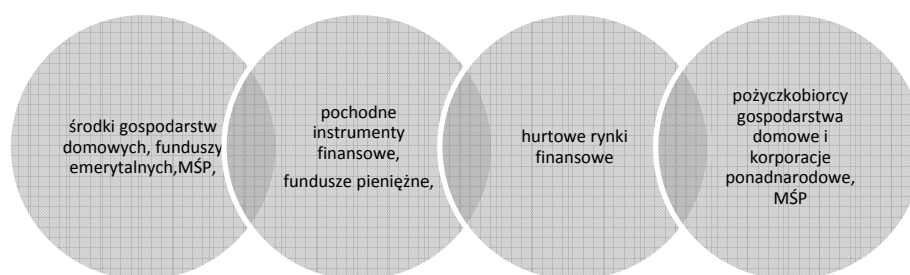
⁶ *Ibid.*

nia systemu finansowego. Przy pomiarze ostatecznego efektu działania mierzy się wpływ netto bankowości równoległej na funkcjonowanie gospodarki realnej. Ostatecznie można uznać, że 4-5 bilionów \$ prywatnych pieniędzy znajdujących się w obiegu gospodarczym zostało wygenerowane w Stanach Zjednoczonych przez bankowość równoległą⁷.

Proces finansowania gospodarki realnej przez bankowość równoległą jest monitorowany w pięciu punktach:

1. Na styku między regulowanymi i nieregulowanymi instytucjami finansowymi.
2. Podatności funduszy pieniężnych na zachowania stadne i panikę.
3. Transparentności emisji pochodnych instrumentów finansowych.
4. Potęgowania procykliczności i ryzyka systemowego przy finansowaniu innowacji finansowych przy emisji instrumentów pochodnych oraz operacjach pożyczek papierów wartościowych i transakcji z udzielonym przyrzeczeniem odkupu (transakcje repo).

Monitorowania i ograniczania ryzyka systemowego bankowości równoległej⁸.



Rys. 2. Proces równoległego kredytowania przez system bankowości równoległej

Źródło: D. Luttell, H. Rosenblum, J. Thies: *Understanding the Risks Inherent In Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned*. „Staff Paper” 2012, Vol. 18, s. 9.

Punktem wyjścia dla bankowości równoległej w ujęciu procesowym jest funkcjonalny depozyt. Środki inwestorów instytucjonalnych zakrzepłe w formie łatwo zbywalnych instrumentów finansowych. Sąd Strefy Wolnego Handlu w rozstrzygnięciu sporu między Wielką Brytanią i Islandią wskazał, że funkcjonalnie stanowią one odpowiednik depozytów, lecz formalnoprawnie nie są nimi. Dalsze ogniwa przepływu środków do krańcowych pożyczkobiorców niczym się nie różnią między bankowością regulowaną a bankowością równoległą.

⁷ J. Gallin: *Shadow Banking and the Funding of the Nonfinancial Sector*. FEDS 50/213.

⁸ *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Overview of Policy Recommendations*. Basel 2013.

4. Bankowość równoległa jako innowacja atrybutowa

Istotą sporu wokół bankowości równoległej jest założenie, że cały system finansowy powinien być regulowany i nadzorowany bez żadnych wyjątków. Wszystkie instytucje finansowe powinny służyć gospodarce realnej, a nie spekulacji.

Podobnie jak banki tradycyjne, równoległy system bankowy prowadzi działalność w zakresie transformacji, zapadalności i płynności kredytu. Chociaż, w przeciwieństwie do nich, formalnie nie ma dostępu do pożyczkodawcy ostatecznej instancji, w praktyce instytucje publiczne, a więc podatnicy musieli pokryć za pomocą inżynierii finansowej straty spowodowane przez banki równoległe⁹.

Przed objęciem bankowości równoległej regulacją i nadzorem należy przeprowadzić badania nad następstwami tego typu działania. W praktyce oznacza ono uniemożliwienie gospodarstwom domowym i małym oraz średnim przedsiębiorstwom dostępu do tańszego pieniądza. Jednocześnie bankowość równoległa stanowi katalizator urzeczywistnienia się ryzyka systemu finansowego poprzez:

- ukrytą dźwignię finansową,
- finansowanie długoterminowych pożyczek przez krótkoterminowe *quasi*-depozyty,
- arbitraż prawny.

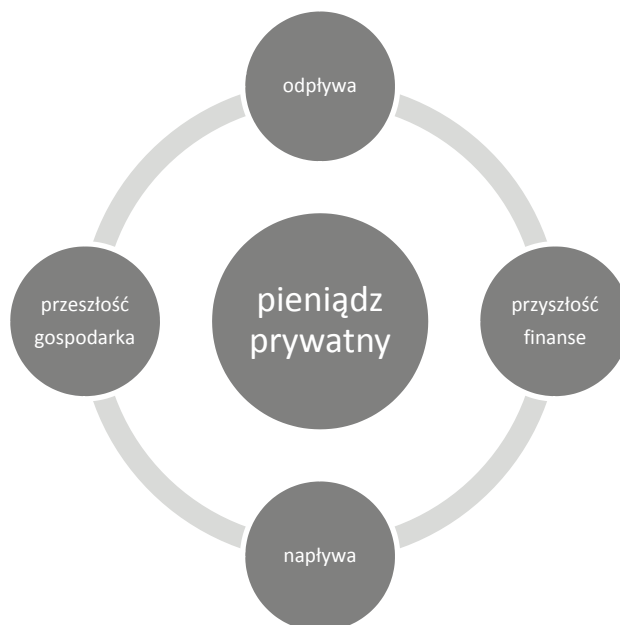
Wyważenie argumentów za i przeciw likwidacji nieregulowanego sektora systemu bankowego zmusza do uznania bankowości równoległej za innowację. Jest to nowy typ pieniądza prywatnego, który powstaje na przecięciu osi czasu przeszłego, historycznie ukształtowanej struktury gospodarki oraz potrzeb finansowania dziś przyszłości, przyszłej konsumpcji. Jest to odpowiedź w czasie rzeczywistym na stan płynności globalnych rynków finansowych. Tezę tą plastycznie przedstawia rys. 3.

Narodziny prywatnego systemu kredytowania/pożyczek po wieku panowania publicznego systemu kredytowania stanowi niewątpliwie innowację finansową o dużym znaczeniu dla zamkniętych w ramach narodowych państw systemów finansowych. Prywatyzacja i umiędzynarodowienie systemu bankowego stanowi o unikalności bankowości równoległej.

Ze względu na swoją złożoność oraz dynamizm rynkowy bankowość równoległa może być regulowana tylko w sposób holistyczny, przez zmniejszanie prawdopodobieństwa urzeczywistnienia się ryzyka systemowego oraz za pomo-

⁹ *Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie Zielonej księgi w sprawie równoległego systemu bankowego*. INT/643, Bruksela 2012.

cą coraz szerszego angażowania kapitału prywatnego w funkcjonowanie systemu finansowego¹⁰.



Rys. 3. Atrybuty bankowości równoległej

Źródło: P. Mehrling, *Shadow Banking: A European Perspective*. City University, London 2013.

Obecność kapitału prywatnego w rynkowym systemie finansowym będzie narastała i on wcześniej czy później musi się on stać pożyczkodawcą ostatniej instancji. W praktyce oznacza to szersze regulowanie zarządzania płynnością od przestrzegania adekwatności kapitałowej bankowości równoległej¹¹.

Podsumowanie

Shadow banking nie jest cieniem regulowanej, tradycyjnej bankowości. Bankowość równoległa znajduje się w trzonie europejskich banków uniwersalnych oraz amerykańskich banków inwestycyjnych. Stanowi ona rdzeń systemu

¹⁰ S.L. Schwarcz: *Regulating Shadow Banking*. „Review of Banking and Financial Law” 2012, Vol. 31, No. 1, s. 619-642.

¹¹ T. Adrian, A.B. Ashcraft: *Shadow Banking Regulation*. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 559/2012; Idem: *Shadow Banking: A Review of the Literature*. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 580/2012.

finansowego nastawionego na obsługę zamożnych gospodarstw domowych oraz transnarodowych korporacji. Cechą tej innowacji finansowej jest kreowanie pieniądza prywatnego, poza monopolem banku centralnego.

Bankowość równoległa nie jest dodatkiem do tradycyjnej bankowości. Jest to nowa, kreatywna odpowiedź na sieciowy charakter współczesnej gospodarki oraz systemu finansowego. Jak każda innowacja, bankowość równoległa ma okres burzliwego rozwoju i kreatywnej destrukcji. Trudno jednak uznać obecnie potencjał tej innowacji finansowej za wyczerpany.

Każda innowacja jest dobrze zapomnianą praktyką przeszłości. Można zatem w historii gospodarczej świata doszukać się licznych prekursorów bankowości równoległej jako praktyki emisji pieniądza prywatnego. Szczególnie rozwinięte są tu badania nad okresem wolnej bankowości w Stanach Zjednoczonych. Podstawowym ich wynikiem jest przyznanie, że gospodarka może się dynamicznie rozwijać bez monopolu banku centralnego na emisję pieniądza.

Za pierwszy przypadek urzeczywistnienia się ryzyka systemowego związanego z istnieniem „*shadow banking*” uchodzi panika z 1907 r. w Stanach Zjednoczonych po upadku Trust Companies. Szok przeceny wartości aktywów finansowych dotyczył głównie pożyczkobiorców ówczesnej bankowości równoległej¹².

Każda innowacja stanowi splot pozytywnych i negatywnych następstw jej rozpowszechnienia. Próby oddzielenia pozytywnych aspektów innowacji od jej negatywnych skutków są zazwyczaj iluzoryczne. Akceptacja danej innowacji musi się opierać na jej wartościowaniu w kategoriach poprawy lub pogorszenia jakości życia.

Bankowość równoległa stanowi kreatywną odpowiedź na potrzebę obrony dotychczasowej jakości życia obywateli trzonu gospodarki światowej za pomocą środków pozyskanych od obywateli państw BRICKS. W mechanizmach funkcjonowania bankowości równoległej ważną rolę pełnią oazy podatkowe. Z nich znajduje swoją przysiań połowa zasobów pieniężnych świata.

Bankowość równoległa jako alternatywa wobec zawodnej, podatnej na zaburzenia bankowości klasycznej stanowi jej uzupełnienie, a w sytuacjach krytycznych substytut. Likwidacja bankowości równoległej mogłaby być równoważna, likwidacji zaworu bezpieczeństwa w piecu parowym, wcześniej czy później prowadzi to do katastrofy.

Badania nad bankowością równoległą znajdują się na wstępnym etapie gromadzenia faktów. Od wprowadzenia w 2007 r. przez Paula McCulleya do obiegu naukowego terminu „*Shadow banking*” minęło zbyt mało czasu, aby poznać całą złożoność tej innowacji finansowej. Dopiero od niedawna zbierane są dane statystyczne niezbędne do monitorowania tej innowacji finansowej.

¹² C. Frydman, E. Hilt, L.Y. Zhou: *Economic Effects of Run on Early „Shadow Banks”: Trust Companies and Its Impact of the Panic of 1907*. NBER Working Paper 18264/2012.

Bibliografia

- Adrian T., Ashcraft A.B.: *Shadow Banking Regulation*. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 559/2012.
- Adrian T., Ashcraft A.B.: *Shadow Banking: A Review of the Literature*. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 580/2012.
- Czerwotka M., Gorlewski B.: *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012.
- Duhigg C.: *Sila nawyku. Dlaczego robimy to, co robimy i jak można to zmienić w życiu i biznesie*. Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Financial Crisis Inquiry Commission Report*. Washington 2012.
- Gallin J.: *Shadow Banking and the Funding of the Nonfinancial Sector*. FEDS 50/213.
- Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie Zielonej księgi w sprawie równoległego systemu bankowego*. INT/643, Bruksela 2012.
- Równoległy system bankowy. Zielona księga*. Komisja Europejska 102/COM /2012.
- Schwarz S.L.: *Regulating Shadow Banking*. „Review of Banking and Financial Law” 2012, Vol. 31, No. 1.
- Shadow Banking: Scoping the Issues*. Financial Stability Board, Basel 2011.
- Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Overview of Policy Recommendations*. Basel 2013.

SHADOW BANKING AS FINANCIAL INNOVATION

Summary

The current financial crisis has highlighted the changing role of financial institutions and the growing importance of the "shadow banking system" that grew on the back of the securitization of assets and repo operations. One thing financial reform must do, is bringing non-bank banking out of the shadow. In this process we think on "shadow banking" as on financial innovation.

It is wrong to think all shadow banking activities are by definition bad and should consequently be banned completely. The shadow banking system constitutes an alternative source of financing and liquidity for companies and private banking. Overregulation of the shadow banking would prove to be unproductive.

We need to understand shadow banking not as something parallel to and separate from the core banking system, but deeply intertwined with it as financial innovation. The shadow banking system consists of a web of specialized financial institutions that conduct credit, maturity, and liquidity transformation without direct, explicit access to public backstops.