

NOWE REGULACJE DLA SHADOW BANKING

WSTĘP

Jedną z najważniejszych zmian jakie przyniosła globalizacja finansowa był bardzo szybki rozwój rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych, a w powiązaniu z nim całego globalnego rynku. Było to możliwe dzięki kilku procesom, które wystąpiły w tym samym czasie. Zaliczyć można do nich: deregulację, rozwój nowych technologii informatycznych, rosnące znaczenie nowej grupy uczestników rynku finansowego oraz tworzenie i posługiwanie się coraz bardziej złożonymi instrumentami finansowymi. Na skutek wymienionych procesów w ciągu ostatnich kilkunastu lat w Stanach Zjednoczonych ukształtowała się struktura rynku finansowego obejmująca dwa występujące obok siebie systemy. Jednym z nich był tradycyjny system bankowy. Równolegle powstał system obejmujący część sektora bankowego oraz wiele niebankowych instytucji finansowych, w szczególności tych, których rola wzrosła w ciągu ostatniej dekady. Były to instytucje zajmujące się, podobnie jak banki, działalnością depozytowo-kredytową. Najważniejszą cechą tego systemu był fakt, że funkcjonował on poza istniejącymi regulacjami i systemem nadzoru, co spowodowało, iż został określony nazwą *system shadow banking*.

Nowo powstały system został zaliczony do najważniejszych przyczyn kryzysu finansowego, który wystąpił w latach 2007–2008. Stało się to wbrew oczekiwaniom, że rozwój rynku finansowego będzie prowadził do rozproszenia ryzyka pomiędzy różnych uczestników tego rynku i w rezultacie przyczyni się do zwiększenia bezpieczeństwa jego funkcjonowania. W rzeczywistości wystąpiła odwrotna sytuacja.

* Piotr Łasak jest doktorem nauk ekonomicznych, pracuje na Wydziale Zarządzania i Komunikacji Społecznej Uniwersytetu Jagiellońskiego.

Transakcje zawierane w ramach systemu *shadow banking* były bardziej ryzykowne od transakcji realizowanych przez tradycyjne banki. Z kolei pomiędzy sektorem bankowym a nowym systemem *shadow banking* powstały tak ściśle powiązania, że coraz trudniej było oddzielić te dwie części rynku finansowego. Występująca współzależność i coraz częstsze transakcje realizowane przez banki w ramach systemu *shadow banking* spowodowały, że również te podmioty stały się potencjalnie narażone na zagrożenia tkwiące w nowo powstałym systemie. Ryzyko kredytowe towarzyszące zawieraniem transakcjom przyczyniło się do wystąpienia nieprawidłowości w wielu segmentach systemu finansowego.

Kryzys pokazał, że konieczne jest ściślejsze niż do tej pory uregulowanie rynku finansowego. W tym celu Kongres Stanów Zjednoczonych powołał specjalną komisję śledczą do zbadania przyczyn tego kryzysu (*Financial Crisis Inquiry Commission*). Dokonane przez komisję ustalenia stały się podstawą reformy rynku finansowego. W wyniku prac legislacyjnych powstała ustawa reformująca ten rynek w Stanach Zjednoczonych (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), która została podpisana przez prezydenta 21 lipca 2010 r. Zarówno raport komisji śledczej, jak również nowe regulacje, objęły system *shadow banking*. W opinii komisji funkcjonowanie instytucji oraz wykorzystanie instrumentów zaliczanych do tego systemu w dużym stopniu przyczyniły się do wystąpienia kryzysu. Jednym z powodów takiej sytuacji były istniejące przed kryzysem niewłaściwe regulacje rynku finansowego.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie systemu *shadow banking*. W pracy scharakteryzowano instytucje i instrumenty tworzące ten system i dokonano identyfikacji zagrożeń związanych z ich funkcjonowaniem. Przybliżono także najistotniejsze obszary reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych z punktu widzenia funkcjonowania systemu *shadow banking*. Poszukiwano odpowiedzi na następujące pytania:

- ❖ Jakie były przyczyny powstania systemu *shadow banking* i jak przebiegał jego rozwój?
- ❖ W jakim stopniu system *shadow banking* przyczynił się do wystąpienia kryzysu finansowego w latach 2007–2008, oraz jakie były mechanizmy negatywnego oddziaływania tego systemu na rynek finansowy?
- ❖ Czy regulacje wprowadzone w następstwie reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych obejmują różne elementy systemu *shadow banking*?
- ❖ Czy wprowadzone regulacje ograniczą w przyszłości ryzyko jakie generuje system *shadow banking* i są w stanie zapewnić bezpieczne funkcjonowanie rynku finansowego?

Aby odpowiedzieć na postawione pytania, przeanalizowano dorobek naukowy dotyczący tematyki funkcjonowania rynków finansowych oraz regulacji tego rynku przed kryzysem finansowym lat 2007–2008. Przeanalizowano także przepisy

prawne, wprowadzające reformę systemu finansowego w Stanach Zjednoczonych. Zebrane informacje oraz analiza stały się podstawą zawartej w artykule syntezy przedstawionych zagadnień. Posłużyły także do oceny wprowadzonej reformy.

1. PRZYCZYNY POWSTANIA I ROZWÓJ *SHADOW BANKING SYSTEM*

Termin *shadow banking system*¹ został po raz pierwszy użyty przez Paula McCulleya, dyrektora firmy inwestycyjnej PIMCO, na konferencji w Jackson Hole pod koniec 2007 roku². Od tego czasu określenie to weszło do powszechnego użytku. Pomimo coraz częstszego posługiwania się tym sformułowaniem, jego znaczenie bywa różnie interpretowane.

Zgodnie z definicją użytą przez McCulleya system *shadow banking* rozumiany jest jako mechanizm finansowania krótkoterminowymi zobowiązaniami długoterminowych aktywów instytucji finansowych. Jeżeli mechanizm ten znajduje się poza tradycyjnym sektorem bankowym, to wówczas aktualne staje się określenie *system shadow banking*³. Definicja ta określa więc system *shadow banking* jako ogół transakcji będących tradycyjnymi usługami bankowymi (polegającymi na pozyskiwaniu środków pieniężnych od oszczędzających i inwestorów oraz pożyczaniu tych środków kredytobiorcom), lecz jednocześnie akcentuje odmienne ich usytuowanie. W przypadku realizacji tych operacji poza sektorem bankowym występuje możliwość omijania regulacji bankowych. Transakcje te nie podlegają bowiem kontroli ze strony instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym⁴.

Inną definicję systemu *shadow banking* zaproponowała powołana przez Kongres Stanów Zjednoczonych komisja ds. zbadania przyczyn kryzysu finansowego (*Financial Crisis Inquiry Commission – FCIC*). Terminem tym określiła występującą na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych (a także na rynkach innych państw) kompozycję instytucji i wykorzystywanych przez nie instrumentów finansowych, która rozwinęła się w ciągu ostatniej dekady (zob. tabela 1). Podobnie jak w definicji zaproponowanej przez McCulleya, również w przypadku tej definicji istotne jest, że komponenty tworzące system *shadow banking* nie podlegają regulacjom charakterystycznym dla tradycyjnego rynku finansowego (w szczególności sektora bankowego). Definicja zaproponowana przez FCIC umożliwiła również pa-

¹ Używany przez badaczy w Polsce tłumaczeniem jest określenie *bankowy system cienia*.

² P. McCulley, *Teton Reflections*, PIMCO, Newport Beach, August/September 2007.

³ J. Hsu, M. Moroz, *Shadow Banks and the Financial Crisis of 2007–2008*, www.researchaffiliates.com (dostęp: 7.06.2011 r.).

⁴ T. Iwaisako, *Global Financial Crisis, Hedge Funds and the Shadow Banking System*, *Public Policy Review*, Vol 6, No. 3/2010, s. 348.

trzenie na system *shadow banking* z perspektywy globalnego rynku finansowego – poprzez uwzględnienie międzynarodowych przepływów kapitału.

Tabela 1. Komponenty *shadow banking system*

Instrumenty	Instytucje
Niezabezpieczone papiery dłużne przedsiębiorstw oraz papiery dłużne przedsiębiorstw zabezpieczone aktywami	Fundusze rynku pieniężnego
Operacje warunkowego zakupu (ang. <i>repurchase agreement</i>)	Fundusze hedgingowe
Pożyczki papierów wartościowych	Banki inwestycyjne
Obligacje długoterminowe ze zmiennym oprocentowaniem	Korporacje finansowe
Instrumenty pochodne i innowacje finansowe	Pośrednicy w transakcjach papierami dłużnymi przedsiębiorstw zabezpieczonymi aktywami
	Państwowe instytucje gwarancji kredytowych
	Inne podmioty finansowe*

* Niektórzy autorzy zaliczają tutaj m.in.: fundusze *private equity*, fundusze inwestycyjne oraz państwowe fundusze majątkowe. Poprzez włączenie tych instytucji do *shadow banking* powstaje globalny wymiar tego systemu.

Źródło: *Shadow Banking and the Financial Crisis, Preliminary Staff Report*, Financial Crisis Inquiry Commission, www.fcic.gov (dostęp: 25.03.2011 r.).

Termin *shadow banking* bardzo szybko wszedł do słownictwa używanego przez ekspertów opisujących funkcjonowanie rynków finansowych, a także wielu światowej sławy ekonomistów (posługują się nim m.in.: Paul Krugman, Joseph E. Stiglitz, Kenneth S. Rogoff, Ben S. Bernanke oraz Andrzej Sławiński). Nieco bardziej precyzyjną definicję systemu *shadow banking*, w porównaniu do przedstawionych wcześniej, podają w swojej pracy Roubini i Mihm. Zwracają w szczególności uwagę na złożoność tego systemu. Według zaproponowanej przez nich definicji *shadow banking system* składa się z wielu niebankowych pośredników, narzędzi i struktur, które znajdowały się poza bilansami konwencjonalnych banków⁵. Również w tej definicji pojawia się najważniejsza właściwość tego systemu, którą jest brak regulacji.

⁵ N. Roubini, S. Mihm, *Crisis Economics, A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Books Ltd, London 2010, s. 76–80.

Tradycyjny sektor bankowy w Stanach Zjednoczonych podlegał w przeszłości licznym ograniczeniom regulacyjnym. Najbardziej znamiennym przepisem była ustawa z 1933 r., nazywana ustawą Glassa-Steagala, która została wprowadzona w następstwie kryzysu lat 30. Przepis ten wraz z kolejnymi, uchwalonymi w okresie od lat 50. do lat 80., w znacznym stopniu ograniczał działalność sektora bankowego⁶. Zmiany zostały spowodowane przez deregulację, która w Stanach Zjednoczonych rozpoczęła się w latach 80. Ostatecznie ograniczenia obowiązujące od czasu Wielkiego Kryzysu zostały usunięte przez uchwalony w 1999 r. Gramm-Leach-Bliley Act. Deregulacja nie oznaczała zupełnej swobody funkcjonowania banków. Nadal podlegały one licznym przepisom ostrożnościowym.

W ostatnich kilkunastu latach podmioty funkcjonujące na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych starały się za wszelką cenę unikać regulacji. Dotyczyło to również banków, które wykorzystywały do tego celu arbitraż regulacyjny. Możliwość jego stosowania wynikała ze zróżnicowanych wymogów regulacyjnych, jakim podlegały poszczególne podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej (konglomeratu finansowego). Celem banków dokonujących arbitrażu stała się minimalizacja kapitału regulacyjnego i maksymalizacja rentowności kapitału własnego (ROE)⁷. Była to jedna z najważniejszych korzyści, jakie dawało bankom istnienie systemu *shadow banking*. Obok możliwości ograniczania kosztów, istniały także inne powody skłaniające podmioty pożyczające kapitał do omijania regulacji. Należały do nich między innymi:

- ❖ istniejące w tradycyjnym systemie bankowym restrykcje, które powodowały rozwój rynkowych (pozabankowych) form kredytowania,
- ❖ możliwość przerzucenia ryzyka kredytowego z pozycji bilansowych na pozycje pozabilansowe (m.in. dzięki wykorzystaniu procesu sekurytyzacji), co pozwalało ograniczyć wysoką ekspozycję danego podmiotu na ryzyko kredytowe,
- ❖ obowiązujące regulacje ostrożnościowe były znacznie mniej restrykcyjne w stosunku do niebankowych instytucji finansowych niż dla banków komercyjnych, wobec czego podmioty te zdobywały przewagę i mogły bardziej swobodnie się rozwijać⁸.

Wszystkie wymienione przyczyny skłaniały instytucje funkcjonujące na rynku finansowym do omijania wytycznych i przepisów oraz pozostawiania poza częścią rynku finansowego, funkcjonującą według tradycyjnych zasad. Prowadziło to do nieustannego rozwoju systemu *shadow banking*. W latach 2005–2007 wielkość

⁶ K. Jachimiak, *Kierunki ewolucji systemu bankowego Stanów Zjednoczonych*, „Bank i Kredyt”, Nr 10/2004, s. 16–24.

⁷ P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010, s. 460.

⁸ A. Sławiński, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, [w:] J. Osiński., S. Sztaba (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH, Warszawa 2008, s. 41.

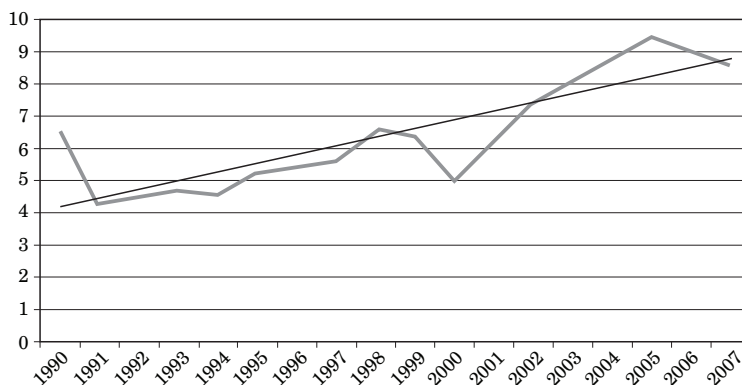
transakcji zawieranych w ramach tego systemu (13 bilionów dolarów) przekroczyła wielkość transakcji zawieranych w ramach tradycyjnego sektora bankowego (10 bilionów dolarów)⁹.

Najważniejszą przyczyną powstania omawianego systemu były trzy czynniki: 1) rosnąca podaż kredytów, 2) wejście banków w nowe obszary działalności oraz 3) wejście na rynki finansowe i wzrost znaczenia nowej grupy uczestników¹⁰. W tym samym czasie trwał proces globalizacji rynku finansowego. Oznacza to, że pomimo iż system *shadow banking* powstał na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych, jego oddziaływanie od początku miało wymiar globalny.

1.1. Wzrost podaży kredytów

Jedną z podstawowych przyczyn rozwoju systemu *shadow banking* była ekspansja kredytowa w Stanach Zjednoczonych, która rozpoczęła się w pierwszej połowie lat 90. ubiegłego wieku (zob. wykres 1).

Wykres 1. Dynamika podaży kredytów w Stanach Zjednoczonych w latach 1990–2007 (przyrost procentowy rok do roku)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w dokumencie: *Flow of Funds Accounts of the United States*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC 2011, s. 7.

⁹ *The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, U.S. Government Printing Office, Washington D.C. 2010, s. 32.

¹⁰ M. Farshi, M.A.M. Cintra, *The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System*, *Revue de la regulation*, Numero n°5, <http://regulation.revues.org> (dostęp: 10.05.2011 r.).

Można wskazać dwa bezpośrednie źródła tej ekspansji. Pierwszym była bardzo liberalna polityka monetarna realizowana przez System Rezerwy Federalnej i niskie stopy procentowe, które były rezultatem tej polityki. Celem takiego zachowania była chęć pobudzenia wzrostu gospodarczego¹¹. Drugim źródłem sprzyjającym wzrostowi podaży kredytów było zachowanie podmiotów udzielających kredytów, w tym głównie banków, które czerpały korzyści ze wzrostu ekspansji kredytowej¹². Działalność kredytowa stała się podstawowym mechanizmem zapewniającym rozwój instytucji funkcjonujących na rynku finansowym.

Wzrostowi podaży kredytów towarzyszyło rosnące zadłużenie podmiotów korzystających z tej formy finansowania. W ciągu ostatnich 20 lat dotyczyło to gospodarstw domowych, jak również podmiotów funkcjonujących we wszystkich segmentach gospodarki Stanów Zjednoczonych. Obok sektora prywatnego rosło zadłużenie władz lokalnych, a także administracji federalnej. Najbardziej dynamicznie, ze wszystkich segmentów gospodarki w Stanach Zjednoczonych od lat 90. ubiegłego wieku, rozwijał się rynek nieruchomości. Rozwojowi temu towarzyszył więc wzrost popytu na kredyty hipoteczne. Banki, widząc okazję do zwiększania dochodu, starały się maksymalnie zwiększać akcję kredytową. Ich możliwości w tym zakresie były ograniczone wielkością posiadanych depozytów. Z tego względu w coraz większym stopniu wykorzystywały inne sposoby finansowania. Doprowadziło to do poszerzenia funkcjonowania banków, polegającego na wejściu w nowe obszary działania, a także ekspansji geograficznej.

1.2. Nowe obszary działalności banków

Na skutek procesów globalizacji powstały nowe możliwości zwiększania dochodu przez instytucje finansowe. W wyniku tego banki, firmy ubezpieczeniowe, giełdy papierów wartościowych, a także fundusze hedgingowe zaczęły rywalizować między sobą. Ich dążeniem stała się ekspansja za wszelką cenę. Było to zgodne z teoriami zarządzania, ukierunkowującymi zachowanie tych podmiotów na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Jedną z podstawowych strategii rozwoju banków stało się łączenie podmiotów prowadzących taki sam rodzaj działalności (tzw. konsolidacja pozioma), czego wyrazem było przejmowanie mniejszych instytucji przez większe podmioty¹³. Na skutek takiego podejścia zmieniła się skala działania banków. Dotyczyło to w szczególności banków detalicznych, które przekształcały się w banki hurtowe. Stopniowo następowało też łączenie banków na szczeblu trans-

¹¹ L.H. White, *Federal Reserve Policy and the Housing Bubble*, „The Cato Journal”, Vol. 29, No. 1, Washington D.C. 2009, s. 115–125.

¹² J.H. De Soto, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga Von Missesa, Warszawa 2009, s. 184–187.

¹³ A. Sheng, *From Asian to Global Financial Crisis. An Asian Regulators View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, Cambridge University Press, Cambridge 2009, s. 325–327.

granicznym¹⁴. Obok powiązań między podmiotami prowadzącymi taki sam rodzaj działalności integracja finansowa umożliwiała powstanie połączeń koncentrycznych. Transakcje tego typu oznaczały konsolidację między bankami oraz innymi instytucjami (np. funduszami inwestycyjnymi, towarzystwami ubezpieczeniowymi itd.). W wyniku tych procesów powstawały wielkie konglomeraty finansowo-bankowo-ubezpieczeniowe.

Rozwój banków nie polegał wyłącznie na wzroście wielkości tych podmiotów oraz zmianie struktury organizacyjnej poprzez wchodzenie w partnerstwo z innymi instytucjami funkcjonującymi na rynku finansowym, ale opierał się też na rozszerzeniu zakresu prowadzonej działalności. Ekspansja działalności banków rozpoczęła się od połowy lat 80. i była spowodowana ewolucją rynku instrumentów pochodnych oraz stosowania mechanizmu sekurytyzacji¹⁵. Dynamiczny rozwój rynku kredytów hipotecznych spowodował, że pomiędzy instytucjami funkcjonującymi na rynku finansowym wywiązała się walka konkurencyjna o udział w tym rynku. Z kolei możliwości zwiększania akcji kredytowej były ograniczone w przypadku banków z posiadanymi depozytami, wobec czego bardzo chętnie zaczęły pożyczać na rynku międzybankowym, emitować własne papiery dłużne, a także w coraz większym stopniu wykorzystywać proces sekurytyzacji¹⁶. Były to działania coraz bardziej odbiegające od klasycznych operacji bankowych.

Mimo że banki komercyjne z założenia zaliczane były do tradycyjnego sektora, objętego daleko idącymi regulacjami, ze względu na wejście w nowe obszary działania w pewnym zakresie brały także udział w tworzeniu systemu *shadow banking*. Poprzez zawieranie transakcji na rynkach finansowych podlegały tym samym typom ryzyka co instytucje spoza sektora bankowego. Instytucje nadzoru nie były natomiast w stanie zapewnić pełnej ochrony dla wszystkich transakcji zawieranych przez te podmioty. Istniejąca sytuacja nie wzbudzała jednak szczególnych obaw, gdyż sprzyjały temu procesy deregulacji, które w Stanach Zjednoczonych wystąpiły w ostatnim dziesięcioleciu XX w.

Mechanizm sekurytyzacji z jednej strony umożliwił zwiększenie akcji kredytowej banków i poprzez to wzrost rentowności, a z drugiej pozwalał na przerzucenie wynikającego z tego ryzyka kredytowego i tym samym skuteczne omijanie regulacji ostrożnościowych. Banki, będąc ograniczonymi wymogami adekwatności kapitałowej, zaczęły przenosić część swoich aktywów do pozycji pozabilansowych. Proces ten powodował zmniejszenie wysokości aktywów banków traktowanych jako narażonych na ryzyko kredytowe, które winny być uwzględnione przy obliczaniu

¹⁴ K. Mikołajczyk, *Efektywność bankowych fuzji i przejęć*, [w:] E. Miklaszewska (red.), *Bank na rynku finansowym*, Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer, Warszawa 2010, s. 325–351.

¹⁵ S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 53.

¹⁶ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009, s. 59–64.

współczynnika wypłacalności. Skala zaangażowania banków w procesy sekurytyzacji była tak duża, że uzyskały one dominującą pozycję w tych transakcjach. W przypadku inwestycji na rynku ABS w 2008 r. posiadały one 52% udziału, co oznaczało znacznie większe zaangażowanie tych instytucji niż funduszy inwestycyjnych, funduszy hedgingowych oraz innych podmiotów¹⁷. Ryzyko podejmowane przez banki w wyniku sekurytyzacji było przerzucane na inne podmioty – nabywców papierów wartościowych opartych na wierzytelnościach banków¹⁸. Tym samym banki mogły swobodnie zwiększać swoją akcję kredytową. Czynnikiem sprzyjającym była też możliwość zastosowania nowych instrumentów służących do zabezpieczania się przed ryzykiem, zwanych Credit Default Swap (CDS). Wykorzystanie tych instrumentów prowadziło do zmniejszenia ekspozycji banków na ryzyko kredytowe oraz potrzeby utrzymywania kapitału, stanowiącego zabezpieczenie przed ewentualnymi stratami¹⁹. Obok zwiększenia akcji kredytowej banki zaczęły zarządzać funduszami inwestycyjnymi, dokonywać transakcji na rynku instrumentów pochodnych oraz emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw. Wszystko to powodowało brak możliwości rzetelnej oceny ryzyka, które towarzyszyło działaniu tych podmiotów.

1.3. Wzrost znaczenia nowej grupy instrumentów i instytucji finansowych

Proces deregulacji i rosnąca skala transakcji zawieranych na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych przyczyniły się do wzrostu znaczenia nowej grupy uczestników tego rynku. Tym samym zmniejszała się rola banków komercyjnych na rzecz innych instytucji finansowych – po II wojnie światowej aktywa banków komercyjnych stanowiły około 60% aktywów sektora finansowego, natomiast po 2000 r. ich udział zmalał do 20%²⁰. Wraz ze wzrostem obecności na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych podmiotów spoza sektora bankowego, zwiększał się również udział tych podmiotów w podaży kredytów. Wprawdzie odbywało się to stopniowo, jednak w ciągu ostatniej dekady coraz bardziej rosło znaczenie podmiotów niebankowych, zaliczanych do systemu *shadow banking*. Ostatecznie skala kredytów udzielanych przez tę grupę instytucji przekroczyła wielkość kredytów udzielanych przez tradycyjny sektor bankowy (por. wykres 2).

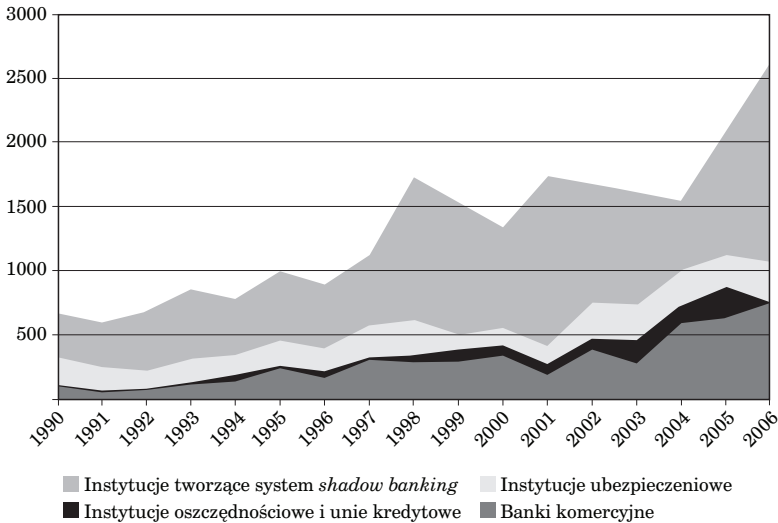
¹⁷ A. Waszkiewicz, *Ryzyko sekurytyzacji a kryzys finansowy*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2011, s. 123–124.

¹⁸ J.C. Stein, *Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility*, Harvard University, May 2010, s. 5.

¹⁹ R. Levine, *The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis*, BIS Working Paper No 329, Basel 2010, s. 5.

²⁰ Y. Nersisyan, L.R. Wray, *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*, Working Paper No. 587, University of Missouri, Kansas City 2010, s. 8.

Wykres 2. Podział zadłużenia na rynku kredytowym w Stanach Zjednoczonych ze względu na rodzaj kredytodawców (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w dokumencie: *Flow of Funds Accounts of the United States*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC 2010.

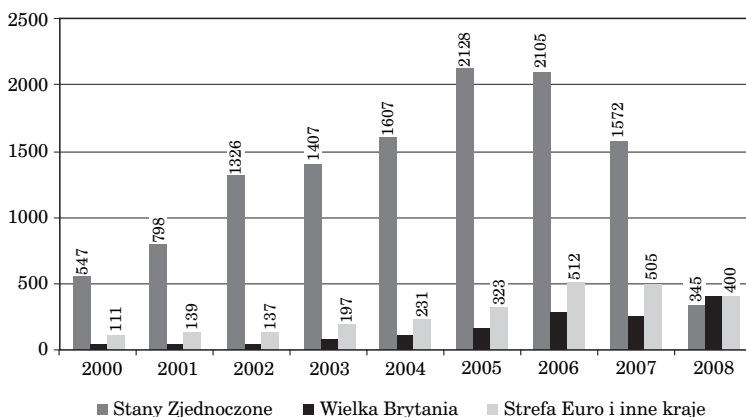
Zwiększenie udziału na rynku finansowym podmiotów spoza sektora bankowego spowodowało zmianę przeznaczenia instrumentów finansowych wykorzystywanych przez te instytucje. Jednym z przykładów są instrumenty pochodne noszące angielską nazwę Credit Default Swap (którą można przetłumaczyć na język polski jako instrument wymiany ryzyka upadłości dłużnika). Z założenia instrumenty te miały pełnić funkcję ubezpieczenia, co polegało na przenoszeniu ryzyka kredytowego. Ich wykorzystanie zgodnie z pierwotnym przeznaczeniem napotykało jednak pewne ograniczenia. Instrumenty te podlegały bowiem bardzo drobiazgowym regulacjom oraz musiały być zabezpieczone rezerwą kapitałową. Ze względu na te wymogi korzystniej było traktować je jako instrumenty pochodne²¹. W ten sposób nastąpiło przekształcenie sposobu wykorzystania instrumentów finansowych. Stosowanie tych instrumentów było coraz powszechniejsze, co prowadziło do wzrostu ryzyka przy równoczesnym braku regulacji.

W ciągu ostatnich dwu dekad rosło znaczenie sekurytyzacji – procesu, dzięki któremu nie tylko banki, ale także inne podmioty mogły finansować swoją działalność poprzez emisję papierów wartościowych, określonych jako innowacje finansowe. Na początku sekurytyzację aktywów zaczęły stosować organizacje rządowe Freddie Mac

²¹ S. Sassen, *I tak skończy się świat, nie hukiem lecz szeptem...*, *Le Monde diplomatique*, Nr 3/2009.

i Fannie Mae. Podobnie zaczęły czynić banki inwestycyjne, towarzystwa budowlane, brokerzy inwestycyjni itd.²² Wymieniony sposób finansowania stał się bardzo popularny w Stanach Zjednoczonych, o czym świadczy wartość aktywów powstałych w wyniku sekurytyzacji w tym kraju, w porównaniu do innych państw (zob. wykres 3). Stosowanie nowych instrumentów finansowych oraz dynamiczny rozwój nowej grupy instytucji finansowych było traktowane jako innowacje rynku finansowego.

Wykres 3. Wielkość aktywów powstałych w wyniku sekurytyzacji, przypadająca na wybrane kraje (roczna emisja wyrażona w mld USD według kursu z 2008 r.)



Źródło: McKinsey & Company.

Podobnie jak innym obszarom związanym z funkcjonowaniem systemu *shadow banking*, również tworzeniu innowacji finansowych towarzyszył wzrost ryzyka. Często paradoksalnie wśród podmiotów wykorzystujących proces sekurytyzacji występowało przekonanie o rosnącym bezpieczeństwie ich działania. Podmioty te zakładały bowiem, że w wyniku sekurytyzacji następuje przeniesienie ryzyka oraz jego rozłożenie na większą liczbę uczestników zawieranych transakcji. Rzetelna analiza wielkości ryzyka była utrudniona (m.in. ze względu na kwestie prawne oraz przebieg poszczególnych procesów)²³. Zawodne były też stosowane metody wyceny ryzyka (nastąpiło przecenienie skuteczności stosowanej powszechnie metody Value-at-Risk) oraz zbyt duża koncentracja nadzorów bankowych i innych instytucji odpowiedzialnych za bezpieczeństwo systemu bankowego na regulacjach ostrożnościowych. Posługując się tym argumentem, uczestnicy rynku finansowego nie przywiązywali zbyt dużej wagi do potrzeby rzetelnej oceny ryzyka towarzyszącego

²² N. Roubini, S. Mihm, *Crisis Economics...*, op. cit., s. 63–64.

²³ P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty...*, op. cit., s. 99–100.

zawieranym przez nich transakcjom. Takie podejście doprowadziło do niedoszacowania, bądź niekiedy nawet pomijania ryzyka makroekonomicznego oraz ryzyka mającego charakter systemowy²⁴.

2. SHADOW BANKING SYSTEM JAKO JEDEN Z CZYNNIKÓW PROWADZĄCYCH DO KRYZYSU

System *shadow banking* można uznać za jedną z ważnych przyczyn kryzysu finansowego lat 2007–2008. Kierunek oddziaływania zagrożeń przebiegał od tego systemu do pozostałych części rynku finansowego. Podstawowym powodem wystąpienia mechanizmów prowadzących do kryzysu był, wskazany już powyżej, brak regulacji instytucji i instrumentów tworzących *shadow banking*, a to z kolei prowadziło do wzrostu ryzyka w tym systemie. Do bezpośrednich zagrożeń można zaliczyć m.in.: stosowanie przez instytucje finansowe nadmiernej dźwigni finansowej, oparcie działania instytucji kredytowych na depozytach o charakterze krótkoterminowym (co prowadziło do utraty płynności), anonimowość i niepełne informacje towarzyszące transakcjom zawieranim na rynku finansowym oraz brak zagwarantowanego wsparcia ze strony rządu dla wielu instytucji ważnych dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego. Wymienione zagrożenia przy nadmiernym rozwoju systemu *shadow banking* mogły doprowadzić do kryzysu systemowego²⁵. Sytuacja taka wystąpiła podczas kryzysu, który rozpoczął się 2007 r. (por. wykres 4).

Do komponentów tworzących system *shadow banking*, stwarzających największe zagrożenie o charakterze systemowym, można zaliczyć:

- ❖ fundusze rynku pieniężnego,
- ❖ fundusze hedgingowe,
- ❖ instrumenty pochodne i innowacje finansowe,
- ❖ operacje repo.

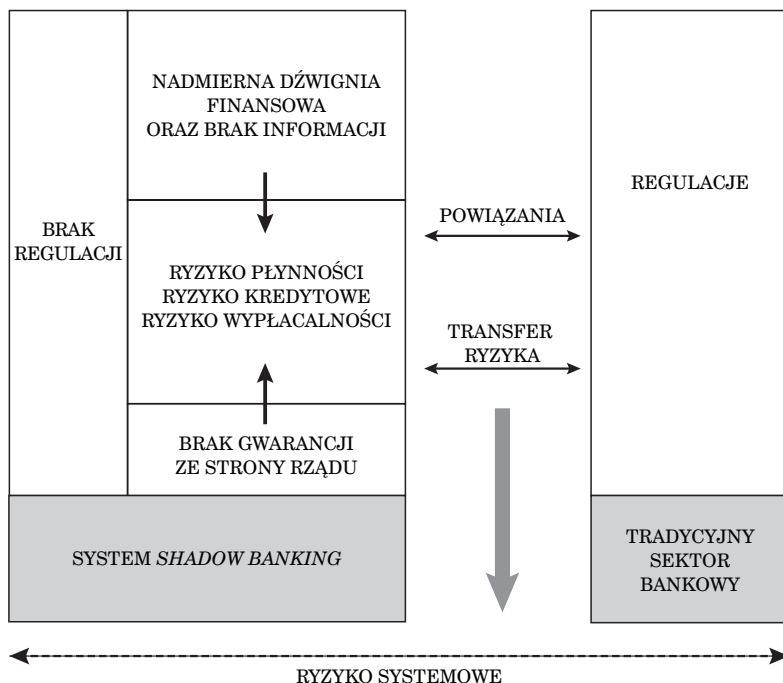
Znaczenie każdego z wymienionych elementów wynikało z posiadanych aktywów, bądź skali realizowanych operacji, jak również potencjalnego wpływu na funkcjonowanie całego rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (zob. Aneks 1). Transakcjom dokonywanym w ramach systemu *shadow banking* towarzyszyły anonimowość i niepełna informacja, natomiast będąc źródłem wysokich zysków generowały równocześnie wysokie ryzyko. Pojawiło się zagrożenie, że ze względu

²⁴ D. Rosati, *Przyczyny i mechanizmy kryzysu finansowego w USA w latach 2007–09*, [w:] G.W. Kolodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010, s. 123.

²⁵ Termin *ryzyko systemowe* w literaturze przedmiotu jest różnie definiowany. W kontekście niniejszego artykułu ryzyko to należy rozumieć jako niesprawność pojedynczych podmiotów lub systemu finansowego, która stwarza zagrożenie jednoczesnej upadłości wielu instytucji finansowych.

na gwałtowną ekspansję transakcji finansowych realizowanych w systemie *shadow banking* niezwykle trudne stało się uchwycenie całości jego funkcjonowania, a tym bardziej oszacowanie ryzyka systemowego.

Wykres 4. Mechanizm prowadzący do wystąpienia ryzyka systemowego na rynku finansowym



Źródło: opracowanie własne.

Jednym z istotnych komponentów systemu *shadow banking* są fundusze rynku pieniężnego. Pomimo powszechnego traktowania tych podmiotów jako bezpiecznych, ich funkcjonowanie było narażone na znacznie większe ryzyko niż tradycyjnych banków, ponieważ nie miały gwarancji rządowych. Podstawowym zagrożeniem związanym z funkcjonowaniem tych podmiotów było utrzymywanie wysokiej dźwigni finansowej przy bardzo niskiej wartości aktywów netto. Jedyną przesłanką zapewniającą inwestorów o bezpiecznym funkcjonowaniu była natomiast wycena wartości ich aktywów netto (NAV²⁶) na poziomie 1 dolara. Obniżenie tej wartości

²⁶ *Net asset value* – określenie to weszło do powszechnego użytku w literaturze przedmiotu właśnie ze względu na zasadę stosowaną przez fundusze rynku pieniężnego. Tak długo jak

poniżej ustalonego poziomu stanowiło potencjalny sygnał dla inwestorów o trudnej sytuacji danego podmiotu i mogło zapoczątkować masowe wycofywanie powierzonych środków pieniężnych.

Największe problemy towarzyszące funduszom rynku pieniężnego wystąpiły we wrześniu 2008 r. Po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers okazało się, że fundusz Reserve Primary Fund posiadał papiery wartościowe wyemitowane przez wymieniony bank o wartości 785 mln dolarów²⁷. Fundusz ten nie był w stanie utrzymać nominalnej wartości swoich akcji na poziomie 1 dolara. Przekroczenie tej symbolicznej dla inwestorów wartości udziałów spowodowało panikę i masowe wycofywanie się udziałowców z funduszu. Fundusz Reserve Primary Fund stracił 90% swoich aktywów. W konsekwencji wystąpił run także na inne fundusze rynku pieniężnego. W ciągu tygodnia od wystąpienia problemów funduszu Reserve Primary Fund oraz rozpoczęcia runu na inne fundusze rynku pieniężnego inwestorzy wycofali z tych podmiotów ponad 172 mld dolarów²⁸.

Do bardzo ważnych instytucji tworzących system *shadow banking* należą fundusze hedgingowe. Bezpośrednią przyczyną zagrożeń generowanych przez te podmioty jest fakt, że podobnie jak fundusze rynku pieniężnego nie podlegają one regulacjom finansowym. Shiller i Akerlof zwracają uwagę, że nawet przy bezpiecznych strategiach inwestycyjnych stosowanie wysokiej dźwigni finansowej (co jest charakterystyczne dla funduszy hedgingowych) wiąże się z dużym ryzykiem²⁹. W sytuacji wystąpienia nieprzewidzianego wydarzenia, które przyczynia się do powiększenia niesprawności funkcjonowania rynku finansowego, wykorzystywany przez fundusze hedgingowe mechanizm dźwigni finansowej zaczyna funkcjonować w kierunku odwrotnym do zamierzonego, powodując ogromne straty.

Na początku kryzysu finansowego, który rozpoczął się w lipcu 2007 r., nic nie wskazywało na to, że działanie funduszy hedgingowych może przyczynić się do powiększenia niesprawności. Kryzys w pierwszej fazie był bowiem wywołany przez ryzyko towarzyszące kredytom hipotecznym typu *subprime*, natomiast fundusze hedgingowe nie były narażone na ten rodzaj ryzyka. Sytuacja uległa zmianie, gdy 6 sierpnia 2007 r. bank PNB Paribas ogłosił zawieszenie funkcjonowania trzech

długo wartość aktywów netto funduszy nie spadła poniżej 1 dolara za akcję, inwestorzy traktowali fundusze rynku pieniężnego jako bezpieczne. Od 1971 roku, czyli od momentu powstania funduszy rynku pieniężnego wartość akcji tych podmiotów nigdy nie spadła poniżej tej granicy. Stało się to po raz pierwszy 16 września 2007 r. Sytuacja ta określana jest *broke the buck*.

²⁷ F.S. Mishkin, *Over the cliff: from the subprime to the global financial crisis*, NBER Working Paper 16609, Cambridge 2010, s. 7.

²⁸ M. Kacperczyk, P. Schnabl, *Money Market Funds, How to Avoid Breaking the Buck*, [w:] V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (red.), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc, New York 2011, s. 309.

²⁹ R.J. Shiller, G.A. Akerlof, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press 2009, s. 38.

ze swoich funduszy hedgingowych. Podmioty te utraciły bowiem płynność finansową³⁰. W ślad za funduszami hedgingowymi banku Paribas kryzysowa sytuacja przeniosła się na inne fundusze i w rezultacie spowodowała destabilizację funkcjonowania tych podmiotów. To z kolei prowadziło do ograniczenia płynności rynku finansowego oraz, ze względu na bliskie powiązania funduszy hedgingowych z innymi instytucjami funkcjonującymi na rynku finansowym, dalsze rozproszenie zjawisk kryzysowych. Szczególnie istotne były ściśle powiązania funduszy hedgingowych z niektórymi bankami komercyjnymi, co tworzyło mechanizm przeniesienia kryzysu z obszaru *shadow banking* na tradycyjny sektor bankowy. Tym samym kryzys finansowy przybrał charakter kryzysu systemowego.

Kolejnym źródłem niesprawności rynku finansowego, które przyczyniło się do wystąpienia kryzysu o charakterze systemowym, były operacje warunkowego zakupu (ang. *repurchase agreement, repo*). Przed kryzysem lat 2007–2008 transakcje repo były bardzo ważnym źródłem finansowania dla wielu instytucji finansowych. Stosowanie tych transakcji wiązało się z występowaniem zagrożenia dla banków biorących udział w tych operacjach, a w dalszej kolejności dla całego rynku finansowego. Hipotetyczna sytuacja wyglądała następująco: bank kredytobiorca (bank A), pożyczając środki pieniężne, ustalał na rzecz banku kredytodawcy (bank B) zabezpieczenie w postaci papierów wartościowych będących przedmiotem transakcji repo. Były to krótkoterminowe zobowiązania (często na jeden tydzień). Bank A pożyczone środki pieniężne wykorzystywał do udzielania długoterminowych kredytów. W „normalnych warunkach” (tzn. gdy rynek finansowy funkcjonował prawidłowo) niedopasowanie terminu płatności aktywów i pasywów nie stanowiło problemu, gdyż bank będący pożyczkobiorcą, mógł rolować swoje zobowiązania, wykorzystując do tego celu operacje repo. Mogła jednak wystąpić sytuacja niemożności rolowania, co było równoznaczne z klasyczną operacją „wycofania depozytu”. W skali całego rynku sytuacja ta oznaczała **run na rynek repo**. Dla banku A w przypadku wystąpienia takiego scenariusza oznaczało to dwie możliwości. Pierwszą było podniesienie depozytu zabezpieczającego (w celu uskutecznienia rolowania). Jeżeli bank nie miał odpowiedniej ilości kapitału własnego, to rozwiązaniem tej sytuacji była druga możliwość – sprzedaż części aktywów (z zamiarem zbilansowania ich wartości z wartością pasywów). Przyjęcie tego drugiego rozwiązania stanowiło jednak zagrożenie dla całego rynku operacji repo, a poprzez to dla banków biorących udział w tym rynku.

Problemy na rynku repo rozpoczęły się w czerwcu 2007 r., kiedy upadły dwa fundusze hedgingowe należące do banku Bear Stearns. Fundusze te stosowały w swojej działalności wysoką dźwignię finansową, a równocześnie pożyczaly duże kwoty na rynku repo. W następstwie upadku tych podmiotów rozpoczął się run na ten rynek w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie problemy przeżywał ry-

³⁰ Co wynikało ze strat poniesionych na rynku instrumentów pochodnych.

nek kredytów hipotecznych typu *subprime*. Tym samym nastąpiło przeniesienie niesprawności z aktywów finansowych powiązanych z rynkiem nieruchomości na inne rynki, które dotychczas nie wydawały się w żaden sposób z nim powiązane. W efekcie występujących wydarzeń wzrosła stopa procentowa na rynku pieniężnym i zaczęły się problemy z płynnością banków. Sytuację pogorszyły dwa wydarzenia: przejście przez holding finansowy JP Morgan Chase banku Bear Stearns (16 marca 2008 r.) oraz upadek banku Lehman Brothers (15 września 2008 r.)³¹. W związku z zaistniałą sytuacją wzrosła premia za ryzyko, a pod koniec 2008 r. cały rynek międzybankowy dotknął problem braku płynności.

Do rozwoju systemu *shadow banking* w bardzo dużym stopniu przyczynił się też wzrost stosowania instrumentów pochodnych oraz rozwój innowacji finansowych. Stosowanie instrumentów pochodnych przyczyniało się do powstawania więzi pomiędzy wszystkimi segmentami rynku finansowego oraz instytucjami funkcjonującymi na tym rynku. Wykorzystywały je zarówno banki, jak również niebankowe instytucje finansowe. Operacje z wykorzystaniem opisywanych instrumentów objęły rynki: akcji, stopy procentowej, walutowy, surowców oraz kredytowy. Do wzrostu stosowania tych instrumentów przyczynił się w znacznym stopniu mechanizm sekurytyzacji oraz coraz większy rozwój inżynierii finansowej, który nastąpił pod koniec ubiegłego wieku³².

Charakterystyczną cechą rynku instrumentów pochodnych było to, że w miarę jego rozwoju spadało znaczenie instrumentów giełdowych, natomiast wzrastało znaczenie instrumentów pozagiełdowych. W pierwszej połowie lat 90. rynek instrumentów pochodnych, znajdujących się w obrocie pozagiełdowym, dorównał instrumentom notowanym na giełdzie i od tego czasu odgrywał dominującą rolę. Według szacunków w 2008 r. wartość pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych wynosiła ponad 90% całego rynku tych instrumentów³³. Rozwój instrumentów pochodnych oraz innowacji finansowych wyróżniał także brak regulacji dotyczących zarówno samych instrumentów, jak również transakcji zawieranych z ich wykorzystaniem. Czynnikiem ten zdecydował o dużej dynamice rozwoju tego segmentu rynku finansowego³⁴. Jak już wspomniano, w szczególności banki bardzo chętnie korzystały z istniejących możliwości, gdyż mogły wydzielić ryzyko ze swoich bilansów oraz poprawić swoją sytuację w zakresie wymogów kapitałowych,

³¹ V.V. Achaarya, T.S. Öncü, *The Repurchase agreement (Repo) Market*, [w:] V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (red.), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc, New York 2011, s. 333–340.

³² Analiza tego zagadnienia została przedstawiona m.in. w artykule: *In Plato's cave*, „The Economist”, 24 January 2009, s. 10–11.

³³ M. Kalinowski, *Rozwój rynku instrumentów pochodnych w warunkach kryzysu na rynkach finansowych*, [w:] J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Współczesny kryzys gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009, s. 130.

³⁴ N. Roubini, S. Mihm, *Crisis Economics...*, *op. cit.*, s. 74–75.

jakimi były objęte. Obie wymienione cechy: nadmierny rozwój pozagiełdowych innowacji finansowych oraz brak regulacji przyczyniały się z kolei do zwiększenia ryzyka systemowego dla całego rynku finansowego. Trudno było bowiem oszacować dokładną wartość transakcji zawieranych na tym rynku, istniejące powiązania między poszczególnymi podmiotami oraz stopień narażenia na ryzyko.

Stosowanie instrumentów pochodnych i innowacji finansowych przyczyniło się do rozwoju kryzysu finansowego na dwa sposoby. Jednym z nich było sprzyjanie tych instrumentów szybkiemu rozprzestrzenianiu się ryzyka. Drugim brak możliwości ochrony tego rynku przez sieć bezpieczeństwa finansowego w sytuacji wystąpienia zagrożenia. Stosowane na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych instrumenty pochodne były ściśle ze sobą powiązane. Powodowało to wzrost współzależności, a jednocześnie możliwość łatwego przenoszenia niesprawności. Na zagrożenia płynące ze wzrostu wykorzystania innowacji finansowych zwracają uwagę m.in. Schwartz³⁵ oraz Waszkiewicz³⁶. Do najważniejszych mankamentów tych instrumentów zostały zaliczone: problemy z ustaleniem właściwej ich ceny, transfer ryzyka oraz brak rzetelnej oceny tego ryzyka przez powołane do tego celu instytucje (agencje ratingowe). Inną słabą stroną opisanego rynku, powodującą zagrożenie dla całego systemu finansowego, są problemy wynikające z braku płynności. P. Niedziółka zwraca uwagę, że warunkiem ograniczenia ryzyka systemowego i utrzymania stabilności finansowej jest zapewnienie wysokiej płynności rynku³⁷. Rynek instrumentów pochodnych cechowało różnicowanie pod względem płynności obrotu – rynek pierwotny był płynny, natomiast rynek wtórny, w latach bezpośrednio poprzedzających kryzys mający przeważający udział w całym rynku, cechowała znacznie mniejsza płynność. Dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego, w szczególności w kontekście płynności finansowej, ważna jest ochrona zapewniona przez sieć bezpieczeństwa finansowego. Banki komercyjne korzystają z dwu możliwości, jakie daje ta sieć: mechanizm gwarantowania depozytów oraz możliwość pomocy ze strony banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatecznej instancji. Obie formy zabezpieczenia stanowią ochronę przed ryzykiem utraty płynności. W odróżnieniu od banków komercyjnych, podmioty tworzące system *shadow banking* nie były objęte systemem bezpieczeństwa. Ze względu na brak tej ochrony były w znacznie większym stopniu podatne na załamanie niż tradycyjne banki.

³⁵ A. Schwartz, *Origins of the Financial Market Crisis of 2008*, „The Cato Journal”, Vol. 29, No. 1, Washington D.C. 2009, s. 19–20.

³⁶ A. Waszkiewicz, *Ryzyko sekurytyzacji...*, *op. cit.*, s. 313.

³⁷ P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty...*, *op. cit.*, s. 545.

3. ZMIANY REGULACJI WPROWADZONE W NASTĘPSTWIE KRYZYSU

Występujące w latach 2007–2008 wydarzenia pokazały skalę kryzysu, który wystąpił na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych. Niesprawności bardzo szybko przeniosły się z rynku kredytowego na rynek pieniężny i instrumentów pochodnych, a w dalszej kolejności objęły swoim zasięgiem cały rynek kapitałowy. Szybko stało się jasne, że należy dokonać odpowiednich zmian regulacyjnych, gwarantujących w przyszłości poprawne funkcjonowanie tego rynku. Analizy mechanizmów kryzysowych zwracały uwagę, że przed kryzysem regulacje i system nadzoru koncentrowały się na sektorze bankowym i bezpieczeństwie pojedynczych banków, natomiast wystąpiła potrzeba nadzoru całościowego, uwzględniającego wzajemne powiązania pomiędzy wszystkimi uczestnikami rynku finansowego³⁸. Istotne było uwzględnienie we wprowadzanych regulacjach systemu *shadow banking*, który był jedną z najważniejszych przyczyn kryzysu. Według zwolenników takiego podejścia powstała konieczność przebudowy całego rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych.

W rozważaniach teoretycznych pojawiły się dwie propozycje regulacji, mających na celu zapewnienie, że w przyszłości nie wystąpią ponowne zagrożenia będące skutkiem funkcjonowania podmiotów należących do systemu *shadow banking* oraz całego rynku finansowego. Jedną z nich jest koncepcja określana nazwą *narrow banking*. Takie rozwiązanie rozważali m.in. Paul de Grauwe z Uniwersytetu w Leuven³⁹ oraz John Kay z Uniwersytetu w Oxfordzie⁴⁰. W rozwiązaniu tym zaproponowane zostało wydzielenie z sektora bankowego wyłącznie tych podmiotów i instrumentów, które należą do systemu płatniczego. Zgodnie z przedstawioną koncepcją instytucje te należy chronić specjalnymi regulacjami, natomiast wszystkie pozostałe podmioty, realizujące transakcje o charakterze inwestycyjnym (i jednocześnie wiążące się z wyższym poziomem ryzyka), mogłyby pozostać poza systemem regulacji lub podlegać znacznie mniejszym wymogom regulacyjnym. Takie podejście sprawiłoby, że nieregulowana część rynku finansowego ponosiłaby wszystkie konsekwencje swojego działania, włącznie z możliwymi upadkami instytucji finansowych. Drugie z rozwiązań zakłada zwiększenie roli regulacji i objęcie instytucji funkcjonujących na rynku finansowym (a więc również podmiotów należących do systemu *shadow banking*) stosownymi zasadami oraz siecią bezpieczeństwa finansowego⁴¹. To podej-

³⁸ R. Dodd, *Overhauling the System, Finance & Development*, „International Monetary Fund”, Vol. 46, No. 3/2009.

³⁹ P. de Grauwe, *The Future of Banking*, [w:] A. Botsch, A. Watt (red.), *After the crisis: towards a sustainable growth model*, ETUI, Brussels 2010, s. 31–35.

⁴⁰ J. Kay, *Should we have „narrow banking”?*, [w:] *The Future of Finances*, The LSE Report, London 2010, s. 217–234.

⁴¹ G. Gorton, A. Metrick, *Regulating the Shadow Banking System*, „Brookings Papers on Economic Activity”, Vol. 41, Issue 2, Fall 2010, s. 261–312.

ście wymaga wypracowania kompleksowej struktury regulacji i nadzoru poszczególnych części systemu *shadow banking*. Jedną z priorytetowych potrzeb towarzyszących temu rozwiązaniu jest objęcie instytucji funkcjonujących na rynku finansowym jednolitymi wymogami regulacyjnymi. Można tutaj zaliczyć np. zasady dotyczące adekwatności kapitałowej lub jednakowe standardy w zakresie księgowości, a także wiele innych szczegółowych postulatów. Ważne jest także uwzględnienie we wprowadzonych regulacjach możliwości występowania ryzyka płynności oraz konieczności ograniczenia stosowania nadmiernej dźwigni finansowej.

Obok potrzeby objęcia regulacjami nowych instytucji i instrumentów, po kryzysie lat 2007–2008 przesłanki praktyczne wskazały dwa bardzo istotne obszary wymagające dostosowania przepisów – zdefiniowanie na nowo sposobu zarządzania ryzykiem oraz opracowanie wytycznych dotyczących polityki informacyjnej. Rozwój systemu *shadow banking* doprowadził do sytuacji, w której zarządzanie ryzykiem kredytowym musi odbywać się inaczej niż w przeszłości. W wyniku zaistniałych zmian wiele procesów zostało bowiem „wytransferowanych” z bilansów banków na rynek finansowy. Tym samym obowiązujące dotychczas regulacje ostrożnościowe (mające głównie na celu zapewnienie bezpieczeństwa działania banków) przestały być skuteczne. Nie wystarcza również przeniesienie wymogów ostrożnościowych stosowanych dotychczas przez banki na wszystkie podmioty tworzące system *shadow banking*. Nie można bowiem koncentrować się tylko na ryzyku związanym z funkcjonowaniem pojedynczych instytucji, ale należy brać pod uwagę ryzyko systemowe, jakie występuje na rynku finansowym. Równie ważne, jak kwestie zarządzania ryzykiem, jest uwzględnienie w zmianach regulacyjnych konieczności zapewnienia uczestnikom rynku (a przede wszystkim instytucjom nadzoru) odpowiednich informacji o funkcjonowaniu tego rynku. Szczególnie istotne są informacje o zawieranych transakcjach oraz powiązaniach między podmiotami funkcjonującymi na rynku finansowym. Jest to bardzo ważne dla właściwego zarządzania ryzykiem kredytowym. Pojawił się również postulat objęcia regulacjami wszystkich transakcji zawieranych dotychczas poza rynkiem regulowanym oraz wszystkich instytucji funkcjonujących poza tym rynkiem przed kryzysem lat 2007–2008⁴².

Po doraźnych interwencjach, będących bezpośrednią odpowiedzią na występujące wydarzenia, administracja prezydencka w Stanach Zjednoczonych zdecydowała się podjąć bardziej kompleksowe działania reformatorskie, mające na celu ukształtowanie architektury rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych. Prezydent zapowiedział najdalej idące zmiany w systemie finansowym od czasu Wielkiego Kryzysu. Twórcy reformy byli świadomi, że dotychczasowa struktura rynku finansowego, a zarazem regulacji tego rynku, nie była zaprojektowana w sposób

⁴² D. Weitzner, J. Darroch, *Why moral failures precede financial crisis*, „Critical Perspectives on International Business”, Vol. 5, No. 1–2/2009, s. 11.

zamierzony⁴³. System regulacji w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat ewoluował bowiem bez koncepcji uporządkowanego, docelowego kształtu. Zmiany regulacji i nadzoru, które następowały w przeszłości wraz z rozwojem rynku finansowego, miały charakter doraźny i były odpowiedzią na rozwój poszczególnych części rynku finansowego. W opinii reformatorów skupionych wokół prezydenta, kryzys potwierdził, że nadszedł czas na reformy mające na celu dostosowanie rynku do występujących obecnie potrzeb oraz zapewnienie możliwości dalszego rozwoju tego rynku. Wiele ze zgłoszonych propozycji zakładało bezpośrednie uregulowanie poszczególnych instytucji i instrumentów tworzących system *shadow banking*. Dotyczyło to w szczególności funkcjonowania funduszy rynku pieniężnego oraz funduszy hedgingowych, a także operacji warunkowego zakupu, instrumentów pochodnych i innowacji finansowych (zob. Aneks 2).

Reforma została wprowadzona ustawą *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, którą prezydent Stanów Zjednoczonych podpisał 21 lipca 2010 r. W ustawie tej nie zdefiniowano jednoznacznie systemu *shadow banking* i nie uregulowano tego systemu w sposób kompleksowy. Dokonane zmiany były jednak wszechstronne i objęły wiele jego elementów. Do najważniejszych z nich należą:

- ❖ stworzenie warunków mających na celu identyfikację ryzyka systemowego (generowanego w dużej części przez podmioty, instrumenty i mechanizmy tworzące nieuregulowaną część systemu finansowego) oraz dążenie do jego zapobiegania lub ograniczenia;
- ❖ uregulowanie niektórych obszarów funkcjonowania niebankowych instytucji finansowych (np. funduszy hedgingowych, funduszy *private equity*) oraz ograniczenie możliwości niekorzystnego wpływu tych instytucji na system bankowy;
- ❖ zapewnienie przejrzystości i odpowiedzialności w handlu instrumentami pochodnymi, a także organizacja systemu nadzoru nad funkcjonowaniem rynku tych instrumentów;
- ❖ wprowadzenie zasad dotyczących polityki informacyjnej, w szczególności mającej na celu identyfikację ryzyka w każdym z obszarów funkcjonowania rynku finansowego, zdefiniowanie mechanizmów przenoszenia tego ryzyka na inne podmioty oraz opracowanie reguł dotyczących wykorzystania informacji do ograniczenia negatywnych skutków ryzyka dla funkcjonowania rynku finansowego.

Nowe przepisy miały także na celu wzmocnienie zasad bezpieczeństwa tradycyjnego sektora bankowego i powiązanie tego sektora z systemem *shadow banking*. W tym celu ukierunkowano działania regulacyjne na ograniczenie zakresu działalności banków oraz wprowadzenie zasad dotyczących wielkości banków (uzależnienie od zobowiązań oraz posiadanych depozytów banków). Wytyczne dotyczące tych

⁴³ Paulson: *musimy zreformować strukturę regulacji*, Financial Times – Wydanie Polskie, 18 marca 2009 r.

regulacji zostały opracowane przez byłego prezesa Systemu Rezerwy Federalnej Paula Volckera i otrzymały nazwę „reguły Volckera”⁴⁴.

Od momentu podpisania przez prezydenta Stanów Zjednoczonych ustawy, na mocy której została wprowadzona reforma rynku finansowego, wyrażane są opinie na temat dokonanych zmian. Pojawiło się wiele głosów ekspertów przychylnie oceniających wprowadzone przepisy, a mianowicie:

- ❖ reforma ogranicza proces deregulacji trwający w Stanach Zjednoczonych od kilkunastu lat;
- ❖ w wyniku reformy została wprowadzona ochrona klientów rynku finansowego;
- ❖ na banki oraz inne instytucje kredytowe zostały nałożone większe niż do tej pory wymogi ostrożnościowe;
- ❖ regulacjami objęto również działalność podmiotów niebankowych, w przeszłości często podlegających przepisom w ograniczonym zakresie bądź w ogóle nie podlegających regulacji.

Wymieniane zalety wprowadzonej reformy ukazują jej istotę. Po raz pierwszy rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych został uregulowany kompleksowo. Stało się to we właściwym momencie. W ostatnich latach bowiem to nie działalność banków przyczyniła się w największym stopniu do ekspansji ryzyka na rynku finansowym, ale w znacznie większym stopniu działalność instytucji, które funkcjonowały do tej pory poza tradycyjnym systemem regulacji oraz te czynności bankowe, które nie podlegały regulacji⁴⁵.

Do pozytywnych skutków reformy zaliczane są nie tylko rozwiązania dotyczące funkcjonowania poszczególnych instytucji finansowych, ale również doprecyzowanie zakresu odpowiedzialności tych podmiotów za skutki podejmowanych przez nie działań. Wprowadzenie nowych przepisów oznacza, że w przyszłości podatnicy nie będą płacić za błędy popełnione przez instytucje finansowe, a także cały rynek finansowy nie będzie ponosił konsekwencji działania tych podmiotów⁴⁶. Będą one same odpowiadać za wszelkie skutki podejmowania nadmiernego ryzyka, a w razie wystąpienia problemów finansowych możliwy będzie ich upadek.

Mimo licznych zalet dokonana reforma zawiera też wiele mankamentów. Ustawa *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* składa się z 16 rozdziałów. Powoduje to, że w niektórych obszarach jest niejasna oraz wprowadziła wiele niedoprecyzowanych regulacji. Pozostawia to swobodę interpretacyjną i uznaniowość instytucjom nadzoru. Do innych negatywnych ocen można zaliczyć fakt,

⁴⁴ L. Uchitelle, *Glass-Steagall vs. The Volcker Rule*, New York Times, 22 January 2010, <http://economix.blogs.nytimes.com/2010/01/22/glass-steagall-vs-the-volcker-rule> (dostęp: 5.07.2011 r.).

⁴⁵ J. Viñals, *Regulatory Reform in Difficult Times – A Tough Balancing Act*, Berlin Conference on *Effective Financial Market Regulation after Pittsburgh – Achievements and Challenges*, Berlin 2010.

⁴⁶ K. Drawbaugh, A. Sullivan, *Senate backs plan attacking „too big to fail”*, Reuters, 5 May, Washington 2010.

że reforma wprawdzie wstrzymuje proces deregulacji, ale nie odwraca skutków tego procesu. W żadnym z wprowadzonych przepisów nie przywrócono zniesionego w 1999 r. (ustawą *Gramm-Leach-Bliley Act*) rozdziału pomiędzy bankami inwestycyjnymi oraz bankami komercyjnymi. Ekspertki, którzy dokonali analizy wprowadzonych przepisów, zwrócili też uwagę, że nowe rozwiązania nie są wyczerpujące i nie dają pewności, że system finansowy będzie w przyszłości efektywnie nadzorowany oraz w taki sposób regulowany, że nie wystąpi kolejny kryzys systemowy⁴⁷. Nie wszystkie elementy systemu *shadow banking* zostały objęte regulacjami. Do kryzysu finansowego lat 2007–2008 w dużym stopniu przyczyniły się państwowe instytucje gwarancji kredytowych (Freddie Mac i Fannie Mae), tymczasem agencjom tym we wprowadzanych regulacjach poświęcono niewiele uwagi⁴⁸.

Nowe regulacje rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych, obok różnych słabych stron, mają jeden szczególnie istotny mankament. Całość wprowadzonych rozwiązań dotyczy rynku finansowego w tym kraju. Tymczasem rozwój tego rynku był w dużym stopniu rezultatem procesu globalizacji finansowej, który wystąpił w ciągu minionych dwu dekad. Z tego względu obok potrzeby uregulowania instytucji i instrumentów tworzących rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych, występuje konieczność objęcia systemem regulacji również nie kontrolowanych ponadnarodowych przepływów kapitału. Wynika z tego potrzeba ukierunkowania regulacji systemu *shadow banking* nie tylko na zapewnienie właściwej struktury rynku finansowego oraz prawidłowego funkcjonowania podmiotów należących do tego systemu. Równie ważne są skutki wprowadzonych regulacji. Przed kryzysem złożona struktura rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych umożliwiała stosowanie arbitrażu regulacyjnego. Dokonana reforma może wprawdzie ograniczyć dotychczasowe praktyki stosowania tego arbitrażu, ale jednocześnie spowodować, że mechanizm ten zostanie przeniesiony na międzynarodowy rynek finansowy. Taka perspektywa oznacza zagrożenie już nie tylko dla najbardziej rozwiniętych rynków finansowych, lecz dla całego globalnego systemu finansowego. Właściwe regulacje powinny więc uwzględniać taką ewentualność i wychodzić naprzeciw nie tylko istniejącym, ale również potencjalnym zagrożeniom.

⁴⁷ D. Kaufmann, *Financial Regulatory Reform: Less Than Meets the Eye on Financial Institutions, More Than Meets the Eye on Oil Companies*, The Brookings Institution 2010, www.brookings.edu (dostęp: 21.06.2011 r.).

⁴⁸ *Triumph of the Regulators*, „The Wall Street Journal”, 28 June 2010, s. 13.

PODSUMOWANIE

Jednym z najważniejszych wniosków wynikających z kryzysu finansowego lat 2007–2008 jest to, że rynki finansowe nie są zdolne do samoregulacji zapewniającej bezpieczne ich funkcjonowanie. Nie sprawdziła się również dotychczasowa polityka nadzoru nad tymi rynkami. W **okresie deregulacji** dominowało przekonanie, że nie należy rynków finansowych obejmować wieloma szczegółowymi wytycznymi, gdyż będzie to hamowało ich rozwój. Pozostawiono swobodę podejmowania inicjatyw regulacyjnych instytucjom nadzoru z przekonaniem, że w przypadku pojawienia się zagrożeń instytucje te skutecznie wykorzystają swoje uprawnienia. Kryzys udowodnił, że ani same instytucje finansowe, ani organy nadzoru nie są w stanie zapewnić bezpieczeństwa całego rynku finansowego. Po kryzysie podjęto wiele nowych inicjatyw regulacyjnych, co w przekonaniu analityków oznacza, że zaczął się kolejny etap rozwoju tych rynków. Już dziś wyrażane są opinie, że będzie to **okres reregulacji**⁴⁹.

Niestabilność rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych wynika ze struktury tego rynku, która ukształtowała się w ciągu ostatnich dwu dekad. Do wystąpienia zagrożeń w dużym stopniu przyczynił się system *shadow banking*. Jego rozwój wspierały takie procesy, jak: przenoszenie działalności kredytowej poza tradycyjny system bankowy, wzrost znaczenia pozabankowych instytucji finansowych oraz wykorzystanie przez nie nowych, skomplikowanych instrumentów finansowych. Procesy te doprowadziły do powstania instytucji, które ze względu na wielkość i złożoność realizowanych operacji oraz podejmowanie nadmiernego ryzyka okazały się tak duże, że ich funkcjonowanie prowadziło do zagrożenia całego systemu finansowego. System *shadow banking* jest jednym z czynników, który w bardzo dużym stopniu przyczynił się do kryzysu lat 2007–2008. Potwierdzają to m.in. takie wydarzenia, jak: run na fundusze rynku pieniężnego, destabilizacja funkcjonowania funduszy hedgingowych, występowanie zjawiska rozproszenia zjawisk kryzysowych z podmiotów bezpośrednio doświadczających niesprawności na podmioty, których funkcjonowanie pierwotnie wydawało się bezpieczne oraz utrata płynności wielu instytucji funkcjonujących na tym rynku.

Podjęta reforma regulacji rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (*Dodd-Frank Act 2010*) jest odpowiedzią na wstępujące zagrożenia. Jednym z jej celów jest uregulowanie systemu *shadow banking*. Wśród obszarów objętych nowymi regulacjami znalazły się kluczowe elementy tworzące ten system. Można do nich zaliczyć m.in. operacje warunkowego zakupu, fundusze rynku pieniężnego i fundusze hedgingowe oraz innowacje finansowe. Wprowadzane regulacje finansowe mają zapewnić, że w przyszłości nie wystąpią takie zagrożenia jakie spowodował kryzys w latach 2007–2008. Mimo takiego założenia obecne reformy nie obejmują wielu aspektów lub

⁴⁹ *Chained but untamed*, „The Economist”, 14 May 2011, s. 3–4.

wprowadzają je tylko częściowo. Przykładem jest zamiar wprowadzenia zakazu inwestowania przez banki własnych środków w fundusze hedgingowe i *private equity*. W rzeczywistości nastąpiło jedynie ograniczenie możliwości inwestycyjnych banków do 3% kapitałów własnych. Podobnie tylko częściowe ograniczenia dotyczą handlu instrumentami pochodnymi oraz wielu innych obszarów systemu *shadow banking*. Pewnych elementów tego systemu w ogóle nie wzięto pod uwagę (np. działalności kredytowej Freddie Mac i Fannie Mae). Wydaje się, że wprowadzone regulacje są niezadowalające w stosunku do istniejących potrzeb uregulowania rynku finansowego po kryzysie lat 2007–2008. Wobec wskazanych mankamentów powstaje przekonanie, że wprowadzona w Stanach Zjednoczonych reforma rynku finansowego nie jest w stanie zapewnić w przyszłości bezpieczeństwa tego rynku.

Bardzo ważnym wyzwaniem, związanym z funkcjonowaniem systemu *shadow banking*, jest występowanie ryzyka systemowego. Dotychczasowa filozofia nadzoru miała na celu zapewnienie poprawnego funkcjonowania pojedynczych podmiotów, bądź segmentów rynku finansowego, w tym głównie sektora bankowego. Wydarzenia z lat 2007–2008 potwierdziły, że nie w tym kierunku powinny iść wprowadzane rozwiązania. Kryzys finansowy był bowiem wynikiem procesów, które w dużym stopniu wystąpiły poza sektorem tradycyjnej bankowości. Na tej podstawie można wnioskować, że kluczem do eliminacji nieprawidłowości na rynku finansowym powinno być ukierunkowanie regulacji na sektor niebankowy. Dopóki podmioty funkcjonujące we wszystkich segmentach rynku finansowego oraz stosowane instrumenty finansowe nie będą podlegały jednolitym wytycznym, będzie występowało dążenie do podejmowania arbitrażu regulacyjnego. Taka sytuacja powoduje powstanie ryzyka systemowego. Ostatni kryzys finansowy udowodnił, jak duże zagrożenie wynika z powiązań istniejących pomiędzy wszystkimi podmiotami funkcjonującymi na rynku finansowym oraz wpływu dużych podmiotów na cały rynek. Zarówno z perspektywy pojedynczych instytucji finansowych (*zbyt dużych by upaść*), jak również z punktu widzenia całego systemu finansowego, obecna reforma regulacji w Stanach Zjednoczonych uwzględnia bezpieczeństwo tego systemu, ale nadal nie zapewnia jego stabilności.

Abstract

The changes that have occurred on U.S. financial market over the last several years have led to a dynamic growth of this market. In the past, deposit and credit activities were carried out mainly by banks. Currently, these transactions are conducted by both the banking sector, as well as by several institutions operating in the financial market which, however, do not belong to the traditional banking sector. Due to the fact that non-banking financial institutions were not subject to applicable regulations and a safety net, they have been named *shadow banking system*.

The article describes the system of *shadow banking* and presents the significance of this system during the financial crisis of 2007–2008. Events that occurred in the financial market have confirmed that *shadow banking* not only contributed to the occurrence of the crisis but also gave it the character of a systemic crisis. Based on the findings on the causes of the crisis new financial market regulations were introduced in the United States. Although these regulations increase the safety of this market, they still fail to provide its stability.

Bibliografia

- Achaarya V.V., Öncü T.S., *The Repurchase agreement (Repo) Market*, [w:] V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (red.), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc, New York 2011.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States*, Washington D.C. 2011.
- De Soto J.H., *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga Von Missesa, Warszawa 2009.
- Dodd R., *Overhauling the System*, Finance & Development, „International Monetary Fund”, Vol. 46, No. 3/2009, s. 32–34.
- Gorton G., Metrick A., *Regulating the Shadow Banking System*, „Brookings Papers on Economic Activity”, Vol. 41, Issue 2, Fall 2010, s. 261–312.
- Grauwe de P., *The Future of Banking*, [w:] A. Botsch, A. Watt (red.), *After the crisis: towards a sustainable growth model*, ETUI, Brussels 2010.
- Heffernan S., *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Iwaisako T., *Global Financial Crisis, Hedge Funds and the Shadow Banking System*, „Public Policy Review”, 2010, Vol. 6, No. 3, s. 347–368.
- Jachimiak K., *Kierunki ewolucji systemu bankowego Stanów Zjednoczonych*, „Bank i Kredyt”, 2004, Nr 10.
- Kacperczyk M., Schnabl P., *Money Market Funds, How to Avoid Breaking the Buck*, [w:] V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (red.), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc, New York 2011.
- Kalinowski M., *Rozwój rynku instrumentów pochodnych w warunkach kryzysu na rynkach finansowych*, [w:] J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Współczesny kryzys gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009.
- Kay J., *Should we have „narrow banking”?*, [w:] *The Future of Finances*, The LSE Report, London 2010.
- Kulig J., *Meandry globalizacji XXI wieku*, Wydawnictwo Vizja Press & IT, Warszawa 2010.

- Levine R., *The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis*, BIS Working Paper, No. 329, Basel 2010.
- Lo A.W., *Regulatory reform in the wake of the financial crisis of 2007–2008*, „Journal of Financial Economic Policy”, Vol. 1, No. 1/2009.
- McCulley P., *Teton Reflections*, PIMCO, Newport Beach, August/September 2007.
- Mikołajczyk K., *Efektywność bankowych fuzji i przejęć*, [w:] E. Miklaszewska (red.), *Bank na rynku finansowym*, Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
- Mishkin F.S., *Over the cliff: from the subprime to the global financial crisis*, NBER Working Paper 16609, Cambridge 2010.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009.
- Nersisyan Y., Wray L.R., *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*, Working Paper No. 587, University of Missouri, Kansas City 2010.
- Niedziółka P., *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010.
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 458, New York 2010.
- Rosati D., *Przyczyny i mechanizmy kryzysu finansowego w USA w latach 2007–09*, [w:] G.W. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010.
- Roubini N., Mihm S., *Crisis Economics, A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Books Ltd, London 2010.
- Schwartz A., *Origins of the Financial Market Crisis of 2008*, „The Cato Journal”, Vol. 29, No. 1, Washington D.C. 2009.
- Sheng A., *From Asian to Global Financial Crisis. An Asian Regulators View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, Cambridge University Press, Cambridge 2009.
- Shiller R.J., Akerlof G.A., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press 2009.
- Sławiński A., *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, [w:] J. Osiński, S. Sztaba (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH, Warszawa 2008.
- Stein J.C., *Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility*, Harvard University, May 2010.
- The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, U.S. Government Printing Office, Washington D.C. 2010.
- Tucker P., *Shadow banking, financing markets and financial stability*, Bank of England, London 2010.
- Viñals J., *Regulatory Reform in Difficult Times – A Tough Balancing Act*, Berlin Conference on „Effective Financial Market Regulation after Pittsburgh – Achievements and Challenges”, Berlin 2010.

Waszkiewicz A., *Ryzyko sekurytyzacji a kryzys finansowy*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2011.

Weitzner D., Darroch J., *Why moral failures precede financial crisis*, „Critical Perspectives on International Business”, Vol. 5, No. 1–2/2009.

White L.H., *Federal Reserve Policy and the Housing Bubble*, „The Cato Journal”, Vol. 29, No. 1, Washington D.C. 2009.

Artykuły prasowe

Chained but untamed, „The Economist”, 14 May 2011, s. 3–4.

Drawbaugh K., Sullivan A., *Senate backs plan attacking „too big to fail*, Reuters, 5 May, Washington 2010.

In Plato’s cave, „The Economist”, 24 January 2009, s. 10–11.

Paulson: musimy zreformować strukturę regulacji, „Financial Times – Wydzanie Polskie”, 18 marca 2009 r.

Sassen S., *I tak skończy się świat, nie hukiem lecz szeptem...*, „Le Monde Diplomatique”, Nr 3/2009.

Triumph of the Regulators, „The Wall Street Journal”, 28 June 2010.

Materiały internetowe

Farshi M., Cintra M.A.M., *The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System*, Revue de la regulation, 2009, Numero n°5, <http://regulation.revues.org> (dostęp: 10.05.2011 r.).

Hsu J., Moroz M., *Shadow Banks and the Financial Crisis of 2007–2008*, www.researchaffiliates.com (dostęp: 7.06.2011 r.).

Kaufmann D., *Financial Regulatory Reform: Less Than Meets the Eye on Financial Institutions, More Than Meets the Eye on Oil Companies*, The Brookings Institution 2010, www.brookings.edu (dostęp: 21.06.2011 r.).

Shadow Banking and the Financial Crisis, Preliminary Staff Report, Financial Crisis Inquiry Commission, www.fcic.gov (dostęp: 25.03.2011 r.).

Uchitelle L., *Glass-Steagall vs. The Volcker Rule*, New York Times, 22 January 2010, <http://economix.blogs.nytimes.com/2010/01/22/glass-steagall-vs-the-volcker-rule> (dostęp: 5.07.2011 r.).

Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html>

Wielka reforma finansowa w USA (2010), <http://gb.pl>

Aneks 1.

Znaczenie wybranych instytucji i instrumentów tworzących system *shadow banking* (stan na sierpień 2007 r.) oraz najważniejsze niesprawności jakie mogą generować te elementy

Element <i>shadow banking</i>	Posiadane aktywa lub realizowane transakcje	Niesprawności generowane przez wybrane elementy systemu <i>shadow banking</i>
Fundusze rynku pieniężnego	3,56 bilionów dolarów	Fundusze rynku pieniężnego mogą być zagrożone w sytuacji wystąpienia niesprawności na rynku finansowym, ze względu na duże inwestycje tych podmiotów w papiery wartościowe emitowane w drodze sekurytyzacji aktywów.
		W sytuacji wystąpienia problemów tych funduszy może zdarzyć się masowe wycofywanie środków przez uczestników, co pogłębi spadki wartości jednostek uczestnictwa, a jednocześnie zmniejszy płynność na rynku pieniężnym.
Fundusze hedgingowe	Globalne aktywa funduszy hedgingowych były szacowane na około 2 biliony dolarów	Problem nadmiernej dźwigni finansowej – w sytuacji obniżenia wyceny sekurytyzowanych papierów wartościowych następuje adekwatne zmniejszenie kapitałów tych funduszy oraz pojawia się wezwanie do uzupełnienia kapitału.
		Podobnie jak inne instytucje tworzące system <i>shadow banking</i> brały udział w transferze ryzyka na całym rynku finansowym, a także przeniesieniu tego ryzyka z rynku finansowego do sfery realnej gospodarki.
Operacje warunkowego zakupu (ang. <i>repurchase agreement</i>)	Według szacunków wartość transakcji repo została wyceniona na 6 bilionów dolarów, natomiast całkowite aktywa sektora bankowego w Stanach Zjednoczonych na 10 bilionów dolarów	Operacje warunkowego zakupu wraz z innymi transakcjami zapewniały płynność finansową dla instytucji tworzących system <i>shadow banking</i> . Analogicznie jak w tradycyjnym systemie bankowym, również w przypadku <i>shadow banking system</i> istniało zagrożenie runu na ten system i utrata płynności przez poszczególne instytucje. W przypadku paniki na rynku operacji warunkowego zakupu występowało zagrożenie braku rolowania operacji repo i w ten sposób przeniesienie negatywnego oddziaływania na instytucje finansowe biorące udział w tych transakcjach.

Element <i>shadow banking</i>	Posiadane aktywa lub realizowane transakcje	Niesprawności generowane przez wybrane elementy systemu <i>shadow banking</i>
Instrumenty pochodne i innowacje finansowe	Według danych BIS w 2007 r. wartość transakcji na rynku nieregulowanym wynosiła 678 bilionów dolarów.	<p>Pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych nie podlegał regulacjom. Tym samym istniało zagrożenie nadmiernego ryzyka oraz występował brak mechanizmów umożliwiających łagodzenie skutków tego ryzyka.</p> <p>Występowała trudność identyfikacji miejsca występowania ryzyka i pomiaru jego wielkości.</p>

Źródło: Y. Nersisyan, L.R. Wray, *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*, Levy Economics Institute, Working Paper No. 587, New York 2010, s. 9–15; Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No 458, New York 2010, J.C. Stein, *Securization...*, *op. cit.*, s. 6; W. Nawrot, *Globalny kryzys...*, *op. cit.*, P. Tucker, *Shadow banking, financing markets and financial stability*, Bank of England, London 2010, s. 7–8; dane pozyskane z Investment Company Institute; J. Kulig, *Meandry globalizacji XXI wieku*, Wydawnictwo Vizja & IT, Warszawa 2010, s. 61.

Aneks 2.
Propozycje uregulowania wybranych elementów systemu shadow banking oraz rozwiązania wprowadzone w wyniku reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych

Obszar	Proponowane rozwiązania	Rozwiązania wprowadzone w wyniku reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (<i>Dodd-Frank Act</i>)
Fundusze rynku pieniężnego	<p>1. Fundusze nie spełniające wartości netto aktywów (NAV) na poziomie 1 dolara powinny być zobowiązane do nabycia kontraktów ubezpieczeniowych, zapewniających odpowiedni poziom bezpieczeństwa dla tych podmiotów.</p> <p>2. Regulacje winny także objąć:</p> <ul style="list-style-type: none"> - zwiększenie płynności funduszy (np. 30% aktywów tych funduszy musi mieć zdolność do zamiany na gotówkę w okresie nie przekraczającym jednego tygodnia) - wyższa jakość kredytowa - przeprowadzanie okresowych stress testów w celu podniesienia zdolności do przeciwstawienia się zawirowaniom - zwiększone ujawnianie informacji (comiesięczne raportowanie) - autoryzacja rady dyrektorów zarządzających. <p>Celem tych regulacji jest zwiększenie bezpieczeństwa funkcjonowania funduszy.</p>	<p>Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) zaakceptowała w marcu 2010 r. nowe regulacje dla funduszy rynku pieniężnego. Obejmują one następujące wytyczne:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ograniczono możliwość inwestowania przez te podmioty do papierów wartościowych najwyższej jakości (maksymalnie 3% może być zaangażowane w papiery wartościowe określone jako <i>second-tier</i>) - skrócono czas zapadalności posiadanych papierów (maksymalny czas zapadalności to 60 dni) - część z posiadanych przez te instytucje papierów wartościowych musi być wymieniaalna na pieniądź wartościowy (30% posiadanych aktywów musi mieć zdolność zamiany na gotówkę w ciągu tygodnia) - wprowadzono okresowe stress testy, miesięczne raporty dotyczące posiadanych aktywów oraz autoryzację przez radę dyrektorów zawieszenia wykupu, w przypadku trudnej sytuacji.

Obszar	Proponowane rozwiązania	Rozwiązania wprowadzone w wyniku reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (<i>Dodd-Frank Act</i>)
Fundusze hedgingowe	<ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="258 899 381 1402">1. Ujawnianie informacji o funkcjonowaniu funduszy hedgingowych i stosowanych przez te podmioty strategiiach inwestycyjnych. <li data-bbox="388 899 462 1402">2. Uregulowanie transakcji dokonywanych przez fundusze hedgingowe. 	<ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="258 227 523 899">1. Artykuł IV ustawy <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i> wprowadził wytyczne dotyczące funkcjonowania funduszy hedgingowych. Fundusze hedgingowe, które zarządzają aktywami o wartości przekraczającej 100 mln USD, są zobowiązane zarejestrować się w Komisji Papierów Wartościowych i Gield (SEC) oraz ujawniać dane finansowe w celu zapewnienia monitorowania ryzyka systemowego oraz ochrony inwestorów. <li data-bbox="529 227 837 899">2. Żaden bank ani instytucja finansowa będąca właścicielem banku nie może równocześnie być właścicielem, inwestorem lub sponsorem funduszu hedgingowego lub funduszu <i>private equity</i> (w wyniku prac legislacyjnych wprowadzono niewielkie odstępstwa od tej zasady, dopuszczając możliwość inwestycji w takiej formie do 3% kapitałów własnych). Nie może również prowadzić działalności handlowej „na własny rachunek”. Reguła ta wprowadziła również ograniczenie udziału w rynku największych instytucji finansowych.
Operacje warunkowego zakupu	<ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="856 899 979 1402">1. Doprecyzowanie zasad ubezpieczenia transakcji repo, w zależności od rodzaju transakcji oraz podmiotu, który zawiera te transakcje. 	<ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="856 227 1028 899">1. W ustawie <i>Dodd-Frank Act</i> dokonano zmiany definicji <i>transakcji bezwarunkowych</i>. Po dokonanej zmianie transakcje <i>repurchase agreement</i> zostały zaliczone do transakcji zabezpieczonych. W związku z powyższym powstał obowiązek ustanowienia zabezpieczenia w sytuacji dokonywania przez banki transakcji repo.

<p>(cd.) Operacje warunkowe- go zakupu</p>	<p>2. Określenie zasad przejęcia zabezpieczenia w transakcjach repo w sytuacji wystąpienia niesprawności na rynku repo i potrzeby interwencji przez pożyczkodawcę ostatniej instancji.</p> <p>3. Ograniczenie ryzyka kredytowego towarzyszącego transakcjom repo poprzez:</p> <ul style="list-style-type: none"> - uznanie jedynie określonych kategorii zabezpieczenia - pobieranie „z góry” opłaty za ochronę przez pożyczkodawcę ostatniej instancji - określenie kryteriów wypłacalności, których spełnienie jest wymagane od podmiotów objętych ochroną pożyczkodawcy ostatniej instancji 	<p>2. Ustawa wprowadziła limit zaangażowania banku w grupę transakcji, do których należą m.in. transakcje: instrumentami pochodnymi, <i>repurchase agreement</i>, udzielenia pożyczek zabezpieczonych (Dodd-Frank Act, § 610a).</p>
<p>Instrumenty pochodne i innowacje finansowe</p>	<p>1. Zapewnienie transparentności na rynku instrumentów pochodnych, co ma umożliwić identyfikację i zarządzanie ryzykiem występującym w obszarze innowacji finansowych. Pojawiła się propozycja utworzenia izb rozrachunkowych, których działanie przyczyniłoby się do usprawnienia obrotu innowacjami finansowymi.</p>	<p>1. Instrumenty pochodne, które dotychczas były przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym, będą notowane na giełdzie lub obrót tymi instrumentami będzie odbywał się poprzez izby rozrachunkowe. Komisja Papierów Wartościowych i Giełdy (SEC) oraz Komisja Nadzoru nad Giełdami Towarowymi (CFTC) otrzymały uprawnienia do regulacji instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu na rynku nieregulowanym.</p>

Obszar	Proponowane rozwiązania	Rozwiązania wprowadzone w wyniku reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (<i>Dodd-Frank Act</i>)
<p>(cd.) Instrumenty pochodne i innowacje finansowe</p>	<p>2. Wprowadzenie standaryzacji instrumentów będących przedmiotem transakcji na rynku nieuregulowanym (pozagiełdowym).</p>	<p>2. Wprowadzono wymogi kapitałowe dla podmiotów zawierających transakcje tymi instrumentami. Ponadto wszystkie transakcje są ewidencjonowane, przez co instytucje nadzoru mają możliwość monitorowania ryzyka. Instytucje sprzedające instrumenty powstające w wyniku sekurytyzacji są zobowiązane wziąć na siebie część ryzyka (co najmniej 5% ryzyka kredytowego).</p> <p>3. Izby rozliczeniowe mają obowiązek gromadzić i publikować dane dotyczące obrotu instrumentami pochodnymi w celu zwiększenia przejrzystości rynku oraz dostarczenia informacji dla instytucji nadzoru zajmujących się monitorowaniem ryzyka.</p>

Źródło: *H.R.4173 – Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009*, *OpenCongress.org* (dostęp: 12.07.2010); *Wielka reforma finansowa w USA*, portal finansowy „Gazety Bankowej” (dostęp: 30.08.2010 r.); Uchitelle L., *Glass-Steagall vs. The Volcker Rule*, „*Economix*”, 22 January 2010; D. Weitzner, J. Darroch, *Why moral failures precede financial crisis*, „*Critical Perspectives on International Business*”, Vol. 5, No. 1–2/2009; A.W. Lo, *Regulatory reform in the wake of the financial crisis of 2007–2008*, „*Journal of Financial Economic Policy*”, Vol. 1, No. 1, 2009, s. 18.