

HANNA KOŁODZIEJCZYK

GENEZA KRYZYSU HIPOTECZNEGO W USA Z PERSPEKTYWY DEKADY

I. WPROWADZENIE

U schyłku pierwszej dekady XXI w. doszło do kryzysu na niespotykaną od wielu lat skalę. Komisja Nadzoru Finansowego w raporcie z 2010 r. stwierdziła: „Następstwa upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers zgodnie określa się jako najpoważniejszy globalny kryzys finansowy po II wojnie światowej”¹. Paul Krugman bardzo celnie podkreślił, że jeszcze kilka lat wcześniej panował wielki optymizm związany z osiągnięciem stabilnej sytuacji gospodarczej². Robert Lucas, przemawiając na spotkaniu Amerykańskiego Stowarzyszenia Ekonomicznego, wyraził opinię, że główny problem związany z zapobieganiem kryzysom został rozwiązany oraz że nadszedł czas, by skupić się na długoterminowym wzroście gospodarczym, a nie na wyrównywaniu przebiegu cykli koniunkturalnych³. Również Ben Bernanke w 2004 r. entuzjastycznie wyraził się o osiągnięciu stanu ograniczenia zmienności produkcji i inflacji znanego jako *The Great Moderation*⁴. Kryzys nie wybuchł jednak bez zapowiedzi. Joseph Stiglitz stwierdził, że „jedynym zaskakującym aspektem kryzysu gospodarczego 2008 roku było to, że jego nadejście zaskoczyło tak wielu ludzi”⁵. Ponadto zauważył on, że jest to pierwszy od czasów wielkiego kryzysu z lat trzydziestych XX w. przypadek, że Stany Zjednoczone „wyeksportowały poważny kryzys”.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie obecnego stanu wiedzy na temat rzeczywistych przyczyn i mechanizmów kryzysu hipotecznego w USA. W szczególności staram się wykazać, że wiele spośród problemów, które doprowadziły do wybuchu kryzysu, nie zostało w satysfakcjonujący sposób rozwiązanych w minionej dekadzie i nadal stanowią one zagrożenie dla stabilności systemu finansowego na świecie. Część II przedstawia systematykę czynników odpowiedzialnych za kryzys, natomiast części III-VIII stanowią rozwinięcie opisu tych zjawisk. Część IX zawiera podsumowanie.

¹ KNF, *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008-2009*, Warszawa 2010, s. 2.

² P. Krugman, *Powrót recesji: kryzys roku 2008*, tłum. M. Ruszczyński, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 15.

³ R. Lucas, *Macroeconomic priorities*, „*The American Economic Review*” 93(1), 2003, s. 1.

⁴ B. Bernanke, *The Great Moderation, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Meetings of the Eastern Economic Association*, 2004.

⁵ J. Stiglitz, *Freefall: jazda bez trzymanki: Ameryka, wolne rynki i tonięcie gospodarki światowej*, tłum. A. Gašior-Niemiec, PTE, Warszawa 2010, s. 1.

II. BEZPOŚREDNIE PRZYCZYNY WYSTĄPIENIA KRYZYSU

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. w USA, zwany jest również kryzysem hipotecznym lub kryzysem subprime (*subprime mortgage crisis*). Ekonomiści wskazują na endogeniczny charakter tego kryzysu, gdyż wiele jego przyczyn wynika ze struktury i mechanizmów gospodarki rynkowej⁶. Identyfikacja czynników, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu, była szeroko analizowana i komentowana w literaturze. Genezę kryzysu opisywali m.in. Charles Goodhart⁷, Olivier Blanchard⁸, Dariusz Rosati⁹, John Taylor¹⁰, a jego konsekwencje np. Andrzej Sławiński¹¹.

Powołując się na raport Komisji Europejskiej¹², Michał Konopczak, Rafał Sieradzki i Michał Wiernicki¹³ wskazali na następujące źródła kryzysu o charakterze makroekonomicznym i mezoekonomicznym:

- narastanie globalnych nierównowag;
- utrzymywanie niskiego poziomu stóp procentowych w krajach rozwiniętych, związane z okresem uspokojenia na rynkach finansowych, ożywienia gospodarczego i relatywnie niskiej stopy inflacji (*The Great Moderation*);
- rozwój i wzrost znaczenia rynków finansowych;
- model nadzoru oparty na zasadzie samoregulacji rynków finansowych;
- sytuacja na rynku nieruchomości w USA.

Kolejne przyczyny kryzysu miały charakter mikroekonomiczny lub stricte finansowy:

- model funkcjonowania banków, w którym wykorzystywały one sekurytyzację aktywów i kredytowe instrumenty pochodne;
- rozwój inżynierii finansowej i powstanie skomplikowanych, trudnych do wyceny instrumentów finansowych;
- konflikt interesów w agencjach ratingowych, które doradzały bankom w projektowaniu nowych produktów finansowych, a zarazem nadawały tym produktom oceny;
- model finansowania, polegający na finansowaniu długoterminowych aktywów z użyciem krótkoterminowych pożyczek;

⁶ M. Burzała, *Wybrane metody badania efektów zarażania na rynkach kapitałowych*, Wyd. UEP, Poznań 2014, s. 27.

⁷ Ch. Goodhart, *Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego*, „Zeszyty BRE Bank – CASE”, nr 100, Warszawa 2009.

⁸ O. Blanchard, *The crisis: basic mechanisms, and appropriate policies*, „IMF Working Paper”, no. 09/80, 2009.

⁹ D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista” 2009, nr 3.

¹⁰ J. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy: przyczyny, skutki, interpretacje*, tłum. Ł. Goczek, WN PWN, Warszawa 2010.

¹¹ A. Sławiński, *Wpływ globalnego kryzysu bankowego na bankowość centralną*, „Ekonomista” 2010, nr 2.

¹² Komisja Europejska, *Economic crisis in Europe: causes, consequences and responses*, „European Economy” 2009, no. 7.

¹³ M. Konopczak, R. Sieradzki, M. Wiernicki, *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt” 41, 2010, nr 6, s. 47.

– niska przejrzystość i asymetria informacji na niektórych rynkach finansowych;

– rozrost instytucji finansowych oraz zwiększenie współzależności między nimi, jak również wykorzystywanie przez nie nadmiernej dźwigni finansowej.

Kryzys miał również wiele przyczyn natury psychologicznej. Adam Szyszka¹⁴ do behawioralnych przyczyn kryzysu zaliczył: chciwość inwestorów i zarządzających, niedoszacowanie ryzyka, zachowania stadne, ograniczoną racjonalność i błędy agencji ratingowych oraz strach.

III. GLOBALNA NIERÓWNOWAGA I POLITYKA SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ W LATACH 2001-2007

W 2006 r. w artykule poświęconym nierównowadze globalnej Michał Rubaszek stwierdził: „wielu ekonomistów wskazuje, że gospodarka światowa nie znajduje się obecnie w stanie równowagi”¹⁵. Z perspektywy czasu zdanie to można uznać za prorocze. Bardzo często do grona czynników, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu, zalicza się globalne zmiany rozkładu sił gospodarczych na świecie i towarzyszącą im nierównowagę¹⁶. Sytuację tę najlepiej obrazuje porównanie nadwyżki w saldzie obrotów bieżących krajów Dalekiego Wschodu z deficytem obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych. W gospodarce światowej coraz większe znaczenie zyskują takie kraje, jak Chiny i Indie, podczas gdy tempo wzrostu PKB w USA i w Europie jest niskie.

Do przyczyn narastającej nierównowagi globalnej zaliczyć można¹⁷:

– utrzymujący się wysoki poziom deficytu budżetowego w USA, odpowiedzialny za zjawisko bliźniaczych deficytów;

– politykę kursową krajów Dalekiego Wschodu;

– trwałe długookresowy wzrost produktywności w USA wywołujący skłonność do utrzymywania aktywów amerykańskich w portfelach inwestycyjnych;

– nadmierny poziom globalnych oszczędności netto, powodowany w szczególności azjatycką kulturą oszczędności oraz wzrostem cen ropy naftowej.

Deficyt salda obrotów bieżących w USA wynikał zarówno z niskiego poziomu oszczędności w gospodarce, jak i ze sprzyjającej polityki makroekonomicznej. Jednocześnie rola dolara jako waluty rezerwowej stanowi czynnik sprzyjający emisji nisko oprocentowanych papierów wartościowych denominowanych w tej walucie. Z kolei strategia rozwoju opartego na eksporcie i samofinansowaniu się chińskich przedsiębiorstw sprzyja akumulacji przepływów dolarowych w Chinach. Amerykańska kultura życia na kredyt i azjatycka kultura

¹⁴ A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 40, 2009, nr 4, s. 14-25.

¹⁵ M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt” 37, 2006, nr 7, s. 18.

¹⁶ Por. W. Orłowski, *Dziesięć przyczyn kryzysu i ich analiza*, w: J. Szambelańczyk (red.), *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, ZBP, Warszawa 2009, s. 8; Komisja Europejska, op. cit., s. 46.

¹⁷ M. Rubaszek, op. cit., s. 18.

oszczędzania okazały się wobec siebie komplementarne. Dodatkowo wiele krajów rozwijających się utrzymywało sztywny kurs walutowy wobec dolara na poziomie niedowartościowującym lokalne waluty. Działo się tak, gdyż kraje te wspierały eksport w gospodarkach lub starały się podnieść poziom rezerw walutowych. Sytuację w globalnej gospodarce dopełniło utrzymywanie ekspansywnej polityki monetarnej w USA przed kryzysem, co zwiększyło prawdopodobieństwo tworzenia się baniek spekulacyjnych¹⁸.

Począwszy od lat dziewięćdziesiątych XX w. Stany Zjednoczone cieszyły się korzystnymi warunkami makroekonomicznymi. Wzrost gospodarczy utrzymywał się na dodatnim poziomie przez blisko dwie dekady, niekiedy osiągając poziom 2-3% rocznie¹⁹. W tym samym czasie inflacja kształtowała się na niskim poziomie. Ekonomiści nazywają ten okres Wielkim Umiarkowaniem – *The Great Moderation*. Powszechny optymizm sprzyjał przekonaniu o niskim ryzyku i był powodem, dla którego polityka monetarna w USA stała się nadmiernie ekspansywna. J. Taylor wskazał politykę Systemu Rezerwy Federalnej (SRF, Rezerwa Federalna) jako główną przyczynę boomu i załamania, które po nim nastąpiło²⁰. Skonstruował on scenariusz alternatywny, zgodnie z którym bańki spekulacyjnej i kryzysu można było uniknąć, gdyby SRF zaczął podnosić stopę procentową już w 2002 r. zgodnie z zaleceniami reguły Taylora. Wdrożona przez Rezerwę Federalną polityka pieniężna znacznie odchyliła się od reguły Taylora i odpowiadała za nadmiar pieniądza na rynku²¹.

W 1999 r. wzrastająca inflacja wpłynęła na ciąg decyzji FOMC²² zwiększających podstawową stopę procentową. W ten sposób stopa funduszy federalnych osiągnęła 16 maja 2000 r. poziom 6,5%. Strategia amerykańskiej polityki monetarnej ukształtowana była wtedy przez przekonanie, że pęknięcie bańki spekulacyjnej rzadko prowadzi do dotkliwej recesji, wobec czego należy reagować szybkimi obniżkami stóp dopiero po załamaniu cen²³. Alan Greenspan, kierując się tą doktryną, nie podnosił stóp procentowych w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych, mimo spekulacji na wzrost cen akcji²⁴. Pomimo reakcji Rezerwy Federalnej recesja nastąpiła w latach 2001-2002. Między rokiem 2001 a 2004 główna stopa procentowa została obniżona z 6,5% do 1%. Niski poziom krótkoterminowych stóp procentowych wpłynął na nasilenie presji inflacyjnej. Dlatego w 2004 r. SRF zaczął stopniowo podwyższać stopę funduszy federalnych. Zacieśnianie polityki pieniężnej zakończyło się 29 czerwca 2006 r. Stopa procentowa wynosiła wtedy 5,25%.

¹⁸ Komisja Europejska, op. cit., s. 47.

¹⁹ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku: przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 57.

²⁰ J. Taylor, op. cit., s. 23-29.

²¹ Poziom stopy funduszy federalnych znajdował się od 2002 do 2006 r. poniżej poziomu wskazanego regułą Taylora, czyli poziomem wyznaczonym przez neutralne nastawienie polityki pieniężnej.

²² Federal Open Market Committee – Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku – organ decydujący o polityce pieniężnej w USA.

²³ Zapowiedź szybkiej obniżki stóp po załamaniu rynku nazywano *Greenspan put* – opcją chroniącą przed recesją.

²⁴ Bańka spekulacyjna na akcjach firm z branży informatycznej (tzw. dotcomów).

Utrzymywanie w latach 2001-2004 krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie niższym niż 2% miało istotne konsekwencje dla systemu bankowego. Niski zwrot oferowany przez bezpieczne instrumenty finansowe motywował inwestorów (i banki) do poszukiwania bardziej ryzykownych inwestycji oferujących wyższy zwrot. Zachęciło to banki do udzielania kredytów klientom o niskiej zdolności kredytowej²⁵. Nastąpił więc wzrost akcji kredytowej banków, któremu nie towarzyszył wzrost ilości zgromadzonych przez banki depozytów – stopy procentowe nie zachęcały bowiem do oszczędzania. W konsekwencji rozwinęła się strategia biznesowa „udzielasz i uciekasz” (*originate-to-distribute*), zgodnie z którą banki intensywnie stosowały sekurytyzację swoich aktywów²⁶. Ch. Goodhart podkreślił, że w tym okresie panowało powszechne przekonanie, że stopy procentowe będą utrzymywać się na niskim poziomie przez dłuższy okres, a ryzyko zostało wyeliminowane²⁷. Działania SRF były więc przyczyną większego korzystania z dźwigni finansowej, niż gdyby zaistniały inne okoliczności. Ponadto niskie stopy procentowe wpłynęły na podwyższenie zdolności kredytowej klientów banków.

Dziesięć lat po wystąpieniu pierwszych objawów kryzysu nadal powinniśmy mieć na uwadze powyższe okoliczności. Czynniki stojące u podstaw globalnej nierównowagi nie zostały przezwyciężone. Zadłużenie Stanów Zjednoczonych nie maleje, a przedwyborcze obietnice polityczne mogą je jedynie zwiększyć. Nie można również liczyć na to, że działania krajów Dalekiego Wschodu (np. decyzje dotyczące polityki kursowej) przyczynią się do zmniejszenia nierównowagi. Nie można również wykluczyć wystąpienia kolejnych baniek spekulacyjnych na rynku amerykańskim. Można jedynie liczyć na to, że podwyżki stóp procentowych (obecnie bliskich 0%) przez Rezerwę Federalną będą dokonywane stopniowo, a nie gwałtownie – jak w latach 2004-2006. Ponadto działalność banków jest obecnie bardziej kontrolowana.

IV. SYTUACJA NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI I POLITYKA MIESZKANIOWA W USA

Jak podkreślił Ch. Goodhart przeciętne ceny nieruchomości od 1946 r. (aż do momentu nadejścia kryzysu) nigdy nie spadały – znajdowały się w ciągłym trendzie rosnącym²⁸. Ekstrapolacja tego trendu dała podstawę do prognozowania dalszych wzrostów cen. Gdyby wartość nieruchomości stanowiących zabezpieczenia kredytów hipotecznych rosła bez końca, można by uniknąć kryzysu. Systematyczny wzrost cen nieruchomości napędzany był przez przyspieszanie

²⁵ I. Pszczółka, *Amerykański „kryzys hipoteczny”*, w: J. Kaliński, M. Zalesko (red.), *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego: perturbacje w gospodarce światowej w latach 1929-2009*, Wyd. UwB, Białystok 2009, s. 392.

²⁶ J. Pruski, *Banki centralne w obliczu kryzysu na światowych rynkach finansowych – wnioski dla Polski*, w: E. Balcerowicz (red.), *Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce*, Zeszyty BRE Bank – CASE, nr 96, Warszawa 2008, s. 10.

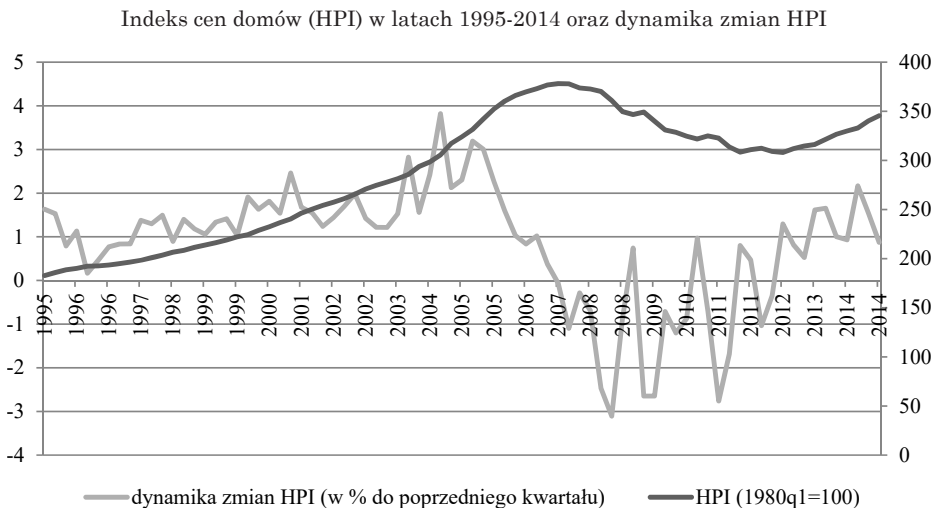
²⁷ Ch. Goodhart, op. cit., s. 13.

²⁸ *Ibidem*, s. 13-15.

zakupu nieruchomości celem bądź zabezpieczenia się przed dalszym wzrostem cen, bądź wykorzystania trendu i spekulacji. Dynamiczny rozwój rynku nieruchomości nakreślał koniunkturę również w innych sektorach gospodarki i prowadził do poczucia bogacenia się społeczeństwa.

Pogłębioną analizę amerykańskiego rynku nieruchomości zamieszcza w swojej pracy Wioletta Nawrot²⁹. Liczba sprzedawanych w USA nieruchomości dwukrotnie wzrosła między początkiem lat dziewięćdziesiątych XX a połową pierwszej dekady XXI w. Dynamika wzrostu sprzedaży domów była znacząca, aż do 2005 r., gdy liczba sprzedawanych domów zaczęła powoli maleć. W analogicznym okresie wartość sprzedaży domów wzrosła przeszło pięciokrotnie. Na dynamice wzrostu wartości domów zaważył przede wszystkim wzrost ich cen. Zmiany cen na rynku nieruchomości ilustruje wskaźnik HPI (*House Price Index*) ogłaszany przez Federalną Agencję Finansowania Nieruchomości (Federal Housing Finance Agency). Szybkie tempo wzrostu cen nieruchomości zaobserwować można na wykresie 1.

Wykres 1



Źródło: opracowanie na podstawie <https://research.stlouisfed.org/fred2> [dostęp: 8.10. 2016].

W latach 1993-2005 zmiany cen charakteryzował trend wzrostowy, który uwidocznił się szczególnie po 1998 r. Ostatni znaczący wzrost nastąpił w pierwszym kwartale 2005 r., gdy ceny wzrosły o 3% w stosunku do poprzedniego kwartału. Od 2005 do 2007 r. ceny transakcyjne nieruchomości wznosiły się coraz wolniej, w niektórych miesiącach 2006 nawet spadając, aż w pierwszym kwartale 2007 kwartalna dynamika osiągnęła wartość ujemną. W 2008 r. utrata wartości nieruchomości była już znaczna.

²⁹ W. Nawrot, op. cit., s. 41-57.

Wraz z rozwojem rynku nieruchomości rozrósł się również rynek kredytów hipotecznych. A. Greenspan tłumaczył brak reakcji Rezerwy Federalnej na rosnący udział kredytów o wysokim stopniu ryzyka przewagą korzyści związanych z poparciem społecznym dla liberalnej gospodarki rynkowej, wynikającym ze wzrostu odsetka osób posiadających własne domy³⁰. Pod koniec 2005 r. wartość udzielonych kredytów hipotecznych wyniosła 69,4% PKB Stanów Zjednoczonych w 2005 r. Doprowadzało to ciągłego wzrostu wskaźnika posiadania nieruchomości w USA, który gwałtownie spadł w 2008 r. w wyniku kryzysu finansowego³¹.

Rozwój budownictwa mieszkaniowego stanowił priorytet amerykańskiej polityki od czasów programu New Deal prezydenta Roosevelta³². W 1977 r. w USA uchwalono Community Reinvestment Act (CRA) – ustawę mającą zapewnić wzrost udzielonych kredytów hipotecznych przez banki komercyjne i wesprzeć budownictwo mieszkaniowe. CRA zobowiązywała banki do udzielania kredytów w rejonach charakteryzujących się niskimi dochodami. Polityka kredytowa banków podlega od tego czasu nadzorowi, a działania uznane za przejaw dyskryminacji mogą podlegać karom finansowym, nałożonym zgodnie z Equal Credit Opportunity Act. Nowelizacja ustawy CRA z 1995 r. pozwoliła na sekurytyzację portfela kredytów o wysokim ryzyku, wspierając rozwój rynku papierów wartościowych. Ponadto w 1999 r. uchwalono Gramm-Leach-Bliley Act, który zniósł Glass-Steagall Act³³ oraz doprowadził do znacznej deregulacji systemu finansowego³⁴.

Rozwój rynku nieruchomości wspierany był przez władze amerykańskie przez utworzenie takich instytucji, jak Rządowe Stowarzyszenie Krajowej Hipoteki (GNMA, zwane też Ginnie Mae), Fannie Mae oraz Freddie Mac³⁵. Pierwsza z nich jest agencja federalna, a pozostałe są sponsorowanymi z funduszy federalnych korporacjami prywatnymi (*GSE – Government Sponsored Enterprises*). Dostarczają one środków pieniężnych na rynek kredytów hipotecznych przez sprzedaż obligacji i zakup hipotek za uzyskane sumy³⁶.

Kryzys finansowy wywołał załamanie cen na rynku nieruchomości i spadek wartości zadłużenia hipotecznego na rynku amerykańskim. Jednakże od

³⁰ A. Sławiński, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, w: J. Osiński, S. Sztaba (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, SGH Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2009, s. 38.

³¹ A. Bojanowska, *Historyczne uwarunkowania światowego rozwoju bankowości hipotecznej*, w: A. Szelałowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 21-22.

³² Elementem programu New Deal było powołanie w 1938 r. do życia instytucji Fannie Mae. Freddie Mac funkcjonuje od 1970 r.

³³ Obowiązująca od 1933 r. ustawa Glass-Steagall Act była w USA przyczyną odseparowania bankowości komercyjnej i inwestycyjnej (B. Samojlik, *Kryzys finansowy: źródła, skutki, kierunki naprawy*, w: J. Osiński, S. Sztaba (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, SGH Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2009, s. 62).

³⁴ B. Samojlik, op. cit., s. 59-63; W. Nawrot, op. cit., s. 72-73.

³⁵ Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) i Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) zostały powołane z misją umożliwienia rodzinom pracującym dostępu do długoterminowych kredytów hipotecznych.

³⁶ F. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, tłum. A. Mincewicz, WN PWN, Warszawa 2002, s. 439.

przełomu 2012 i 2013 r., poziom obu tych wskaźników ponownie rośnie. Ceny nieruchomości znajdują się w 2016 r. na poziomie sprzed kryzysu. Wartość zadłużenia rośnie wraz z cenami kupowanych mieszkań. Kontynuacja tych trendów może sprzyjać pojawieniu się kolejnej bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości, a ewentualna podwyżka oprocentowania kredytów może negatywnie zrewidować zdolność kredytową dłużników.

V. ROZWÓJ SEKTORA FINANSOWEGO I NADZÓR NAD RYNKAMI

Przed wybuchem kryzysu panowało przekonanie, że deregulacja rynków finansowych sprzyja rozwojowi gospodarki. Liczne badania potwierdzające tezę o korzystnym wpływie rozwoju sektora finansowego na wzrost gospodarczy znaleźć można w pracy Rossa Levine'a³⁷. Bankructwa instytucji finansowych oraz straty spowodowane spadkiem cen instrumentów finansowych sprawiły, że wiele osób dostrzegło błędy w dotychczasowej polityce regulacji sektora finansowego. Podczas przesłuchania przez komisję Izby Reprezentantów w 2008 r. A. Greenspan przyznał, że jego wiara w to, że instytucje kredytowe, kierowane własnym interesem, zapewnią ochronę kapitału akcjonariuszy, była błędem³⁸. Niektóre opinie krytyków liberalizacji rynków były szczególnie ostre, np. stanowisko prezydenta Niemiec Horsta Köhlera, który stwierdził, że „rynki finansowe stały się potworem, którego należy poskromić”³⁹.

Gerald Epstein zauważył, że w przeciągu ostatnich trzydziestu lat gospodarki uległy wielkim zmianom: rola rządów zmalała, a rola rynków wzrosła; wzrosła wymiana handlowa oraz wartość przepływów kapitałowych między krajami. Za wspomniane zmiany odpowiadają trzy procesy i doktryny: neoliberalizm, globalizacja i finansyzacja. Zjawisko finansyzacji (*financialization*) nie ma jeszcze jednoznacznej definicji. Epstein określił je jako rosnącą rolę motywów finansowych, rynków finansowych, podmiotów finansowych i instytucji finansowych w działaniu krajowych i międzynarodowych gospodarek⁴⁰.

Statystyki bezwzględnie potwierdzają fakt znacznego wzrostu rynków finansowych. Najwyższe wartości mierniki osiągnęły bezpośrednio przed wybuchem kryzysu. Wartość aktywów finansowych wzrosła w skali globalnej ze 120% PKB w 1980 r. do 355% PKB w 2007 r. Istnieje duża rozbieżność danych w zależności od grupy państw, którą badamy. W gospodarkach rozwiniętych wartość aktywów finansowych w odniesieniu do PKB w 2007 r. wyniosła 417%, natomiast w krajach rozwijających się – 199%⁴¹.

W raporcie o stabilności systemu finansowego z 2012 r. NBP wskazuje, że eskalacja zaburzeń na rynkach finansowych „ujawniła słabości regulacyjne

³⁷ R. Levine, *Financial development and economic growth: views and agenda*, „Journal of Economic Literature” 35, 1997.

³⁸ E. Andrews, *Greenspan concedes error on regulation*, „The New York Times”, October 23, 2008.

³⁹ D. Scally, *Köhler attacks financial market 'monster'*, „The Irish Times”, May 15, 2008.

⁴⁰ G. Epstein, *Financialization and the World Economy*, Northampton 2005, s. 3.

⁴¹ S. Lund et al., *Financial globalization: Retreat or reset? Global Capital Markets 2013*, 2013, s. 2.

i związaną z nimi niedostateczną przejrzystość rynków oraz występowanie w obrocie zbyt złożonych instrumentów⁴². Czynnikiem odpowiedzialnym za brak przejrzystości rynków było również przesuwanie części działalności bankowej do podmiotów nieregulowanych. Proces ten prowadzi do wykształcenia równoległego systemu bankowego, tzw. *shadow banking*, który nie podlega nadzorowi i regulacjom ostrożnościowym⁴³. Cytując Radę Stabilności Finansowej (Financial Stability Board), NBP podaje, że wartość globalnego sektora *shadow banking* wzrosła z 27 bln USD w 2012 r. do 60 bln USD w 2007 r. Odpowiadało to połowie wartości aktywów tradycyjnego systemu bankowego. Jason Hsu i Max Moroz sformułowali tezę, że bankowość równoległa narastała lawinowo przed kryzysem oraz że zaburzenia w tych instytucjach były ważnym czynnikiem potęgującym straty w systemie finansowym w czasie kryzysu⁴⁴.

W 2007 r. IMF, publikując coroczny raport dotyczący stabilności finansowej, dużo uwagi poświęcił brakowi dyscypliny na dojrzałych rynkach finansowych w krajach rozwiniętych. Umieścił tam również rekomendację dla krajów rozwijających się, by zwiększyły nadzór nad rynkami finansowymi oraz instytucjami kredytowymi ze względu na ich podatność na zaburzenia. Wskazano na pięć obszarów problemowych w państwach rozwijających się⁴⁵: rosnący rynek sprzedaży aktywów kredytowych w ramach subskrypcji prywatnej; krajowe banki w coraz większym stopniu pozyskują finansowanie na rynkach międzynarodowych, by sfinansować rosnącą akcję kredytową w kraju; przedsiębiorstwa angażują się w zewnętrzne finansowanie oparte na regulach podobnych do *carry trade*; instytucje finansowe coraz aktywniej używają strukturyzowanych lub syntetycznych instrumentów finansowych, by zwiększyć zyski; zagraniczni inwestorzy kapitałowi mogą zwiększyć ryzyko zmienności cen i przewartościowania aktywów kapitałowych.

Jak zauważyli Donato Masciandaro, Rosaria Pansini, Marc Quintyn, błędy w regulacji sektora finansowego były często wskazywane w literaturze jako czynnik sprzyjający wybuchowi kryzysu⁴⁶. Niekiedy również wskazuje się na błędy w nadzorze (jego architekturze bądź zarządzaniu nim) i ich wpływ na kryzys. Dokonując przeglądu badań, autorzy wskazują na dwa artykuły, w których podano specyficzne przykłady popełnionych błędów. Axel Leijonhufvud postawił tezę, że system nadzoru w USA był zbyt rozczłonkowany, by poprawnie monitorować zintegrowane i współzależne instytucje systemu finansowego⁴⁷. Willem Buiter argumentował, że Bank Anglii nie posiadał wystarczają-

⁴² NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego. Lipiec 2012 r.*, Warszawa 2012, s. 62.

⁴³ Szerokie ujęcie zjawiska *shadow banking* jako systemowej innowacji finansowej znaleźć można w monografii J. Solarza *Shadow banking: systemowa innowacja finansowa*, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, Łódź-Warszawa 2014.

⁴⁴ J. Hsu, M. Moroz, *Shadow banks and the financial crisis of 2007-2008*, w: G. Gregoriou (ed.), *The Banking Crisis Handbook*, 2010.

⁴⁵ IMF, *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*, Washington, DC, 2007, s. 22.

⁴⁶ D. Masciandaro, R. Pansini, M. Quintyn, *The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter*, „Working Paper”, no. 11/261, International Monetary Fund 2011, s. 8.

⁴⁷ A. Leijonhufvud, *Curbing instability: policy and regulation*, „CEPR Policy Insight”, no. 36, 2009.

cych informacji o stanie banku Northern Rock, wobec czego nie zareagował we właściwym momencie udostępnieniem awaryjnej płynności⁴⁸. Ponadto częstym zarzutem stawianym *ex post* jest brak nadzoru makroostrożnościowego, które to rozwiązanie jest obecnie uważane za błąd w architekturze nadzorczej. Pozostałe błędy w polityce nadzorczej, na które wskazują ekonomiści, to m.in. niewystarczająca niezależność nadzoru, brak mierników odpowiedzialności (*accountability*), brak odwagi, by dążyć niewygodne kwestie⁴⁹, działanie organów regulacyjnych niezgodne z interesem publicznym (*regulatory capture*)⁵⁰ oraz brak odpowiedniej wiedzy, by zrozumieć rodzaje ryzyka związane z nowymi operacjami finansowymi. Autorzy konkludują, że była to, stosowana na wielką skalę, polityka „zamiatania problemów pod dywan”⁵¹.

Przewidywania dotyczące dalszego rozwoju rynków finansowych sugerują, że ich rola będzie w najbliższych latach dynamicznie rosła, w szczególności w krajach grupy *emerging markets*. Zarzuty dotyczące niewystarczającej przejrzystości rynków oraz zbyt złożonych instrumentów są nadal aktualne. Do pozytywnych zmian należy jednak zaliczyć kroki zmierzające do zwiększenia regulacji i nadzoru nad sektorem bankowym. W reakcji na kryzys Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego wypracował nowe standardy w ramach tzw. *Basel III*. Więcej uwagi poświęcono kwestii zachowania płynności w realiach wahań cyklicznych. Zasady te, choć poddane modyfikacji przez Rezerwę Federalną, obowiązywać będą również w USA. Wadą zasad Bazylei III jest jednak wykorzystywanie do szacowania ryzyka kredytowego ocen agencji ratingowych. W USA pozytywne zmiany wiążą się z wejściem w życie ustawy Dodd-Franka, która wprowadziła liczne zmiany w zakresie regulacji finansowych.

VI. POLITYKA KREDYTOWA BANKÓW KOMERCYJNYCH I APETYT NA RYZYKO

Korzystna sytuacja gospodarcza w USA podczas ostatniej dekady przed kryzysem oraz niski poziom oficjalnych stóp procentowych wywołały wśród uczestników rynku finansowego duży optymizm. Klienci banków optymistycznie oceniali swoje szanse na spłatę wysokiego kredytu hipotecznego, a banki komercyjne mniejszą uwagę przykładają do poprawnych procedur oceny ryzyka, przeszacowując zdolność kredytową klientów. Banki miały w tym swój interes – niskie stopy procentowe oznaczały mniejsze możliwości osiągnięcia

⁴⁸ W. Buiters, *Lessons from the North Atlantic Financial Crisis*, Federal Reserve Bank of New York 2008.

⁴⁹ „[...] lack of audacity to probe or to take matters to their conclusion and to be intrusive” (D. Masciandaro, R. Pansini, M. Quintyn, op. cit., s. 9).

⁵⁰ Autorzy odwołują się do teorii regulacji publicznej George’a Stiglera, zgodnie z którą instytucje regulacyjne nie służą interesom ogólnospołecznym, lecz interesom tych grup, które są przedmiotem kontroli.

⁵¹ D. Masciandaro, R. Pansini, M. Quintyn, op. cit., s. 9.

zysku. W konsekwencji rosła skłonność do ryzyka po obu stronach umowy kredytowej. W wyniku nasycenia rynku tradycyjnych kredytów hipotecznych banki komercyjne otworzyły się na grupę potencjalnych kredytobiorców zwanych *ninja* (*no income, no job, no assets*) – klientów bez dochodów, bez pracy, a nawet bez zabezpieczenia, gdyż jako zabezpieczenie traktowano przyszły oczekiwany wzrost wartości nieruchomości. Ze względu na dużo wyższe ryzyko związane z udzielaniem tego typu kredytów oprocentowanie było zazwyczaj wyższe niż w segmencie kredytów *prime*.

Powyższy mechanizm został dobrze odzwierciedlony w teorii niestabilności systemu finansowego Hymana Minsky'ego. Stwierdził on, że skłonność banków do podejmowania ryzyka rośnie wraz z oddalaniem się w czasie od poprzedniego kryzysu. W procesie tym wyróżnić można trzy fazy. Pierwsza (*hedge financing*) to okres, w którym banki udzielają kredytów tylko wiarygodnym kredytobiorcom, zdolnym do spłacenia zarówno rat kapitałowych, jak i odsetek. Druga (*speculative financing*) następuje, gdy banki zaczynają udzielać kredytów osobom o zmniejszonej zdolności kredytowej, które są zdolne do spłaty odsetek, ale ich zdolność do spłaty rat zależy od utrzymania się dobrej koniunktury i wzrostu dochodów w gospodarce. Trzecia (*Ponzi financing*) dotyczy okresu, w którym kredyty są udzielane osobom niezdolnym do regulowania zobowiązań (odsetek i rat), ale mają one zabezpieczenie w postaci rosnących w cenie aktywów kapitałowych – najczęściej domów⁵².

Wykres 2 ilustruje wartość zadłużenia gospodarstw domowych w USA z tytułu kredytów hipotecznych. Pomiędzy czwartym kwartałem 2001 a pierwszym kwartałem 2008 r. zadłużenie podwoiło się, osiągając w szczytowym momencie wartość prawie 11 bln USD. Dynamika przyrostu wartości zadłużenia wynosiła ponad 8% kwartalnie jeszcze w 2006 r., lecz w 2007 wyraźnie spadła, a w 2008 po raz pierwszy od wielu lat zadłużenie zamiast rosnąć, zaczęło spadać.

Jak podała W. Nawrot, zadłużenie hipoteczne gospodarstw domowych stanowiło w 2008 r. niemal 100% krajowego PKB, podczas gdy w latach siedemdziesiątych XX w. odpowiadało ono 5% PKB, a pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX w. – 40%⁵³. Wraz ze wzrostem zadłużenia rosły również koszty jego obsługi w odniesieniu do dochodów gospodarstw domowych, co musiało wywołać trudności w obsłudze kredytów, gdy stopy procentowe wzrosły⁵⁴.

Wzrost popytu na kredyty hipoteczne w USA Dariusz Rosati przypisał czterem czynnikom: spadkowi stopy oszczędności w USA, zmianie postawy banków w kwestii udzielania kredytów mniej zamożnym gospodarstwom domowym, spadkowi ceny kredytów oraz wzrostowi oczekiwanej stopy przychodu z inwestycji mieszkaniowych. Średnie oprocentowanie kredytów hipotecznych spadło z około 8% w 2000 r. do około 5,8% w latach 2003-2005⁵⁵.

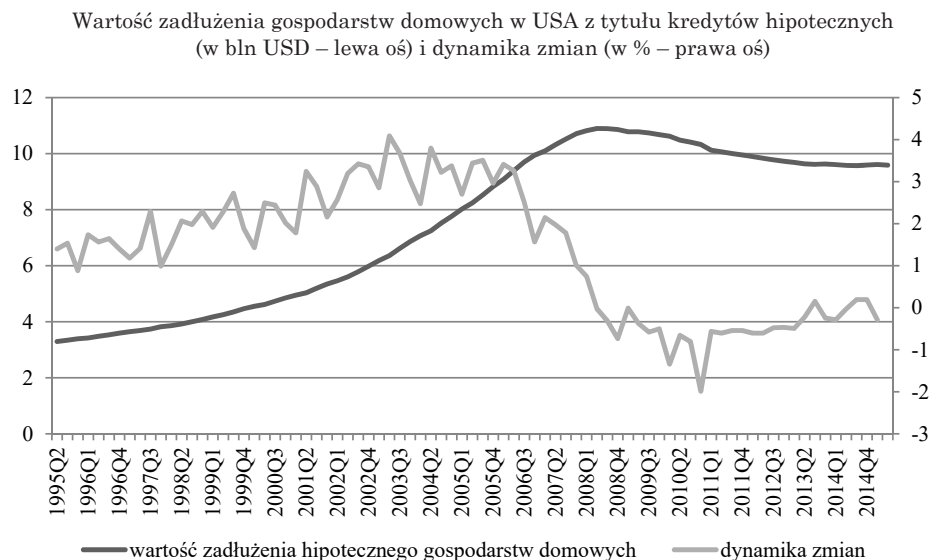
⁵² A. Sławiński, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, w: J. Osiński, S. Sztaba (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, SGH Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2009, s. 36-37.

⁵³ W. Nawrot, op. cit., s. 65.

⁵⁴ W. Nawrot, op. cit., s. 68; D. Rosati, op. cit., 332-333.

⁵⁵ D. Rosati, op. cit., s. 327-331.

Wykres 2



Źródło: opracowanie na podstawie <http://www.federalreserve.gov/econresdata/statisticsdata.htm>. [dostęp: 8.10.2016].

Zmiana postawy banków pozwoliła na zaspokojenie popytu na kredyty osób, które we wcześniejszych latach zostały odrzucone jako potencjalni kredytobiorcy. Doprowadziło to do podziału rynku kredytów na segmenty: *prime*, *Alt-A* i *subprime*. *Subprime mortgages* są to kredyty udzielane osobom spełniającym przynajmniej jedno z kryteriów: zła historia kredytowa (opóźnienia w spłacie kredytów, bankructwo), niski scoring kredytowy lub wysoka wartość wskaźnika *debt-to-income*, brak lub niepełna historia kredytowa⁵⁶. Udział kredytów *subprime* w całym rynku kredytów hipotecznych wzrósł z 8% w 2002 r. do 20,1% w 2006 r.⁵⁷

W okresie boomu kredytowego nastąpił gwałtowny wzrost liczby udzielanych kredytów hipotecznych oprocentowanych według zmiennej stopy procentowej (ARM – *adjustible rate mortgages*). Udział ich wyniósł w latach 2004-2006 blisko 35% udzielonych w tym okresie kredytów hipotecznych⁵⁸. W. Nawrot przytoczyła dane, zgodnie z którymi w 2007 r. 80% kredytów zaciągniętych w sektorze *subprime* miało oprocentowanie typu ARM⁵⁹.

Załamaniem się trendu wzrostowego cen nieruchomości i zacieśnianie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną spowodowały wzrost liczby straco-

⁵⁶ M. Wydra, *Doświadczenia Kanady i USA w trakcie obecnego kryzysu finansowego w obszarze ubezpieczeń kredytów hipotecznych*, w: A. Szelałowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 252.

⁵⁷ A. Bojanowska, op. cit., s. 21.

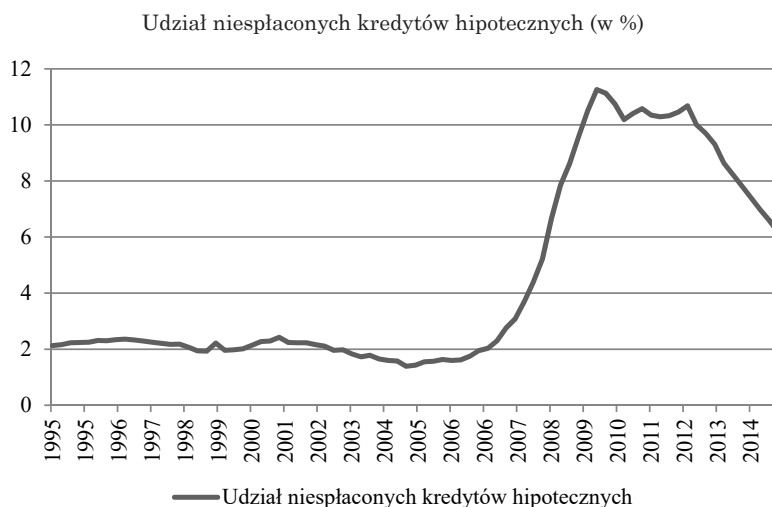
⁵⁸ D. Baker, *The housing bubble and the financial crisis*, „Real-World Economics Review”, no. 46, 2008, s. 74-76.

⁵⁹ W. Nawrot, op. cit., s. 70.

nych kredytów, tzw. defaultów⁶⁰. Udział niespłaconych kredytów hipotecznych udzielonych pod nieruchomości mieszkalne (niekomercyjne) przedstawiono na wykresie 3. W 2004 r. zagrożonych było tylko niewiele ponad 1% kredytów hipotecznych. W 2007 r. udział ten przekroczył 3%, a w 2008 r. – 6%.

Nadmierna ekspansja kredytowa banków komercyjnych wywołana była rosnącym apetytem na ryzyko ze strony banków komercyjnych, nieustannie poszukujących nowych możliwości zwiększenia zysków. Lekkomyślność instytucji finansowych spotęgowana była błędami w zarządzaniu, gdyż system motywacyjny skłaniał zarządzających do poszukiwania krótkookresowych zysków za cenę osłabienia długookresowego bezpieczeństwa. Dążenie to wyraziło się również w podejściu do finansowania działalności bankowej.

Wykres 3



Źródło: opracowano na podstawie <https://research.stlouisfed.org/fred2> [dostęp: 8.10.2016].

Wartość zadłużenia obywateli USA ponownie znajduje się w trendzie rosnącym, jednak udział niespłaconych kredytów hipotecznych zmalał w 2016 r. do poniżej 5%, czemu niewątpliwie sprzyjają niskie stopy procentowe utrzymywane przez Rezerwę Federalną. Trudno oczekiwać, że krótkowzroczna polityka banków komercyjnych w zakresie poszukiwania zysków zmieni się. Pozytywne zmiany, które zaistniały po kryzysie, wynikają jednak ze wzmocnienia roli nadzoru i rozwinięcia zasad dotyczących wymogów kapitałowych uzależnionych od poziomu podejmowanego ryzyka. Dalsze działania powinny być podjęte w kierunku powstrzymania nadmiernej ekspansji kredytowej na rynku amerykańskim.

⁶⁰ *Default* – sytuacja braku spłaty kredytu lub, w szerszym znaczeniu, niedotrzymania warunków umowy kredytowej.

VII. POLITYKA FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI BANKÓW – WYKORZYSTANIE SEKURYTYZACJI I DŹWIGNI FINANSOWEJ

Oprócz ryzykownej polityki kredytowej banki stosowały również ryzykowną politykę związaną z finansowaniem działalności. Dążąc do zwiększenia rentowności zaangażowanego kapitału, banki inwestycyjne wykorzystywały możliwości dźwigni finansowej, natomiast banki komercyjne zaangażowały się w proces sekurytyzacji. Za wzrost skali stosowania sekurytyzacji odpowiada nowelizacja ustawy CRA z 1995 r., która pozwoliła bankom na wykorzystanie tego procesu w odniesieniu do ryzykownych kredytów⁶¹. Uchwalenie w 1999 r. Gramm-Leach-Bliley Act wywołało daleko idącą deregulację sektora finansowego, której towarzyszyła fala fuzji i przejęć. W konsekwencji powstało wiele gigantycznych instytucji finansowych działających na różnych polach bankowości⁶². Ostatecznie w kwietniu 2004 r. zniesiono ograniczenie współczynnika lewarowania w bankach inwestycyjnych⁶³.

Ryzykowne działania w obszarze finansowania miały więc dwojaką przyczynę. Sprzyjającemu otoczeniu prawnemu towarzyszyły okoliczności związane z wzrostem konkurencji w sektorze bankowym. Wynikające z polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej obniżenie średniego oprocentowania kredytów na rynku, a zarazem marży banków, ograniczyło zyski osiągane przez te instytucje. Aby utrzymać oczekiwany przez inwestorów poziom zysku przypadającego na kapitał własny, banki zaczęły stosować lewarowanie dużo intensywniej niż wcześniej. Również powszechny trend maksymalizowania krótkoterminowych stóp zwrotu, sprzyjających wzrostowi cen akcji spółki na giełdzie, objął swoim oddziaływaniem banki. Jak podkreślił A. Leijonhufvud, wzrost konkurencji między bankami pchał je w trzech kierunkach: zwiększania dźwigni finansowej, inwestowania w bardziej ryzykowne aktywa przynoszące wyższy zwrot i finansowania się zobowiązaniami krótkoterminowymi o niższym oprocentowaniu⁶⁴.

Banki komercyjne objęte wymogiem utrzymywania kapitału własnego w wysokości 8% wazonych ryzykiem aktywów mogą operować z poziomem dźwigni finansowej (relacji aktywów do kapitału) wynoszącym 12. Przy poziomie dźwigni wynoszącym 30 strata 3% wartości aktywów może wywołać niewypłacalność instytucji. Jak podał Marcin Gruszczyński, w 2007 r. współczynnik lewarowania pięciu największych banków inwestycyjnych (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns i Morgan Stanley) wynosił między 25 a 33⁶⁵. Stosowanie wysokiej (wynoszącej ok. 32) dźwigni finansowej było jedną z głównych przyczyn upadku banku inwestycyjnego Lehman

⁶¹ W 1997 r. First Union Capital Markets i Bear Stearns przeprowadziły pierwszą publiczną sekurytyzację portfela kredytów *subprime*, udzielonych na podstawie CRA, na kwotę 385 mln USD (W. Nawrot, op. cit., s. 73).

⁶² H. Żywiecka, *Niestandardowe działania banków centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2013, s. 293.

⁶³ M. Gruszczyński, *Kryzysy walutowe, bankowe i zadłużeniowe w gospodarce światowej*, CeDeWu, Warszawa 2013, s. 126.

⁶⁴ A. Leijonhufvud, op. cit., s. 3.

⁶⁵ M. Gruszczyński, op. cit., s. 126.

Brothers⁶⁶. Z wysokiej dźwigni finansowej korzystały również Northern Rock, UBS, Deutsche Bank i Barclay's⁶⁷.

Mechanizm dźwigni finansowej funkcjonuje w pewnym stopniu procyklicznie. Proces delewarowania może wynikać ze zwiększenia kapitału własnego lub spłacenia długu. Przyciągnięcie inwestora, który zainwestuje kapitał, jest trudne, gdy zachodzą wątpliwości odnośnie do płynności i wypłacalności podmiotu. Środki konieczne do spłaty długu mogą pochodzić ze sprzedaży aktywów lub z bieżących nadwyżek operacyjnych. Jeśli banki wykorzystają dochody odsetkowe i z rat kredytów do spłaty własnych długów, a nie do udzielania kolejnych kredytów, to zmniejszenie akcji kredytowej wywoła recesję, która jeszcze pogorszy sytuację wyjściową banku. Z kolei sprzedaż aktywów przez jeden bank powoduje, że spadająca cena tych aktywów odbija się w bilansach pozostałych banków. Pozytywne sprzężenie zwrotne oznacza, że próby ograniczenia długu zwiększają realne zadłużenie. Wahania poziomu dźwigni finansowej wzmacniają niestabilność w gospodarce⁶⁸.

Na przełomie XX i XXI w. upowszechnił się model działalności bankowej o nazwie *originate-to-distribute*, dzięki któremu banki mogły uwolnić środki zaangażowane w aktywa pochodzące z kredytów, przerzucić ryzyko kredytowe na inne instytucje i udzielać następnym kredytów. D. Rosati przytoczył opinię, zgodnie z którą uważano, że choć model ten zmniejsza przejrzystość systemu i utrudnia wycenę ryzyka, to jednak poprawia alokację ryzyka, zapewnia większą efektywność systemu finansowego i wzmacnia jego odporność na szoki⁶⁹.

Stosowanie przez banki sekurytyzacji było dla nich korzystne, gdyż pozwalało na⁷⁰: bieżące zarządzanie portfelem kredytów, bez konieczności przetrzymywania ich do terminu zapadalności; poprawienie wskaźników płynności, wypłacalności i adekwatności kapitałowej; pozyskanie taniego źródła dalszego finansowania akcji kredytowej; dywersyfikację źródeł finansowania i pozyskanie nowych inwestorów; dopasowanie terminów zapadalności długoterminowych aktywów i pasywów, przez emisję długoterminowych pasywów w formie instrumentów finansowych; odseparowanie ryzyka kredytowego (niebezpieczeństwa niespłacenia kredytu przez dłużnika) od banku.

Definicja uwzględniająca charakterystykę sekurytyzacji aktywów bankowych określa ją jako proces polegający na odpowiednim wyselekcjonowaniu puli (portfela) aktywów bankowych i przekształceniu go w papiery wartościowe zabezpieczone strumieniami pieniężnymi generowanymi przez te aktywa i sprzedawane inwestorom⁷¹.

⁶⁶ M. Banajski, *Upadłość banku inwestycyjnego Lehman Brothers*, w: P. Masiukiewicz (red.), *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, SGH Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2009, s. 150.

⁶⁷ M. Banajski, op. cit., s. 110 i 126; Ch. Goodhart, op. cit., s. 10-11.

⁶⁸ A. Leijonhufvud, op. cit., s. 3-4.

⁶⁹ D. Rosati, op. cit., s. 321.

⁷⁰ A. Berlik, *Specyfika transakcji sekurytyzacyjnych przeprowadzanych w Polsce*, w: W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 39-40; M. Bartkowiak, K. Echaust, *Instrumenty pochodne: wprowadzenie do inżynierii finansowej*, Wyd. UEP, Poznań 2014, s. 223.

⁷¹ M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, ZBP, Warszawa 2007, s. 10.

W procesie sekurytyzacji udział biorą: aranżer, podmiot specjalnego przeznaczenia (SPV – *Special Purpose Vehicle*), inwestorzy oraz agencje ratingowe⁷². Aranżer, najczęściej bank, wyodrębnia z puli udzielonych kredytów portfel tych aktywów charakteryzujący się m.in. zróżnicowaniem geograficznym, odpowiednią homogenicznością rodzaju aktywów i przewidywalnością wpływów⁷³. Zostają one sprzedane do spółki celowej, np. funduszu sekurytyzacyjnego. Takie podmioty funkcjonowały jako instytucje parbankowe, więc nie były ograniczone wymogami kapitałowymi. Zakup puli kredytów SPV finansowały emisją papierów wartościowych zabezpieczonych tymi aktywami. Emisja podlegała ocenie dokonywanej przez agencje ratingowe. Wysoka ocena poprawiała atrakcyjność danego waloru. W wyniku odseparowania ryzyka papierów wartościowych od kondycji finansowej aranżera i odpowiedniej konstrukcji instrumentów ocena mogła być wysoka, nawet jeśli emisja oparta była na portfelu kredytów *subprime*. Zakupu wyemitowanych papierów wartościowych dokonywało wiele instytucji finansowych zachęconych wysokim ratingiem.

Axel Leijonhufvud celnie wskazał, że próba przeniesienia zasad korzystnych dla jednego podmiotu na cały system finansowy okazała się błędem⁷⁴. Pojedyncza instytucja powinna dywersyfikować ryzyko dla zachowania bezpieczeństwa, jednak gdy pozwoli się wszystkim podmiotom tworzącym system finansowy dywersyfikować ryzyko bez regulacji nadzorczych, narasta sieć powiązań między podmiotami. Zaburzenie wywołane w jednej instytucji szybko dotknie cały system. Namnażanie instrumentów i rozproszenie zaangażowania na rynkach wywołało sytuację, w której „wszystkie jajka znalazły się w tym samym koszyku”.

Również w tej kwestii motywacje, które skłaniały banki komercyjne do podejmowania wymienionych praktyk, nie ustały w minionym dziesięcioleciu. Jednakże działalność banków została w ostatnich latach poddana znacznie większemu nadzorowi. Reguły Bazylei III ograniczają możliwość stosowania nadmiernej dźwigni finansowej i kładą jeszcze większy nacisk na zapewnienie płynności finansowej dzięki wprowadzeniu restrykcyjnych wymogów adekwatności kapitałowej uzależnionej od poziomu podejmowanego ryzyka. Zmiany w tej kwestii wprowadziła również ustawa Dodda-Franka z 2010 r.

VIII. INŻYNIERIA FINANSOWA I AGENCJE RATINGOWE

Wraz z upowszechnianiem się procesu sekurytyzacji powstało wiele nowych kredytowych instrumentów pochodnych. Próby kontroli rynku derywatów w Stanach Zjednoczonych, inicjowane przez Commodity Futures Trade Commission, nie powiodły się. W 2000 r. uchwalono Commodity Futures Mo-

⁷² I. Raczkowska, *Sekurytyzacja wiarytelności bankowych: podstawowe zagadnienia prawne*, Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001, s. 31-39.

⁷³ M. Kalasińska, *Sekurytyzacja wiarytelności hipotecznych na światowych rynkach*, w: A. Szlagowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 106.

⁷⁴ A. Leijonhufvud, op. cit., s. 5.

dernization Act – ustawę, która zabraniała regulacji instrumentów pochodnych⁷⁵. Były prezes Rezerwy Federalnej A. Greenspan był, już od 1994 r., jednym z przeciwników zaostrzenia regulacji na rynku derywatów⁷⁶. Spadająca wartość ryzykownych papierów wartościowych spowodowała, że straty dotknęły nie tylko te instytucje, które bezpośrednio udzielały ryzykownych kredytów hipotecznych, ale również podmioty, które posiadały tzw. toksyczne aktywa w swoich bilansach.

W zależności od rodzaju należności bankowych podlegających sekurytyzacji papiery wartościowe emitowane w tym procesie nazywano: MBS (zabezpieczone kredytami hipotecznymi) lub ABS (zabezpieczone innymi rodzajami kredytów)⁷⁷. Bardziej skomplikowaną formę miały instrumenty charakteryzujące się podziałem inwestorów na tzw. transe, które różnił priorytet spłaty kapitału – CMO, CDO lub CLO⁷⁸.

Zanim doszło do gwałtownego spadku wartości papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie, rynek ten rozwijał się bardzo dynamicznie. Dla przykładu wartość rynku MBS wzrosła z 95 mld USD w 2001 do 507 mld USD w 2005 r., a udział kredytów *subprime*, które podlegały sekurytyzacji, zwiększył się z 50% w 2001 do 81% w 2005 r.⁷⁹ Również wartość wyemitowanych ABS charakteryzowała się trendem rosnącym – w 2001 r. wyniosła 383 mld USD, a w 2006 – 1253 mld USD. Jednak w 2008 r. emisja wyniosła już tylko 163 mld USD⁸⁰.

Wycena papierów zabezpieczonych hipotecznie jest bardziej skomplikowana niż w przypadku standardowych instrumentów finansowych. Brak odpowiednich modeli wyceny oznacza, że dokonywana jest ona zazwyczaj metodą symulacji Monte Carlo⁸¹. Agencje ratingowe popełniły ponadto wiele, świadomych bądź nie, błędów. Należały do nich: bazowanie na zbyt krótkich szeregach czasowych, przekonanie, że dywersyfikacja może wyeliminować ryzyko niewypłacalności pojedynczego kredytobiorcy, niedoszacowanie ryzyka systemowego, niedoszacowanie prawdopodobieństwa zdarzeń rzadkich i błędne przekonanie o możliwości ekstrapolacji trendu wzrostowego na rynku nieruchomości⁸².

Problemy związane z wyceną wpłynęły na jakość dokonywanej przez agencje ratingowe oceny. Transe o wysokim priorytecie spłaty (zwane *senior*) otrzymywały oceny AAA, dużo wyższe niż kolejne w spłacie transe (zwane *mezzaine* i *equity*), nawet jeśli sekurytyzowanymi należnościami były kredyty *subprime*. CDO kupowały więc europejskie banki, fundusze inwestycyjne i emerytalne. Poziom zabezpieczenia w kapitale własnym banku uzależniony

⁷⁵ M. Gruszczyński, op. cit., s. 124.

⁷⁶ E. Andrews, op. cit.

⁷⁷ A. Berlik, op. cit., s. 39.

⁷⁸ M. Kalasińska, *Sekurytyzacja wierzytelności...*, s. 109; K. Jajuga, *Instrumenty finansowe zabezpieczone hipotecznie*, w: A. Szlagowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 98-101.

⁷⁹ A. Bojanowska, op. cit., s. 21.

⁸⁰ M. Kalasińska, *Sekurytyzacja wierzytelności...*, s. 113.

⁸¹ K. Jajuga, op. cit., s. 101.

⁸² A. Szyszka, op. cit., s. 22-23.

jest od oceny ryzyka związanego z danym walorem. Dlatego ocena ratingowa AAA pozwalała instytucjom ograniczonym nową umową kapitałową zabezpieczać zakup CDO niewielką ilością kapitału, co wpływało na zyskowność inwestycji⁸³.

Niektórzy ekonomiści wskazują, że kryzys finansowy dowiódł fiaska agencji ratingowych⁸⁴. Duże znaczenie tych instytucji wynika w znacznej mierze z faktu, że systemy nadzoru nad rynkiem finansowym opierają się na ocenach dokonywanych przez agencje. Krytyka tych podmiotów, zgłoszona już w 2003 r., wynika z konfliktu interesów, braku przejrzystości ocen opracowanych przez amerykańskie agencje oraz zarzutu, że agencje wzmacniają bieżące negatywne trendy rozwojowe – działają procyklicznie. Konflikt interesów w działaniu agencji ratingowych polega na tym, że są one opłacane przez zlecniodawców, których produkty finansowe są przez nie oceniane. Agencje doradzały swoim zlecniodawcom oraz współdziałały w opracowywaniu nowych instrumentów finansowych, które następnie oceniały. Rynek ten został ponadto zdominowany przez trzy agencje (Moody's, Standard & Poor's i Fitch)⁸⁵.

Rynek papierów zabezpieczonych aktywami typu ABS znacząco zmalał w konsekwencji kryzysu finansowego. Dane dotyczące emisji papierów typu MBS pokazują jednak, że nadal jest to popularny mechanizm transferu ryzyka. Aczkolwiek pewne regulacje dotyczące papierów wartościowych wprowadziła ustawa Dodda-Franka, brak jest dalej posuniętych zmian, które wprowadziłyby większą transparentność na rynku instrumentów finansowych. Mimo podjęcia kroków mających na celu kontrolę działalności agencji ratingowych, nie zmienia to faktu, że podjęte w ostatnich latach reformy jeszcze zwiększyły rolę ocen przez nie nadawanych w procesie zarządzania ryzykiem w bankach. Nie zniwelowało to najważniejszych problemów: konfliktu interesów wewnątrz agencji bądź koncentracji rynku. W Europie nadzór nad rynkami finansowymi oraz agencjami ratingowymi przypadł w roli nowo utworzonemu podmiotowi – ESMA (European Securities & Market Authority), który stanowi część europejskiego systemu nadzoru finansowego, który rozwijany jest w reakcji na kryzys finansowy.

IX. PODSUMOWANIE

Pojawienie się kryzysu finansowego spowodowane było nałożeniem się wielu czynników, do których należały: ekspansywna polityka pieniężna SRF w sytuacji narastania globalnych nierównowag, trend wzrostowy na amerykańskim rynku nieruchomości i liberalna polityka kredytowa banków komercyjnych, wspierana przez rozwój nowoczesnych instrumentów finansowych

⁸³ A. Sławiński, *Przyczyny...*, s. 43.

⁸⁴ A. Szyszka, op. cit., s. 22.

⁸⁵ T. Kaczmarek, *Agencje ratingowe jako źródło niestabilności globalnych rynków finansowych*, w: L. Oręziak, D. Rosati (red.), *Kryzys finansów publicznych: przyczyny, mechanizm, drogi wyjścia*, Oficyna Wydawnicza Uczelni Łazarskiego, Warszawa 2013, s. 143-144.

wywodzących się m.in. z sekurytyzacji. Kryzys miał również wiele przyczyn natury psychologicznej.

W mechanizmie rozwoju sytuacji wyróżnić można pewną sekwencję zdarzeń. Spadki cen nieruchomości i wzrost stóp procentowych spowodowały wzrost ilości niespłaconych kredytów hipotecznych. Nastąpiło zachwianie zaufania do papierów wartościowych powstałych w procesie sekurytyzacji, więc ich ceny spadły. Spadek cen tych instrumentów finansowych wpłynął na konieczność dokonania odpisów z tytułu spadku wartości aktywów. Instytucje finansowe uznały, że niepewność co do sytuacji finansowej ich kontrahentów jest wysoka i zaprzestały wzajemnie udzielać sobie kredytów. Utrudnienia w finansowaniu uniemożliwiły dokapitalizowanie, które było konieczne ze względu na stosowanie dźwigni finansowej. Instytucje stały się więc niewypłacalne. W ten sposób pęknięcie bańki na rynku nieruchomości doprowadziło do kryzysu zaufania w sektorze bankowym, niewypłacalności tego systemu i upadku wielu instytucji.

W momencie gdy doszło do pierwszych zaburzeń na rynkach finansowych, inwestorzy i decydenci nie zdawali sobie jeszcze sprawy z tego, jak wielkie i globalne konsekwencje będą miały te wydarzenia. Wybuch kryzysu finansowego stał się fundamentalną przyczyną powszechnej dyskusji nad koniecznością zmiany podejścia do kontroli i nadzoru sektora finansowego, zarówno w USA, jak i w Unii Europejskiej. Nie zdarzyło się to po raz pierwszy, że praktyka wyprzedza teorię. Teoria dopiero po pewnym czasie będzie podążać za zmianami, jakie zachodzą na rynkach finansowych.

dr Hanna Kołodziejczyk
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
hanna.kolodziejczyk@ue.poznan.pl

THE ORIGINS OF THE SUBPRIME MORTGAGE CRISIS – A DECADE'S PERSPECTIVE

Summary

In 2007, the US subprime mortgage industry collapsed into a financial turmoil. The analysis presented in this paper aims at identifying the sources of the subprime mortgage crisis. In an attempt to present a structured overview the following factors have been taken into account: the global imbalances and the Federal Reserve's policy during the years 2001-2007; the conditions on the real estate market and the housing policy in the USA; the developments on the financial markets and their supervision; commercial banks' credit policy and their risk appetite; banks' sources of funding – the use of securitisation and leverage; the behaviour of credit rating agencies and financial engineering.

