

**PRZYCZYNY KRYZYSU FINANSOWEGO Z LAT 2007-2008 NA RYNKU  
AMERYKAŃSKIM**

***THE ORIGINS OF THE 2007-2008 FINANCIAL CRISIS***

***Abstract***

*The 2007-2008 financial crisis is seemed to be biggest economic crisis since the Great Depression of 1929-1933. The root cause of the crisis was the collapse of subprime mortgage market. The reasons of the prior credit boom, however, are not fully understood. The main goal of the paper is to investigate the reasons of pre-crisis credit boom. Supply- and demand-side determinants of mortgage market are analyzed.*

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy, rynek kredytów substandardowych, polityka pieniężna, międzynarodowe przepływy kapitału, regulacje rynku finansowego

**Numer klasyfikacji JEL:** G01

## **Wstęp**

Kryzysy gospodarcze są zjawiskami złożonymi, stąd nie sposób obecnego kryzysu wyjaśnić za pomocą odwołania się tylko i wyłącznie do jednego jego aspektu. W rzeczy samej obecny kryzys ma wiele przyczyn i dlatego niezbędne jest dokonanie ich przeglądu oraz wskazanie najważniejszych czynników sprawczych. W artykule przedstawiono najważniejsze przyczyny obecnego kryzysu finansowego. Omówiono czynniki wpływające na podażową, a także popytową stronę rynku kredytów hipotecznych. Wskazano przy tym m.in. przyczyny o charakterze wewnętrznym, jak i międzynarodowym.

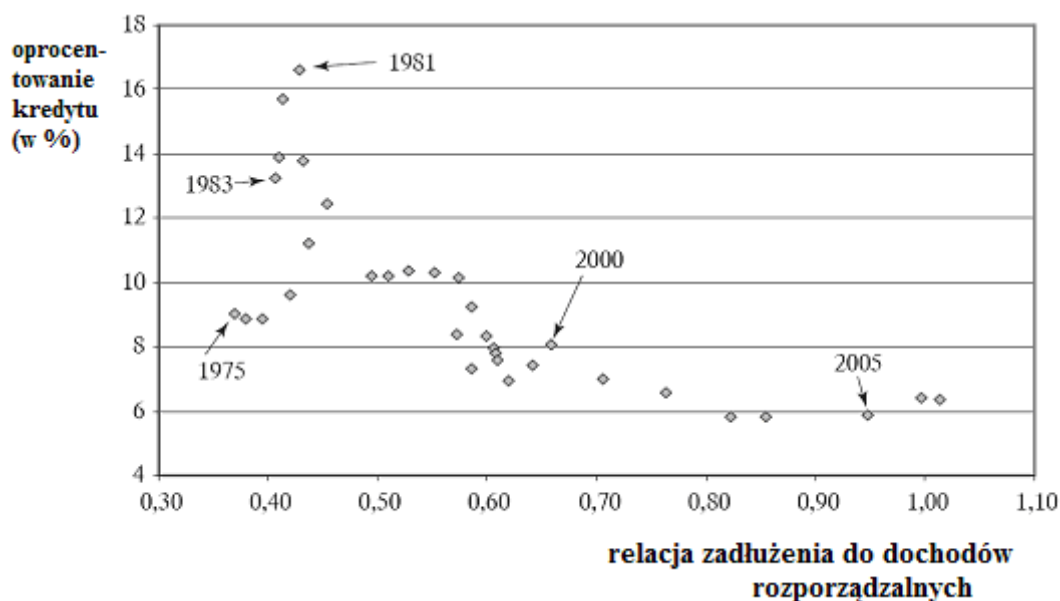
Struktura opracowania jest następująca. W pierwszej części omówiono najbardziej istotne podażowe przyczyny boomu kredytów hipotecznych. Druga część dotyczy natomiast czynników popytowych. Całość wieńczy podsumowanie.

## **1. Podażowe determinanty wzrostu akcji kredytowej**

Czynniki o charakterze podażowym są najczęściej wymieniane w literaturze jako przyczyny kryzysu. Jakkolwiek jest to pewne uproszczenie, gdyż przedkryzysowy boom na rynku kredytów hipotecznych był spowodowany także przez determinanty popytowe, wydaje się, że pogląd ten dość dobrze obrazuje powody ekspansji kredytowej z pierwszej dekady XXI w. Świadczyć o tym może fakt, iż w latach poprzedzających kryzys doszło do wzrostu emisji kredytów hipotecznych przy jednoczesnym spadku ich ceny (stopa procentowa), co zostało zilustrowane na wykresie 1.

---

\* mgr, doktorant, Katedra Wymiany Międzynarodowej, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego.



**Wykres 1. Poziom oprocentowania (w %) i wielkość kredytu hipotecznego (zadłużenie gosp. domowych z tytułu kredytów hipotecznych/indywidualny dochód rozporządzalny) w USA w latach 1975-2007**

Źródło: Rosati D., *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista”, Komitet Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Wydawnictwo Key Text, Nr 3, Warszawa 2009, s. 325.

W ujęciu teoretycznym podaż kredytów hipotecznych jest wielkością zależną od dostępności środków finansowych oraz poziomu ryzyka kredytowego. Dostępność pieniądza to kategoria, która jest z kolei uzależniona od polityki monetarnej danego kraju (chodzi zwłaszcza o zmiany oficjalnej stopy procentowej)<sup>1</sup>, jak również napływu kapitału zagranicznego<sup>2</sup>. Ostatecznie można podaż kredytów hipotecznych ( $S$ ) uznać za funkcję trzech zmiennych: stopy procentowej banku centralnego ( $i$ ), napływu kapitału zagranicznego ( $C$ ) oraz ryzyka kredytowego ( $v$ )<sup>3</sup>:

$$S = g(i, C, v), \text{ gdzie: } \frac{\partial S}{\partial i} < 0, \frac{\partial S}{\partial C} > 0, \frac{\partial S}{\partial v} < 0 \quad (1)$$

## 1.1 Polityka pieniężna FED

Wśród przyczyn kryzysu często wymienia się luźną politykę monetarną prowadzoną w USA po pęknięciu tzw. bańki internetowej (*dot-com bubble*). W dość krótkim czasie stopa procentowa od funduszy federalnych została obniżona z poziomu 6,5% (koniec 2000 r.) do 1% (połowa 2003 r.), co

<sup>1</sup> Podaż pieniądza krajowego wpływająca na dostępność środków finansowych zależy od podaży pieniądza rezerwowego oraz mnożnika pieniężnego, który w okresie dobrej koniunktury jest raczej stabilny, stąd może być pominięty w powyższej analizie (D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista”, Komitet Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Wydawnictwo Key Text, Nr 3, Warszawa 2009, s. 326-327).

<sup>2</sup> D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, op. cit., s. 327.

<sup>3</sup> Owe rozważania są prawdziwe dla podaży nieprzekraczającej pewnego poziomu ( $S^*$ ) z uwagi na wzrastające ryzyko kredytowe. Przy danym poziomie ceny kredytu banki są skłonne zwiększać emisję owych kredytów tylko do pewnego stopnia, gdyż dalszy wzrost podaży mógłby skutkować przyznaniem kredytów mniej wiarygodnym kredytobiorcom.

było uzasadniane powolnym wychodzeniem gospodarki amerykańskiej z recesji z 2001 r. oraz zagrożeniem deflacją<sup>4</sup>. Sam fakt prowadzenia ekspansywnej polityki monetarnej, zdaniem części ekonomistów, nie powinien budzić większych zastrzeżeń w przypadku kraju o walucie rezerwowej znajdującego się w sytuacji niepełnego zatrudnienia<sup>5</sup>. Kluczowym pytaniem jest to, czy polityka ta nie była nadmiernie ekspansywna lub też czy okres jej rozluźnienia nie był zbyt długi. Niektórzy ekonomiści powołują się na odejście FED-u od stosowania pewnych reguł polityki monetarnej – zwłaszcza tzw. reguły Taylora<sup>6</sup>. Należy jednak pamiętać, że tego typu reguły mają raczej charakter orientacyjny, a ich walory aplikacyjne są przedmiotem kontrowersji<sup>7</sup>. Jakkolwiek luźna polityka monetarna skutkowałą większą dostępnością środków, z czego korzystać mogły instytucje finansowe, to wydaje się jednak, że znaczenie tego czynnika jest przeceniane. W szczególności stosunek agregatu M2 do PKB w latach 1999-2007 zmienił się z 50,3% do 53,7%, co jest jednak wielkością o wiele mniejszą od odnotowanej w latach 70-tych i 80-tych, kiedy wynosił on 58-64%<sup>8</sup>.

## 1.2 Napływ kapitału zagranicznego

Powyższe dane wskazują, że polityka monetarna w USA na początku XXI w. jedynie częściowo odpowiada za nadmierną emisję kredytów hipotecznych. Przyczyn tego zjawiska należy zatem upatrywać także w innych czynnikach. Jak wynika z wcześniejszych rozważań, dostępność środków finansowych jest także uzależniona od napływu kapitału zagranicznego. W istocie w latach przed kryzysem kapitał „wędrował” w skali światowej w kierunku niezgodnym z teorią neoklasyczną – deficyt płatniczy w USA towarzyszył niemal symetrycznej nadwyżce krajów rozwijających się takich jak Chiny i Rosja, a także Japonii (zob. wykres 2).

---

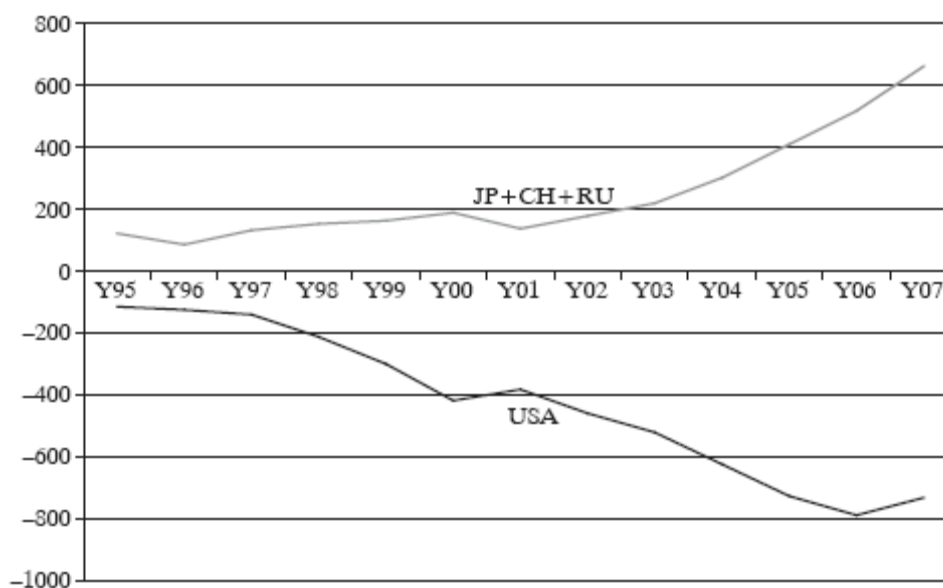
<sup>4</sup> B. Bernanke, *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, 2010, s. 3-4.

<sup>5</sup> Greenwald i Stiglitz argumentują, że deficyt handlowy – wynikający chociażby z aprecjacji waluty rezerwowej, na którą istnieje wszakże duży popyt – przyczynia się do wzrostu bezrobocia, wobec czego odpowiedzią władz powinna być ekspansywna polityka monetarna i fiskalna. Zob. B. Greenwald, J. Stiglitz, *A Modest Proposal for International Monetary Reform*, International Economic Association Meeting, Stambuł 2008.

<sup>6</sup> Zob. J. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.

<sup>7</sup> Bernanke wykazuje ograniczenia reguły Taylora. Po pierwsze, ma ona postać równania, którego możliwości praktycznej aplikacji zależą od sposobu pomiaru zmiennych i parametrów. Po drugie, reguła Taylora nie uwzględnia przyszłej stopy inflacji, podczas gdy polityka monetarna musi działać z wyprzedzeniem z uwagi na opóźnioną reakcję gospodarki. Po trzecie, reguła Taylora nie czyni rozróżnienia między nagłymi i krótkookresowymi zmianami pewnych kategorii ekonomicznych (np. skokowy wzrost inflacji) a zmianami, które wpływają na średniookresowe przewidywania. Należy także dodać, że gwałtowny wzrost cen nieruchomości miał miejsce także w krajach o bardziej restrykcyjnej polityce monetarnej, w tym takich (np. Wielka Brytania), które ustalały stopy procentowe powyżej poziomu wyznaczonego przez regułę Taylora (zob. B. Bernanke, *Monetary Policy and the Housing Bubble*, op. cit., J. Dokko et al., *Monetary Policy and the Housing Bubble*, „Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series”, 2009).

<sup>8</sup> D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, op. cit., s. 334.



**Wykres 2. Deficyt płatniczy USA i suma nadwyżki płatniczej Japonii, Chin i Rosji w latach 1995-2007 (w mld USD)**

**Źródło:** Rosati D., *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, op. cit., s. 335

Za nadmiar płynności w USA odpowiada zatem w dużej mierze napływ kapitału zagranicznego, który w latach 2002-2007 wynosił 600-800 mld USD rocznie<sup>9</sup>. Zjawisko globalnej nierównowagi, które wyjaśnia uporczywy napływ kapitału do USA z krajów nadwyżkowych, ma wiele przyczyn, których omówienie nie jest celem artykułu<sup>10</sup>. Niemniej jednak należy pokrótce wskazać, dlaczego napływ kapitału zagranicznego do USA miał miejsce w latach poprzedzających obecny kryzys<sup>11</sup>. Po pierwsze, w latach na początku XXI w. saldo budżetowe w USA uległo pogorszeniu – w 2000 r. osiągnięto nadwyżkę budżetową rzędu 1,6% PKB, podczas gdy cztery lata później odnotowano deficyt wielkości 4,3% PKB<sup>12</sup>. Ta hipoteza dotycząca globalnej nierównowagi nie jest jednak w pełni przekonująca, gdyż jeśli problem tkwiłby w deficycie budżetowym USA, napływ kapitału zagranicznego (wynikający z nabywania amerykańskich obligacji przez nierezydentów) windowałby stopy procentowe na amerykańskim rynku skarbowym, podczas gdy przed kryzysem doszło do ich spadku<sup>13</sup>. Co więcej, ta hipoteza może służyć rozpatrywaniu sytuacji głównie na rynku papierów skarbowych, podczas gdy z punktu widzenia tego opracowania istotne są rynki związane głównie z kredytami hipotecznymi. Po drugie, niektóre kraje Dalekiego Wschodu (zwłaszcza Chiny) stosują strategię rozwoju gospodarczego określaną jako proeksportowa z wykorzystaniem zaniżonego kursu

<sup>9</sup> D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, op. cit., s. 335.

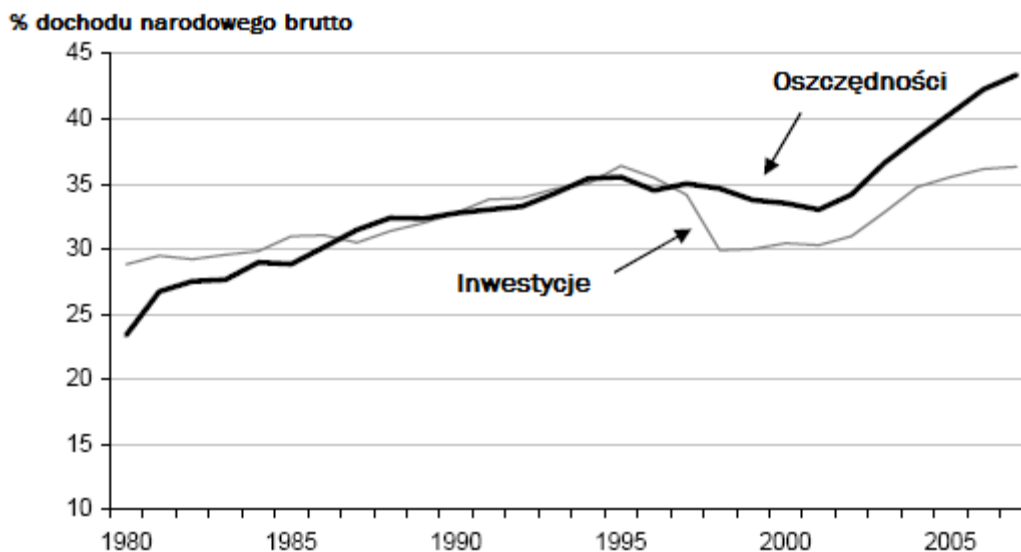
<sup>10</sup> Na temat przyczyn globalnej nierównowagi zob.: K. Lutkowski, *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista” „Ekonomista”, Komitet Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Wydawnictwo Key Text, Nr 4, Warszawa 2006, M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt” Nr 7, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006, K. Rybiński, *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista”, Komitet Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Wydawnictwo Key Text, Nr 4, Warszawa 2006.

<sup>11</sup> Duża liczba teorii wyjaśniających globalną nierównowagę wymusza zawężenie analizy do tych, które są wykorzystywane najczęściej. Lista czynników wpływających na znaczny napływ kapitału zagranicznego do USA przed obecnym kryzysem nie jest zatem pełna.

<sup>12</sup> M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, op. cit., s. 18.

<sup>13</sup> Rubaszek przedstawia m.in. badania wskazujące, że napływ kapitału zagranicznego spowodował spadek rentowności 10-letnich obligacji skarbowych o ok. 1,5 pkt proc. Zob. M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, op. cit., s. 19.

waluty krajowej. Konieczność przeciwdziałania aprecjacji własnej waluty i utrzymywania poziomu jej kursu na określonym poziomie wymusza lokowanie środków na rynku amerykańskim. Po trzecie, fala kryzysów walutowych i gospodarczych, jaka przetoczyła się przez kraje rozwijające się pod koniec XX w. oraz kuracja zastosowana w tych państwach pod naciskiem MFW przyczyniły się do większej skłonności państw rozwijających się do akumulacji rezerw walutowych<sup>14</sup>. Istnieje też pogląd, że rozdźwięk pomiędzy inwestycjami a oszczędnościami głównie w Azji był wynikiem niekorzystnego klimatu inwestycyjnego w regionie<sup>15</sup> (zob. Rybiński 2006, s. 495-496). Bez względu na to, czy oszczędności tych krajów były za duże, czy też inwestycje zbyt małe, faktem jest pojawienie się po kryzysie azjatyckim znacznej nadwyżki oszczędności ponad potrzeby inwestycyjne w tym regionie, co jest odzwierciedlone na wykresie 3.



**Wykres 3. Oszczędności i inwestycje w azjatyckich gospodarkach wschodzących (Emerging Asia) w latach 1980-2007**

Źródło: B. Bosworth, A. Flaaen, *America's Financial Crisis: the End of An Era*, ADBI Working Paper Nr 142, 2009, s. 9

Po czwarte, rynek amerykański został *de facto* zalany kapitałem zgromadzonym przez kraje surowcowe, które inwestowały środki zgromadzone z eksportu surowców (głównie ropy naftowej) za pośrednictwem państwowych funduszy inwestycyjnych (*sovereign wealth funds*). Szacuje się, że w 2006 r. 200 mld petrodolarów<sup>16</sup> zostało ulokowane na amerykańskim rynku akcji, 100 mld – na rynku papierów dłużnych, a 40 mld – na rynku funduszy podwyższonego ryzyka<sup>17</sup>. Po piąte, w latach przedkryzysowych dał o sobie znać problem nadpłynności gospodarki światowej. Niektórzy ekonomiści winią za ten stan rzeczy FED<sup>18</sup>. Niemniej jednak również ta krytyka jest w mojej opinii nieuzasadniona. Wyższe stopy procentowe w USA zmniejszyłyby finansowanie boomu na rynku

<sup>14</sup> W szczególności taką skłonnością wykazywały się kraje azjatyckie. Szacuje się, że pod koniec 2008 r. zgromadziły one ok. 60% wszystkich światowych rezerw walutowych. Głównym składnikiem tych rezerw były papiery wartościowe denominowane w dolarze (Szyszka 2009, s. 11).

<sup>15</sup> Rybiński K., *Globalne nierównowagi*, „op. cit.”, s. 495-496.

<sup>16</sup> Petrodolary to termin używany do określenia dolarów amerykańskich znajdujących się do dyspozycji eksporterów ropy naftowej.

<sup>17</sup> Szyszka A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i kredyt”, Narodowy Bank Polski, Nr 4, Warszawa 2009, s. 12.

<sup>18</sup> Zob. K. Lutkowski, *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, op. cit., s. 451-453).

nieruchomości i kredytów hipotecznych w Rezerwie Federalnej, ale spowodowałyby jeszcze większy napływ kapitału zagranicznego<sup>19</sup>.

### 1.3 Niedoszacowanie ryzyka

Kolejnym istotnym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu liczby kredytów hipotecznych było błędne oszacowanie ryzyka. O ile w 2001 r. różnica w oprocentowaniu kredytów *subprime* i *prime* wynosiła 300 punktów bazowych, to w 2004 r. było to 100 punktów, a w 2006 r. – 200 i to pomimo faktu, że ekspansja kredytowa odbywała się w oparciu o mniej wiarygodnych kredytodawców<sup>20</sup>. Istotną rolę odegrało szersze wykorzystanie sekurytyzacji, która zaczęto traktować jako sposób na pozbycie się wątpliwej jakości kredytów. Rozerwanie powiązań między kredytodawcą a kredytobiorcą w drodze sekurytyzacji zobowiązań tego drugiego skutkowało zmniejszeniem kontroli ryzyka związanego z konkretnym kredytem. Skoro można było przyznać kredyt nie troszcząc się o ryzyko banki rozszerzały akcję kredytową „inkorporując” stopniowo kolejne segmenty rynku – z natury rzeczy te o gorszej jakości (ludność o niższych dochodach, o gorszej historii kredytowej itd.). O ile w 2004 r. kredyty standardowe (*prime*) stanowiły 64% całości udzielonych kredytów hipotecznych, to w 2006 r. odsetek ten wynosił jedynie 52%<sup>21</sup>, a w 2007 r. 90% kredytów hipotecznych było sekurytyzowanych<sup>22</sup>.

Pierwsza operacja sekurytyzacji została przeprowadzona w 1970 r. i dotyczyła kredytów hipotecznych<sup>23</sup>. Ponieważ historia sekurytyzacji ma niemal 40 lat, istotne jest pytanie o powody, dla których tego typu operacje stały się niebywale popularne na początku XXI w., przyczyniając się do boomu na rynku kredytów hipotecznych. Blundell-Wignall, Atkinson i Lee identyfikują kilka przyczyn leżących po stronie podaży<sup>24</sup>, m.in. zwiększenie kontroli bilansowej wobec Fannie Mae i Freddie Mac, skutkujące „przerzuceniem” sekurytyzacji do spółek specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle, Structured Investment Vehicle*)<sup>25</sup>, czy też wprowadzenie *consolidated supervised entity program* (CSE) – programu, który zwiększył możliwość wykorzystywania dźwigni finansowej przez banki inwestycyjne<sup>26</sup>.

Niedoszacowaniu ryzyka sprzyjały także konflikty interesów, w które zaangażowane były podmioty mające to ryzyko oceniać. Źle ustanowione bodźce (np. w postaci znacznego

---

<sup>19</sup> W latach poprzedzających kryzys finansowy w USA stopy procentowe w Japonii z uwagi na niski popyt na pieniądź i wysoce ekspansywną politykę banku centralnego Japonii były niemal zerowe, z czego korzystali inwestorzy wykorzystujący mechanizm *carry trade*, tj. pożyczali środki w Japonii (był to niemal nieoprocentowany kredyt) i lokowali je na innych rynkach, w tym w USA. Zwyżka stóp procentowych w USA jeszcze bardziej nakreśliłaby ten mechanizm.

<sup>20</sup> D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, op. cit., s. 340.

<sup>21</sup> M. Baily, R. Litan, M. Johnson, *The Origins of the Crisis*, „The Brookings Institute Fixing Finance Series” Listopad 2008, s. 14.

<sup>22</sup> B. Bosworth, A. Flaaen, *America's Financial Crisis: the End of An Era*, ADBI Working Paper Nr 142, 2009, s. 3.

<sup>23</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 50.

<sup>24</sup> Autorzy ci podają przyczyny podaży i popytowe. W tym miejscu artykułu analizuję stronę podaży rynku kredytów hipotecznych, stąd prezentuję tylko czynniki podaży. Zob. A. Blundell-Wignall, A. Atkinson, S.H. Lee, *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, OECD Financial Market Trends, vol. 2, 2008, s. 3-4.

<sup>25</sup> Jak stwierdzają Blundell-Wignall, Atkinson i Lee, w odpowiedzi na zaostrenie wymagań wobec Fannie Mae i Freddie Mac było tworzenie przez instytucje finansowe „ich własnych Fannie Mae i Freddie Mac”. Zob. A. Blundell-Wignall, A. Atkinson, S.H. Lee *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, op. cit., s. 4.

<sup>26</sup> CSE miał objąć kontrolą (której wcześniej brakowało) banki inwestycyjne. Miały one dobrowolnie poddawać się nadzorowi Komisji Papierów Wartościowych (SEC), a zachętą była możliwość zwiększenia stosunku zadłużenia do kapitałów netto z 15:1 nawet do 40:1. Problematiczne było jednak choćby to, że banki inwestycyjne miały dobrowolnie zgłaszać się do uczestnictwa w programie, ale też zachowywały prawo do wyjścia z niego. Kontrola banków inwestycyjnych była zatem znacznie ograniczona poprzez możliwość opuszczenia przez nie programu nadzoru.

wynagradzania menedżerów opcjami) skłaniały do przyjmowania postawy ukierunkowanej na krótkookresowe cele i nadmiernie ryzykowne działania. Konflikt interesów pojawiał się na linii zarząd instytucji finansowej-firmy audytorskie<sup>27</sup>. Mający dominującą pozycję w firmie CEO (*Chief Executive Officer*) podejmował decyzję o zatrudnieniu konkretnej firmy audytorskiej, która „odwdzięczała mu się” poprzez stosowanie metod zawyżających zyski, co windowało wynagrodzenie z tytułu realizacji opcji menedżerskich. W konflikt interesów zaangażowane były także agencje ratingowe, które wynagradzane były przez tych, których oceniały<sup>28</sup>. Wszystkie te konflikty prowadziły do oczywistego zaniżania ryzyka, gdyż dobre oceny przyznawane nieodpowiednim instytucjom i emitowanym przez nie papierom miały uzasadnienie w nadmiernie optymistycznych (w wyniku stosowania kreatywnej księgowości) danych.

Na niedoszacowanie ryzyka przez agencje ratingowe można również patrzeć przyjmując optykę behawioralną. Podmioty te popełniły szereg błędów, które są analogiczne do błędów popełnianych przez jednostki ludzkie<sup>29</sup>. Po pierwsze, szacując ryzyko wykorzystywały dane bazujące na relatywnie krótkiej (kilkumiesięcznej) próbie statystycznej z czasów przedkryzysowej prosperity – popełniły zatem tzw. błąd krótkiej serii<sup>30</sup>. Po drugie, agencje te popełniły błąd wierząc, że dywersyfikacja aktywów redukuje ryzyko. Jest to tylko częściowa prawda, gdyż dotyczy jedynie ryzyka specyficznego, a nie uwzględnia ryzyka systemowego. Brak wiary w wystąpienie zdarzeń mało prawdopodobnych (popadnięcie większej liczby kredytobiorców w problemy związane z zadłużeniem hipotecznym) skutkowało nieuwzględnianiem w kalkulacjach czynników systemowych. Po trzecie, agencje ratingowe padły ofiarą błędu ekstrapolacji, ufając w pewność zabezpieczenia hipotecznego (wierząc, że ceny nieruchomości nie mogą spadać, a odsetek kredytobiorców niewywiązujących się ze zobowiązań hipotecznych pozostanie niewielki).

## 2. Popytowe determinanty wzrostu akcji kredytowej

O ile spadek oprocentowania kredytów hipotecznych przy wzrastającej ich liczbie świadczy o przewadze czynników podażowych w przedkryzysowej ekspansji kredytowej, to analiza czynników popytowych pozwala na uchwycenie kolejnych przyczyn boomu.

W ujęciu teoretycznym popyt na kredyty hipoteczne może być wyrażony jako funkcja trzech zmiennych – dochodu ( $Y$ ), stopy oprocentowania kredytu ( $p$ ) oraz oczekiwanej stopy przychodu z inwestycji mieszkaniowej ( $r$ )<sup>31</sup>:

$$D = f(Y, p, r), \text{ gdzie } \frac{\partial D}{\partial Y} > 0, \frac{\partial D}{\partial p} < 0, \frac{\partial D}{\partial r} > 0 \quad (2)$$

### 2.1 Wzrost dochodów ludności

Paradoksalnie wzrost dochodów miał niewielkie znaczenie w zwiększeniu popytu na kredyty hipoteczne. Pomimo dobrej koniunktury gospodarczej i wysokiego poziomu zatrudnienia w USA dynamika dochodów nie odbiegała od tendencji długookresowej. W latach 2000-2007 dochody rozporządzalne zwiększały się rocznie o 2,45%, podczas gdy w okresie pomiędzy 1978 a 2008 r. odnotowano średnioroczny wzrost rzędu 2,35%<sup>32</sup>. Pomimo niezbyt imponującego wzrostu dochodów

<sup>27</sup> J. Stiglitz, *The Financial Crisis of 2007/2008 and its Macroeconomic Consequences*, United Nations Public Administration Network, 2008, s. 2.

<sup>28</sup> J. Stiglitz, *The Financial Crisis of 2007/2008 and its Macroeconomic Consequences*, op. cit., s. 3.

<sup>29</sup> Szyszka A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, op. cit., s. 22-25.

<sup>30</sup> Błąd krótkiej serii polega na opieraniu decyzji, wniosków na zbyt małej liczbie obserwacji.

<sup>31</sup> Zob. D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, op. cit., s. 326.

<sup>32</sup> D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, op. cit., s. 328.

zdolność gospodarstw domowych do zakupu nieruchomości zwiększyła się, co ma uzasadnienie m.in. we wzroście skłonności banków do udzielania kredytów hipotecznych<sup>33</sup>.

## 2.2 Spadek cen kredytów hipotecznych i poprawa warunków uzyskania kredytu

Ważnym czynnikiem napędzającym boom nieruchomościowy był spadek ceny kredytu hipotecznego. Jak wskazano, opinie ekonomistów na temat przyczyn obniżki cen kapitału są zróżnicowane. Z punktu widzenia analizy popytu można poprzestać na wykazaniu owego spadku, tym bardziej że zarówno polityka monetarna w USA, jak i napływ kapitału zagranicznego do tego państwa zostały scharakteryzowane w poprzedniej części opracowania. W 2000 r. stopa procentowa od kredytów hipotecznych wynosiła 8%, podczas gdy w latach 2003-2005 oscylowała wokół poziomu 6%<sup>34</sup>. Oprócz ceny kredytu ważne były także inne warunki pożyczkowe. W literaturze często wskazuje się na tzw. *Adjustable Rate Mortgage* (ARM), czyli kredyt hipoteczny ze zmienną stopą procentową: początkowo niższą, a po pewnym czasie podwyższoną. Niska stopa procentowa w okresie rozpoczęcia umowy kredytowej miała za zadanie zachęcić do wzięcia kredytu, zaś bank miał zrekompensować sobie niższy zarobek w tym okresie zarobkiem wyższym z okresie późniejszym. Wzrost oprocentowania miał być nieodczuwalny dla kredytodawcy z uwagi na zakładany dalszy wzrost cen nieruchomości<sup>35</sup>. Załamanie boomu cenowego odczuwalne w niektórych stanach już w 2004 r., a w całym kraju – w 2006 r., siłą rzeczy musiało doprowadzić do trudności gospodarstw domowych w związku z obsługą zaciągniętych kredytów, których stopa procentowa – zgodnie z konstrukcją ARM – wzrastała.

## 2.3 Wzrost oczekiwanej stopy przychodu z inwestycji mieszkaniowej

Do wzrostu popytu na kredyty hipoteczne przyczyniła się także zmiana percepcji inwestycji w nieruchomości – tego typu lokaty kapitału zaczęły być postrzegane jako wysoce rentowne. Panowało nawet przekonanie, że na takich inwestycjach nie można stracić, gdyż ceny nieruchomości nie mogą spadać (choćby z uwag na ograniczone zasoby ziemi). W rezultacie wzrost cen nieruchomości przewyższył znacznie dynamikę PKB, dochodów, jak również opłat czynszowych i kosztów budowy domów. Co istotne, na przestrzeni lat 1900-2000 ceny nieruchomości w USA w ujęciu realnym wzrosły raptem o 24%, czyli jedynie 0,2% rocznie<sup>36</sup>. Ten niewielki długookresowy wzrost w kategoriach realnych nie był odnotowywany przez społeczeństwo z uwagi na iluzję pieniądza, która dołożyła swoją *nomen omen* cegiełkę do powstania boomu<sup>37</sup>. Kluczowym pytaniem jest, dlaczego percepcja zmieniła się w tak krótkim czasie w ostatnich latach. Po pierwsze, pęknięcie bańki internetowej podważyło wiarę w inwestycje giełdowe – ludzie zapragnęli zatem inwestować w coś mniej abstrakcyjnego jak akcje i inne papiery wartościowe, przede wszystkim w nieruchomości. Po drugie, istotną rolę odegrało zachowanie stadne. Zwyczajka cen nieruchomości przyciągnęła inwestorów,

---

<sup>33</sup> Presja polityczna oraz presja akcjonariuszy powodowały obniżenie standardów kredytowych. Zachęty polityczne oraz presja na zwiększanie zysków i udziału w rynku skłaniały banki do przyznawania kredytów ludziom dotychczas nie branych pod uwagę przy kredytowaniu. Mian i Sufi wskazują, że znaczna porcja kredyt hipotecznych przed kryzysem przypadła osobom, których wniosek był wcześniej odrzucony. Co więcej, wśród tych grup ludności odnotowano relatywnie wysoki odsetek niewywiązujących się ze zobowiązań kredytowych po osłabieniu wzrostu (a następnie – spadku) cen nieruchomości (zob. M. Baily, R. Litan, M. Johnson, *The Origins of the Crisis*, op. cit., s. 20-21).

<sup>34</sup> D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, op. cit., s. 329.

<sup>35</sup> M. Baily, R. Litan., M. Johnson, *The Origins of the Crisis*, op. cit., s. 17.

<sup>36</sup> G. Akerlof, R. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton 2009, s. 153.

<sup>37</sup> Ponieważ zakup nieruchomości jest ważnym wydarzeniem w życiu, ludzie przez lata pamiętali ceny nabycia domu. Porównując ową cenę z aktualnymi cenami nieruchomości padali ofiarą iluzji pieniądza, gdyż nie porównywali tej dynamiki z dynamiką ogólnego poziomu cen w gospodarce. Zob. G. Akerlof, R. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, op. cit., s. 152.



co jeszcze bardziej wywindowało ceny, zachęcając kolejnych inwestorów itd. Wydaje się, że do głosu doszły czynniki behawioralne – popełnione zostały błędy ekstrapolacji, jak również krótkiej serii<sup>38</sup>.

## 2.4 Inne wybrane czynniki

Oprócz czynników wskazanych przez Rosatiego istotną rolę odegrał źle skonstruowany system bodźców. Jak wskazują Baily, Litan i Johnson, przepisy prawne w USA były bardzo pobłażliwe względem kredytobiorców<sup>39</sup>. W wielu stanach nie mogli oni być pociągnięci do odpowiedzialności, gdy w wyniku sprzedaży przejętej nieruchomości bank nie uzyskuje wartości odpowiadającej kwocie kredytu. Do listy bodźców zwiększających skłonność do zaciągania kredytów hipotecznych można zaliczyć także m.in.<sup>40</sup>:

- wejście w życie w 2004 r. ustawy *American Dream*, wprowadzającej znaczne subsydiowanie kosztów kredytu hipotecznego (np. zaliczka) w przypadku nabywania nieruchomości przez gorzej sytuowanych,
- możliwość odliczania od podatku odsetek z tytułu kredytu hipotecznego,
- reformę podatkową z 1997 r. wyłączającą nieruchomości z podatku od zysków kapitałowych,

Współ z bodźcami oddziałującymi na stronę podażową powyższe czynniki przyczyniły się do kreacji wadliwej kultury finansowej – nastawionej na spekulację, zamiast zapobiegającej ryzyku kreującej nowe nośniki ryzyka i odchodzącej od podstawowej funkcji systemu finansowego, jaką jest wspomaganie gospodarki realnej poprzez pośredniczenie w przekształcaniu oszczędności w inwestycje.

## Podsumowanie

Obecny kryzys finansowy jest wynikiem współdziałania wielu czynników o różnym charakterze. Zawężanie odpowiedzi na pytanie o podłoże kryzysu do jednej przyczyny – na ogół polityki monetarnej FED – jest zatem nieuzasadnione. Należy jednak zaznaczyć, że przedkryzysowe trendy na rynku kredytów hipotecznych wskazują, że to czynniki podażowe dominowały nad popytowymi, a nie odwrotnie. Wydaje się, że często podnoszony w literaturze fakt obniżenia stóp procentowych przez FED na początku XXI w. jest jednak nadmiernie przywoływany. Z uwagi na wysoką mobilność kapitału w skali międzynarodowej można zakładać, że wyższe stopy procentowe od funduszy federalnych spowodowałyby pojawienie się na rynku amerykańskim większej ilości kapitału zagranicznego. *Ex post* można zatem stwierdzić, że skoro ilość środków znajdujących się do dyspozycji instytucji finansowych w USA musiała wzrastać bez względu na charakter polityki monetarnej tego kraju, podstawowymi przyczynami kryzysu były rozmaite czynniki o charakterze regulacyjnym. Dodać należy, że wadliwe regulacje wpływały zarówno na podaź kredytów hipotecznych, jak i na popyt na nie, co zostało przedstawione w niniejszym opracowaniu.

## Bibliografia:

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

Baily M.N., Litan R.E., Johnson M.S., *The Origins of the Crisis*, „The Brookings Institute Fixing Finance Series” Listopad 2008.

---

<sup>38</sup> Szyszka A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, op. cit., s. 22-23.

<sup>39</sup> M. Baily, R. Litan, M. Johnson, *The Origins of the Crisis*, op. cit., s. 20.

<sup>40</sup> A. Blundell-Wignall, A. Atkinson, S.H. Lee, *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, OECD Financial Market Trends, vol. 2, 2008, s. 8.

- Bernanke B.S., *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, 2010.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- Blundell-Wignall A., Atkinson A., Lee S.H., *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, OECD Financial Market Trends, vol. 2, 2008.
- Bosworth B., Flaaen A., *America's Financial Crisis: the End of An Era*, ADBI Working Paper Nr 142, 2009.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Dokko J., Doyle B., Kiley M.T., Kim J., Sherlund S., Sim J., Van den Heuvel S., *Monetary Policy and the Housing Bubble*, „Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series”, 2009.
- Greenspan A., *The Crisis*, „Brookings Papers on Economic Activity”, draft, 2010.
- Greenwald B., Stiglitz J.E., *A Modest Proposal for International Monetary Reform*, International Economic Association Meeting, Stambuł 2008.
- Lutkowski K., *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista” „Ekonomista”, Komitet Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Wydawnictwo Key Text, Nr 4, Warszawa 2006.
- Rosati D., *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista”, Komitet Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Wydawnictwo Key Text, Nr 3, Warszawa 2009.
- Rubaszek M., *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt” Nr 7, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006.
- Rybiński K., *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista”, Komitet Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Wydawnictwo Key Text, Nr 4, Warszawa 2006.
- Stiglitz J.E., *Wizja sprawiedliwej globalizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Stiglitz J.E., *The Financial Crisis of 2007/2008 and its Macroeconomic Consequences*, United Nations Public Administration Network, 2008.
- Szyska A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i kredyt”, Narodowy Bank Polski, Nr 4, Warszawa 2009.
- Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.