

Agnieszka Ostalecka

Geneza kryzysu na rynku kredytów "subprime"

Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, 59-65

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

AGNIESZKA OSTALECKA

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

GENEZA KRYZYSU NA RYNKU KREDYTÓW *SUBPRIME*

Wprowadzenie

Natężenie występowania kryzysów finansowych, jakie możemy obserwować od połowy lat dziewięćdziesiątych, łączone jest z dynamicznymi przemianami rynków finansowych związanych ze zjawiskami globalizacji, deregulacji czy liberalizacji finansowej. Zaburzenia na rynkach finansowych, jakie miały miejsce w przeszłości, pokazały, że skutki wybuchu kryzysu wykraczają daleko poza kraj, w którym kryzys wystąpił, przyczyniając się do występowania kryzysów o charakterze regionalnym (np. kryzys w krajach Ameryki Łacińskiej czy kryzys azjatycki)¹. Obecnie występujący kryzys finansowy, zapoczątkowany zaburzeniem na rynku kredytów subprime w Stanach Zjednoczonych, pokazał jednak, że skutki kryzysu mogą przenikać jeszcze dalej, obejmując swym zasięgiem praktycznie całą gospodarkę światową. Celem artykułu jest identyfikacja przyczyn wybuchu kryzysu na rynku kredytów o obniżonej jakości w Stanach Zjednoczonych, który rozprzestrzeniając się na inne kraje stał się kryzysem o charakterze globalnym, powodując dotkliwe skutki dla całej gospodarki światowej.

Sytuacja przed wybuchem kryzysu finansowego

W ostatnich latach w wielu krajach, w tym również w Stanach Zjednoczonych, mogliśmy obserwować boom na rynku kredytów, szczególnie hipotecznych. Ten silny wzrost kredytów powodowany był m.in. poprzez stosunkowo niskie stopy procentowe, łatwą dostępność kredytu, rozwój innowacji finansowych, dających możliwość przenoszenia ryzyka kredytowego oraz bardziej odważne podejście do ryzyka rekompensowane – w przypadku kredytów hipotecznych – rosnącymi cenami nieruchomości.

Niski poziom stóp procentowych, jaki możemy obserwować w Stanach Zjednoczonych od 2002/2003 roku, był efektem polityki FED ukierunkowanej na pobudzenie gospodarki dotkniętej recesją. Seria obniżek stóp procentowych, rozpoczęta od połowy 2000 roku, przyczyniła się do znaczącego obniżenia poziomu stóp procentowych w kraju, a tym samym do zwiększenia dostępności kredytu.

¹ Szerzej A. Ostalecka: *Kryzysy bankowe i metody ich przewyżęzania*. Difin, Warszawa 2009.

Tani i łatwo dostępny kredyt przez długi okres czasu przyczyniał się do silnego globalnego wzrostu, uruchamiając tym samym mechanizm ekspansji kredytowej. Tak więc łagodne warunki kredytowe oraz silny wzrost gospodarczy napędzały ponadnormatywny wzrost cen aktywów na światowych rynkach. Ceny dóbr konsumpcyjnych szybowały w górę, a ceny nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych rosły w zastraszającym tempie, podwajając się w przeciągu 5–10 lat². Podmioty planujące zakup mieszkań czy domów przyspieszały swoją decyzję w obawie przed dalszym wzrostem cen, co jeszcze bardziej nakreślało spiralę wzrostu cen nieruchomości. Masowo kupowano także nieruchomości dla celów spekulacyjnych. Rosnące ceny powodowały wzmożony popyt na kredyty hipoteczne i nasilały walkę konkurencyjną banków o wzrost udziału w finansowaniu rynku nieruchomości. Banki rozpoczęły więc aktywne poszukiwanie nowych, niezagospodarowanych nisz klientów chętnych do zaciągnięcia kredytu hipotecznego. W ten właśnie sposób wiele banków weszło na segment rynku zwany *subprime mortgages*, tj. kredytów kierowanych do klientów o niskiej zdolności kredytowej czy bez pozytywnej lub wręcz z negatywną historią kredytową, jak również osób nieposiadających stałego źródła dochodu. Proceder ten był na tyle rozpowszechniony, że pojawiło się nawet określenie na takich klientów, tj. NINJA (*no income, no job, no assets*).

W świetle definicji Międzynarodowego Funduszu Walutowego³ przez kredyt *subprime* rozumiemy kredyt udzielany kredytobiorcom spełniającym jeden lub więcej wymienionych warunków:

- zła historia kredytowa charakteryzująca się opóźnieniami w spłacie lub niewypłacalnością klienta,
- obniżona zdolność spłaty zobowiązań mierzona scoringiem kredytowym lub wskaźnikiem zadłużenia do dochodów (*debt-to-income ratio*),
- niekompletna historia kredytowa.

Dodatkowo część ekonomistów do czynników podwyższonego ryzyka zalicza także⁴:

- wysoki, przekraczający 80%, poziom wskaźnika LTV (*loan to value*),
- denominowanie kredytu w walucie obcej,
- brak weryfikacji dochodu klienta i związana z tym konieczność udzielania kredytu tylko w oparciu o oświadczenie o dochodach.

² J. Whitehead: *Global Economic and Financial Crisis: Origins, Responses and Ongoing Challenges for New Zealand*. Speech on 15 Dec 2008 Auckland, s. 2.

³ IMF, *Global Financial Stability Report October 2007. Financial Market Turbulence. Causes, Consequences, and Policies*, World Economic and Financial Surveys, Washington 2007, s. 7.

⁴ A. Drewicz-Tulodziecka, *Ocena ewentualnych analogii i skutków kryzysu subprime w USA na polskim rynku kredytów hipotecznych*, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2008, s. 2.

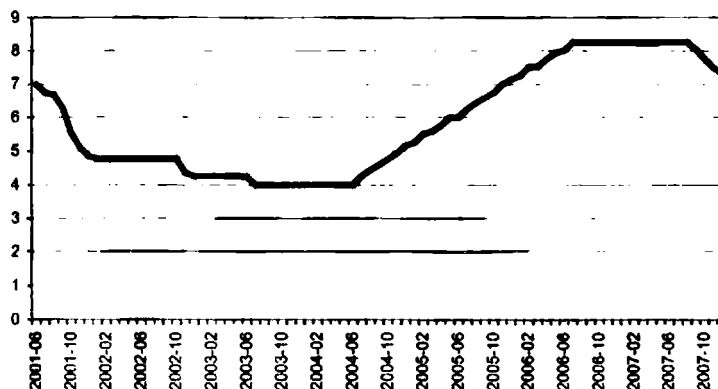
Przyczyny wybuchu kryzysu finansowego

W procesie udzielania kredytów klientom o podwyższonym ryzyku, banki koncentrowały więc swoją uwagę nie na sytuacji finansowej kredytobiorców, ale na ustanawianych przez klientów zabezpieczeniach kredytów, niejednokrotnie zresztą przeszacowanych. Tak więc angażując się w te operacje banki miały nadzieję, że utrzymanie się rosnącego trendu cen nieruchomości zrekompensuje im poziom ryzyka związanego z tą grupą klientów.

Dodatkowo czynnikami, które przyczyniły się do wystąpienia kryzysu finansowego były⁵:

- opcje spłaty, takie jak odroczenie spłaty części kapitałowej raty bądź promocyjne oprocentowanie przez pierwsze 2-3 lata,
- brak obowiązku ubezpieczenia kredytu,
- wymagane tylko zaświadczenie o dochodach, bez ich weryfikacji,
- fakt liczenia zdolności kredytowej na podstawie wysokości raty w promocyjnych okresach spłaty – wg różnych szacunków udział kredytobiorców subprime, których dochód nie pozwalał na spłatę rat na normalnych warunkach sięgał 25–35%, a w przypadku niektórych instytucji – nawet 40–60%,
- subprime udzielane w oparciu o płynne oprocentowanie (w przeciwieństwie do standardowych kredytów).

Kiedy po długim okresie obowiązywania niskich stóp procentowych (rys. 1) FED w obliczu rosnącej inflacji zdecydował się na ich podwyżki, powodując tym samym wzrost



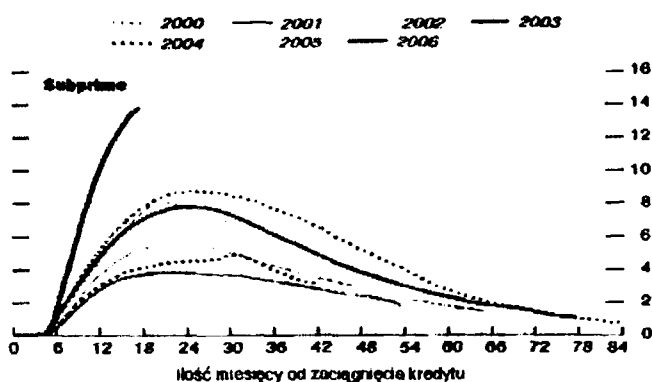
Rys. 1. Średnia stopa kredytów krótkoterminowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Federal Reserve Board of Governors, *Statistics: Releases and Historic Data*.

⁵ A. Drewicz-Tułodziecka: *Ocena ewentualnych analogii i skutków kryzysu subprime w USA na polskim rynku kredytów hipotecznych*. Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2008, s. 2.

obciążeń odsetkowych kredytobiorców, pojawiły się problemy z terminową obsługą zadłużenia. Zarówno konsumenci, jak i przedsiębiorcy szczególnie silnie odczuli podwyżki stóp procentowych, jakie miały miejsce w latach 2004-2006.

Największym problemem była nieterminowa obsługa kredytów hipotecznych, szczególnie subprime, gdyż właśnie ci kredytobiorcy byli najbardziej wrażliwi na wzrost stóp procentowych ze względu na niską zdolność kredytową. Problem szczególnie przybrał na sile w 2006 roku, kiedy możemy obserwować znaczący wzrost wskaźnika opóźnień w spłacie kredytu (rys. 2).



Rys. 2. Opóźnienia w spłacie kredytów subprime przekraczające 60 dni (jako procent wartości kredytu)

Źródło: IMF, *Global Financial Stability Report October 2007. Financial Market Turbulence. Causes, Consequences, and Policies*. World Economic and Financial Surveys, Washington 2007, s. 7.

Co więcej, spadek dostępności kredytu wynikający ze wzrostu jego ceny przyczyniał się do spadku cen na rynku nieruchomości. Biorąc pod uwagę fakt, że banki udzielały kredytów (w szczególności subprime) w sposób dość ryzykowny, utrzymując jako jedyne zabezpieczenie hipotekę na nieruchomości, to spadek ich wartości powodował szybki spadek wartości posiadanych przez bank zabezpieczeń. Topnienie wartości przyjętych zabezpieczeń skutkowało pogorszeniem się sytuacji finansowej wielu banków, szczególnie tych z dużym udziałem w portfelu kredytów *subprime*.

Pogarszająca się sytuacja na rynku nieruchomości⁶, pogłębiona częściowo za sprawą upadłości *New Century Financial Corporation* – największej amerykańskiej firmy kredytowej doprowadziła w konsekwencji do tego, że banki musiały spieniężać przedmioty zabezpieczenia ze stratą.

⁶ Szerzej na temat rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych w: L. Ellis: *The housing meltdown: Why did it happen in the United States?* „BIS Working Papers” No 259, Basel 2008.

W mechanizmie rozprzestrzeniania się kryzysu duże znaczenie miała sekurytyzacja kredytów hipotecznych. Z tej właśnie przyczyny kryzys obecnie występujący na międzynarodowych rynkach finansowych jest również kryzysem sekurytyzacji (*crisis of securitization*)⁷.

Banki, wykorzystując w coraz szerszym zakresie transakcje sekurytyzacji, przeszły z roli instytucji zarządzających ryzykiem do roli instytucji transferujących ryzyko do innych uczestników rynku. Co więcej, obecny system udzielania kredytów prowadzi do unikania ryzyka przez większość uczestników rynku finansowego. Klient zaciągając kredyt bez wkładu własnego nie ponosi ryzyka. Ponosi je kredytodawca, ale właśnie dzięki wykorzystaniu sekurytyzacji dokonuje transferu ryzyka, przenosząc je ostatecznie na inwestorów nabywających pochodne instrumenty kredytowe. Poprzez globalny rynek pochodnych instrumentów kredytowych kryzys ten przeniósł się z instytucji kredytowych, obejmując swoim zasięgiem także inne podmioty sektora finansowego, takie jak firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne czy banki inwestycyjne, jak również swobodnie przeniknął poza granice kraju⁸.

Kryzys ten ujawnił więc drugie oblicze sekurytyzacji, ukazując ją jako instrument, który poza ograniczaniem ryzyka (przez banki), przenosząc je na instytucje pozabankowe oraz inwestorów generuje ryzyko systemowe dla całego systemu finansowego. Sekurytyzacja bowiem osłabia bodźce do rzetelnej oceny jakości udzielanych kredytów i ich efektywnego monitoringu, przyczyniając się do wzrostu pokusy nadużycia i powodując uzależnienie stabilności rynku kredytowego od orientacji inwestorów co do jakości portfeli kredytowych banków transferujących ryzyko. Ta orientacja, a więc ryzyko związane z emitowanymi CDO (*Collateralized Debt Obligations*), powinna być wspomagana przez oceny nadawane przez instytucje ratingowe, jednakże w trakcie obecnego kryzysu ten mechanizm zawiódł. Agencje ratingowe nie dostrzegły na czas, nie umiały ze względu na stopień złożoności tych instrumentów lub nie chciały dostrzec z uwagi na finansowanie tych ocen przez emitentów CDO, skali rzeczywistego ryzyka związanego z tymi instrumentami. Stopień skomplikowania tych instrumentów utrudniał ich wycenę, a brak rozeznania inwestorów co do rzeczywistej wartości papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami subprime powodował ogólny wzrost niepewności, jak również obawy o jakość sekurytyzowanych kredytów, co skutkowało zamarciem rynku międzybankowego i ogromną presją banków na pomoc płynnościową z publicznych środków.

Kryzys ten ukazał także słabości regulacyjne istniejące w amerykańskim systemie finansowym. Zbyt duża skala ryzyka podejmowanego przez banki, brak bieżącego, rzetelnego monitoringu kredytów subprime, poleganie na wewnętrznych regulacjach dotyczących modeli szacowania ryzyka w bankach czy konflikt interesów oraz brak przejrzystości

⁷ Ch.Noyer: *Some thoughts on the crisis*. Speech by Mr Christian Noyer, Governor of the Bank of France, at Paris-Europlace, Tokyo, 18 November 2008, „BIS Review” 130/2008, s. 1.

⁸ Szerzej L. Pawłowicz: *Kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych – lekcje dla Polski*, <http://www.rf.edu.pl>.

i właściwego nadzoru nad działalnością agencji ratingowych – to inne często wskazywane w literaturze⁹ czynniki, które przyczyniły się do kryzysu. Jak wskazuje Eichengreen, jedną z przyczyn kryzysu jest to, że regulacje systemu finansowego nie nadążyły za tempem rozwoju rynku i innowacji finansowych.

Krytycznym punktem kryzysu w Stanach Zjednoczonych był upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers 15 sierpnia 2008 roku, który spowodował drastyczne obniżenie poziomu zaufania do systemu bankowego i zagrożenie dla efektywnego pełnienia funkcji pośrednictwa finansowego. Największe bankructwo w historii Wall Street, czwartego co do wielkości banku inwestycyjnego USA ze 158-letnią tradycją, którego aktywa przekraczały wartość 600 mld USD, wstrząsnęło nie tylko Wall Street, ale także całym światowym rynkiem finansowym.

Kryzys zaufania, który się pojawił w następstwie tych wydarzeń, spowodował szereg reperkusji dla rynku finansowego, wśród których możemy wyróżnić¹⁰:

- a) załamanie na rynku międzybankowym, czego skutkiem był wynikający ze wzrostu ryzyka wzrost stóp procentowych (w szczególności na *overnight* dolarowe, których oprocentowanie sięgnęło blisko 7%) oraz załamanie płynności na tym rynku;
- b) załamanie innych segmentów rynku pieniężnego, w szczególności rynku amerykańskich *commercial papers*, na którym nastąpił bardzo wysoki wzrost stopy dyskontowej (z 3% w sierpniu 2008 r. do przeszło 6% we wrześniu 2008 r.) i duże trudności z uplasowaniem nowym emisji;
- c) znaczące pogorszenie się kondycji finansowej AIG, największego amerykańskiego ubezpieczyciela, którego zaangażowanie w produkty ubezpieczeniowe wspierające proces kredytowania rynku nieruchomości, czyniły go bardzo podatnym na zaburzenia występujące na tym rynku.

Ogromna niepewność występująca na rynkach finansowych prowadziła do efektu domina, przenosząc zaburzenia z jednych instytucji finansowych na inne, ale także rozszerzając się na inne rynki czy inne kraje. Efektem tego było pogarszanie się sytuacji finansowej wielu dużych instytucji finansowych, np. HBOS, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Northern Rock czy Merrill Lynch¹¹. Skala i tempo rozlewania się kryzysu spowodowały, iż niedługo po wybuchu kryzysu został on ogłoszony globalnym kryzysem finansowym.

⁹ Por. np. B. Eichengreen: *Origins and Responses to the Crisis*. University of California, Berkeley, October 2008, s. 1; M.D. Bordo: *An Historical Perspective on the Crisis of 2007–2008*. NBER Working Paper No. 14569, National Bureau Of Economic Research, Cambridge 2008, s. 3.

¹⁰ Ch. Noyer: *A review of financial crisis*. Speech by Mr Christian Noyer, Governor of the Bank of France, at the Hearing before the Finance Commission of the Assemblée nationale, Paris, 7 October 2008 (updated 15 October 2008) at Paris-Europlace. „BIS Review” 129/2008, s. 1.

¹¹ Przykłady innych instytucji szczególnie dotkniętych zawirowaniami w: W. Nawrot: *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 37–38.

Podsumowanie

Podsumowując, kryzys rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych od pojawienia się zaburzeń na rynku kredytów hipotecznych o obniżonej jakości na początku 2007 roku, jakie wystąpiły po serii podwyżek stóp procentowych w latach 2004–2006. Po niemal dwuletnim okresie obowiązywania niskich stóp procentowych, podwyżki te spowodowały problemy z terminową obsługą zadłużenia, głównie na rynku kredytów subprime.

Problemy banków udzielających kredytów subprime rozprzestrzeniły się na inne instytucje oraz cały świat poprzez mechanizm sekurytyzacji wykorzystywany do pozbycia się ryzyka kredytowego przez banki. W ostatnim czasie możemy obserwować rozlanie się kryzysu na sferę realną poprzez załamanie na rynku kredytów, prowadzące do spadku cen nieruchomości oraz spowolnienia lub wręcz recesji wielu gospodarek świata. I choć obecnie jesteśmy w środku kryzysu i ciężko jest przewidzieć dokładnie skalę jego negatywnych skutków, to wiadomo już, że jest to jeden z najpoważniejszych kryzysów w historii gospodarczej świata.

THE ORIGIN OF SUBPRIME CREDIT MARKET CRISIS**Summary**

The main aim of the article is to present the origin of the subprime mortgages crisis, which is considered as a most serious and severe crisis since Great Depression. The crisis broke out on the subprime mortgage market in the United States in the 2007/2008 rapidly deteriorating banks financial situation and since that time has managed to spill over, affecting the whole economy and resulting in global recession. The most important causes of subprime mortgages crisis outbreak were as follows: rapid deterioration in mortgage market, especially subprime, resulting from rising policy interest rates after prolong period of its low level, lax oversight, relaxation of normal standards of prudent lending and last but not least, securitization which enabled to spread it across the world via financial derivatives.