

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

KRYZYS *SUBPRIME* NA TLE INNYCH WSPÓŁCZESNYCH KRYZYSÓW BANKOWYCH

Streszczenie: Artykuł jest poświęcony analizie kryzysu *subprime*, ze szczególnym uwzględnieniem faz kryzysu i jego głównych źródeł. Dokonano porównania przyczyn kryzysu *subprime* z przyczynami innych współczesnych kryzysów bankowych. Jak konkluduje autorka, zasadnicze przyczyny były takie same: brak odpowiedniej oceny zdolności kredytowej klientów, luki w regulacjach ostrożnościowych i tych z zakresu rachunkowości, a także sposób sprawowania nadzoru (szczególnie nad bankami inwestycyjnymi, cechującymi się wysoką dźwignią). Ponadto agencje ratingowe nieprawidłowo oceniały ryzyko CDO (*collateralized debt obligations*). Innowacje finansowe przyczyniły się do zaistnienia efektu zarażania, który okazał się bardzo silny na globalnym rynku finansowym.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, *subprime*, sekurytyzacja, agencje ratingowe

1. Wstęp

Dla wielu uczestników rynku pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych było wydarzeniem oczekiwanym, ponieważ wzrost cen nieruchomości nie jest dany na zawsze. Doświadczenia zarówno rynku amerykańskiego, jak i innych rynków wskazują na procykliczność cen na rynku nieruchomości oraz procykliczność działalności kredytowej [10; 12]. Z drugiej strony jednak, wielu uczestników rynku z nadmiernym optymizmem spoglądało na możliwość wzrostu cen nieruchomości i zakładało, przy ocenie zdolności kredytowej klienta, a także przy konstrukcji derywatów kredytowych i instrumentów syntetycznych, iż ceny nieruchomości będą ciągle rosły, a w związku z tym nie wystąpi problem z odzyskiwaniem udzielonych kredytów. Założenie to okazało się nietrafne, a negatywne konsekwencje nadmiernego optymizmu zarówno dla rynku amerykańskiego, jak i gospodarki światowej są silnie odczuwane.

Kryzys ten podważył także zasadność stwierdzenia, że elastyczne i silne rynki dystrybuują ryzyko do tych podmiotów, które są w stanie je podjąć i zaabsorbować straty wynikające z niekorzystnych zdarzeń [5, s. 4]. Największe globalne instytucje finansowe, które stosowały zaawansowane rozwiązania w zakresie pomiaru ryzy-

ka oraz innowacyjne techniki jego redukcji, poważnie ucierpiały na tym kryzysie i w większości przypadków nie były w stanie same udźwignąć ciężaru strat.

Warto zastanowić się nad podobieństwami i odmiennościami kryzysu *subprime* (w dotychczasowym jego stadium, tj. do końca grudnia 2008 r.) w porównaniu z innymi współczesnymi kryzysami bankowymi. Rozważaniom będzie towarzyszyła hipoteza, że podstawowe przyczyny kryzysu *subprime* są zbliżone do przyczyn wielu współczesnych kryzysów bankowych. Dzięki nowoczesnym instrumentom finansowym doszło do zwiększenia skali problemów i przesunięcia części konsekwencji na innych uczestników rynku. Wprawdzie polski system bankowy nie ucierpiał bezpośrednio na skutek kryzysu *subprime*, ale dekoniunktura na giełdzie, zbyt liberalna polityka kredytowa, a także opcje sprzedawane przedsiębiorstwom przyczyniły się do osłabienia kondycji banków działających w Polsce.

Artykuł składa się z dwóch zasadniczych części, w których przedstawiono przebieg kryzysu *subprime* oraz jego przyczyny na tle innych współczesnych kryzysów bankowych. Z racji tego, że kryzys *subprime* trwa, niniejszy artykuł nie jest jego pełną analizą, która będzie możliwa dopiero po zdiagnozowaniu wszystkich problemów bądź po jego zakończeniu.

2. Przebieg kryzysu *subprime*

Na fali kryzysu *subprime* coraz częściej powracają do rozważań teorie H. Minsky'ego. Na uwagę zasługuje w analizowanym kontekście hipoteza niestabilności finansowej (*financial instability hypothesis* [16, s. 6-7]). W tejże hipotezie, w przeciwieństwie do innych podejść prezentowanych w teorii ekonomii, bankowość traktuje się jako działalność zasadniczo nastawioną na osiągnięcie zysku, co jest możliwe dzięki wprowadzaniu innowacji. H. Minsky wyróżnił trzy formy finansowania (*income-debt relations*): finansowanie zabezpieczone (*hedge financing*), finansowanie spekulacyjne (*speculative financing*) oraz finansowanie niezabezpieczone, nazywane od twórcy pierwszej piramidy finansowej finansowaniem Ponzi. Finansowanie zabezpieczone pozwala pożyczkobiorcy (bądź kredytobiorcy) spłacać zadłużenie z uzyskiwanych *cash flow*. W przypadku finansowania spekulacyjnego, *cash flow* nie jest wystarczający do spłaty całości zadłużenia, ale kredytobiorcy mogą skorzystać z nowej emisji długu czy rolowania kredytu. Kredytobiorcy spekulacyjni wykazują zyski, które podkreślają zdolność do spłaty zobowiązań. Kredytobiorcy Ponzi nie osiągają *cash flow* pozwalających spłacić zadłużenie, a nawet odsetki. Spłata jest możliwa w przypadku sprzedaży aktywów lub zaciągnięcia nowego zobowiązania, przy zazwyczaj wyższym oprocentowaniu. Te trzy formy finansowania posłużyły H. Minsky'emu do wyjaśnienia stabilności i niestabilności gospodarki. Kiedy przeważa finansowanie zabezpieczone, gospodarka może znajdować się w stanie równowagi. W przeciwnym razie dochodzi do zaburzenia równowagi. Ponadto, po dłuższym okresie dobrej koniunktury odchodzi się od finansowania zabezpieczonego, co wywołuje niestabilność.

Hipoteza niestabilności finansowej H. Minsky'ego dobrze wyjaśnia kryzys *subprime*, do którego doprowadziło finansowanie Ponzi. Innowacje wśród instrumentów finansowych [18], oparte na wyliczeniach statystycznych, umożliwiały przez dłuższy czas transferowanie ryzyka kredytowego poza banki i osiąganie wysokich zysków na skutek agresywnego podejmowania ryzyka. Jako główne przyczyny kryzysu *subprime* można podać [8, s. 8]:

- obniżenie wymagań wobec kredytobiorców w związku z dynamicznym rozwojem akcji kredytowej;
- znaczny, głównie spekulacyjny, wzrost cen nieruchomości; kredytodawcy grali na wyższą cenę na rynku nieruchomości, sądząc, że kredytobiorcy nawet w przypadku niewypłacalności będą mogli dokonać sprzedaży zabezpieczenia i spłacić zaciągnięty kredyt;
- wzrastające zainteresowanie banków sprzedażą wierzytelności oraz sekurytyzacją, czego efektem było łagodzenie polityki kredytowej; w regionach, gdzie te praktyki były bardziej popularne, procentowo kredytów zagrożonych było więcej;
- złagodzenie warunków polityki monetarnej i utrzymywanie przez długi czas niskich stóp procentowych.

Sama koncepcja kredytów *subprime* miała umożliwić niezamożnym Amerykanom nabywanie domów, co politycznie było atrakcyjną propozycją. Kredyty te były skierowane do osób o złej historii kredytowej bądź nieposiadających odpowiednich dochodów. Z czasem ukuto na nie określenie NINJA (*no income, no job, no assets*). Kredytów *subprime* zaczęto udzielać w połowie lat 90. XX w. Ich wartość wzrosła od zera w 1993 r. do 625 mld USD nowo udzielonych kredytów w 2005 r., co stanowiło ok. 20% ogółu kredytów hipotecznych udzielonych w tymże roku. Kredyty te były głównie udzielane mniejszościom narodowym, a także gospodarstwom domowym o niskich dochodach [11, s. 106].

E.M. Gramlich porównał rynek *subprime* do Dzikiego Zachodu, ponieważ około połowa tych kredytów została udzielona przez podmioty pozostające poza sferą nadzoru federalnego, w dużej mierze niezależnych brokerów kredytów na finansowanie nieruchomości (*independent mortgage brokers*). Około 20% kredytów *subprime* było udzielanych przez banki i instytucje oszczędnościowe (*thrifts*), a kolejne 30% – przez spółki powiązane z tymi instytucjami bądź spółkami holdingowymi [11, s. 107, 109]. Dopóki ceny nieruchomości rosły, a kredytobiorcy płacili często początkowo niższe odsetki (dzięki zapisom w umowie), przypadki niespłacania kredytów były stosunkowo rzadkie. Jednak stopniowo sytuacja na rynku nieruchomości i przy ich finansowaniu pogarszała się. Już w maju 2006 r. upadła pierwsza firma brokerska Merit Financial Inc., a w sierpniu 2006 r. wzrosły stopy niewypłacalności dla kredytów *subprime* [7, s. 1]. Od początku 2007 r. zaczęły się pojawiać upadłości¹ kolejnych instytucji brokerskich, wśród których najgłośniej komentowany był upadek New Century Financial drugiego największego gracza na rynku *subprime*. Ze

¹ Określenie „upadłość” jest uproszczeniem. Najczęściej podejmowanym działaniem było skorzystanie z Chapter 11, zapewniającego ochronę przed wierzycielami.

względem na znaczącą rolę rynku amerykańskiego na rynku globalnym, występujące tam kłopoty zaczęły się stopniowo przenosić na inne kraje, wywołując efekt zarażenia. W czerwcu 2007 r. Bear Stearns ogłosił, że zawiesza możliwość wycofywania się z funduszu hedgingowego inwestującego na rynku *subprime*, ze względu na kłopoty z płynnością, z końcem lipca zaś ogłoszono upadłość tych funduszy. W czerwcu przedstawiciel Komisji Papierów Wartościowych (SEC) tłumaczył Kongresowi USA praktyki związane z CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Od lipca 2007 r. instytucje finansowe zaczęły stopniowo ujawniać problemy związane z posiadanymi CDO, powiązanych z rynkiem *subprime*. Jedną z pierwszych instytucji był szwajcarski UBS. Spirala problemów zaczęła się nakręcać i kolejne instytucje deklarowały znaczące spadki zysków (m.in. Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bear Stearns, Citigroup, Merrill Lynch, Bank of America, Barclays, HSBC) bądź poważne problemy finansowe (m.in. IKB Deutsche Industrie Bank, Northern Rock). W marcu 2008 r. – na skutek ewidentnych problemów finansowych – Bear Stearns utracił dostęp do krótkoterminowego finansowania. W tym samym miesiącu JP Morgan Chase zadeklarował przejęcie Bear Stearns, co zostało sfinalizowane w maju 2008 r.

W ocenie autorki, pierwsza fala kryzysu *subprime* trwała do sierpnia 2008 r., kiedy to niektórzy uczestnicy rynku myśleli, iż najgorsze już nastąpiło. Pod koniec sierpnia 2008 r. serwis informacyjny Bloomberg przedstawił zestawienie strat kredytowych poniesionych przez instytucje finansowe, wraz z informacją o wysokości pozyskanego kapitału. Łącznie instytucje odpisały do tego czasu 506,1 mld USD, a pozyskały w postaci kapitału 352,9 mld USD, czyli ok. 70% wykazanych strat kredytowych (tab. 1). Część środków instytucje te pozyskały od rządowych funduszy inwestycyjnych (*Sovereign Wealth Funds*, SWF), w tym 5 instytucji (Citigroup, Barclays, Merrill Lynch, Morgan Stanley i UBS) pozyskało z tego źródła 43,53 mld USD [15]. Banki pozyskiwały różnicowane w relacji do strat kredytowych wartości kapitałów własnych – od 25,71% (Credit Suisse) po 204,40% (Barclays), czego nie można tłumaczyć różnicowanymi oczekiwaniami co do wysokości strat w kolejnych okresach.

Na tym etapie kryzysu należało się zastanawiać, co będzie, jeżeli straty instytucji finansowych okażą się jeszcze wyższe niż wykazane w tab. 1. Każda dodatkowa strata wymagałaby pozyskania nowego kapitału, aby móc kontynuować działalność. SWF straciły jednak na dokonanych inwestycjach sporo (licząc od daty dokonania inwestycji do sierpnia 2008 r.). Według wyliczeń J. Mauldina – od 21,0% (na zaangażowaniu w Morgan Stanley) do 55,5% (na zaangażowaniu w Barclays). A zatem w przypadku kolejnej fali strat trudno byłoby znaleźć inwestora, chcącego wnieść nowy kapitał.

Druga faza kryzysu zaczęła się we wrześniu 2008 r. i trwa do dzisiaj. Miesiąc ten okazał się obfity w wydarzenia, m.in.:

- rząd amerykański przejął kontrolę nad agencjami sponsorowanymi (*Government Sponsored Entities* – GSE), Federal National Mortgage Association (Fannie Mac) i Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac),

Tabela 1. Wysokość strat kredytowych i wartość pozyskanego kapitału przez instytucje finansowe do połowy 2008 roku

Nazwa instytucji*	Wysokość strat kredytowych	Wartość pozyskanego kapitału	Relacja wartości pozyskanego kapitału do strat kredytowych (%)
Citigroup	55,1	49,1	89,11
Merrill Lynch	51,8	29,9	57,72
UBS	44,2	28,3	64,03
HSBC	27,4	3,9	14,23
Wachovia	22,5	11,0	48,89
Bank of America	21,2	20,7	97,64
IKB Deutsche	15,3	12,6	82,35
Royal Bank of Scotland	14,9	24,3	163,09
Washington Mutual	14,8	12,1	81,76
Morgan Stanley	14,4	5,6	38,89
JP Morgan Chase	14,3	7,9	55,24
Deutsche Bank	10,8	3,2	29,63
Credit Suisse	10,5	2,7	25,71
Wells Fargo	10,0	4,1	41,00
Barclays	9,1	18,6	204,40
Lehman Brothers	8,2	13,9	169,51
Credit Agricole	8,0	8,9	111,25
Fortis	7,4	7,2	97,30
HBOS	7,1	7,6	107,04
Société Générale	6,8	9,8	144,12
Bayerische Landesbank	6,4	–	–
Canadian Imperial	6,3	2,8	44,44
Mizuho Financial Group	5,9	–	–
ING Group	5,8	4,8	82,76
National City	5,4	8,9	164,81
Lloyds TSB	5,0	4,9	98,00
...
Łącznie:	506,1	352,9	69,73

* Wyszczególniono te instytucje, w których wysokość strat była nie niższa niż 5 mld USD.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [3].

- upadł Lehman Brothers, zarazając wiele europejskich instytucji finansowych, oraz upadł Washington Mutual (sprzedany JP Morgan Chase),

- Merrill Lynch został przejęty przez Bank of America,
- ewidentne stały się problemy grupy AIG, która zabezpieczała toksyczne instrumenty za pomocą CDS.

Za istotne wydarzenie należy także uznać przekształcenie się we wrześniu 2008 r. dwóch niezależnych banków inwestycyjnych – Goldman Sachs i Morgan Stanley – w bankowe holdingi, które podlegają nadzorowi Rezerwy Federalnej. Decyzja ta zakończyła funkcjonowanie programu CSE (*Consolidated Supervised Entities*), który został wprowadzony w życie przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych (SEC) w 2004 r. Program ten miał na celu objęcie skonsolidowanym nadzorem niezależnych banków inwestycyjnych oraz spółek z nimi powiązanych. Jednak w ramach tego programu przyjęto zbyt liberalne zasady w zakresie oceny płynności i wypłacalności banków inwestycyjnych, o czym będzie mowa w kolejnej części artykułu.

W grudniu 2008 r. wyszły dodatkowo na jaw oszustwa Bernarda Madoffa, który zbudował piramidę finansową, przez którą inwestorzy (w tym renomowane banki) stracili ok. 50 mld USD.

Także w Europie nasilały się skutki kryzysu, czego jednym z przykładów może być objęcie gwarancjami rządowymi 6 największych banków irlandzkich czy też ogółu depozytów bankowych i operacji na rynku międzybankowym przez rząd Danii. W październiku 2008 r. wyszły na jaw problemy Islandii i jej systemu bankowego. Ostatni kwartał 2008 r. obfitował w liczne wydarzenia, wymagające w większości przypadków interwencji władzy publicznej (m.in. we Francji, w Belgii, Holandii, Hiszpanii, na Węgrzech, w Rosji, na Łotwie).

Druga faza kryzysu trwa nadal i trudno prognozować, kiedy się skończy. Być może ogłoszenie wyników finansowych za 2008 r. (po audytach) będzie momentem przełomowym, o ile zarówno instytucje finansowe, jak i audytorzy w pełni rzetelnie ocenią kondycję finansową. Gdyby wyniki finansowe nie ujawniły nowych, znaczących strat, sektor finansowy może wejść w fazę III kryzysu – leczenia ran.

Powyższa charakterystyka przebiegu kryzysu nie jest pełna, lecz koncentruje się na najważniejszych, wyselekcjonowanych wydarzeniach. Przedstawienie pełnej chronologii wydarzeń wymagałoby przygotowania nie artykułu, lecz dosyć obszernej monografii. Pomimo tak selektywnego podejścia warto jeszcze wskazać dwie kwestie, a mianowicie rolę banków centralnych oraz władz publicznych (rządów). Wybuch kryzysu *subprime* doprowadził do erozji zaufania na rynku międzybankowym, a także do rzeczywistych problemów z płynnością. Banki centralne odgrywały bardzo aktywną rolę w dostarczaniu płynności na rynek w czasie kryzysu. Władze publiczne zaś interweniowały (wnosząc kapitał – nacjonalizacja – bądź udzielając pełnych gwarancji depozytom), gdy inwestorzy prywatni nie mogli już pomóc instytucjom finansowym o znaczącej roli w gospodarce danego kraju czy kilku krajów (przykład grupy Fortis). Konsekwencje dla rynku globalnego były i są bardzo poważne. Przede wszystkim kryzys *subprime* wywołał znaczny niedobór płynności na rynkach finansowych ze względu na utratę zaufania pomiędzy instytucjami, a przede

wszystkim brak możliwości oceny, które z tych instytucji ponoszą faktycznie ryzyko związane z kredytami *subprime*.

3. Przyczyny kryzysu *subprime* na tle innych współczesnych kryzysów bankowych

Analiza przyczyn kryzysu zostanie dokonana w dwóch aspektach. Po pierwsze, od strony prowadzonej przez banki amerykańskie polityki kredytowej i wykorzystywania istniejących luk w regulacjach, a po drugie – od strony mechanizmów, które umożliwiły „przeniesienie” złych kredytów z amerykańskich banków na rynki globalne.

Jak kiedyś ujął to jeden z hiszpańskich ekspertów bankowych, Aristobulo de Juan, „dobrzy bankierzy stali się złymi bankierami” [13] i to *de facto* można uznać za zasadnicze źródło kryzysu. Bankowcom amerykańskim przydarzyło się to nie pierwszy raz. Podobnie było w przypadku kryzysu przełomu lat 80. i 90. XX w. [14, s. 274-275]. Bankowcy nie oceniali zdolności kredytowej, biorąc pod uwagę *cash flow* generowany przez potencjalnego kredytobiorcę, lecz koncentrowali się na wartości zabezpieczenia (finansowanie Ponzi). Ponadto przez pewien okres na początku trwania umowy kredytowej kredytobiorcy płacili (pozornie) niskie odsetki, co dodatkowo tuszowało brak ich zdolności do regulowania zobowiązań. Różnica pomiędzy faktyczną wysokością obciążenia odsetkowego a spłaconą częścią odsetek powiększała wysokość zadłużenia. Podobne błędy popełniali bankowcy m.in. hiszpańscy, skandynawscy, japońscy. Takie podejście musiało wynikać z przyjmowanej przez organy banków polityki kredytowej, a nie było samowolą pracowników banków. Zarządzający bankami wykazywali swoistą pazerność na wysokość zysku, decydując się na podjęcie wysokiego ryzyka. Kilka lat temu zaproponowano hipotezę pamięci instytucji (*institutional memory*) mówiącą, iż wraz z upływem czasu od ostatniego załamania inspektorzy kredytowi oceniający kredytobiorców tracą zdolność do odróżniania kredytobiorców dobrych od złych [1, s. 5]. Można przyjąć, że bankowcy amerykańscy zapomnieli o przykrych doświadczeniach z lat 80. XX w., kiedy to także załamał się rynek nieruchomości, a wiele banków było ratowanych z wykorzystaniem pomocy federalnej. Odejście od podstawowych zasad oceny zdolności kredytowej było poważnym błędem, który był kamuflowany dzięki zastosowaniu nowoczesnych instrumentów finansowych.

Znamienną rolę odegrali także pośrednicy (brokerzy) kredytowi, którzy mieli bezpośredni kontakt z klientem i pomagali mu w uzyskaniu kredytu, kierując swoje zainteresowanie głównie na wysokość prowizji, jaką mogli uzyskać. Było to niewątpliwie ogniwo w procesie kredytowania, które ułatwiało zwiększenie sprzedaży kredytów, chociaż utrudniało rzetelną ocenę sytuacji klienta.

Agresywna polityka kredytowa może być potraktowana jako poważny błąd w zarządzaniu. Błędy takie bardzo często prowadziły zarówno do niewypłacalności pojedynczych instytucji, jak i do kryzysów bankowych. Dodatkowym błędem

w zarządzaniu był sposób wynagradzania kadry banków, a także brokerów kredytowych. Banki inwestycyjne wypłacały około połowy swoich przychodów w postaci wynagrodzeń i premii dla kadry [9, s. 11]. Przekraczało to znacznie opłaty pobierane przez fundusze hedgingowe czy też *private equity*. Uwagę opinii publicznej przykuwały także wynagrodzenia osób zarządzających, sięgające milionów dolarów bądź euro. Krytyce poddano również sposób wynagradzania brokerów kredytowych. Wypłata prowizji czy też bonusu w krótkim terminie od zawarcia transakcji wywołuje swoistą pogoń za zyskiem, bez głębszego przemyślenia kwestii ryzyka i jego konsekwencji. Debata na ten temat toczy się także z udziałem przywódców światowych potęg gospodarczych i nie została zakończona. Można jednak wskazać – jako drogę naprawy sytuacji – że wypłata prowizji i bonusów powinna być rozłożona w czasie i uwzględniać co najmniej średnioterminową perspektywę efektów zawartych transakcji. Stworzyłoby to bodziec do konsekwentnej analizy podejmowanego ryzyka.

Jako kolejne źródło kryzysu wskazuje się sekurytyzację, która zaczęła być stosowana w Stanach Zjednoczonych w latach 70. XX w. Jej dynamiczny rozwój był możliwy dzięki gwarancjom udzielanym inwestorom przez Fannie Mae i Freddie Mac. Te rządowe agencje określiły oczekiwania względem skupowanych i sekurytyzowanych wierzytelności [5, s. 10].

Techniki sekurytyzacji pozwoliły bankom na wyprowadzenie kredytów *subprime* z własnych bilansów, co zapewniło im dostęp do płynności, dzięki pozbyciu się portfela kredytowego, a tym samym dało możliwość udzielania nowych kredytów, w tym kredytów o podwyższonym ryzyku. Aby można było wyprowadzić ryzyko z bilansu, potrzebne było stwierdzenie „prawdziwej sprzedaży” (*true sale*), co chętnie deklarowały agencje ratingowe, *de facto* nie sprawdzając tego w pełni i nie ponosząc za to odpowiedzialności [5, s. 19]. Warto dodać, że w latach 2000-2005 udział kredytów zabezpieczonych hipoteką i sekurytyzowanych w portfelu należności zagrożonych zwiększył się z 35 do 60% [4, s. 78]. Wadą stosowania sekurytyzacji było osłabienie zdolności pośredników finansowych do monitorowania zachowania kredytobiorcy. Z racji tego, że kredyty były wyprowadzane z bilansu banków, w mniejszym zakresie monitorowały one sytuację klientów, co ułatwiało pogorszenie jakości tych kredytów [2, s. 38-39]. Technikę sekurytyzacji można porównać do maszyny produkującej kredyty *subprime* w oparciu o ten sam zasób kapitałów własnych, które służą do pokrywania strat. Dzięki odpowiedniemu „upiększeniu” i „opakowaniu” ryzykowne kredyty były przekształcane w zabezpieczone papiery wartościowe, które sprzedawane były jako bezpieczne instrumenty z wysokim ratingiem. Według Caprio i In. [5, s. 11] techniki sekurytyzacji nie przyczyniłyby się do degradacji jakości kredytów, gdyby jakość kredytów była odpowiednio oceniana i wyceniana przez wszystkie podmioty biorące udział w procesie sekurytyzacji. Stosując techniki sekurytyzacji, banki wykorzystywały luki w regulacjach nadzorczych i dążyły do obniżenia wymogów kapitałowych. Główną luką było to, że wyprowadzenie portfela kredytowego do funduszy sekurytyzacyjnych pozwalało obniżyć efektywną wagę ryzyka wykorzystywaną do wyliczania współczynnika wypłacalności dzięki temu,

że linie kredytowe otwarte na rzecz funduszy sekurytyzacyjnych miały niższą wagę ryzyka niż kredyty [5, s. 13-14].

Niskie ryzyko CDO dało się umotywić dzięki modelom ekonometrycznym, które wskazywały na niskie prawdopodobieństwo braku spłaty, ponieważ poczynione założenia były nadmiernie optymistyczne, głównie oparte na życzeniu, że ceny nieruchomości będą rosły nadal. Dodatkowo instytucja kupująca CDO mogła nabyć *Credit Default Swap* (CDS) w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem kredytowym. Podmiotami, z którymi zawierano tego typu transakcje, były m.in. zakłady ubezpieczeń, które chętnie podejmowały ryzyko kredytowe, gdyż oceniały prawdopodobieństwo wystąpienia niewypłacalności jako niskie (dzięki stosowanym modelom). Doświadczenia kryzysu *subprime* powinny nauczyć uczestników rynku potrzeby zachowywania większego dystansu wobec wyników wskazań modeli, a przede wszystkim uwzględniania w coraz większym stopniu samego ryzyka modelu (efekt „błędnego koła”). Wskazania uzyskane na podstawie modelu powinny być poddawane dogłębnej ocenie eksperckiej, łącznie z uwzględnieniem scenariuszy pesymistycznych.

Ważną rolę w procesie przenoszenia (bądź przerzucania) ryzyka na nabywców instrumentów, a także w kamuflowaniu problemów związanych z ryzykiem kredytowym odegrały agencje ratingowe. Nie pierwszy raz okazały się one zawodnym ogniwem w procesie oceny ryzyka, nie wskazując z wyprzedzeniem na mogące wystąpić problemy finansowe. Wcześniej najpoważniejszym niedopatrzaniem agencji ratingowych był brak wyprzedzającej reakcji na kryzys w Azji Południowo-Wschodniej. W odniesieniu do CDO nadawały teoretycznie najlepszym transzom (*senior*) rating AAA, zaś transzom *mezzanine* nie niższy niż BB. Ostatni typ transzy (*equity*) nie był poddawany procedurze ratingowej. Ze spłacanych kredytów w pierwszej kolejności zaspokajani byli posiadacze transzy *senior*, następnie *mezzanine*, a na końcu – *equity*. Dopóki rosły ceny nieruchomości, nie notowano poważnych problemów z CDO. Inwestorzy, nabywając instrumenty finansowe z ratingiem AAA, wierzyli, że kupują bardzo bezpieczne aktywa. Według Caprio i in. błędem było to, że agencje ratingowe zastosowały takie same oceny ratingowe dla produktów CDO, jak i do oceny wypłacalności instytucji czy emisji obligacji. Ratingi takie odnoszą się do kondycji firmy na tle cyklu koniunkturalnego (*through-the-cycle*). Czym innym jest kondycja firmy, a czym innym kondycja połączonych w jedną pulę różnych ekspozycji kredytowych. Ponadto ratingi powinny uwzględniać (a nie uwzględniały) margines błędu związany ze skomplikowanym procesem sekurytyzacji, doborem próby do badania jakości kredytów, ryzykiem prawnym i związanym z dokumentowaniem sekurytyzacji [5, s. 17-18]. Zaufanie zarówno do samych CDO, jak i do ocen agencji ratingowych zostało poważnie podważone. Agencje ratingowe wykazały się niezrozumieniem konstrukcji i brakiem zdolności oceny ryzyka instrumentów finansowych bądź też brakiem poszanowania zasad etyki i odpowiedzialności. To zazwyczaj instytucja zamawiająca płaci za wydanie ratingu (ratingi zlecone). Może to rodzić podejrzenia, że uzależnienie wydawania ocen ratingowych od gratyfikacji finansowej nakłania

agencję ratingową do upiększania sytuacji. Ponadto warto zauważyć, że w latach 2005-2006 aż 80% przyrostu zysku agencji Moody's pochodziło z opłat za nadawanie ratingów CDO [19, s. 13]. W wielu przypadkach agencje ratingowe doradzały przy konstrukcji CDO, co wywoływało niewątpliwie konflikt interesów. Stąd też zarówno w USA, jak i w Unii Europejskiej pojawiły się propozycje, aby uregulować działalność agencji ratingowych [6; 20]. W czerwcu 2008 r. SEC zaproponował, aby [20, s. 16]:

- zabronić agencjom ratingowym wystawiania ratingu dla produktów strukturyzowanych, chyba że mają one odpowiednie informacje o aktywie zabezpieczającym (które pomogłyby ocenić jego ryzyko i zbudować model oceny);
- zabronić agencjom doradzania w konstruowaniu produktów, które oceniają, a także negocjowania wysokości opłaty za rating przez osoby go nadające (oczywisty konflikt interesów);
- wymagać od agencji ratingowych informacji o ratingach i ich zmianach, aby umożliwić ich porównywanie w czasie;
- agencje ratingowe były zobowiązane do publikowania 10-letnich statystyk dotyczących ratingów, co miałyby ułatwić porównywanie pomiędzy agencjami;
- agencje ratingowe musiały publikować raporty roczne dotyczące nadawanych ratingów, stosowna baza danych powinna być utrzymywana na stronie internetowej agencji;
- od agencji ratingowych wymagano także bardziej szczegółowych informacji na temat częstotliwości przeglądu ratingów, modeli wykorzystywanych do nadawania ocen, źródeł informacji do oceny produktów strukturyzowanych (w tym *due diligence* wykonywanej przez inne podmioty), a także posiadania dokumentacji dotyczącej decyzji wykraczających poza wskazania modeli.

W listopadzie 2008 r. regulatorzy unijni [6] przedstawili propozycje dotyczące agencji ratingowych, obejmujące przedstawione powyżej, a także bardziej szczegółowe kwestie. W projekcie rozporządzenia określono cztery ogólne cele, dzięki którym miałyby się poprawić wiarygodność ratingów. Są to:

- unikanie konfliktu interesów bądź przynajmniej odpowiednie zarządzanie takimi przypadkami;
- poprawa jakości metodyki stosowanej przez agencje ratingowe, w tym posiadanie odpowiedniej kadry analityków i zapewnienie ich rotacji względem ocenianych podmiotów;
- zwiększenie przejrzystości dzięki publikowaniu odpowiednich informacji;
- zapewnienie skutecznych ram rejestracji i nadzoru, ze względu na to, że ratingi są wykorzystywane przez wiele podmiotów w celu oceny ryzyka (m.in. w ramach NUK).

Wskazano także, że podmioty korzystające z ratingów nie powinny używać ich bezkrytycznie, lecz poddawać je własnej ocenie. Z perspektywy UE regulacja działalności agencji ratingowych ma szczególne znaczenie, najważniejsze z nich bowiem wywodzą się ze Stanów Zjednoczonych.

Sformułowane powyżej postulaty należy uznać za słuszne i wystarczające, przy czym najważniejszą kwestią będzie zapewnienie odpowiednich narzędzi kontroli i sprawdzania przestrzegania przez agencje ratingowe ustalonych reguł gry. Dużo uwagi poświęcono w propozycjach instrumentom strukturyzowanym, które były jedną z przyczyn obecnego kryzysu. Jednak branża finansowa stworzy zapewne za kilka lat nowe instrumenty, o cechach innowacyjnych, w przypadku których zarówno inwestorzy, jak i regulatorzy będą musieli się wykazać szybkością w identyfikacji i rozpoznaniu potencjalnych problemów, aby zapewnić aktualność regulacji i adekwatność praktyk nadzorczych.

W przypadku wielu współczesnych kryzysów bankowych istotną rolę odgrywały standardy rachunkowości związane z oceną jakości portfela kredytowego (np. w krajach skandynawskich, Azji Południowo-Wschodniej). Zasady te zmieniano po doświadczeniach kryzysowych. Były one najczęściej albo zbyt liberalne, albo mało precyzyjne. Zasady oceny jakości portfela kredytowego w wielu krajach opierają się obecnie na Międzynarodowym Standardzie Rachunkowości 39. Kryzys *subprime* udowodnił niewystarczalność zasad rachunkowości w stosowaniu technik sekurytyzacyjnych i konstruowaniu skomplikowanych instrumentów finansowych. Dzięki zastosowaniu sekurytyzacji ryzyko związane z kredytami *subprime* zniknęło ze sprawozdań banków (nawet skonsolidowanych), a nie było go widać (nawet w zdyswersyfikowanej postaci) w bilansach nabywców CDO. Kreatorzy tych instrumentów znaleźli lukę, która umożliwiła wyprowadzenie ryzyka poza sprawozdania finansowe instytucji podejmujących faktycznie ryzyko. Być może było ono wykazywane przez podmioty działające w centrach *off-shore*, ale to nabywca CDO był podmiotem, na który przetransferowano ryzyko. Jak stało się to możliwe? Przede wszystkim rating instrumentu wskazywał, że cechuje się on bardzo niskim lub niskim ryzykiem. Dodatkowym argumentem mogło być zabezpieczenie tego instrumentu przez np. zakład ubezpieczeń, który „przejmował” na siebie ryzyko kredytowe dzięki CDS. Gdyby więc agencje ratingowe rzetelnie oceniały ryzyko CDO, nabywcy odzwierciedlaliby je odpowiednio w swoich bilansach. Rodzi się jednak wątpliwość czy wtedy instrumenty te cieszyłyby się tak dużą popularnością.

Ponadto wnoszone są także zastrzeżenia pod adresem wyceny instrumentów według wartości godziwej i zakresu możliwości, jakie są dostępne do wyboru przy wycenie instrumentów. Wiele pozycji może być wycenianych dzięki zastosowaniu modeli (*mark-to-model*), zamiast za pomocą faktycznych cen transakcyjnych. Zarządzający bankiem mogą naciskać na tworzących modele wyceny, aby przygotowali je pod konkretne oczekiwania co do wysokości wyniku finansowego, co zaburza obraz sytuacji [5, s. 20-22].

Jak wspomniano, sporą część winy można przypisać agencjom ratingowym, ale nadzorcy rynków finansowych powinni stać na straży właściwego przedstawiania skali ryzyka instrumentów, będących przedmiotem obrotu na rynku. Innymi słowy – zabrakło przejrzystości na rynku instrumentów strukturyzowanych. W wielu przypadkach kryzysów bankowych jednym ze źródeł problemów był nieodpowiedni

nadzór nad sektorem bankowym (m.in. USA lata 80., Hiszpania, kraje skandynawskie). Także i w odniesieniu do kryzysu *subprime* można poczynić zarzuty pod adresem skuteczności nadzoru. Jednym z ważniejszych jest to, że banki inwestycyjne nie były regulowane i nadzorowane na podobnych zasadach jak banki depozytowo-kredytowe, a także nie zapewniono aktualności regulacji nadzorczych względem realiów rynkowych.

Jak zasygnalizowano w poprzedniej części artykułu, nadzór skonsolidowany nad bankami inwestycyjnymi sprawowała SEC w ramach wprowadzonego w 2004 r. programu CSE. Szczególnie niebezpieczne okazały się wprowadzone przez CSE zasady oceny wypłacalności, dzięki nim bowiem banki inwestycyjne mogły korzystać z bardzo wysokiej dźwigni. SEC dopuścił do stosowania alternatywną metodę wyznaczania kapitału (*alternative capital computation method*), dzięki której instytucje objęte tym typem nadzoru mogły stosować do celów wyznaczania adekwatności kapitałowej modele VaR. Dzięki temu wymogi kapitałowe obniżyły się istotnie (ok. 40%), co uwolniło kapitały banków inwestycyjnych i dało im możliwość podejmowania jeszcze większego ryzyka. Aby instytucja mogła korzystać z modeli VaR do celów nadzorczych, musiała poddać się dodatkowemu nadzorowi ze strony SEC i ujawniać jej dodatkowe informacje. Ponadto bardziej liberalnie potraktowano instrumenty finansowe, dla których nie było aktywnego rynku i nie wymagano pomniejszania o ich wartość kapitałów własnych instytucji [9, s. 13-16]. Wysoka dźwignia, a także bazowanie na krótkoterminowym finansowaniu były przyczynami lawinowo narastających kłopotów banków inwestycyjnych. Dla przykładu Lehman Brothers wykazywał w styczniu 2008 r. wartość wskaźnika aktywa do kapitału akcyjnego (*tangible common equity*) w wysokości 44 [9, s. 17], czyli zdecydowanie więcej niż większość funduszy hedgingowych (około 8-10).

Poza brakiem odpowiedniego nadzoru nad bankami inwestycyjnymi, jednym ze źródeł kryzysu był brak odpowiednich rozwiązań nadzorczych dla innowacyjnych instrumentów wykorzystywanych przez banki. Nadzór powinien dokładnie sprawdzać, gdzie jest odpowiedzialność za ryzyko kredytowe i na kogo mogą spaść straty związane z portfelem kredytowym. Gdyby cały proces był odpowiednio nadzorowany, wtedy bankom byłoby trudno rozmywać odpowiedzialność za podejmowane i transferowane dalej ryzyko kredytowe. Jeszcze raz potwierdziło się, że regulacje nadzorcze i stosowane przez nadzorców praktyki powinny być na bieżąco aktualizowane, aby można było zapobiec wykorzystywaniu luk w przepisach.

Zdziwienie może budzić także to, że dopiero w czerwcu 2008 r. SEC i System Rezerwy Federalnej finalizowały prace nad porozumieniem, które miałyby umożliwić obu instytucjom wymianę informacji dotyczącą nadzorowanych obszarów [17]. Ze względu na złożoność struktury nadzorczej porozumienia takie powinny być podpisane dużo wcześniej nie tylko między FED i SEC, ale także Federalną Korporacją ds. Ubezpieczeń Depozytów (FDIC) oraz Biurem Kontrolera Waluty (OCC).

Przeniesienie się problemów z sektora bankowego i inwestycyjnego na sektor ubezpieczeń, który w wielu dotychczasowych kryzysach nie odczuwał zbyt silnie ich konsekwencji, wynikało z zaangażowania się ubezpieczycieli w CDS, a także

z dekonstrukcją na giełdzie. Poza najbardziej spektakularnymi problemami grupy AIG, pogorszenie kondycji finansowej ubezpieczycieli wynikało ze spadku wartości portfela inwestycyjnego (m.in. Eureko, Swiss Re). Doszło więc do zarażenia między sektorami, które wynikało z posiadanych ekspozycji na ryzyko.

W skali globalnej także doszło do niespotykanego dotychczas efektu zarażania. W poprzednich kryzysach efekt zarażania dotyczył rynków wschodzących. Obecny dotknął w pierwszym rzędzie kraje wysoko rozwinięte, rynki wschodzące zaś ucierpiały w dalszej kolejności. Efekt taki był możliwy poprzez kanał ekspozycji – wiele instytucji na całym świecie posiadało CDO bądź też występowało w roli strony transakcji CDS. Okazało się, że globalizacja rynków finansowych, która przez wiele lat umożliwiała swobodne inwestowanie na różnych rynkach i w różne aktywa, nakreśla spiralę strat i utraty zaufania. Przyczyny jednak tkwią nie w samej globalizacji, lecz w ogólnoswiatowej pomyłce w ocenie ryzyka instrumentów finansowych. Skala problemów i ich zakres istotnie przytłaczają dotychczasowe koszty związane z restrukturyzacją sektorów bankowych po kryzysie, jednakże ostateczne koszty nie są jeszcze znane.

4. Podsumowanie

Idea udzielania kredytów *subprime* miała swoje silne oparcie w polityce zwiększania dostępności domów dla gospodarstw domowych. Ten prospołeczny cel był realizowany jednak nazbyt gorliwie przez amerykańskie instytucje finansowe, które zapomniały o najbardziej podstawowych zasadach związanych z oceną zdolności kredytowej. Błąd ten był już niejednokrotnie podstawową przyczyną kryzysów. Inne błędy także zostały powtórzone, choć w zmienionej postaci. Dotyczy to zarówno nieadekwatności regulacji nadzorczych i z zakresu rachunkowości oraz ocen agencji ratingowych, jak i nieskuteczności nadzoru. Tym samym kryzys *subprime* na tle innych współczesnych kryzysów bankowych wykazuje podobne źródła. Istotną różnicę stanowią skala problemów oraz globalny ich zasięg, wywołany korzystaniem w dużym zakresie z innowacyjnych instrumentów finansowych, które można porównać do ukrytej bomby z opóźnionym zapłonem.

Literatura

- [1] Berger A.N., Udell G.F., *The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour*, „BIS Working Papers”, January 2003, no. 125.
- [2] Boeri T., Guiso L., *The subprime crisis: Greenspan's legacy*, [w:] *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, red. A. Felton, C. Reinhart, Centre for Economic Policy Research, London, June 2008 (www.voxeu.org).
- [3] Bloomberg (<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aDmQ66OoJbfw>).
- [4] Calomiris C.W., *Not (yet) a Minsky moment*, [w:] *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, red. A. Felton, C. Reinhart, Centre for Economic Policy Research, London, June 2008 (www.voxeu.org).

- [5] Caprio G. jr., Demirguc-Kunt A., Kane E.J., *The 2007 meltdown in structured securitization. Searching for lessons, not scapegoats*, „Policy Research Working Paper” no. 4756, World Bank, October 2008.
- [6] Commission of the European Communities, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Brussels, 12.11.2008.
- [7] Cox J., *Financial Crisis Timeline*, The University of Iowa Center for International Finance and Development (<http://www.uiowa.edu/ifdebook/timeline/timeline1.shtml>).
- [8] Dell’Ariccia G., Igan D., Laeven L., *The relationship between the recent boom and the current delinquencies in subprime mortgages*, [w:] *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, red. A. Felton, C. Reinhart, Centre for Economic Policy Research, London, June 2008 (www.voxeu.org).
- [9] Einhorn D., *Private profits and socialized risk*, „GARP Risk Review”, June/July 2008.
- [10] Gerlach S., Peng W., *Bank Lending and Property Prices in Hong Kong*, Hong Kong Monetary Authority, January 2004.
- [11] Gramlich E.M., *Booms and busts: The case of subprime mortgages*, „Economic Review”, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter 2007.
- [12] Hofmann B., *The determinants of private sector credit in industrialised countries: do property prices matter?*, „BIS Working Paper” no. 108, December 2001.
- [13] Juan A. De, *From good bankers to bad bankers*, [w:] *Financial Sector Policy for Developing Countries – A Reader*, red. G. Caprio, P. Honohan, D. Vittas, World Bank, Washington DC 2002.
- [14] *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, PWE, Warszawa 2002.
- [15] Mauldin J., *Additional thoughts on the continuing crisis*, September 2008 (http://www.investor-sinsight.com/blogs/thoughts_from_the_frontline/archive/2008/09/05/additional-thoughts-on-the-continuing-crisis.aspx).
- [16] Minsky H.P., *The financial instability hypothesis*, „Working Paper” no. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992.
- [17] Sirri E., *Testimony concerning oversight of risk management at investment banks*, 19 June 2008 (<http://www.sec.gov/news/testimony/2008/ts061908ers.htm>).
- [18] Sławiński A., *Inżynieria finansowa a cykl koniunkturalny*, [w:] *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju bankowości*, red. L. Dziawgo, UMK, Toruń 2008.
- [19] Sławiński A., *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 8-9.
- [20] Whalen Ch., Mason J., *Reassessing ratings: What went wrong, and how can we fix the problem?*, „GARP Risk Review”, October/November 2008.

SUBPRIME CRISIS ON THE BACKGROUND OF OTHER CONTEMPORARY BANKING CRISES

Summary: The article focuses on the subprime crisis analysis with special attention paid to phases of the crisis and its main sources. Reasons of subprime crisis were compared to ones that caused other contemporary banking crises. As the author concludes, fundamental reasons were the same: lack of prudent assessment of creditworthiness of debtors, loopholes in prudential and accounting regulations and supervisory practices (especially high leverage for investment banks), as well as the failure of the rating agencies to assess the risk of CDOs (collateralized debt obligations) in a proper way. Financial innovations caused the contagion effect that was very strong in the global financial market.