

Kornelia Gierczyńska
Andrzej Wojciechowski

Konsekwencje kryzysu na rynku kredytów *subprime* dla polskiej gospodarki

Słowa kluczowe: *kryzys subprime, efekt zarażania, sekurytyzacja, globalizacja rynków finansowych*

Abstrakt: W marcu 2008 sytuację na rynku kredytów hipotecznych *subprime* w Stanach Zjednoczonych określono kryzysem. Upadek wielu firm sektora finansowego zaangażowanych w ryzykowne kredyty doprowadził do rozprzestrzenienia się kryzysu w gospodarce światowej. Celem tego artykułu jest pokazanie powodów powstania kryzysu oraz jego ewentualnego wpływu na stan polskiej gospodarki. Poprzez rozważenie przyczyn kryzysu w USA oraz kanałów jego rozprzestrzeniania oceniono ryzyko przeniesienia kryzysu do Polski oraz wskazano konsekwencje załamania dla rozwoju polskiej gospodarki.

Wprowadzenie

W marcu 2007 r. pogarszającą się sytuację panującą na rynku kredytów hipotecznych *subprime* w Stanach Zjednoczonych określono mianem kryzysu. Od czasu ogłoszenia bankructwa przez największą amerykańską firmę kredytową – New Century Financial Corporation – obserwowano kolejne upadki innych, mniejszych firm z branży kredytowej. Już po kilku miesiącach kryzys *subprime* rozprzestrzenił się na wiele instytucji sektora finansowego, doprowadzając do zainfekowania gospodarek europejskich. W wielu krajach koryguje się w dół prognozy wzrostu gospodarczego. Wirus amerykańskiej grypy, którego konsekwencją jest przyspieszenie inflacji, dotarł też do Polski. Tracą inwestorzy giełdowi, przyszli emeryci, będący członkami otwartych

funduszy emerytalnych oraz wszyscy konsumenci, przede wszystkim za sprawą coraz wyższych cen¹.

Celem tego artykułu jest pokazanie podłoża kryzysu na rynku kredytów *subprime* oraz jego możliwego oddziaływania na polską gospodarkę. W pierwszej części artykułu naświetlone są przyczyny i przebieg kryzysu opanowującego Stany Zjednoczone oraz jego skutki dla gospodarki tego kraju. W dalszej kolejności uwaga koncentruje się na kanałach rozprzestrzeniania się kryzysu oraz jego możliwych konsekwencjach dla Polski.

Przyczyny i przebieg kryzysu w Stanach Zjednoczonych

Na początku stulecia, po recesji w amerykańskiej gospodarce, szef rezerwy federalnej, Alan Greenspan, zdecydował o znacznym obniżeniu stóp procentowych, z 6,5% w połowie 2000 r. do 1% w czerwcu 2003 r.² Tak niski poziom stóp procentowych był bodźcem zachęcającym do zaciągania kredytów, nawet dla klientów bez stałych dochodów oraz pozytywnej historii kredytowej. Niedostatecznie precyzyjne regulacje i brak odpowiedniego nadzoru stanowiły dla instytucji kredytowych dodatkową zachętę do udzielania ryzykownych kredytów w zamian za wysokie oprocentowanie. Wysoki poziom dostępności kredytów był jednym z czynników przyczyniających się do wzrostu popytu na nieruchomości i podniesienia ich cen. Tak właśnie powstał rynek kredytów *subprime*, czyli kredytów hipotecznych o gorszej jakości.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy³ określa kredyt *subprime* jako udzielany kredytobiorcy, którego charakteryzuje przynajmniej jeden z poniższych warunków:

- zła historia kredytowa wynikająca z opóźnień w spłacie bądź niewypłacalności,
- słaby *scoring* kredytowy lub wysoki poziom wskaźnika *debt-to-income* DTI (powyżej 50%),
- brak bądź niepełna historia kredytowa.

Ponadto część ekonomistów do czynników podwyższonego ryzyka także zalicza wysoki wskaźnik *loan-to-value* (LTV powyżej 80%) oraz denominowanie kredytu w walucie obcej⁴.

¹ K. Piech, *Kto zapłaci za kryzys*, „Wprost” 32/2008, s. 55–57.

² M. Zaleska, A. Jurowski, *Przyczyny i skutki*, „Gazeta Bankowa” 14/2008, s. 16–17.

³ *Global Financial Stability Report*, IMF, Waszyngton 2007.

⁴ 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.

Wśród przyczyn wystąpienia kryzysu na rynku kredytów hipotecznych można wskazać wiele czynników. Do głównych czynników wystąpienia niewypłacalności kredytobiorców zalicza się m.in. niedostateczną ocenę zdolności płatniczej dłużników, dokonaną zarówno przez kredytodawcę, jak i samego dłużnika. Kredytodawcy nie koncentrowali uwagi na sytuacji finansowej kredytobiorcy, ale na zabezpieczeniu kredytu⁵. Poza tym nie uwzględniali możliwości tak dużej skali wzrostu oprocentowania dla kredytów ARM (*Adjustable Rate Mortgage*) przy jednoczesnym wzroście kosztów utrzymania dłużników.

Sytuacja uległa pogorszeniu po serii podwyżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną w celu zatrzymania wzrostu inflacji. Podwyżki pociągnęły za sobą wzrost wysokości rat i trudność w zaciągnięciu nowych pożyczek, szczególnie dla najbardziej zadłużonych gospodarstw domowych. W początkowych warunkach, mimo wzrostu stóp procentowych, dłużnicy wywiązywali się z zaciągniętych zobowiązań, jednak gdy wzrost wartości odsetek przestał być rekompensowany wzrostem wartości nieruchomości, sytuacja uległa zmianie. Kredytobiorcy z grupy *subprime* zaczęli mieć kłopoty ze spłacaniem kredytów, szczególnie jeśli zaciągnęli je w celach spekulacyjnych, gdyż tracili zdolność do finansowania nieruchomości, których ceny spadały z dnia na dzień⁶. Z kolei spadek wartości nieruchomości utrudnił lub wręcz uniemożliwił refinansowanie kredytów. To sprzężenie zwrotne doprowadziło do niestabilności ekonomicznej i powiększyło siłę kryzysu⁷.

Drogi rozprzestrzeniania się kryzysu w globalnej gospodarce

Globalizacja rynków finansowych ułatwia przenoszenie wstrząsów pomiędzy różnymi segmentami rynku i całymi gospodarkami. Taka sytuacja występuje również w przypadku amerykańskiego kryzysu kredytów *subprime*. Za jeden z głównych kanałów transmisji kryzysu z sektora kredytowego uważa się mechanizm sekurytyzacji kredytów hipotecznych.

Poprzez globalny rynek instrumentów pochodnych kryzys kredytowy dotknął nie tylko banki udzielające kredyty *subprime*, ale również fundusze inwestycyjne, instytucje ubezpieczeniowe, banki inwestycyjne, agencje ratingowe oraz inne podmioty pośrednio uczestniczące w procesie refinansowania *subprime*. Ponadto kryzys przekroczył granice Stanów Zjednoczonych i stał się w mniejszym lub większym stopniu dotkliwy dla rynków finansowych w wielu krajach.

⁵ R. Małysz, *Powtórka z USA?*, „Gazeta Bankowa” 14/2008, s. 18–21.

⁶ S. Ruman, *Groźny kryzys*, www.polskieradio.pl (16.10.2008).

⁷ R. Małysz, *op.cit.*, s. 18–21.

Banki udzielające kredytów powinny kierować się zasadą minimalizacji ryzyka kredytowego. Silna konkurencja na rynku kredytów hipotecznych zachęciła je do obniżenia wymogów odnośnie do zdolności kredytowej. Większe ryzyko niespłacenia długu przekłada się na wzrost ceny kredytu. Banki, wykorzystując mechanizm sekurytyzacji do pozbycia się części lub całości ryzyka kredytowego, transferują je do innych uczestników rynku. Proces sekurytyzacji polega na wyizolowaniu z bilansu banku zdywersyfikowanej puli aktywów wraz z generowanymi przez nie strumieniami gotówkowymi, które następnie zostają zabezpieczone dzięki technikom wewnętrznym lub zewnętrznym oraz prawnie usamodzielnione w tzw. spółce specjalnego przeznaczenia, która z kolei refinansuje zakupioną pulę aktywów poprzez emisję papierów wartościowych na rynkach finansowych. Ostatecznie odbiorcami ryzyka pozostają nabywcy instrumentów pochodnych.

Wraz z rozwojem sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym kolejne instytucje zaczęły ujawniać straty związane z kryzysem. Początkowo były to informacje bezpośrednio związane z kredytami *subprime*, jednak dość szybko okazało się, że problem kryzysu dotknie również instytucje związane z CDO (*Collateralized Debt Obligations*), MBS (*Mortgages Backed Securities*) i CDS (*Credit Default Swaps*). Dzięki wykorzystaniu tych instrumentów ryzyko związane z niewypłacalnością kredytobiorców zostało przeniesione na wiele różnych podmiotów. W Stanach Zjednoczonych był to powszechny sposób finansowania portfeli hipotecznych. Wzrost opóźnień w spłacie kredytów *subprime* spowodował lawinową przecenę tych instrumentów i odwrót inwestorów, co z kolei wywołało problemy z płynnością finansową wielu banków.

Sama sekurytyzacja jako instrument finansowy nie generuje jeszcze ryzyka. Dopiero wyselekcjonowanie do portfela inwestora zagrożonych wierzytelności powoduje zwiększenie jego poziomu. Największy problem związany z tymi transakcjami wynika z niedostatecznej wiedzy uczestników o ryzyku obciążającym nabywany instrument.

Poprzez zaangażowanie wielu podmiotów sektora finansowego w instrumenty powiązane z kredytami *subprime* straty zaczęły ujawniać instytucje spoza USA: Santander Consumer Finance, IKB Deutsche Industriebank, Credit Agricole, a także Barclays Bank, Royal Bank of Scotland, Societe Generale oraz Fortis, a nawet niemiecki bank państwowy HSH Nordbank.

Konsekwencje kryzysu dla polskiej gospodarki

Polski rynek kredytów hipotecznych jest w początkowej fazie rozwoju, co najlepiej obrazuje stosunek wielkości zadłużenia hipotecznego Polaków do PKB wynoszący jedynie 10%, podczas gdy średnia dla Unii Europejskiej

wynosi 50%, a dla Stanów Zjednoczonych 75% PKB⁸. Ponadto udział należności zagrożonych w należnościach ogółem zmniejszył się na koniec sierpnia 2008 r. do rekordowo niskiego poziomu 4,7% (3,8% dla gospodarstw domowych i 5,9% dla przedsiębiorstw)⁹.

Wskazuje się jednak, że część polskich instytucji finansowych zainwestowała w instrumenty związane z amerykańskim sektorem nieruchomości, aczkolwiek stopień zaangażowania w zagraniczne instrumenty sekurytyzacyjne jest nieznaczący. Lokaty te nie stanowiły istotnej części portfela polskich banków ze względu na liczne ograniczenia techniczno-regulacyjne, a także kompetencyjne. Toksyczne inwestycje dotyczą jedynie dwóch polskich banków, a ich wielkość nie przekracza 1% rocznych zysków netto¹⁰.

Problemy amerykańskich instytucji finansowych odbiły się szerokim echem na światowych rynkach kapitałowych. Wstrząsy w głównych centrach finansowych przenoszone są na inne parkiety¹¹. Skala korekt na polskiej giełdzie okresami była dotkliwa. Ponad dziesięcioprocentowe spadki indeksów giełdowych okazały się największymi od momentu jej powstania w 1991 r. Inwestorzy zachęteni wysokimi stopami zysków w czasie koniunktury wpłacali swoje oszczędności do funduszy. Gdy świat obiegły wieści o amerykańskim kryzysie, zagraniczni inwestorzy zaczęli wycofywać kapitał z Polski w celu ochrony inwestycji w krajach ojczystych. Masowe wypłaty natomiast stanowiły sygnał alarmujący dla polskich inwestorów, którzy również rozpoczęli wypłacanie swojego kapitału. Duża podaż i malejący popyt na jednostki uczestnictwa w funduszach spowodowały znaczny spadek ich cen. Jednak przyczyny tej sytuacji nie były czysto rynkowe, a kluczową rolę odegrały tutaj pobudki o podłożu psychologicznym, a mianowicie znany z literatury efekt stadny i podczepienie się pod koniunkturę.

Kryzys amerykański spowodował wzrost ceny pieniądza na rynku międzybankowym, co może doprowadzić do wzrostu stóp procentowych kredytów hipotecznych. Polska, jako kraj zaliczany do rynków wschodzących, może zostać zmuszona do ponoszenia wyższych kosztów pożyczania środków przez rząd i przedsiębiorstwa na międzynarodowym rynku finansowym. Należy spodziewać się zaostrzenia przez instytucje nadzorujące warunków udzielania kredytów. Banki, nie czekając na odgórne regulacje, wprowadzają bardziej restrykcyjną politykę. Coraz rzadziej występują na rynku oferty kredytowe, gdzie wskaźnik LTV przekracza 100%. Poza tym ogranicza się dostępność kredytów w walutach obcych, które dotąd charakteryzowały się wyższym poziomem LTV oraz niższą ratą miesięczną. Wzrost marż

⁸ L. Pawłowicz, *Kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych – lekcja dla Polski*, www.bankier.pl (15.10.2008).

⁹ Komisja Nadzoru Finansowego, www.knf.gov.pl (22.10.2008).

¹⁰ P. Wiśniewski, *Globalny kryzys finansowy. Wnioski dla Polski*, „Infos” 18/2008, s. 1–4.

¹¹ *Ibidem*, s. 3.

i baczniejsze kontrolowanie zdolności kredytowej przyczyniają się do podwyższenia cen kredytów hipotecznych, co nie pozostanie bez znaczenia dla krajowego rynku nieruchomości.

W pierwszej połowie 2008 r. deweloperzy oddali do użytku około 28 tys. mieszkań, przy czym sprzedano jedynie 13,5 tys. Tak kształtująca się sytuacja spowoduje upadek wielu małych deweloperów, którzy swoje biznesplany opierali na prognozach dynamicznego wzrostu cen nieruchomości. W konsekwencji można oczekiwać upadku wielu firm budowlanych. Słabnący złoty zwiększa koszty obsługi kredytów walutowych popularnych wśród gospodarstw domowych i przedsiębiorców. Trudno liczyć, że wzrost płac zrównoważy w pełni te koszty, tym bardziej że w 2008 r. wynagrodzenia rosły znacznie szybciej niż wydajność pracy¹². Ryzyko niespłacenia zaciągniętych kredytów staje się coraz większe. Ponadto utrzymujący się spadek cen nieruchomości oraz znaczne spadki na giełdzie powodują zmniejszenie zasobów majątkowych Polaków, co w konsekwencji negatywnie wpłynie na wielkość konsumpcji i znacznie przyczyni się do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego.

Tabela 1. Stopa wzrostu wolumenu PKB w Polsce w latach 2004–2008

	2004				2005				2006				2007				2008	
R/R	5,3				3,6				6,2				6,6				–	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
R/R	6,9	6,0	4,8	4,0	2,4	3,2	4,3	4,4	5,4	6,3	6,6	6,6	7,3	6,5	6,5	6,4	6,1	5,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, www.stat.gov.pl, lipiec 2008.

Kraje dotknięte kryzysem mogą zmniejszyć popyt na towary eksportowane przez Polskę, pogarszając sytuację eksporterów. Efekt łagodzi jednak deprecjacja złotego, która zwiększa konkurencyjność polskiego eksportu.

Przejściową konsekwencją zawirowań w światowej gospodarce może być ograniczenie roli giełdy w finansowaniu inwestycji. W Polsce giełda jako źródło finansowania inwestycji gospodarczych odgrywa i tak niewielką rolę. W latach 2006–2007 stosunek wartości emisji akcji do nakładów inwestycyjnych ogółem stanowił około 4%¹³. Słaba koniunktura na giełdzie opóźni wiele nowych emisji. Możemy spodziewać się spadku zainteresowania inwestorów zaawansowanymi instrumentami kredytowymi.

¹² K. Piech, op.cit., s. 55–57.

¹³ *Subprime a sfera realna gospodarki*, „Nawigator” 12.09.2007, s. 9.

Zakończenie

Rozpoczęty po upadku systemu z Bretton Woods proces szybkiej globalizacji rynków finansowych umożliwił swobodny przepływ kapitałów i sprawił, że inwestorzy lokują środki tam, gdzie mogą one wygenerować najwyższą stopę zwrotu. Skłania to instytucje finansowe do zawierania transakcji na nowych, słabo rozwiniętych i mniej płynnych rynkach. Wspiera to ogólny rozwój rynków finansowych i zmniejsza koszty transakcyjne, czasem jednak zachęca do podejmowania zbyt dużego ryzyka.

Należy jednak zwrócić uwagę, że nierówny dostęp do informacji może prowadzić do negatywnej selekcji w finansowaniu sektora przedsiębiorstw i do pokusy nadużycia. Banki zdają sobie bowiem sprawę, że ich upadek zagrożałby całemu sektorowi finansowemu i przeniósłby się na sferę realną – w razie kłopotów licząc na pomoc banków centralnych i rządów.

Reformy gospodarcze i otwarcie na wymianę szeregu krajów rozwijających się przyciąga kapitał zagraniczny, który w przypadku pogarszającej się sytuacji bardzo szybko odpływa. Sprzyja to powstawaniu kryzysów walutowych, które na skutek wzrostu stóp procentowych mogą przeradzać się w kryzysy bankowe. Międzynarodowe powiązania instytucjonalne i kapitałowe ułatwiają przenoszenie się tych kryzysów na inne gospodarki¹⁴.

Literatura

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

Global Financial Stability Report, IMF, Waszyngton 2007.

Komisja Nadzoru Finansowego, www.knf.gov.pl (22.10.2008).

Małyś R., *Powtórka z USA?*, „Gazeta Bankowa” 14/2008.

Pawłowicz L., *Kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych – lekcja dla Polski*, www.bankier.pl (15.10.2008).

Piech K., *Kto zapłaci za kryzys*, „Wprost” 32/2008.

Ruman S., *Groźny kryzys*, www.polskieradio.pl (16.10.2008).

Rybiński K., *Globalizacja a rynki finansowe*, www.nbp.pl (10.10.2008).

Wiśniewski P., *Globalny kryzys finansowy. Wnioski dla Polski*, „Infos” 18/2008.

Zaleska M., Jurowski A., *Przyczyny i skutki*, „Gazeta Bankowa” 14/2008.

¹⁴ K. Rybiński, *Globalizacja a rynki finansowe*, www.nbp.pl (10.10.2008).

The Consequences of the Subprime Mortgage Market Crisis for the Polish Economy

Summary

In March 2008 the situation on the subprime mortgage market was dubbed a crisis. Many companies collapsed, including New Century Financial Corporation – the biggest credit company in the United States. Within the next few months this virus infected other countries, also Poland. The purpose of this article is to show the background of the subprime mortgage market crisis and its prospectus influence on Polish economy. The first part is trying to find out causes and future course of this financial breakdown. In the first part the author is mainly focused on subprime loans and their significance for the crisis. Next, the author goes on to look at the information regarding the main channels of infestation, the securitization of the debt by the banks and the sale of the securities to the investors all over the world. The following chapter contains the data about the impact that the crisis has on the Polish economy, including GDP growth rate and what would likely happen on the real estate market and stock exchange. Polish banking and mortgage systems are sounder than American, thus, there is no risk of insolvency, yet we do bear the consequences of the financial crash. By the end of the article the author concludes that, in the globalized world, financial markets are linked and it is impossible to remain unaffected by a crisis that is taking place on the other side of the globe.