

Teoria kryzysów finansowych Minsky'ego i jej odniesienie do współczesności

Wprowadzenie – Przyczyny wrażliwości współczesnego systemu finansowego

Jednym z wybitnych ekonomistów, który dogłębnie zbadał oraz kompleksowo wyjaśnił zjawiska kryzysowe w gospodarce, w tym wskazał na przyczyny niestabilności systemu finansowego był Hyman P. Minsky. Opublikowana w latach 80. XX w. praca pt. *Stabilizing an Unstable Economy*¹ w początkowym okresie nie została przyjęta z wielkim entuzjazmem, podczas gdy trzy dekady później urosła do miana „biblii”, jeżeli mierzyć jej sukces zainteresowaniem lub liczbą jej cytowań. Okazało się bowiem, iż książka w sile argumentów i nowoczesnością rozważań wyprzedziła swoje czasy oraz okazała się prorocza, jeżeli chodzi o obecny, globalny kryzys finansowy.

Jak zwracał uwagę w swojej pracy Minsky, dramatyczne gospodarczo wydarzenia okresu „Wielkiej Depresji” i następująca po nich II wojna światowa, zaowocowały wykształceniem solidnych mechanizmów stabilizacyjnych w gospodarce amerykańskiej. Jednak stabilna struktura systemu finansowego będąca spuścizną po II wojnie światowej oraz konserwatyzm finansowy wykształcony w konsekwencji zaburzeń okresu „Wielkiej Depresji” (które razem wzięte sprzyjały stabilności systemu), z biegiem lat traciły na znaczeniu pod wpływem nowych prądów ekonomicznych. W rezultacie, deregulacja lat 70. i 80. XX w. wykształciła nową strukturę systemu finansowego, z jednej strony bardziej elastyczną, niosącą istotne korzyści dla uczestników rynku z otwartym podejściem do innowacyjnych praktyk rynku, z drugiej strony bardziej skomplikowaną, mniej stabilną i bardziej podatną na zjawiska kryzysowe.

Jak słusznie zauważył Minsky, w różnych okresach gospodarka funkcjonuje inaczej i jej mechanizmy poddają się oddziaływaniu zróżnicowanych uwarunkowań. Tak na przykład, amerykańska gospodarka lat 70. i 80. XX w., była bardziej niestabilna w porównaniu z latami 50., z początkiem lat 60., a nawet połową lat 60. XX w., a przyczyn tego należy upatrywać między innymi w zmianach struktury zobowiązań finansowych oraz w zmieniających się standardach finansowych. Standardy finansowe przejawiają się w zapisanych w umowach warun-

* Autorka jest pracownikiem Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacji Naukowej. Artykuł wpłynął do redakcji w lipcu 2009 r.

¹ Minsky H., *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw Hill, International Edition 2008 (pierwszy raz opublikowana w 1986 roku przez Yale University Press).

kach regulowania zobowiązań. Warunki te odzwierciedlają aktualne trendy na rynkach finansowych oraz oczekiwania co do ich zmian w przyszłości.

Według Minsky'ego za jedną z przyczyn wrażliwości współczesnego systemu finansowego można uznać **zmiany w strukturze finansowania** przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Współcześnie w znacznie większym stopniu niż jeszcze kilkadziesiąt lat temu zarówno przedsiębiorstwa, jak i gospodarstwa domowe finansują swoje przedsięwzięcia bieżące (konsumpcja) oraz przedsięwzięcia inwestycyjne z funduszy zewnętrznych, pozyskiwanych na rynku finansowym. Większa niż kiedykolwiek w historii ekspozycja firm i osób fizycznych na rynek finansowy, w tym w szczególności w jego segmencie dłużnym, sprawia, iż kondycja finansowa tych podmiotów w większej mierze uzależniona jest od aktualnych warunków na rynkach finansowych i odwrotnie – stabilność rynku finansowego w większym stopniu niż kiedykolwiek wcześniej uzależniona jest od kondycji przedsiębiorstw i gospodarstw domowych uczestniczących w operacjach tego rynku.

Jako kolejną przyczynę większej podatności współczesnego systemu finansowego na zjawiska kryzysowe należy wskazać **zmiany w strukturze zobowiązań** podmiotów gospodarczych; w ostatnich dekadach stopniowo rósł udział zobowiązań krótkoterminowych kosztem zobowiązań długoterminowych. Wynika to z tendencji do finansowania długoterminowych przedsięwzięć inwestycyjnych firm zadłużeniem krótkoterminowym, które następnie jest rolowane. Główna przyczyna bardziej ryzykownego odchodzenia od finansowania długoterminowego na rzecz finansowania krótkoterminowego obejmuje wyższe koszty obsługi zadłużenia długoterminowego, niezależnie czy to w postaci kredytów, czy też emisji dłużnych papierów wartościowych. W normalnych bowiem warunkach krótkoterminowe stopy procentowe są niższe niż stopy długoterminowe, ze względu na ryzyko finansowania, wyższe w długim okresie.

Z konsekwencją zmian w strukturze zobowiązań wiąże się kolejna przyczyna wrażliwości współczesnego systemu finansowego, a mianowicie **uzależnienie spłaty zobowiązań od zdolności do zaciągania nowych**. Współcześnie w coraz mniejszym stopniu wymagalne zobowiązania zarówno w swojej części odsetkowej, jak również w części kapitałowej, regulowane są ze środków generowanych wewnątrznie przez firmę (np. przychody ze sprzedaży dóbr lub usług) lub przez gospodarstwa domowe (wynagrodzenia), podczas gdy coraz bardziej upowszechnia się forma regulowania wymagalnych zobowiązań w drodze ich refinansowania, tj. spłaty zobowiązania ze środków uzyskanych z nowego kredytu (rolowanie).

Przyczynku do podatności na zjawiska kryzysowe współczesnego systemu finansowego można też upatrywać w **dynamicznym rozwoju segmentu „egzotycznych” instrumentów finansowania**. Ponieważ „wynalazcy”, którzy za stworzenie oraz pomyślnie wprowadzenie na rynek instrumentu finansowego nowej generacji wynagradzani są zainteresowaniem emitentów i inwestorów i w końcu dodatkowymi przychodami, całe sztaby profesjonalistów, inżynierów finansowych pracują nad coraz to bardziej egzotycznymi i dynamicznymi rozwiązaniami dla rynku finansowego.

Jak wskazano, deregulacja lat 70. i 80. XX w. wprowadziła też **zmiany w koncepcji regulowania rynku finansowego**. Nowoczesna „myśl legislacyjna” zmierza w kierunku oddziaływania na procesy gospodarcze w minimalnym stopniu, tylko takim, w jakim jest to niezbędne dla pobudzenia wzrostu gospodarczego. Legislacja oddziałuje również na mechanizmy rynku finansowego (poprzez akty prawne oraz politykę banku centralnego) oraz postawy uczestników tego rynku, jednak inicjatywa legislacyjna w zakresie rynku finansowego podejmowana jest w większości tylko w tych obszarach, w których rynek ten bezpośrednio oddziałuje na realną gospodarkę.

Jak wskazał Minsky, jedną z ważniejszych przyczyn większego zagrożenia kryzysowego współczesnego systemu finansowego jest **wzrost skłonności do ryzyka** wśród instytucji finansowych. Banki, jak większość podmiotów gospodarczych, są instytucjami nastawionymi w swojej działalności na zysk. Banki również mają swoich właścicieli – akcjonariuszy, którzy w zamian za dostarczenie instytucji kapitału (w drodze zakupu akcji) mają określone oczekiwania co do stopy zwrotu z tej inwestycji. Ponieważ relacja pomiędzy ryzykiem a zwrotem z inwestycji ma nachylenie dodatnie, tylko w drodze akceptacji wyższego poziomu ryzyka banki są w stanie generować wysokie stopy zwrotu z kapitału dla swoich właścicieli. Można również rzec, iż rosnąca w ostatnich dekadach skłonność banków do ryzyka była niejako „wspierana” w nieodległej przeszłości działaniami interwencyjnymi rządu w krytycznych dla sektora bankowego momentach; stojące u progu bankructwa największe banki otrzymywały pomoc rządową².

W swoich rozważaniach Minsky kompleksowo tłumaczy uwarunkowania i mechanizmy rządzące współczesnym systemem finansowym oraz wskazuje na liczne przyczyny jego podatności na zjawiska kryzysowe. Zasygnalizowane w tym artykule przyczyny wrażliwości współczesnego systemu finansowego, choć nie wypełniają ich katalogu, są najbardziej istotne³. Rynek finansowy podlega dynamicznym zmianom. Dziś nie jest to już ten sam rynek, co kilkadziesiąt lat temu, to nie jest już ten sam rynek, co zaledwie dziesięć lat temu. Rynek ten jest coraz bardziej dynamiczny, nowoczesny i „egzotyczny”, a wszystko to nie sprzyja jego stabilności. Minsky zwrócił uwagę i rozwinął koncepcję, która z punktu widzenia rozważań podjętych w artykule wydaje się pierwszorzędna, wskazując na zmieniające się rynki finansowe oraz nadmiernie rosnące zadłużenie uczestników rynku finansowego, jak również zmiany w strukturze tego zadłużenia jako poważne wyzwanie naszych czasów.

² Interesująca analiza problemu – patrz np. Stern, Feldman, *To Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*. Brookings Institute Press, International Edition 2004.

³ Interesujące rozważania na ten temat zawarte są również w: *Stable and Unstable Markets* [w]: Cooper G., *The Origin of Financial Crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*. Harriman House LTD, Hampshire 2008, s. 91-105.

Model kryzysu finansowego Minsky'ego

W literaturze przedmiotu można się spotkać z tradycyjnym modelem kryzysów finansowych (ang. *model of general financial crises*), który obejmuje szybki wzrost cen określonych aktywów (akcje, nieruchomości, waluty, itp.) i następującą po tym znaczącą korektę ich wyceny (ang. *boom and bust*) oraz koncentruje się na epizodycznej naturze manii i pojawiających się w ich następstwie kryzysów. Są również modele koncentrujące się wokół zagadnień cykliczności w gospodarce i zjawisk kryzysowych z tym związanych⁴. Z punktu widzenia potrzeb artykułu wprowadzony zostanie tylko ten pierwszy model. Model ten, autorstwa Hymana P. Minsky'ego, dotyczy warunków rynkowych Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz innych gospodarek rynkowych. W swojej tradycji nawiązuje on do klasyków, włączając: Johna Stuarta Milla, Alfreda Marshalla, Knuta Wicksella oraz Irvinga Fishera, którzy również, tak jak Minsky, odwoływali się do kwestii zmienności w podaży kredytu. Tak jak Fisher, Minsky przywiązywał dużą wagę do zachowania wysoko zadłużonych kredytobiorców, szczególnie tych, którzy zwiększają zadłużenie w celu sfinansowania inwestycji w nieruchomości, papiery wartościowe, instrumenty rynku towarowego, itp., które z kolei w krótkim okresie miały im przysporzyć korzyści finansowych. Motywem takich transakcji jest pozytywna różnica między oczekiwaną przez kredytobiorcę stopą zwrotu z inwestycji a oprocentowaniem kredytów – w okresie silnego wzrostu cen, gdy stopa zwrotu z inwestycji przewyższa oprocentowanie kredytu, operacja taka jest opłacalna.

Hyman P. Minsky, do którego odwołują się dziś tłumnie rynki finansowe, amerykański ekonomista o keynesowskiej tradycji, poświęcił się badaniom nad istotą zadłużenia oraz jego wpływu na procesy ekonomiczne. Najbardziej istotne w dorobku naukowym ekonomisty prace odnoszące się do omawianych zagadnień obejmują kilka pozycji, m.in. Minsky, *Central Banking and Money Market Changes*, *Quarterly Journal of Economics*, 71, [1957, s. 171-187]; Minsky, *Monetary Systems and Accelerator Models*, *American Economic Review*, 47, 6, [1957, s. 860-883]; Minsky, *A Linear Model of Cyclical Growth*, *The Review of Economics and Statistics*, 41, 2, [1959, s. 133-145]; Minsky, *Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions*, *American Economic Association Papers and Proceedings*, 54, [1963, s. 324-332]; Minsky, *Memo on Securitization*. *Minsky Archives*, The Levy Economics Institute of Bard College, [1987]; Minsky, *Finance and Stability: The Limits of Capitalism*. *Minsky Archives*, The Levy Economics Institute of Bard College, [1993]; Minsky, *Financial Instability and the Decline of Banking: Public Policy Implications*. *Minsky Archives*, The Levy Economics Institute of Bard College, [1994].

⁴ Koncepcje koncentrujące się wokół cykliczności obejmują m.in. 39-miesięczny cykl zapasów Kitchina, 7-8-letni cykl inwestycji w budowę fabryk oraz ich wyposażenia Juglara, 20-letni cykl w budownictwie mieszkaniowym Kuzneta, itp. Źródło: Kindleberger, Aliber, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, [2005, s. 24].

Istotną wartość dodaną, jaką wniósł do rozumienia zjawisk ekonomicznych jest wykazanie, w jaki sposób stabilność ekonomiczna, tak pożądana, sprzyja rosnącej i w pewnym momencie nadmiernej kreacji kredytu (w różnych formach), prowadząc, po pierwsze, do niestabilności systemu finansowego oraz „bańki” spekulacyjnej, a następnie, w konsekwencji – do ograniczeń kredytowych i do wzrostu wolatylności rynku, oraz na końcu – do zahamowania wzrostu gospodarczego. „Bańka” spekulacyjna oraz nadmierna kreacja kredytu może prowadzić do kryzysu finansowego, choć sam Minsky uważał, iż takie kryzysy nie są częste, zważywszy na wydłużające się cykliczne okresy stabilności gospodarczej zakłócaną zjawiskami kryzysowymi, oraz zważywszy na stabilizującą rolę regulatorów państwowych.

Minsky wskazał na procykliczne zmiany w podaży kredytu, która rośnie w okresie dynamicznego wzrostu gospodarczego oraz spada, kiedy gospodarka zwalnia. Ekonomista wyraził przekonanie, iż właśnie taki procykliczny charakter podaży kredytu zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu finansowego.

Minsky dowiódł również, iż pierwszym krokiem w kierunku potencjalnego kryzysu finansowego jest wystąpienie w systemie ekonomicznym pewnego rodzaju zewnętrznego „szoku”. Tak na przykład, w latach 20. XX wieku w Stanach Zjednoczonych takim „szokiem” był dynamiczny rozwój produkcji samochodów oraz ekspansja systemu autostrad wraz z elektryfikacją dużej części kraju, jak również dynamiczny wzrost liczby gospodarstw domowych posiadających telefon. Takim „szokiem” w latach 80. XX w. w Japonii była liberalizacja finansowa oraz silna aprecjacja jena. Podobnie jak w Japonii, w tym samym okresie dla krajów nordyckich „szokiem” okazała się liberalizacja finansowa. Z kolei w latach 90. XX w. w Stanach Zjednoczonych „szok” wywołała rewolucja informatyczna oraz rozkwit nowych form niskokosztowej telekomunikacji⁵. Jeżeli „szok” jest o odpowiednio dużej sile oddziaływania, perspektywy gospodarcze oraz oczekiwania co do możliwości generowania zysków poprawiają się przynajmniej dla jednego ważnego sektora gospodarki. Tak też, że na skutek tzw. szoku rośnie efektywny popyt na dobra i usługi. Po pewnym czasie wzrost popytu napotyka na opór ze strony podaży, jako że wyczerpują się moce produkcyjne, co w następstwie wywołuje wzrost cen. Rosnące ceny przekładają się na wzrost zysków przedsiębiorstw, co w rezultacie przyciąga nowe firmy, skłonne zainwestować w nowe moce produkcyjne. W rezultacie wskazany „szok” prowadzi do ponadprzeciętnego wzrostu gospodarczego (w sektorze korporacyjnym)⁶, co z kolei sprzyja optymizmowi wśród wszystkich uczestników procesów ekonomicznych i w jeszcze większym stopniu przyciąga nowych przedsiębiorców, skłonnych zainwestować w perspektywiczną w ich opinii branżę.

⁵ Przykłady za: Kindleberger, Aliber, Manias, Panics, and Crashes. *A History of Financial Crises*. John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, [2005, s. 26].

⁶ W latach 80. XX w. zyski firm stanowiły 3% PKB Stanów Zjednoczonych, pod koniec lat 90. natomiast wzrosły do 10% PKB.

Według Minsky'ego „euforia” może się rozwinąć właśnie na tym etapie. Kupowane są dobra i papiery wartościowe „kwitujące” branży, w oczekiwaniu na wysoką stopę zwrotu z inwestycji. Regulatorzy rynku na tym etapie zauważają, iż w gospodarce dzieje się coś „nadzwyczajnego”, ale kiedy wracają pamięcią do wcześniejszych „manii” w gospodarce, natychmiast znajdują cały szereg argumentów utwierdzających ich w przekonaniu, iż „tym razem jest inaczej”. W konsekwencji całego opisanego procesu mamy do czynienia z tym, co można nazwać *overtrading*. Pojęcie to w odniesieniu do zachowania inwestorów mieści w sobie trzy elementy. Po pierwsze, pojawia się spekulacyjne oczekiwanie co do wzrostu cen aktywów. Na etapie euforii mamy do czynienia z procesem *follow-the-leader*, polegającym na włączaniu się do spekulacyjnego wyścigu kolejnych uczestników rynku, tych, którzy obserwując zachowania innych uczestników również chcą skorzystać z nadarzającej się okazji do zarobienia „łatwych” pieniędzy. W tym samym czasie banki, które nieustannie walczą o utrzymanie swojego udziału w rynku, mogą zwiększyć ofertę kredytową, stawiając do dyspozycji kolejne kredyty, w tym z przeznaczeniem na zakup aktywów „inwestycyjnych”⁷. W takich warunkach zarabianie pieniędzy nigdy nie wydawało się łatwiejsze. Po drugie, euforia prowadzi do nadmiernego optymizmu co do dynamiki wzrostu dochodów firm oraz potencjalnego wzrostu gospodarczego, tym samym dochodzi do przeszacowania stopy zwrotu z inwestycji. Po trzecie, w fazie ekspansji z reguły spada liczba kredytów zagrożonych, banki stają się bardziej skłonne do pożyczania pieniędzy, obniżając standardy kredytowe, przez co nadmiernie rośnie zadłużenie (pot. lewarowanie). Mimo że rośnie zadłużenie, wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego u wielu kredytobiorców, ze względu na rosnącą wartość rynkową będących w ich posiadaniu aktywów, może na omawianym etapie nawet spadać. Potencjalne zyski skłaniają zatem podmioty do sięgnięcia po kolejne transze zadłużenia celem sfinansowania kolejnych inwestycji, co jest możliwe właśnie dzięki stosunkowo niskiemu poziomowi wskaźnika długu do kapitału własnego. W rezultacie wzrasta lewarowanie.

Gorączka spekulacyjna nie pozwala na normalne, racjonalne zachowania inwestycyjne, co prowadzi do tzw. manii lub inaczej bańki. W pierwszym terminie, „mania”, podkreśla się nieracjonalność zachowania inwestorów, drugi termin, „bańka” zawiera „zapowiedź” jej ew. „pęknięcia”.

Boom w modelu Minsky'ego jest podsycany poprzez ekspansję kredytową, z tym, że wzrost akcji kredytowej banków jest bardzo niestabilny. W niektórych okresach zachowanie banków można określić jako euforyczne, w innych zaś charakteryzuje się nadmiernym zaostrzeniem kryteriów kredytowania, prowadzącym do zacieśnienia podaży kredytu.

⁷ Ciekawie tę kwestię prezentuje m.in. Cooper, *The Origin of Financial Crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*. Harriman House LTD, Hampshire [2008, s. 93-105].

Tablica 1

Uproszczony schemat procesu prowadzącego do kryzysu finansowego

Etap	Zachowanie kredytobiorców	Zachowanie banków
Pierwszy	Wzrost optymizmu	Wzrost optymizmu
Drugi	Podwyższanie prognoz rentowności w różnych obszarach inwestycji	Tendencja do niedoszacowania ryzyka kredytowego
Trzeci	Wzrost skłonności do zadłużania <ul style="list-style-type: none"> • zaciąganie kredytów konsumpcyjnych oraz na zakup pierwszej nieruchomości mieszkalnej (cel „konsumpcyjny”) • zaciąganie kredytów z przeznaczeniem na przedsięwzięcia inwestycyjne (cel inwestycyjny) • zaciąganie kredytów na zakup aktywów (na rynku nieruchomości, rynku papierów wartościowych, rynku towarowym, itp.), związany z chęcią osiągnięcia zysku netto, po odjęciu kosztów obsługi kredytu; tzw. <i>carry trade</i> (cel spekulacyjny) 	<ul style="list-style-type: none"> • mniejsza awersja banków do ryzyka • walka konkurencyjna o zachowanie udziału w rynku • wzrost skłonności do pożyczania, nawet podmiotom, które wcześniej uznane byłyby za zbyt ryzykowne
Czwarty	Follow-the-leader – spekulacyjny wyścig wciąga rosnącą liczbę uczestników	
Piąty	Tworzy się „bańka spekulacyjna”	
Pęknięcie bańki ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami		

Źródło: opracowanie własne na podstawie modelu Minsky'ego

Podsumowując, praca naukowa Minsky'ego skoncentrowana była wokół zjawisk związanych z zadłużeniem w gospodarce, w których ekonomista upatrywał się zagrożeń kryzysowych. To, co wydaje się w jego pracy kluczowe, to wskazanie, w jaki sposób odbywa się cykliczne przechodzenie od stabilnych do kryzysowych form finansowania. Jak podkreślał w swojej dysertacji Minsky, stabilność ekonomiczna sprzyja rosnącej i w pewnym momencie nadmiernej kreacji kredytu (w różnych formach), prowadząc po pierwsze do niestabilności systemu finansowego oraz „bańki” spekulacyjnej, a następnie, w konsekwencji – do ograniczeń kredytowych i do wzrostu wolatylności rynku, oraz na końcu – do zahamowania wzrostu gospodarczego. Jak wskazał ekonomista, „bańka” spekulacyjna oraz nadmierna kreacja kredytu może prowadzić do kryzysu finansowego.

Kryzys finansowy końca I dekady XXI wieku w konwencji modelu Minsky'ego

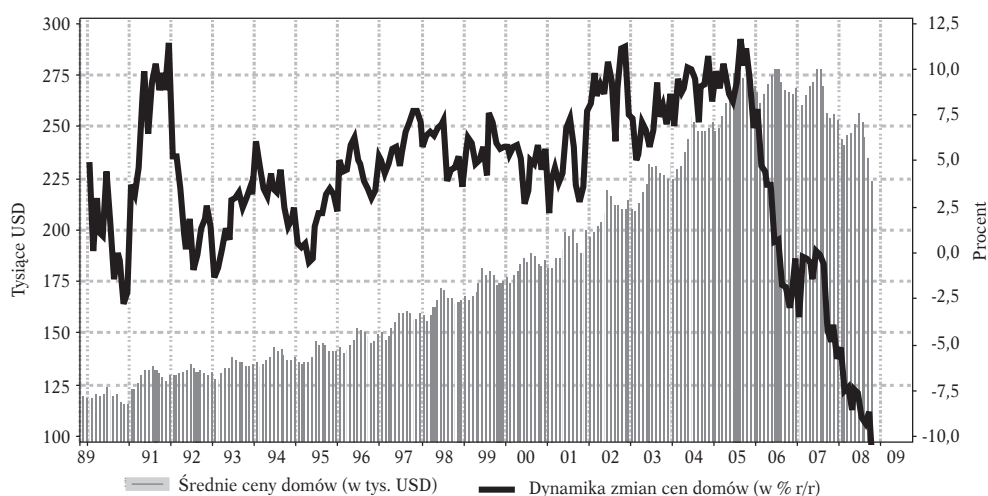
Z punktu widzenia potrzeb artykułu dobrze jest się odwoływać w sposób uporządkowany do modeli teoretycznych, mając przy tym na uwadze konieczność ich dostosowywania do potrzeb współczesności. Otóż opublikowana w latach 80. XX w. teoria Minsky'ego siłą rzeczy nie mogła uwzględniać wszystkich uwarunkowań rynkowych właściwych okresowi początku XXI wieku. Teoria

ta, bardzo aktualna z perspektywy podjętych rozważań, może być wykorzystana dla potrzeb artykułu z uwzględnieniem dodatkowych, typowych dla tego okresu aspektów.

W nawiązaniu do ogólnej teorii kryzysów finansowych można przyjąć, iż czynnikiem inicjującym, tzw. modelowym „szokiem” prowadzącym do ostatecznego w historii gospodarczej świata kryzysu finansowego był **dynamiczny rozwój rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych**.

„Szok” ten miał ogromną siłę oddziaływania zarówno na uczestników rynku, jak również na całą gospodarkę. Wraz z dynamicznym wzrostem rynku nieruchomości w USA rozwijały się też inne branże powiązane z rynkiem nieruchomości. Wzrost popytu na nieruchomości w Stanach Zjednoczonych spowodował z jednej strony większe wykorzystanie „mocy produkcyjnych” w budownictwie oraz pokrewnych branżach, z drugiej strony wzrost cen nieruchomości mieszkalnych. Rosnące ceny przełożyły się na wzrost zysków przedsiębiorstw, co w rezultacie przyciągnęło nowe firmy, skłonne zainwestować w nowe „moce produkcyjne”. W rezultacie omawiany „szok” prowadził do ponadprzeciętnego wzrostu gospodarczego (w części dochodów korporacyjnych), co z kolei sprzyjało optymizmowi wśród wszystkich uczestników rynku⁸. Optymistyczne przewidywania co do przyszłości w jeszcze większym stopniu przyciągały nowych przedsiębiorców skłonnych zainwestować w dynamicznie rozwijającą się branżę, a jednocześnie nowych nabywców nieruchomości mieszkalnych. A ponieważ popyt nieustannie przewyższał podaż, na rynku nieruchomości dynamicznie rosły ceny, co zostało zobrazowane na wykresie.

Wykres 1. Średnie ceny domów w Stanach Zjednoczonych w latach 1990-2008



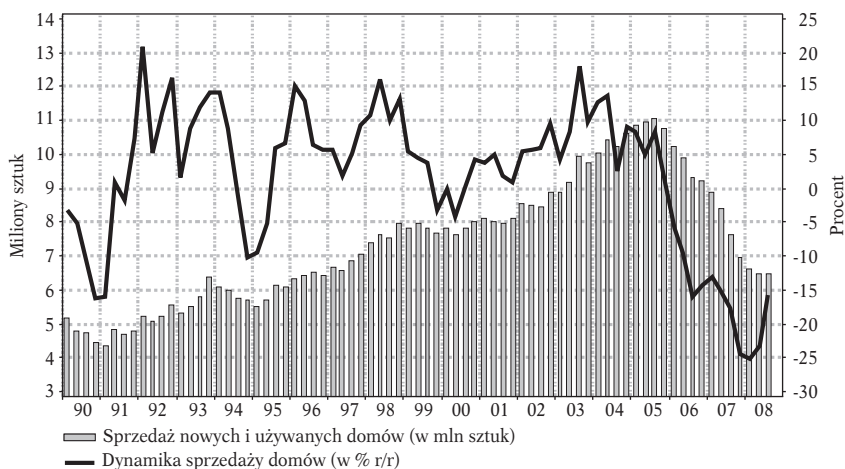
Źródło: Reuters EcoWin Pro

⁸ Jak wskazano, w latach 80. XX w. zyski firm stanowiły 3% PKB Stanów Zjednoczonych, pod koniec lat 90. wzrosły do 10% PKB.

Tak jak na początku lat 90. XX wieku średnia cena sprzedaży domów jednorodzinnych w USA kształtowała się na poziomie niewiele powyżej 100 tysięcy dolarów, tak dziesięć lat później średnia cena stanowiła jej dwukrotność, wzrastając następnie do 275 tysięcy dolarów w 2005 r. Dynamika wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych w USA utrzymywała się na wysokim poziomie w całym okresie od początku lat 90. XX w., osiągając blisko 10% rocznie w pierwszych latach ostatniej dekady XX wieku, a następnie w pierwszych latach XXI wieku.

Gospodarstwa domowe, które nosiły się z zamiarem zakupu nieruchomości mieszkalnej, w obawie przed dalszym wzrostem cen przyspieszały decyzję zakupu, tym bardziej że warunki udzielenia kredytu (ze względu na niskie stopy procentowe⁹ oraz dużą konkurencję na rynku instytucji finansowych) były bardzo zachęcające. Generalnie rzecz biorąc wzrost cen na rynku nieruchomości motywuje nabywców pierwszych swoich domów do ich zakupu celem „zabezpieczenia” się przed dalszym wzrostem cen, podczas gdy dla już posiadających swoją nieruchomość jest narzędziem spekulacji (w tym przypadku kolejne nieruchomości mieszkalne traktowane są w charakterze aktywa inwestycyjnego). To z kolei jeszcze bardziej podbijało ceny na rynku nieruchomości, aż do powstania bańki cenowej. Kolejny wykres prezentuje sprzedaż na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Dla lepszego zobrazowania kondycji rynku nieruchomości w USA sprzedaż domów przedstawiona została w okresach kwartalnych (dane zannualizowane) zarówno ilościowo, jak również wartościowo.

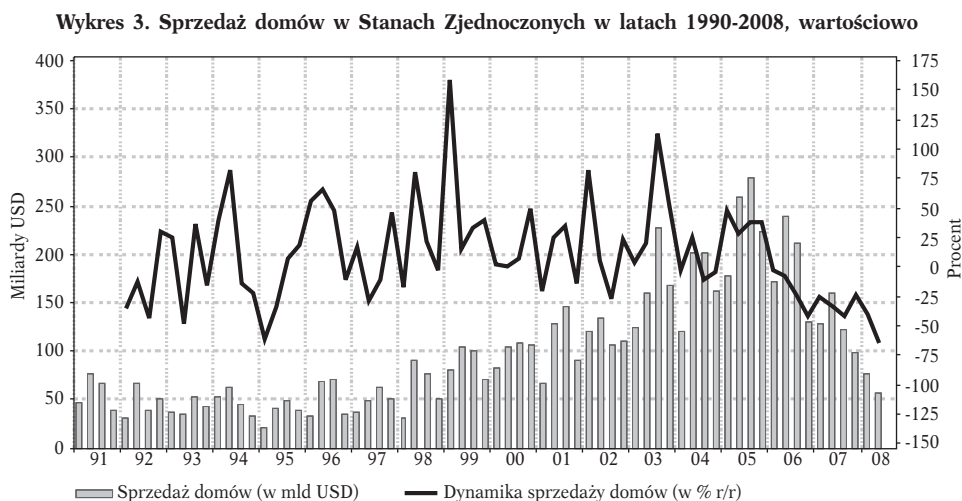
Wykres 2. Sprzedaż domów w Stanach Zjednoczonych w latach 1990-2008, ilościowo



Źródło: Reuters EcoWin Pro

⁹ Po pęknięciu „bańki” internetowej na rynku papierów wartościowych w 2000 r., a następnie po zamachach terrorystycznych 11 września 2001 r., FED poluzował politykę pieniężną, obniżając stopy procentowe z 6,5% na początku XXI wieku, do poziomu zaledwie 1% w 2003 r., po czym w 2004 r. zaczął zacieśniać politykę pieniężną. W rezultacie, przez trzydzieści jeden kolejnych miesięcy krótkoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych utrzymywały się na ujemnym poziomie (skorygowane o inflację).

Sprzedaż domów w Stanach Zjednoczonych w ciągu 15 lat od 1990 r. została podwojona. Tak jak na początku lat 90. XX w. sprzedawano ok. 5 mln domów rocznie, tak w połowie pierwszej dekady XXI w. sprzedaż przekroczyła już 10 mln domów, odzwierciedlając większy dostęp do kredytów i bogacenie się amerykańskiego społeczeństwa. W latach 90. dynamika wzrostu sprzedaży domów w USA rok do roku sięgała nawet 20%, podobnie jak w latach 2003-2004, po czym zaczęła istotnie zwalniać. Na kolejnym wykresie przedstawiono sprzedaż nieruchomości mieszkalnych USA w ujęciu wartościowym.

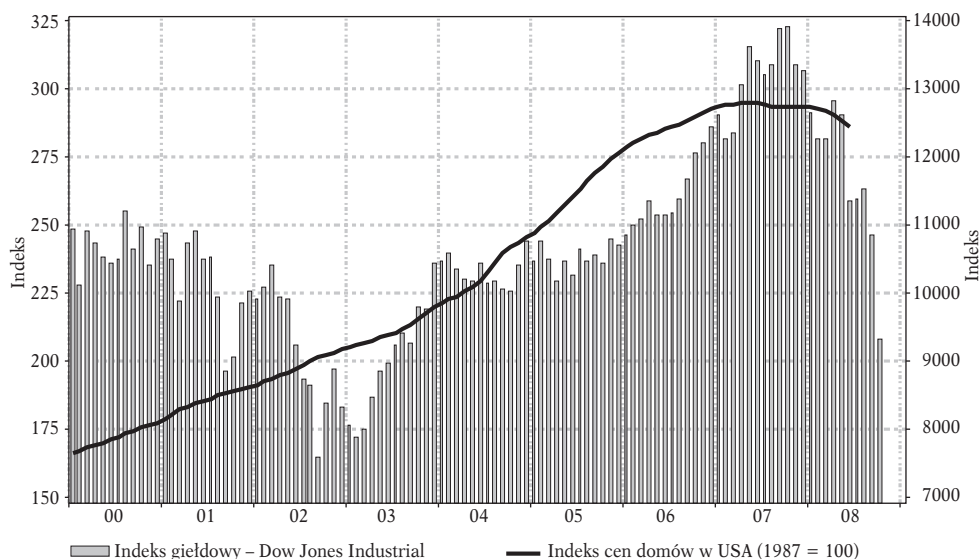


Źródło: Reuters EcoWin Pro

Tak jak liczba sprzedanych domów w Stanach Zjednoczonych w ciągu 15 lat się podwoiła, tak wartość sprzedaży domów w roku 2005 stanowiła przeszło pięciokrotność sprzedaży z 1990 r. Najwyższa dynamika wzrostu wartości sprzedanych domów miała miejsce pod koniec lat 90. XX w., osiągając w 1999 r. nawet 150% w skali rocznej. Silna dynamika wzrostu wartości sprzedaży nieruchomości mieszkalnych w USA utrzymała się aż do połowy pierwszej dekady XXI wieku.

Dynamiczny rozwój rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych oraz większa dostępność taniego kredytu „pobudziły” również pozostałe gałęzie gospodarki oraz inne rynki, między innymi papierów wartościowych, który po załamaniu rynku na skutek pęknięcia „bańki” internetowej oraz po zamachach terrorystycznych 11 września 2001 roku, od początku 2003 roku intensywnie wzrastał, jak prezentuje to wykres.

Wykres 4. Ceny domów oraz ceny akcji w Stanach Zjednoczonych w latach 2000-2008



Źródło: Reuters EcoWin Pro

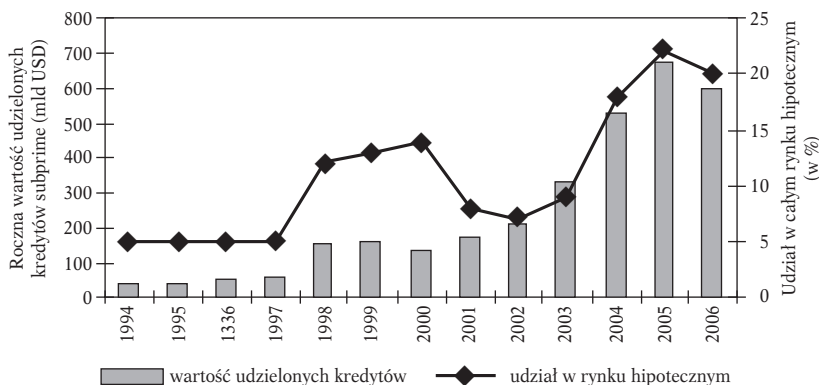
Łatwa dostępność kredytu i optymizm sprzyjały przedsięwzięciom inwestycyjnym firm, a zatem również oczekiwaniom co do generowania wyższych zysków w przyszłości. Dzięki temu rosło zainteresowanie inwestorów zakupem papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa, co w rezultacie prowadziło do wzrostu rynkowych cen tych walorów.

Jak już wskazano, wraz ze wzrostem cen na rynku nieruchomości przyspieszane są decyzje zakupu celem bądź „zabezpieczenia” się przed dalszym wzrostem cen, bądź celem wykorzystania trendu w celach spekulacyjnych. Typowo inwestycyjny charakter rynku papierów wartościowych sprawia natomiast, iż wzrost cen na tym rynku rozbudza tendencje spekulacyjne inwestorów, którzy zwiększają zakupy papierów wartościowych w następstwie wysokich i rosnących stóp zwrotu w niedalekiej przeszłości, co w konsekwencji z jeszcze większą dynamiką zwiększa ceny aktywów finansowych. W takiej gorączce inwestycyjnej kondycja emitentów papierów wartościowych i fundamentalna wartość ich walorów nie ma już większego znaczenia, o ile znajdzie się kolejny inwestor będący w stanie zaakceptować jeszcze wyższy poziom cen na rynku papierów wartościowych.

Interesującym z punktu widzenia omawianych treści jest również to, iż w cykl spekulacyjny na rynku nieruchomości oraz na rynku papierów wartościowych włączyły się również banki, które walczyły między sobą o utrzymanie bądź powiększenie udziału w rynku kredytowym. Zwiększenie zakupu nieruchomości w Stanach Zjednoczonych stymulowane niskimi stopami procentowymi oraz łatwą dostępnością kredytu przyczyniło się do powstania w ramach rynku kredytów hipotecznych tzw. subryнку. Poszukiwanie nowych możliwości zarob-

kowania dla instytucji sektora finansowego prowadziło do zagospodarowania niezwykle, jak się okazało, obszernej niszy potencjalnych kredytobiorców, tworząc w ten sposób segment kredytów hipotecznych o niższych standardach. Kredytodawcami w tym segmencie były z jednej strony banki, z drugiej strony inne, w części nowo powstałe, instytucje finansowe niepodlegające pod nadzór banku centralnego USA. Kredytobiorcami były osoby o najniższym poziomie zarobków, które wcześniej nie kwalifikowały się do procedury kredytowej. W ramach tzw. rynku *subprime mortgages*, kredytobiorcy zasilili szeregi aktywnych uczestników rynku nieruchomości mieszkalnych i zgłaszając efektywny popyt na domy przyczynili się do dodatkowego wzrostu cen nieruchomości. W okresie od końca lat 90. XX wieku do 2006 r. udział rynku *subprime mortgages* w całym rynku hipotecznym wzrósł z poziomu jednocyfrowego do poziomu dwucyfrowego, stymulując tym samym utrzymującą się na poziomie dwucyfrowym roczną dynamikę wzrostu cen nieruchomości.

Wykres 5. Wartość udzielonych kredytów w segmencie *subprime mortgage* oraz ich udział w całym rynku hipotecznym w USA w latach 1994-2006



Źródło: Inside Mortgage Finance za: Center for Responsible Lending

Na początku lat 90. XX w. wartość udzielanych kredytów w segmencie *subprime* stanowiła zaledwie kilka procent wszystkich udzielanych kredytów hipotecznych, podczas gdy na początku XXI w. proporcja ta znacznie się zwiększyła. W 2005 roku wartość udzielonych kredytów w omawianym ryzykownym segmencie odpowiadała już 20% całego portfela hipotecznego, nieco więcej niż w kolejnym roku. Wraz ze spadkiem sprzedaży nieruchomości mieszkalnych, w 2007 r. większość instytucji finansowych zaostrzyła kryteria udzielania kredytów hipotecznych, co skutkowało ograniczeniem ekspansji *subprime mortgages*.

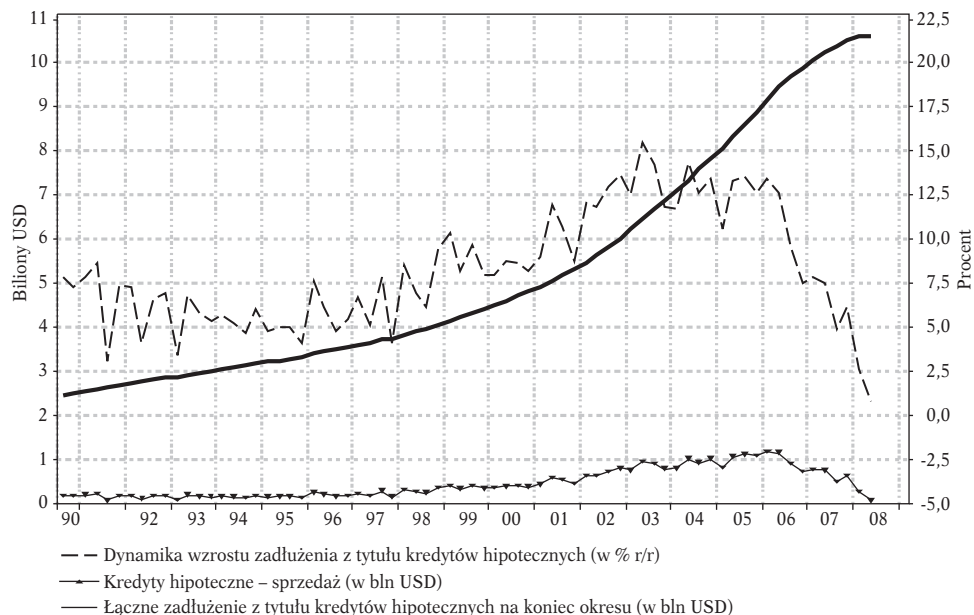
Obserwując korzystną koniunkturę na rynku papierów wartościowych banki nadal rozszerzały swoją ofertę produktową o kredyty z przeznaczeniem na zakup kolejnych nieruchomości lub papierów wartościowych, z zabezpieczeniem kredytu na zakupionych w ramach tego kredytu aktywów. Typowe dla dzisiejszego porządku finansowego jest to, iż aktywa będące przedmiotem zabezpie-

czenia kredytu wyceniane są według aktualnej wartości rynkowej. Oznacza to, iż w okresie wzrostu cen na rynku nieruchomości oraz rynku papierów wartościowych rośnie również wartość zabezpieczenia kredytowego, która w fazie ekspansji jest z reguły wyższa od wartości ogółem zadłużenia kredytowego. Wzrost wartości zabezpieczenia rodzi z kolei tendencje banków do proponowania swoim dotychczasowym klientom kolejnych, dodatkowych produktów kredytowych, z różnym przeznaczeniem, w tym również z przeznaczeniem na kolejny zakup nieruchomości lub papierów wartościowych. I w tym wypadku było podobnie. Nadmierny optymizm skłaniał podmioty do sięgania po kolejne transze zadłużenia celem sfinansowania kolejnych zakupów. A ponieważ na etapie „euforii” mamy też do czynienia z procesem *follow-the-leader*, w spekulacyjny „wyścig” włączali się kolejni uczestnicy, ci, którzy obserwując zachowania innych uczestników również chcieli skorzystać z nadarzającej się okazji do osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu z inwestycji. W rezultacie dodatkowe środki zasilające rynek nieruchomości i papierów wartościowych powodowały dalszy wzrost cen. Ponieważ, jak wskazywał na to Minsky, „euforia” inwestycyjna nie pozwalała na normalne, racjonalne zachowania inwestycyjne zarówno na rynku nieruchomości, jak również na rynku papierów wartościowych tworzyła się „bańka”, tym samym rosło też ryzyko ew. jej „pęknięcia”.

Dynamiczny rozwój rynku nieruchomości w USA, który, jak na początku stwierdzono, należy traktować jako modelowy „szok” prowadzący do wybuchu ostatniego kryzysu finansowego, pociągnął za sobą intensywny rozwój nie tylko rynku papierów wartościowych w jego segmencie „tradycyjnym”, obejmującym m.in. akcje i obligacje, ale również w segmencie innowacyjnych instrumentów finansowych. Po pierwsze, wraz z najbardziej prężnym w historii wzrostem rynku nieruchomości USA, istotnie wzrósł rynek kredytów hipotecznych, a w rezultacie ryzyko kredytowe banków. Wykorzystując dobrą koniunkturę na rynku nieruchomości banki dążyły do zwiększenia akcji kredytowej. A ponieważ dynamika wzrostu depozytów bankowych nie dorównywała dynamice wzrostu kredytów hipotecznych, banki decydowały się na sekurytyzację, inaczej mówiąc – na emisję papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelu udzielonych kredytów hipotecznych (ang. *asset-backed securities* – ABS)¹⁰. W drodze sprzedaży tych walorów, po pierwsze – pozyskiwały one nowy kapitał, a jednocześnie możliwości udzielania nowych kredytów, po drugie – ograniczały ryzyko kredytowe związane z portfelem kredytów hipotecznych, przekazując je nabywcom ABS. W rezultacie miał miejsce istotny przyrost udzielanych kredytów hipotecznych, jak również wzrost zadłużenia gospodarstw domowych. Kolejny wykres przedstawia wartość udzielanych w kolejnych latach kredytów hipotecznych, jak też wartość zadłużenia gospodarstw domowych oraz dynamikę wzrostu tego zadłużenia.

¹⁰ Aktywa w postaci należności z kredytów hipotecznych były zamieniane na gotówkę poprzez „spakowanie” przez bank należności o podobnych parametrach, nadanie im ratingu kredytowego i „upublicznienie” poprzez sprzedaż w formie obligacji na rynku papierów wartościowych.

Wykres 6. Zadłużenie z tytułu kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych w latach 1990-2008



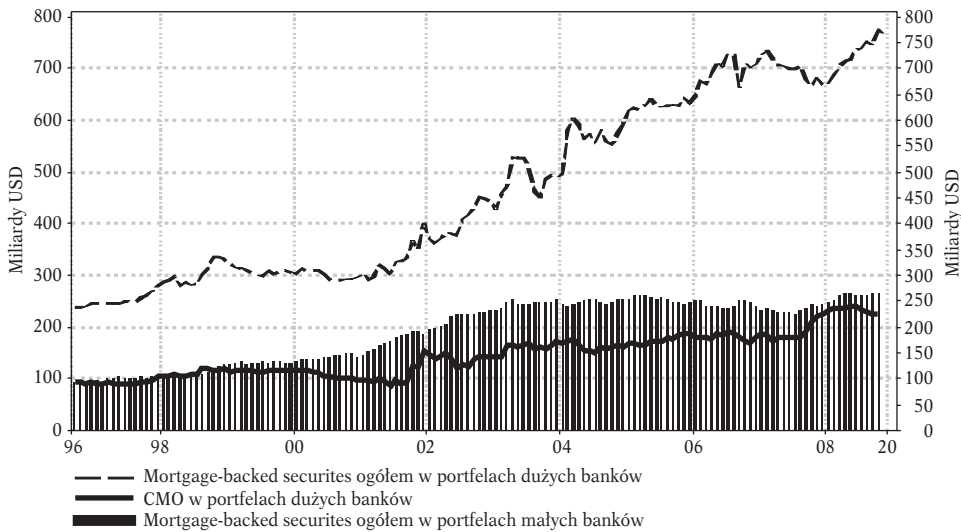
Źródło: Reuters EcoWin Pro

Z punktu widzenia zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów hipotecznych, dynamika wzrostu zadłużenia hipotecznego istotnie przybrała na sile na początku XXI wieku, utrzymując się rokrocznie do 2006 r. na poziomie powyżej 10%. Dynamika ta wyhamowała wraz z pojawieniem pierwszych zawirowań na rynku nieruchomości oraz rynkach papierów wartościowych skonstruowanych w oparciu o kredyty hipoteczne. W rezultacie dynamicznego wzrostu zobowiązań kredytowych, w 2008 r. zadłużenie hipoteczne gospodarstw domowych stanowiło niemalże 100% krajowego PKB, podczas gdy w latach 70. XX w. odpowiadało ono 5% PKB, w latach 80. stanowiło ok. 10%, na początku lat 90. – ok. 20%, natomiast w ostatnich latach 90. – 40%. Oznacza to, że w ciągu zaledwie jednej dekady zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych wzrosło z poziomu 40% do poziomu niemalże 100% Produktu Krajowego Brutto.

Sekurytyzacja części należności poprawiała strukturę bilansową banków prowadząc do zmniejszenia aktywów ważonych ryzykiem, a w konsekwencji ich zapotrzebowania na kapitały własne. Inwestorzy chętnie dokonywali zakupu tak skonstruowanych papierów wartościowych, ponieważ z jednej strony – wydawały się one bezpieczne, z punktu widzenia ryzyka inwestycyjnego (ponieważ były „zabezpieczone” na portfelu kredytów hipotecznych, a często dodatkowo ubezpieczone i posiadały rating kredytowy), z drugiej strony generowały stosunkowo wysoką stopę zwrotu, jak na grupę instrumentów dłużnych, po trzeciej, w obrót takimi instrumentami zaangażowały się największe i najbardziej

renomowane instytucje finansowe, przez co operacja ta zyskała odpowiednią rangę inwestycyjną. Również w tym segmencie sprawdziła się prawidłowość rynku: *follow-the-leader*, zarówno wśród banków, jak również wśród inwestorów. W rezultacie rynek instrumentów zabezpieczonych hipotecznie (ang. *mortgage-backed securities-MBS*) w ostatnim dziesięcioleciu rozwinął się bardzo dynamicznie, tak że w połowie pierwszej dekady XXI w. portfele amerykańskich banków opiewały na MBS o wartości przekraczającej bilion dolarów.

Wykres 7. Instrumenty rynku *mortgage-backed securities* w portfelach dużych i małych banków w USA w latach 1995-2008



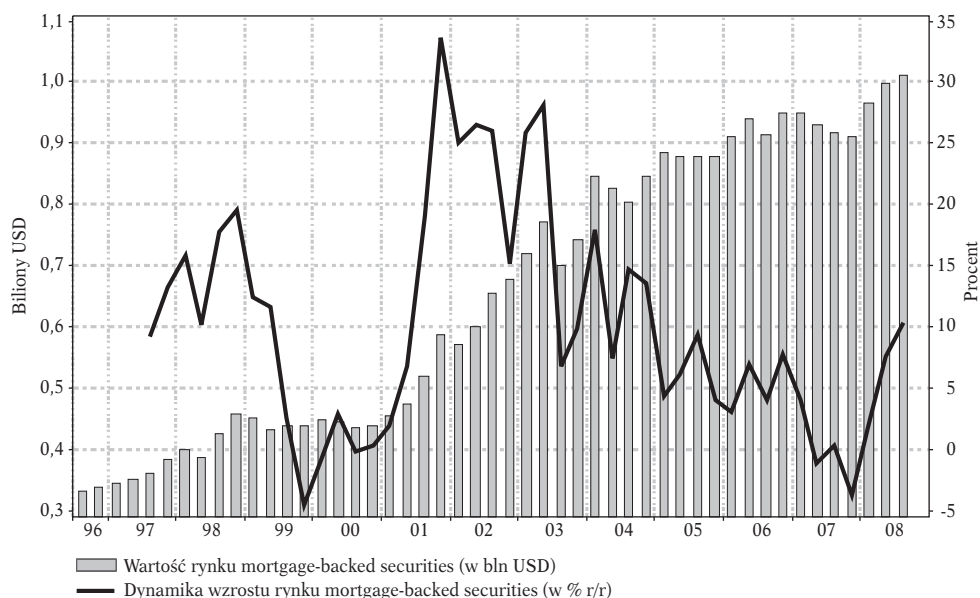
Źródło: Reuters EcoWin Pro

Następny wykres przedstawia rynek *mortgage-backed securities* w Stanach Zjednoczonych ogółem, obejmując portfele inwestycyjne zarówno dużych, jak i małych instytucji finansowych oraz dynamikę wzrostu tego rynku.

Po stronie nabywców obligacji oraz innych instrumentów o charakterze dłużnym, celem ograniczenia ryzyka kredytowego wielu inwestorów, w tym również banków inwestycyjnych i jak się też okazało banków tradycyjnych, zdecydowało się na zakup *credit default swaps* – CDS, czyli pewnego rodzaju ubezpieczenia ryzyka kredytowego swoich inwestycji, w ramach którego nabywcy zobowiązywali się do okresowych płatności na rzecz wystawcy CDS, w zamian za wypłatę kwoty wierzytelności w przypadku jej nieściągalności. Ta nowa klasa derywatów kredytowych pojawiła się w latach 90. XX w., umożliwiając bankom obniżenie ich ryzyka działalności kredytowej. CDS w stosunkowo krótkim czasie stały się jedną z bardziej pożądanym derywatów oraz zaspokoili aspiracje najbardziej wyrafinowanych inwestorów. Dowodzi tego nieznanym dotychczas (wśród derywatów finansowych) w swej dynamice przyrost rynku CDS z poziomu bliskiego zero pod koniec lat 90. XX w. do poziomu 45 bilionów dolarów w połowie

2007 r. oraz 62 bilionów dolarów na koniec 2007 r.¹¹ W okresie grudzień 2004 – grudzień 2007 rynek CDS wzrósł dziewięciokrotnie, w porównaniu z niewiele ponad jednokrotnym wzrostem całego rynku derywatyw. Jednocześnie wzrósł udział CDS z 2% całego rynku derywatyw w 2004 r. do 10% w 2007 r.

Wykres 8. Wartość rynku *mortgage-backed securities* w USA oraz dynamika zmian tego rynku w latach 1995-2008



Źródło: Reuters EcoWin Pro

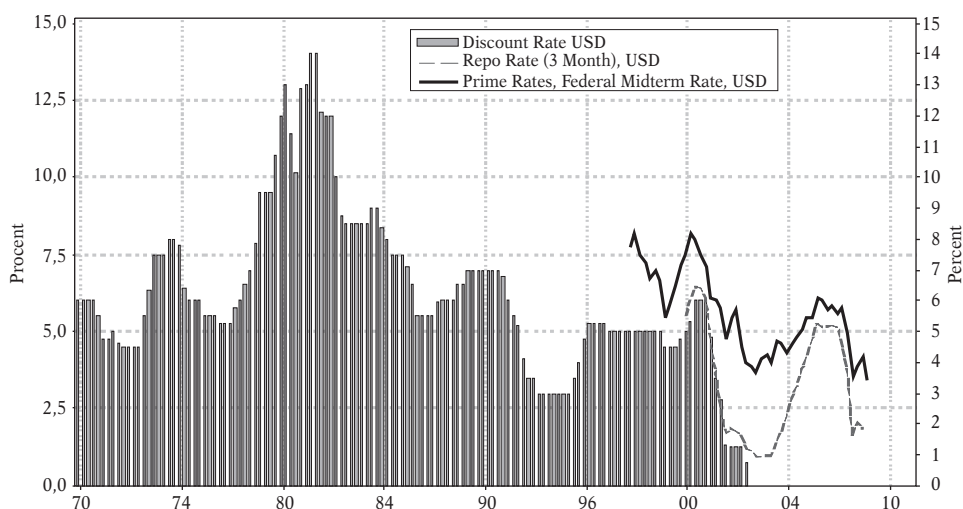
Sekurytyzacja i transakcje na rynku *credit default swaps* ograniczyły ryzyko kredytowe pierwotnych kredytodawców i inwestorów, co nie oznacza, że to ryzyko zostało z rynku wyeliminowane. Imponujący rozkwit omawianych operacji prowadził jedynie do transferu ryzyka kredytowego pomiędzy uczestnikami rynku papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelu kredytów hipotecznych, a obok tego potęgował inny typ ryzyka – ryzyko inwestycyjne związane z tymi instrumentami, tym wyższe, iż w części obejmujące również segment kredytów o najniższych standardach – *subprime mortgages*. Ryzyko to jednak w okresie bardzo dobrej koniunktury gospodarczej, niskich stóp procentowych, dynamicznego rozwoju rynku nieruchomości, a w jego konsekwencji również rynku kredytowego oraz rynku papierów wartościowych, nie wydawało się znaczne. Atrakcyjność inwestycyjna innowacyjnych instrumentów przy niedoszacowanym ryzyku inwestycyjnym przyciągała na ten rynek coraz to

¹¹ Szerzej na ten temat patrz np.: Credit derivatives. The great untangling. The Economist, 8.11.2008; Morris Ch., *The Trillion Dollar Meltdown. Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*. Perseus Books Group, New York [2008, s. 75].

nowych uczestników. Jednym z elementów, które mogły uspić czujność inwestorów były wysokie ratingi kredytowe nadawane tym papierom przez agencje ratingowe.

Podsumowując, w rezultacie dynamicznego rozwoju rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych nastąpiła ekspansja kredytowa na niespotykaną dotychczas skalę (tym większą, iż przypadającą na okres bardzo niskich stóp procentowych) oraz miał miejsce intensywny rozwój rynku papierów wartościowych zarówno w segmencie „tradycyjnym”, jak również w segmencie „innowacyjnym”. Kolejny wykres przedstawia kształtowanie się stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Wykres 9. Stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych w latach 1970-2008

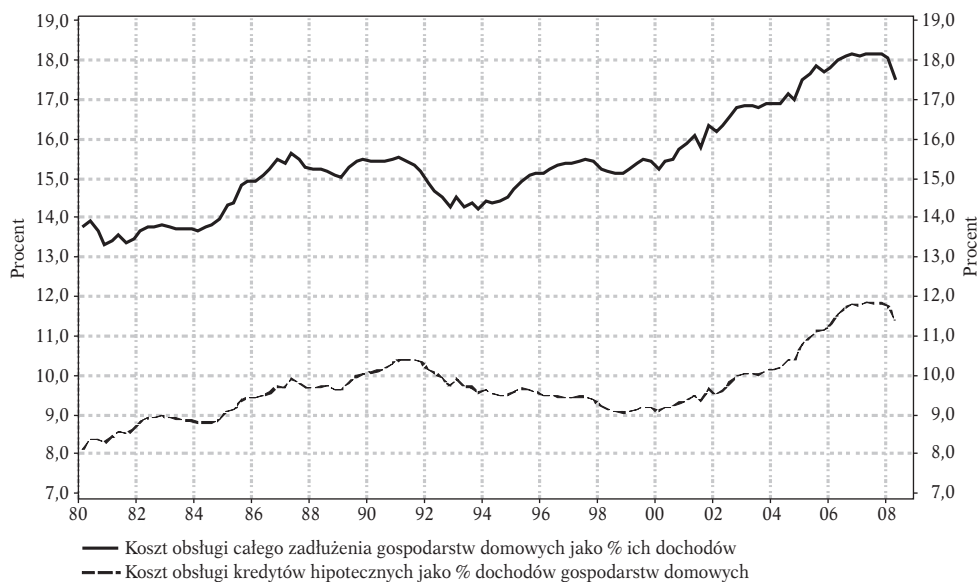


Źródło: Reuters EcoWin Pro

Jak pokazuje wykres, stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych systematycznie spadały przez ostatnie trzy dekady, także z kilkunastoprocentowego poziomu w latach 80. XX w. na początku lat 80. spadły do poziomu jednocyfrowego, a w latach 90. nastąpiło dalsze ich obniżanie. W obliczu pęknięcia „bańki” internetowej na początku XXI w., FED zdecydował się na obniżenie stóp procentowych z 6,5% do 3,5% w ciągu kilku miesięcy. Tragiczne wydarzenia 11 Września 2001 r. spowodowały następnie, iż FED podjął decyzję o kolejnych cięciach do poziomu zaledwie 1% w 2003 r. W obliczu wzrastającej presji inflacyjnej bank centralny Stanów Zjednoczonych zdecydował o zacieśnianiu polityki pieniężnej dopiero w połowie 2004 r., po tym, jak przez trzydzieści jeden kolejnych miesięcy krótkoterminowe stopy procentowe skorygowane o inflację bazową wykazywały wartość ujemną. W praktyce oznaczało to, iż pieniądź miał niespotykanie niski koszt. Zatem w okresie spadającego kosztu pieniądza, rynek nieruchomości mieszkalnych w USA miał wszelkie możliwości po temu, żeby prężnie wzrastać.

W rezultacie zmiany nastawienia FED w polityce pieniężnej trwającej od połowy 2004 r. do połowy 2007 r., stopy procentowe (*Repo Rate*) z poziomu 1% na koniec 2003 r. wzrosły do przeszło 2% na koniec 2004 r., następnie do ponad 4% na koniec 2005 r. oraz do przeszło 5% na koniec 2006 r. Dynamiczny wzrost stóp procentowych w stosunkowo krótkim okresie musiał się przełożyć negatywnie zarówno na możliwości dalszego wzrostu rynku nieruchomości, jak również koszty obsługi kredytów zaciągniętych na zakup nieruchomości mieszkalnych, przedstawiony na następnym wykresie.

Wykres 10. Koszt obsługi zadłużenia gospodarstw domowych (raty odsetkowe i raty kredytowe) w stosunku do ich dochodów w latach 1980-2008



Źródło: Reuters EcoWin Pro

Wraz ze wzrostem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, na koniec 2005 r. pojawiły się pierwsze oznaki słabnącej koniunktury na rynku nieruchomości. Silna dynamika wzrostu wartości sprzedaży nieruchomości mieszkalnych w USA utrzymała się aż do połowy pierwszej dekady XXI wieku, po czym, począwszy od 2006 r. istotnie zaczęła spadać, osiągając wartości ujemne. W 2008 r. wartość sprzedaży nieruchomości mieszkalnych w USA spadła do poziomu sprzed piętnastu lat, podczas gdy stopa spadku wartości sprzedanych domów w tym czasie przekroczyła 50% rok po roku. Oznacza to, iż począwszy od „szczytu” wartości sprzedaży nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, tj. od końca 2005 r., wartość sprzedaży do 2008 r. spadła o 80%.

Spadająca sprzedaż nieruchomości mieszkalnych począwszy od 2006 r. była zapowiedzią nieuchronnego wyhamowania wzrostu cen. Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych zatrzymał się w lipcu 2006, natomiast w sierpniu 2006 r. po raz pierwszy od wielu lat nastąpił spadek cen. Ruchy cen na wtórnym rynku

nieruchomości wskazują na to, iż na rynku tym miała miejsce duża zmienność. Tak jak w 2006 oraz na początku 2007 r. uczestnicy rynku nie byli przekonani, czy spadki cen są tylko odzwierciedleniem krótkotrwałej korekty i powinny być potraktowane jako dobra okazja do zakupu nieruchomości, czy odwrotnie – są zapowiedzią pogłębiającego się załamania rynku nieruchomości, tak pod koniec 2007 r. nie było już wątpliwości, iż doszło do załamania rynku.

Mimo że początek 2007 r. przyniósł niewielkie ożywienie na ryku nieruchomości w USA, to wydarzenia z lutego 2007 r. nie napawały już dużym optymizmem. Otóż w lutym 2007 r. trzeci co do wielkości w świecie bank – HSBC ogłosił niższe od oczekiwanych wyniki finansowe, spowodowane wzrostem stopy kredytów zagrożonych, ze względu na nadmierną ekspozycję HSBC na kredyty udzielone w segmencie *subprime mortgages*. Po ogłoszeniu tych wyników ceny akcji HSBC spadły o 25%, krótkoterminowo straciły również akcje innych instytucji finansowych.

W marcu 2007 r. ukazał się raport opracowany przez *Mortgage Bankers Association*, wskazujący na gwałtowny wzrost zagrożenia płynącego z rynku *subprime mortgages*. Rozpoczęta w tym samym czasie wyprzedaż akcji instytucji finansowych zaangażowanych w segment *subprime mortgages* była pierwszym sygnałem zapowiadającym głębsze załamanie się rynku papierów wartościowych w omawianym segmencie. Dość szybko jednak na rynki akcji powrócił trend wzrostowy, tym bardziej że najwyżsi rangą urzędnicy państwowi publicznie zapewniali o niewielkiej wadze problemu. Jeszcze wówczas nie znano rozmiarów zagrożenia, a jednocześnie nie przypuszczano, że najbardziej renomowane instytucje finansowe mogą mieć tak dużą ekspozycję na ryzykowne papiery wartościowe wystawione w oparciu o segment kredytów o najniższych standardach. W czerwcu 2007 r. agencje ratingowe zaczęły obniżać ratingi instrumentom finansowym skonstruowanym w oparciu o kredyty udzielone w segmencie *subprime mortgages*. W odpowiedzi na zmianę ratingów rynki finansowe zareagowały natychmiastowym przewartościowaniem papierów wartościowych przywiązanych do *subprime mortgages*.

Spadek wartości portfeli inwestycyjnych to nie jedyny skutek problemów w segmencie *subprime mortgages*. Jedną z poważniejszych konsekwencji tego kryzysu był spadek wzajemnego zaufania instytucji finansowych na rynku międzybankowym, ze względu na niepewność co do ich ekspozycji w zagrożonym segmencie i jej ewentualnych rozmiarów, co zachwiało płynnością finansową wielu z nich ze względu na uzależnienie od finansowania na rynku międzybankowym. Sytuacja ta pociągnęła za sobą wzrost krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym oraz ogólną awersję do pożyczania pieniędzy innym instytucjom finansowym. W kolejnych miesiącach problemy związane z *subprime* przybierały na sile. Rosnące obawy o większą niż przewidywano ekspozycję instytucjonalną na amerykański rynek *subprime mortgages* wywołały panikę wśród inwestorów oraz innych uczestników rynku finansowego w sierpniu 2007 r. W takiej sytuacji banki centralne zdecydowały się na głęboką interwencję mającą na celu ustabilizowanie rynku finansowego, korzystając z różnych instrumentów. Główne z nich to obniżki stóp procentowych nawet

przy wciąż obecnych obawach co do presji inflacyjnej oraz zwiększanie płynności poprzez wydłużanie kredytowania krótkoterminowego, niskooprocentowane kredyty dla instytucji finansowych, jak również skupowanie papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelach kredytowych rynku *subprime mortgages* w USA lub pożyczanych pod ich zastaw oraz dokapitalizowanie banków.

Problemy w segmencie *subprime mortgages* oraz na rynku innowacyjnych instrumentów zbudowanych w oparciu o ten segment spowodowały diametralną zmianę w zachowaniu wszystkich uczestników rynku finansowego, prowadząc do „pęknięcia bańki” na rynku nieruchomości, a następnie papierów wartościowych. Zachowanie uczestników rynku od zupełnego braku ostrożności przesunęło się w kierunku nadmiernej awersji do ryzyka. W obliczu przewidywanego spadku cen na rynku nieruchomości mieszkalnych w Stanach Zjednoczonych, gospodarstwa domowe w coraz większym stopniu wstrzymywały się z decyzją zakupu domów, z drugiej strony banki niemal zawiesiły akcję kredytową, drastycznie odcinając od finansowania rynek nieruchomości. W takiej sytuacji nie trudno sobie wyobrazić załamanie rynku nieruchomości, ze wszelkimi negatywnymi tego konsekwencjami, a konsekwencje tego we współczesnych warunkach są tym poważniejsze, iż dotyczą całej rzeszy nadmiernie zadłużonych kredytobiorców, którym w okresie dynamicznego wzrostu wartości rynkowej nieruchomości przydzielono kredyty przewyższające nawet 100% ceny zakupywanego domu, tj. bez wkładu własnego, a nawet ze zwiększeniem kwoty kredytu w celach konsumpcyjnych (m.in. wyposażenia domu). Spadająca wartość nieruchomości to jednocześnie topniejąca wartość zabezpieczenia kredytowego. W sytuacji załamania na rynku nieruchomości w USA zabezpieczenie coraz większej liczby kredytów hipotecznych nie pokrywało kwoty zadłużenia. W rezultacie banki wzywały kredytobiorców bądź do spłaty różnicy pomiędzy wartością zadłużenia a wartością zabezpieczenia domu, bądź do uzupełnienia zabezpieczenia w drodze dostarczenia dodatkowych aktywów. Niedopełnienie tego obowiązku było równoznaczne z postawieniem kredytu w stan natychmiastowej wymagalności, kończące się z reguły procedurą egzekucyjną z wystawieniem domów na licytację. Z drugiej strony spadek wartości zabezpieczenia powodował, zgodnie z warunkami umów kredytowych, przekwalifikowanie kredytu do grupy o wyższej klasie ryzyka, co z kolei miało bezpośrednie przełożenie na podniesienie oprocentowania kredytu. Wzrost ryzyka kredytowego pociąga za sobą wzrost kosztów obsługi kredytu hipotecznego, co w szczególności dla słabiej sytuowanych kredytobiorców wiązało się z niemożliwością sprostania nowym, dostosowanym do kryzysowych warunków rynkowych, wymogom kredytowym. W taki sposób kredytobiorcy o najniższych dochodach, w szczególności uczestnicy tzw. rynku *subprime mortgages*, wpadali w „pułapkę zadłużenia”, zwiększając pulę domów wystawionych na licytację na rynku nieruchomości, w konsekwencji przyczyniając się do utrwalenia spadkowego trendu rynku. Rosnąca pula kredytów zagrożonych pogarszała również sytuację finansową banków i innych instytucji finansowych. Konieczność tworzenia dodatkowych rezerw, konieczność spisywania w straty niemożliwych do ściągnięcia zobowiązań, zwiększenie kosztu kapitału („kosztu ryzyka”), w zestawieniu ze spadkiem dochodów z tytułu

pro wizji od nowo udzielanych kredytów (zahamowanie akcji kredytowej), prowadziły do miliardowych strat finansowych nawet największych, najbardziej renomowanych banków. Rosnące straty instytucji finansowych, ich wysoka ekspozycja na ryzykowny rynek innowacyjnych instrumentów zbudowanych o segment *subprime mortgages* oraz napływające na rynek niepokojące sygnały osłabienia gospodarki sprawiły, iż instytucje finansowe były pierwszym segmentem, w którym załamał się „tradycyjny” rynek papierów wartościowych.

Wyprzedaż akcji instytucji finansowych pociągnęła za sobą wyprzedaż akcji firm innych branż, której towarzyszyła silna wolatylność rynku. Zatem pęknięcie „bańki” nieruchomości w Stanach Zjednoczonych postawiło w trudnej sytuacji rynek papierów wartościowych nie tylko w segmencie eksponowanym na rynek nieruchomości (w szczególności jego ryzykowny segment *subprime mortgages*), czyli rynek ABS oraz CDS, ale również rynek papierów wartościowych w jego „tradycyjnym” segmencie¹², ucierpiała też koniunktura gospodarcza. Rosnąca niepewność przełożyła się na kolejne segmenty rynku finansowego, wzmagając zjawiska kryzysowe. Poprzez niezwykle rozbudowaną siatkę powiązań międzynarodowych w dobie globalizacji, spowodowało to również zawirowania w globalnym systemie finansowym oraz w globalnej gospodarce. Istotnym elementem w tym procesie było „delewarowanie” (ang. *deleveraging*), czyli redukcja kredytów dla osób fizycznych, małych i średnich przedsiębiorstw oraz korporacji z powodu problemów banków z pozyskiwaniem finansowania na akcję kredytową. Negatywny wpływ na realną gospodarkę odbył się też poprzez spadek optymizmu konsumentów i firm, mający przełożenie na niższą konsumpcję i inwestycje, a w konsekwencji niższe zatrudnienie i spadek dochodów gospodarstw domowych w wielu krajach.

W rezultacie przyszło się zmierzyć z największym i najpoważniejszym w skutkach kryzysem finansowym od okresu „Wielkiej Depresji”, z globalnym kryzysem finansowym XXI wieku.

Bibliografia

- Brummer A., [2008], *The Crunch, The Scandal of Northern Rock and the Escalating Credit Crisis*, Random House Business Books, London.
- Cooper G., [2008], *The Origin of Financial Crises, Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, Harriman House LTD, Hampshire.
- Kindleberger Ch., Aliber R., [2005], *Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition.
- Minsky H., [1959], *A Linear Model of Cyclical Growth*, *The Review of Economics and Statistics*, 41, 2, s. 133-145.
- Minsky H., [1957], *Central Banking and Money Market Changes*, „*Quarterly Journal of Economics*”, 71, s. 171-187.
- Minsky H., [1993], *Finance and Stability: The Limits of Capitalism. Minsky Archives*, The Levy Economics Institute of Bard College.

¹² Kolejne spadki wartości rynkowej papierów wartościowych, to kolejne przeszacowanie wartości aktywów banków, firm oraz gospodarstw domowych, itp.

- Minsky H., [1994], *Financial Instability and the Decline of Banking: Public Policy Implications*, Minsky Archives, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky H., [1963], *Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions*, „American Economic Association Papers and Proceedings”, 54, s. 324-332.
- Minsky H., [1987], *Memo on Securitization*. Minsky Archives, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky H., [1957], *Monetary Systems and Accelerator Models*, „American Economic Review”, 47, 6, s. 860-883.
- Minsky H., *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill, International Edition 2008 (pierwszy raz opublikowana w 1986 roku przez Yale University Press).
- Morris Ch. [2008], *The Trillion Dollar Meltdown. Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*, Perseus Books Group, New York.
- Shiller R. [2008], *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about it*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Stern G., Feldman R., [2004], *To Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*, Brookings Institute Press, International Edition.
- Turner G., [2008], *The Credit Crunch. Housing Bubbles, Globalization and the Worldwide Economic Crisis*, Pluto Press, London.
- World Economic Outlook, [October 2008], *Financial Stress, Downturns, and Recoveries*, International Monetary Fund.
- Artykuły „The Economist”, „Financial Times”, „The Wall Street Journal”.

MINSKY'S THEORY OF FINANCIAL CRISES AND ITS IMPACT ON CONTEMPORARY ECONOMICS

Summary

The fall of the U.S. investment bank Lehman Brothers – one of the world's largest financial institutions – in mid-September last year rocked the foundations of the global financial system and triggered what turned out to be the worst financial crisis since the Great Depression of the 1930s. Amid the global turmoil, international economists and financiers dusted off a 1980s book by American economist Hyman P. Minsky entitled *Stabilizing an Unstable Economy*. The book sheds new light on the ongoing financial crisis. One of the many strengths of this book is that it offers a consistent definition of a financial crisis in the modern economy.

Nawrot's article analyzes the latest financial turbulence in the world. The analysis makes use of methods based on a theoretical model developed by Minsky, which, for the needs of the article, was expanded to address the situation at the start of the 21st century. The author uses this comprehensive financial model to probe the essence of the ongoing crisis and identify its causes, course and possible implications.

The analysis shows that the world's financial markets are undergoing dynamic changes and that many financial market players are in debt. This, along with a changing breakdown of this debt, poses a serious threat for the future, Nawrot says.

Keywords: global financial crisis, Great Depression, Hyman P. Minsky