

Kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych – lekcja dla Polski

Leszek Pawłowicz

Źródłem obecnego kryzysu kredytowego w USA i niektórych krajach UE jest mechanizm ekspansji bankowości hipotecznej generujący błędne przesłanki dla zarządzania ryzykiem, głównie w wyniku przewartościowania zabezpieczeń.

W dobie globalizacji rynków finansowych głównym kanałem rozprzestrzeniania się kryzysu kredytowego poza instytucje kredytowe jest sekurytyzacja kredytów hipotecznych. Powoduje ona bowiem skutki transsektorowe i transgraniczne w zależności od skali i struktury rynku nabywców MBS-ów (*Mortgage Backed Securities*), CDO (*Collateralized Debt Obligations*), a także listów zastawnych (niem. *Pfandbriefe*) i SIV (*Structured Investment Vehicles*).

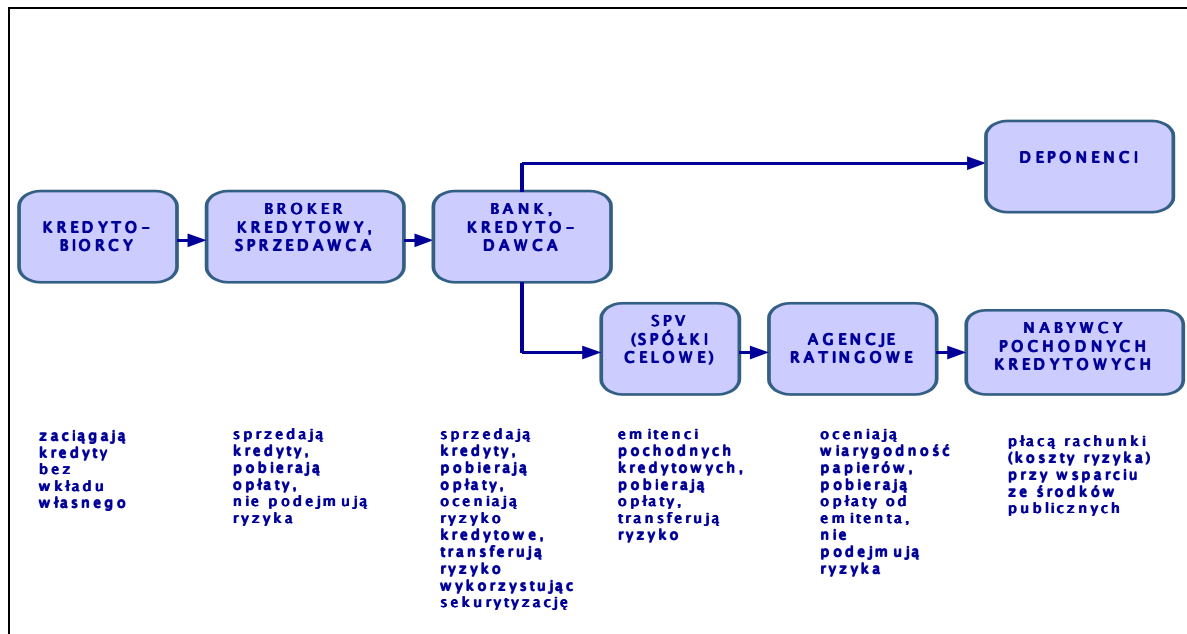
Poprzez globalny rynek pochodnych instrumentów kredytowych kryzys kredytowy dosięga instytucji ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, banków inwestycyjnych i innych, których profesją nie jest zarządzanie ryzykiem kredytowym. Co więcej źródła kryzysu i skutki kryzysu są zlokalizowane w różnych krajach.

Banki z roli instytucji zarządzających ryzykiem przeszły do roli pośredników transferujących ryzyko do innych uczestników rynku. Czy taki bank jest nadal instytucją kredytową?

Cechą charakterystyczną obecnego procesu udzielania kredytów jest unikanie ryzyka kredytowego przez większość uczestników rynku finansowego. Nasilająca się konkurencja stymuluje kredytodawców do oferowania kredytów hipotecznych, bez należytego zabezpieczenia tj. takich które przekraczają wartość nabywczą nieruchomości. Kredytobiorca, w momencie zaciągania kredytu bez tzw. wkładu własnego, nie ponosi ryzyka. Sprzedawca kredytu, którym jest pośrednik lub pracownik banku, wynagradzany jest zazwyczaj w formule akordu progresywnego (im więcej sprzeda kredytów, tym wyższą inkasuje marżę). Również on nie ponosi ryzyka kredytowego. Ryzyko kredytowe w tym momencie obciąża kredytodawcę i ewentualnego ubezpieczyciela. Kredytodawcy w coraz większym stopniu transferują ryzyko na innych uczestników rynku wykorzystując sekurytyzację. W procesie transferu ryzyka opłaty pobierają spółki celowe, agencje ratingowe i banki inwestycyjne, jednak również i one unikają ryzyka. W rezultacie koszty ryzyka kredytowego spadają na inwestorów, którzy nabyli pochodne kredytowe, a w przypadku braku sekurytyzacji na banki i deponentów. Proces ten ilustruje rysunek 1.

Rysunek 1

Udział poszczególnych uczestników rynku finansowego w ryzyku kredytowym.



Źródło: Opracowanie własne

W procesie tym są co najmniej trzy elementy generujące zjawiska kryzysowe.

Po pierwsze, w momencie podejmowania decyzji kredytowej może łatwo nastąpić kumulacja lekkomyślności kredytobiorcy z bezkarnością sprzedawcy.

Po drugie, w wyniku sekurytyzacji może nastąpić nie tylko transfer ryzyka kredytowego do instytucji, które nie są przygotowane do zarządzania ryzykiem kredytowym ale również spadek zainteresowania banków długookresową polityką kredytową, administrowaniem kredytami, ich windykacją i ewentualną restrukturyzacją.

Po trzecie, konflikt interesu w agencjach ratingowych wynagradzanych przez emitentów i brak przejrzystości i nadzoru ich działania zwiększają ryzyko utraty zaufania między uczestnikami rynku kredytowego.

Co z tego wynika dla Polski?

Polski rynek kredytów hipotecznych jest mały i nieadekwatny do naszego potencjału demograficznego i ekonomicznego. Dość powiedzieć, że w roku 2006 udział Polski w ludności UE wynosił 8,3%, w PKB 2,4% a w kredytach hipotecznych jedynie 3 promile. Jest on w początkowej fazie rozwoju co najlepiej obrazuje relacja kredytów hipotecznych do PKB wynosząca w Polsce ok. 10% podczas gdy średnia dla UE wynosi ok. 50%, a dla USA ok. 75%. Polski rynek kredytów hipotecznych ma charakter narodowy i w zasadzie nie jest powiązany bezpośrednio z międzynarodowym rynkiem finansowania kredytów hipotecznych. Nie ma zatem uzasadnienia, aby pod wpływem perturbacji na rynkach kredytów hipotecznych w USA i niektórych krajach UE, ograniczać rozwój tego rynku w Polsce, jeśli ryzyko „zakażenia polskiego rynku” kryzysem amerykańskim jest niewielkie.

Są jednak inne powody, dla których warto monitorować mechanizm ekspansji kredytowej banków krajowych po to, aby uniknąć niekontrolowanych perturbacji, a być może kryzysu bankowego. Mechanizm ekspansji kredytowej w Polsce jest bowiem analogiczny do tego, który obecnie w wielu krajach powoduje sytuacje kryzysowe. Dlatego należy jak najszybciej opracować scenariusz działań regulacyjnych i nadzorczych w celu uniknięcia sytuacji, w

której mechanizm ekspansji kredytowej przerodzi się w mechanizm kryzysu. Dzisiaj, obserwując zjawiska z rynków finansowych, które borykają się z kryzysem płynności finansowej, ryzykiem utraty reputacji oraz przejawami hazardu moralnego, możemy skorzystać z cudzych doświadczeń a także uczyć się na cudzych błędach. Jutro może być za późno.

* * *

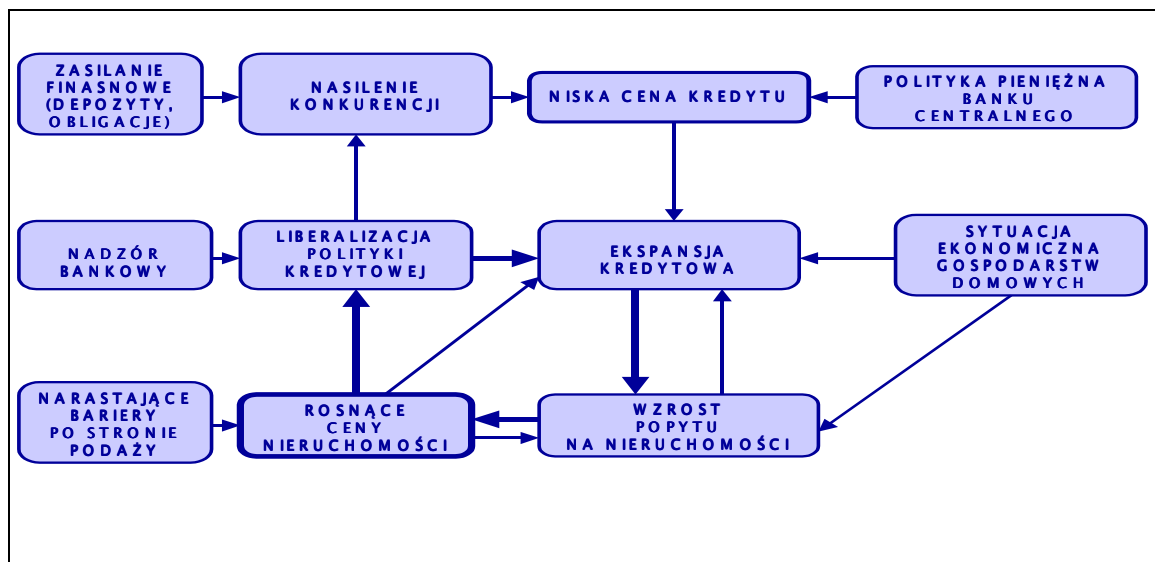
Od kilkunastu lat trwała nieprzerwanie dobra koniunktura na amerykańskim i europejskim rynku mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Szybki wzrost napędzany był głównie przez:

- niskie stopy procentowe,
- wzrastającą dostępność kredytu,
- rosnące ceny nieruchomości.

Uruchamia to klasyczny mechanizm ekspansji kredytowej (przedstawiony na rysunku 2): niska cena kredytu hipotecznego i związany z tym wzrost akcji kredytowej banków powodują wzrost popytu na mieszkania i wzrost cen nieruchomości. Wzrost cen nieruchomości, czyli wartości zabezpieczeń kredytów hipotecznych pozwala bankom na liberalizację polityki kredytowej i wzrost dostępności kredytu. To z kolei skutkuje wzrostem popytu na mieszkania i wzrostem ich ceny. Wzrost cen nieruchomości stymuluje dodatkowo popyt na kredyt ponieważ kredytobiorcy są pod presją inflacji na rynku mieszkaniowym i każde opóźnienie decyzji dotyczącej zakupu mieszkania skutkuje wymiernymi stratami dla budżetów domowych.

Rysunek 2

Mechanizm ekspansji kredytowej i galopującej inflacji na rynku nieruchomości.



Źródło: Opracowanie własne

Banki kreuja pieniądz kredytowy szybciej niż rośnie wartość nieruchomości oferowanych do sprzedaży. Na rynku nieruchomości ma zatem miejsce typowa inflacja o charakterze popytowym (ciągniona przez kredyt). Ceny nieruchomości nie „wchodzą” jednak do indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), który jest najpopularniejszą miarą inflacji i nie wpływają bezpośrednio na realizację celu inflacyjnego polityki pieniężnej.

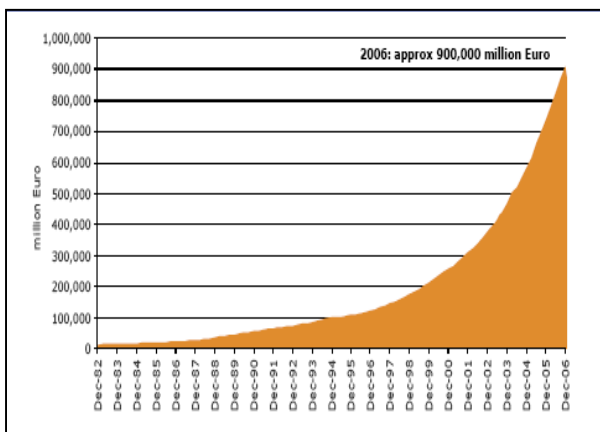
Zostawiając na boku akademicką dyskusję, czy mieszkanie jest dobrem konsumpcyjnym czy też inwestycja kapitałową, warto zwrócić uwagę, że inflacja na rynku nieruchomości ma charakter galopujący (tempo wzrostu cen jest dwucyfrowe) i wynika głównie z wykładniczego tempa wzrostu kredytów hipotecznych. Sytuacja taka ma miejsce w wielu krajach, również w Polsce. W rezultacie galopującej inflacji na rynku nieruchomości kredytobiorcy zadłużają się na coraz większe kwoty, często na pograniczu swoich możliwości finansowych.

Mechanizm ekspansji kredytowej kręci się coraz szybciej ponieważ regulatorzy, nadzorcy i kredytodawcy postrzegają ryzyko kredytowe przez pryzmat rosnących cen zabezpieczeń kredytowych, a grono kredytobiorców powiększa się wskutek galopującej inflacji na rynku nieruchomości połączonej ze stabilnym, niskim oprocentowaniem kredytu. Miesięczne obciążenie kredytobiorców ratami kredytu zmienia się w wolniejszym tempie niż ceny mieszkań ponieważ wydłużeniu ulega okres kredytowania, czasami aż do nieskończoności (kredyty typu *reverse mortgage*). W rezultacie przebieg ekspansji kredytowej charakteryzuje się wykładniczym trendem wzrostu, aż do kryzysu (porównaj rysunek 3).

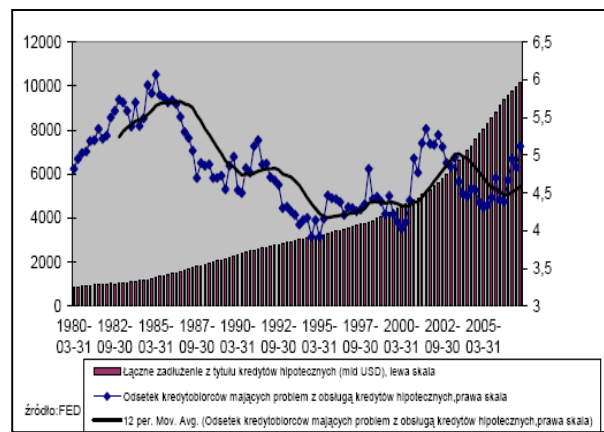
Rysunek 3

Wykładniczy trend wzrostu kredytów hipotecznych w Hiszpanii, USA i w Polsce.

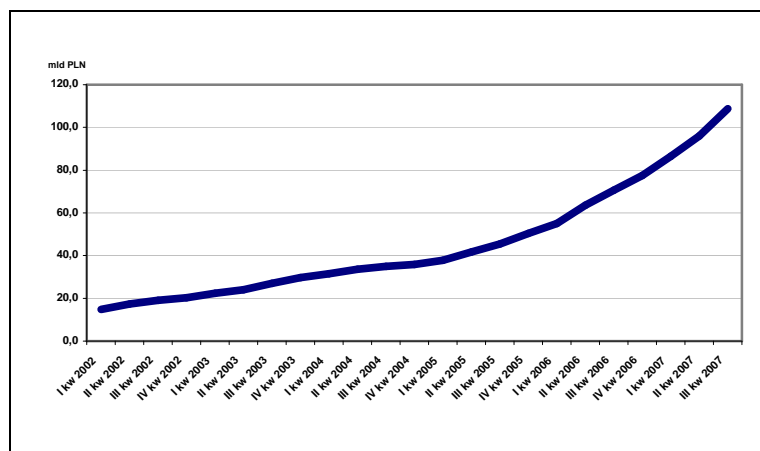
Hiszpania w latach 1982 – 2006



USA w latach 1980 – 2005



Polska w latach 2002 – 2007 (III kwartał)



Źródło: Hiszpania: *3th Quarter 2006 Statistics*, European Mortgage Federation, luty 2007,

USA: FED [za:] *Ocena jakości kredytów mieszkaniowych i gotówkowych w Polsce na tle rynku amerykańskiego*, Raport Expandera oraz BIK SA, Warszawa 23 października 2007,

Polska: NBP.

Wykładnicze tempo ekspansji kredytowej i związana z nim galopująca inflacja na rynku nieruchomości prędzej czy później doprowadzają do sytuacji, w której kredytobiorcy nie są w stanie spłacać rat kredytowych.

Są dwa trendy (procesy), które różnią obecny mechanizm ekspansji kredytowej z przełomu XX i XXI wieku od podobnych zjawisk w okresach wcześniejszych i które powodują że zasięg ewentualnego kryzysu może być znacznie szerszy a okres dostosowania dłuższy:

- 1) automatyzacja fabryk kredytów i outsourcing sprzedaży kredytów;
- 2) sekurytyzacja kredytów hipotecznych.

Ad.1 Automatyzacja fabryk kredytów i outsourcing sprzedaży kredytów

Rosnąca skala działalności kredytowej związana z finansowaniem mieszkalnictwa umożliwiła i wymusiła na bankach automatyzację obsługi kredytów hipotecznych. Warunkiem koniecznym automatyzacji jest centralizacja zarządzania ryzykiem. Powszechnie stały się w tym obszarze automaty scoringowe, dotychczas wykorzystywane w kredytach gotówkowych, ratałnych i kartach kredytowych. Procesy udzielania kredytów hipotecznych ulegają centralizacji.

Generalnie, centralizacja zarządzania ryzykiem i automatyzacja procesów kredytowych w połączeniu z outsourcingiem sprzedaży powoduje, że bezpośredni sprzedawca kredytów nie jest w wystarczającym stopniu powiązany z ryzykiem kredytowym. Akordowe systemy wynagradzania sprzedawców kredytowych generują ryzyka operacyjne trudne w obecnej chwili do przewidzenia. Wchodzące na rynek banki „podbijają” stawki płacone pośrednikom kredytowym (obecnie na poziomie 2 – 2,5% wartości udzielonego kredytu), co nasila „niezdrową” konkurencję. Pod jej wpływem niektórzy uczestnicy rynku podejmują próby omijania bezpiecznych reguł polityki kredytowej. Spada lojalność klientów i rośnie skala refinansowania już udzielonych kredytów przez najbardziej ekspansywnych kredytodawców. Rozszerza się zjawisko hazardu moralnego. Jaskrawym jej przejawem jest „akordowa” sprzedaż kredytów bez nawet minimalnego udziału wkładu własnego kredytobiorców.

Proces outsourcingu sprzedaży kredytów, akordowe systemy wynagradzania sprzedawców oraz omijanie bezpiecznych reguł polityki kredytowej praktykowane są powszechnie również na polskim rynku kredytowym.

Ad.2 Sekurytyzacja kredytów hipotecznych

Pomimo niekwestionowanych walorów sekurytyzacji, obecny kryzys kredytowy pokazał, że generuje ona pewne sytuacje odwrotne w stosunku do zamierzonych. Mimo, iż sekurytyzacja na polskim rynku finansowym jest w początkowej fazie rozwoju warto już obecnie wskazać ryzyka, które się z nią wiążą.

Po pierwsze, sekurytyzacja kredytów hipotecznych stała się głównym kanałem rozprzestrzeniania się kryzysu poza obszar kredytodawców i kredytobiorców. Spowodowała, że ryzyko systemowe rynków finansowych wzrosło, a nie zmalało.

Po drugie, transfer ryzyka kredytowego z instytucji kredytowych do nabywców MBS-ów tj. głównie funduszy inwestycyjnych i instytucji ubezpieczeniowych, spowodował że banki które już nie ponosiły ryzyka **przestały troszczyć się o jakość portfela kredytowego**. Ryzyko jest rozproszone wśród inwestorów z całego świata, a banki wyzbywając się ryzyka kredytowego beztrudno rozpoczęły stymulować sprzedaż kredytów bez wkładu własnego i rzetelnego sprawdzenia zdolności kredytowej. Szacuje się, że takie ryzykowne kredyty to ponad połowa wszystkich kredytów hipotecznych udzielonych w USA w latach 2005 - 2007.

Po trzecie, sekurytyzacja kredytów hipotecznych stała się stymulatorem hazardu moralnego, w rezultacie którego powstał cały łańcuch pośredników zarabiających na opłatach i nie ponoszących ryzyka kredytowego. Brokerzy i multibrokerzy kredytowi podobnie jak banki starają się maksymalizować dochody sprzedając jak najwięcej kredytów, następnie przekształcają je w papiery wartościowe, gwarantowane kredytami hipotecznymi (MBS). Następnie banki inwestycyjne pobierają opłaty przekształcając MBS w zobowiązania zabezpieczone długiem (*Collateralized Debt Obligations – CDO*). Ponadto w agencjach ratingowych ma miejsce konflikt interesów, ponieważ pobierają one opłaty od zarządców spółek (*SPV – special purpose vehicle*) transferujących ryzyko kredytowe. Inwestorzy obserwując wzrost cen nieruchomości beztrudno kupują MBS i CDO wierząc zawodnym ratingom, mimo iż oczywiste wydaje się, że prawidłowa wycena tych złożonych i niepiętnych instrumentów jest prawie niemożliwa.

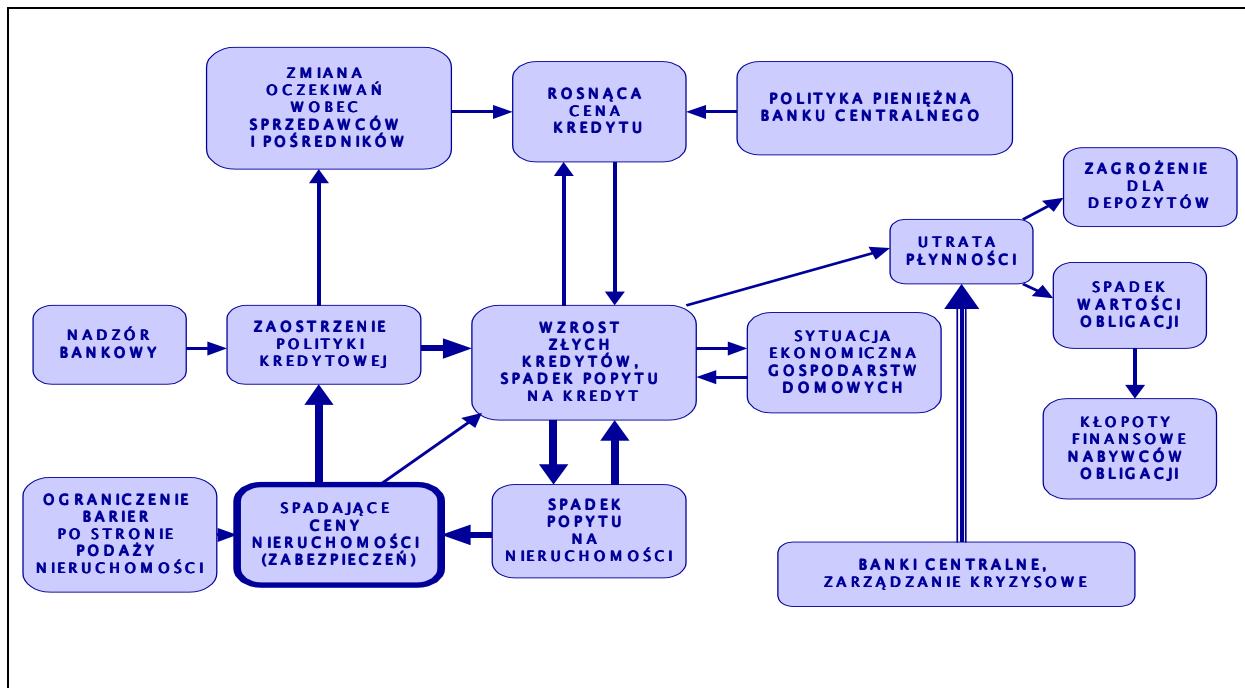
Po czwarte, sekurytyzacja obniżyła transparentność rynku finansowego, ponieważ nie jest znana struktura nabywców papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami, a także rynkowa wartość ich papierów. Tylko na rynku *subprime* w USA, wielkość strat szacuje się na 50 – 200 mld USD zależnie od przewidywanej skali spadku cen nieruchomości. W rezultacie, kiedy nie wiadomo kto co ma, spada wiarygodność partnerów co prowadzi do trudności z pożyczaniem pieniędzy czyli do kryzysu płynności.

Sekurytyzacja kredytów nie spowoduje prawdopodobnie bezpośrednich konsekwencji dla polskiego rynku finansowego ponieważ praktycznie nie ma na nim nabywców ani emitentów pochodnych kredytowych typu MBS lub CDO. Nie oznacza to jednak, że nie spowoduje konsekwencji pośrednich spowodowanych perturbacjami na globalnych rynkach finansowych.

Największym zagrożeniem dla stabilności polskiego sektora finansowego jest jednak mechanizm ekspansji kredytowej analogiczny do mechanizmu funkcjonującego w krajach, które obecnie przeżywają kryzys kredytowy.

Mechanizm ekspansji kredytowej wymyka się bowiem w pewnym momencie spod kontroli i zmienia się mechanizm kryzysu. Od tego momentu ochrona przed utratą stabilności systemu finansowego wymaga bardzo kosztownych interwencji banku centralnego. Koszty zarządzania kryzysowego są zawsze nieporównywalnie wyższe niż koszty działań prewencyjnych. W przypadku kryzysu bankowego sięgają one kilkunastu procent PKB.

Rysunek 4
Mechanizm kryzysu kredytowego.



Źródło: Opracowanie własne

Dla krajowych regulatorów i nadzorców w obecnym okresie rozwoju rynku kredytów hipotecznych podstawowe znaczenie ma zatem odpowiedź na pytanie: czy i jak interweniować w mechanizm ekspansji kredytowej?

Czy niekontrolowany, wykładniczy wzrost kredytów hipotecznych w powiązaniu z galopującą inflacją na rynku nieruchomości powinno się regulować instrumentami polityki pieniężnej czy instrumentami o charakterze ostrożnościowo-nadzorczym?

Dotychczasowe doświadczenia krajów, które wpadły w kryzys kredytowy pokazują, że zabrakło tam należytej ostrożności. Fakt, że uczestnicy rynku wykorzystywali hazard moralny nie budzi zdziwienia, bo takie działania generuje mechanizm ekspansji kredytowej. W rezultacie mamy obecnie do czynienia z sytuacją, w której banki centralne w krajach objętych kryzysem, pompując płynność finansową do systemu bankowego, kreują wartość dla akcjonariuszy, ponieważ nie dopuszczają do spadku wartości akcji tych instytucji adekwatnego do podjętego przez nie ryzyka. Obniżają stopy procentowe, mimo ryzyka inflacji, ponieważ nie chcą dopuścić do spadku cen na rynku nieruchomości, które stanowią o rynkowej wartości zabezpieczeń udzielonych kredytów hipotecznych. W obawie przed uruchomieniem mechanizmu kryzysowego godzą się na wzrost inflacji. Obserwujemy zatem skutki i działania odwrotne od zamierzonych.

Polska znajduje się w początkowej fazie ekspansji kredytów hipotecznych. Wydaje się, że obecnie wystarczają umiarkowane działania o charakterze nadzorczo-ostrożnościowym dla uniknięcia poważniejszych perturbacji. Działania te powinny być zsynchronizowane z polityką gospodarczą i społeczną i skoncentrowane na kształtowaniu cen na rynku nieruchomości.

Ceny nieruchomości stanowią bowiem centralny element mechanizmu ekspansji kredytowej, a także mechanizmu kryzysu. To gwałtowny spadek cen nieruchomości powoduje, że rynkowa wartość zabezpieczeń kredytów hipotecznych staje się iluzoryczna, co stanowi bezpośredni impuls do zamiany mechanizmu ekspansji kredytowej w mechanizm kryzysu.

Spadające ceny nieruchomości powodują wówczas, z jednej strony spadek popytu na kredyt hipoteczny, a z drugiej zaostrzenie polityki kredytowej banków. Następuje spadek popytu na kredyt spowodowany bardziej restrykcyjną polityką kredytową. Jeśli dodatkowo w okresie tym wzrośnie cena kredytu w wyniku np. wzrostu stóp procentowych lub wzrostu ryzyka kursowego, wówczas spadek popytu na nieruchomości i spadek ich cen stają się bardziej gwałtowne, co pogłębia trudności z opanowaniem kryzysu.

Obecna sytuacja na rynku kredytów hipotecznych w Polsce, który znajduje się w pierwszej fazie coraz szybszego wzrostu, umożliwia jeszcze skuteczne działania profilaktyczne, które mogą zapobiec sytuacji kryzysowej. Wymagają one redukcji tempa inflacji w obszarze nieruchomości do poziomu jednocyfrowego. Należy jednak pamiętać, że restrykcyjne regulacje lub działania mogą jednak spowodować załamanie rynku wskutek gwałtownego spadku wartości zabezpieczeń i uruchomienia mechanizmu kryzysowego. Dlatego należy uwzględnić całokształt czynników wpływających na ceny nieruchomości w Polsce. Są one bowiem nieco inne niż w takich krajach jak USA, Niemcy czy Hiszpania. Obok głównych przyczyn wzrostu popytu na kredyt, podobnych jak w UE tzn. niskich stóp procentowych, liberalizacji polityki kredytowej i oczekiwanego wzrostu cen na rynku nieruchomości, występują w Polsce silne specyficzne uwarunkowania. Są to w szczególności czynniki fundamentalne związane z niezaspokojonymi podstawowymi potrzebami mieszkaniowymi. Np. liczba mieszkań w Polsce w przeliczeniu na 1000 mieszkańców jest o ponad 30% niższa niż w UE, a likwidacja tego deficytu wymaga ok. 12 – 15 lat. Z drugiej strony cenę mieszkań „podbijają” ograniczenia po stronie podaży wynikające z powodów administracyjnych: brak planów przestrzennego zagospodarowania, uzbrojonych terenów a także długotrwałe procedury budowlane, które powodują, że załatwienie wszystkich formalności potrzebnych do rozpoczęcia inwestycji zajmuje ponad rok. Bariery ograniczające podaż na rynku nieruchomości wynikają również z braku polityki imigracyjnej w warunkach dużej emigracji zarobkowej Polaków, która niwelowałaby brak rąk do pracy.

W rezultacie ruchy cen na polskim rynku nieruchomości spowodowane są zmianami popytu wskutek taniego i łatwego kredytu i barierami po stronie podaży, głównie o charakterze administracyjnym. Sprzyja to powstawaniu bąbli spekulacyjnych. Dodatkowo coraz większą rolę odgrywa spekulacyjny popyt zagraniczny.

W tych warunkach hamowanie popytu poprzez wzrost stóp procentowych należałoby traktować jako rozwiązanie ostateczne, gdyby wcześniejsze działania o charakterze ostrożnościowo-nadzorczym i zmiana polityki gospodarczej w kierunku odblokowania podaży na rynku nieruchomości okazała się niemożliwa lub nieskuteczna. Działania nadzorcze mogłyby być ograniczone do zakazu udzielania kredytów hipotecznych bez minimalnego wkładu własnego kredytobiorcy, np. na poziomie 10% ceny rynkowej nieruchomości. Jednocześnie sukcesywnie, ale nie nagle, powinny zostać odblokowane bariery administracyjne. Nie powinny być natomiast kontynuowane inicjatywy polegające na dopłatach do kredytów hipotecznych z pieniędzy publicznych, które stymulują dodatkową ekspansję kredytową banków.

Najbardziej ryzykownym scenariuszem byłaby nadmierna kumulacja działań ograniczających wzrost cen nieruchomości lub działania nadmiernie restrykcyjne, które poprzez spadek cen nieruchomości mogłyby uruchomić mechanizm kryzysowy. Zachowanie stabilności systemu finansowego w Polsce oraz utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wymaga zatem skoordynowania nie tylko polityki pieniężnej i ostrożnościowo-nadzorczej ale również ekonomicznej i społecznej.

Dla Polski, bardzo ważną lekcją z obecnego kryzysu na rynku amerykańskim jest konieczność partycypacji w kosztach ryzyka kredytowego wszystkich uczestników rynku kredytowego

inicjujących proces kredytowy tzn. kredytobiorców, brokerów, agentów i sprzedawców kredytowych. Wynika to wprost z ostatnio sformułowanej konkluzji nadzoru amerykańskiego będącej efektem analizy źródeł obecnego kryzysu¹.

W przypadku kredytobiorców oznaczałoby to brak możliwości zaciągania kredytów bez wkładu własnego. W przypadku brokerów i sprzedawców wiązałoby się to z koniecznością wykorzystania systemów wynagrodzeń opartych na tzw. bankach premii. Bank premii (część zdeponowanego wynagrodzenia dla sprzedawcy lub brokera) tworzy przez określony czas zabezpieczenie dla kredytodawcy przed ryzykiem niefrasobliwie sprzedawanych kredytów. Doświadczenia innych krajów pokazują również na dużą rolę kodeksów dobrych praktyk w ograniczaniu ryzyka utraty reputacji przez pośredników kredytowych i banki

Bez względu jednak na szczegółowe rozwiązania, wyzwaniem dla uczestników polskiego rynku kredytowego jest redukcja zjawisk kryzysogennych w obecnym mechanizmie ekspansji kredytowej. Nie jest sztuką zahamować ekspansję kredytową i schłodzić gospodarkę przy pomocy stóp procentowych, sztuką jest utrzymać szybki rozwój rynku kredytowego i uniknąć zjawisk kryzysowych.

¹ Por. Gardineer G.N., *Residential Mortgage Lending: Lessons from the Current Crisis*, Materiały seminaryjne Związku Banków Polskich, Warszawa 6 listopada 2007.