



Wiktor Szydło

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Instytut Nauk Ekonomicznych
Katedra Ekonomii i Badań nad Rozwojem
wiktor.szydlo@ue.wroc.pl

BAŃKA SPEKULACYJNA NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI

Streszczenie: Bańka spekulacyjna na amerykańskim rynku nieruchomości składała się z trzech etapów. Każdy z etapów trwał około trzech lat i miał swoją specyfikę. Czwarty etap narastania bańki nie obejmował już rynku amerykańskiego (tylko europejski) i trwał około dwóch lat. Kryzys na rynku nieruchomości był wynikiem deregulacji i/bądź błędnej regulacji. Nadmierna ekspansja sfery finansowej (finansjeryzacja) odbyła się kosztem sfery realnej i dochodów gospodarstw domowych. Kryzys na rynku nieruchomości okazał się szczególnie dotkliwy dla klasy średniej.

Słowa kluczowe: kryzys na rynku nieruchomości, bańka spekulacyjna, Fannie Mae, Freddie Mac.

Wprowadzenie

Jeszcze w październiku 2004 r. Alan Greenspan nie wierzył w istnienie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości. Twierdził m.in., że „przy sprzedaży domu właściciele muszą się przeprowadzić i zamieszkać, gdzie indziej. Ta konieczność oraz wysokie koszty transakcyjne znacząco ograniczają spekulację i w sposób istotny hamują powstawanie baniek cenowych”. Taka perspektywa jest oczywiście zbyt uproszczona i jak wiadomo, okazała się błędna.

De facto nie ma jednak znaczenia, czy prezes Fed faktycznie nie wierzył w powstawanie bańki spekulacyjnej, gdyż wcześniej przyjął strategię nieingerencji na rynkach aktywów. Tym niemniej w praktyce to leseferystyczne, czy też libertariańskie podejście – prezes Fed nazwał się „libertariańskim republikani-

nem” [Greenspan, 2008, s. 270] – dotyczyło jedynie okresów dobrej koniunktury. Związki A. Greenspana z libertarianizmem i poglądami głoszonymi przez szkołę austriacką, która jest zwolennikiem parytetu złota, datować należy co najmniej od połowy lat 60. XX w. (zob. [Rand, 2013, s. 153-162]). W obliczu dużych zawirowań Fed wkracza do akcji ratowania rynków, a raczej dużych podmiotów działających na tych rynkach, hołdując zasadzie „zbyt duży, by upaść”. Tego typu neoliberalna polityka jest wyraźnie asymetryczna i skazuje pewną grupę ludzi na kupowanie domów po zawyżonych cenach i w konsekwencji do wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych. Późniejsze działania banku centralnego miały charakter quasi-fiskalny i nakierowane były na ratowanie banków, a nie zadłużonych gospodarstw domowych.

Również Ben S. Bernanke, który zastąpił Alana Greenspana na fotelu Przewodniczącego Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, w opinii wyrażonej w maju 2007 r. bagatelizował wpływ pogarszającej się sytuacji na rynku nieruchomości na całą gospodarkę, a w czerwcu 2007 r. stwierdził, że straty będą minimalne – najwyżej 50-100 mld USD.

Celem opracowania jest identyfikacja przyczyn i cech poszczególnych etapów bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Przyjęto następującą hipotezę badawczą: zawirowania na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych Ameryki z pierwszej dekady XXI w. miały charakter bańki spekulacyjnej spowodowanej narastającą finansjeryzacją (ufinansowaniem) z lat 1994-2006. Do weryfikacji tak postawionej hipotezy użyto analizy historycznej i instytucjonalnej.

1. Rynek nieruchomości a polityka niskich stóp procentowych

Boom i załamanie na rynku domów według Johna B. Taylora były konsekwencją działań rządu (*de facto* chodzi tu o Fed), który doprowadził do „nadmiaru pieniężnego” [Taylor, 2008, s. 23]. W istocie poglądy J.B. Taylora (przynajmniej w tej kwestii) są bardzo bliskie koncepcjom F.A. von Hayeka oraz szkoły austriackiej.

W tym miejscu warto przytoczyć E. Bocutoğlu i A. Ekinici [2010, s. 16]: „teoria ABCT [austrian business cycle theory] oraz niektórzy neoklasycyści ekonomiczni, np. J.B. Taylor (2010), upatrują główne źródło obecnego kryzysu w utrzymywaniu stóp procentowych przez Fed na zbyt niskim poziomie przez zbyt długi okres w latach 2003-2005”. Dowodem na tę niefrasobliwość polityki monetarnej ma być rozbieżność między wysokością stóp procentowych ustalanych przez Fed a poziomem wyznaczonym przez regułę Taylora. Reguła ta uzależnia stopy

procentowe od odchylenia między stopą inflacji a celem inflacyjnym oraz od różnicy między (faktyczną) produkcją a produkcją potencjalną. B. Bernanke [2010] wskazuje jednak na szereg mankamentów reguły Taylora. Chodzi tu np. o: sposób pomiaru inflacji, produkcji potencjalnej oraz kwestię wyboru parametrów w modelu. Istotnym błędem reguły Taylora jest brak rozróżnienia, czy czynniki inflacyjne są trwałe czy też tymczasowe, a także branie pod uwagę jedynie obecnie obserwowanych wielkości inflacji i produkcji. B. Bernanke [2010] nie bez racji zauważa, że polityka monetarna działa z opóźnieniem, a zatem musi brać pod uwagę oczekiwane wartości zmiennych.

Warto podkreślić, że zbieżność poglądów między J.B. Taylorem a szkołą austriacką uwidacznia się również w bardzo krytycznym stosunku do dwóch prywatnych instytucji sponsorowanych przez rząd (GSE – Government Sponsored Enterprises), które działają na wtórnym rynku hipotecznym. Chodzi tu o Fannie Mae i Freddie Mac.

Należałoby zgodzić się z Josephem E. Stiglitzem [2013, s. 304], że Fed „przejawiał religijną cześć do systemu cenowego i cudów rynku”. Najważniejszą ceną dla Fed-u była krótkoterminowa stopa procentowa (*the federal funds rate*), która miała skutecznie regulować wszystkie sektory gospodarki w największej gospodarce świata. Mamy tu do czynienia z kuriozalnym przeniesieniem uproszczonego i de facto błędnego modelu mikroekonomicznego (rozpatrującego cenę i ilość w ramach krzywych popytu i podaży) na grunt makroekonomiczny. Skuteczność zarządzania gospodarką za pomocą jednego instrumentu można przyrównać do skuteczności sterowania jednorękim bandytą w kasynie w Las Vegas. De facto, A. Greenspan był świadomy niskiej skuteczności tego instrumentu, skoro używał słynnego określenia *conundrum*, które oznacza brak oddziaływania krótkookresowych stóp procentowych na stopy długookresowe (w tym na stopy kredytów hipotecznych). J.B. Taylor i inni tzw. wolnorynkowi ekonomiści poruszają się w ramach tego samego paradygmatu co bankowcy centralni w okresie prosperity. Tak jednostronne podejście do zarządzania gospodarką oznacza pełne przyzwolenie na narastanie baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów, w tym na rynku nieruchomości mieszkalnych.

2. Bańka spekulacyjna na rynku nieruchomości

Pod wieloma względami wielka recesja z lat 2007-2009 (Great Recession) miała łagodniejszy przebieg od wielkiego kryzysu z lat 30. ubiegłego wieku (Great Depression). Wyjątkiem jest kryzys na rynku nieruchomości, który był znacznie silniejszy nie tylko w porównaniu z dekadą lat 30., ale również z kryzysami występującymi po II wojnie światowej [Swartz, 2010].

M. Thornton [2006, s. 3-4] wymienia trzy podstawowe poglądy na temat baniek (bąbli spekulacyjnych) na rynkach:

- negacja istnienia baniek (szkoła chicagowska, zwolennicy ekonomii podażowej), tzw. bańki mają uzasadnienie w sferze realnej,
- bańki są wynikiem nieracjonalnego entuzjazmu (*irrational exuberance*) – ekonomia keynesowska i behawioralna,
- bańki wywoływane są przez czynniki realne i psychologiczne spowodowane manipulacjami polityki monetarnej (szkoła austriacka) – chodzi tu przede wszystkim o zbyt niski poziom stóp procentowych.

W istocie istnieją jeszcze inne alternatywne koncepcje powstawania baniek, np. propozycja Minsky'ego. Rosser et al. [2012, s. 449-450] opierając się między innymi na pracach Charlesa Kindlebergera i Hymana Minsky'ego rozróżniają trzy typy baniek spekulacyjnych:

1. Ceny szybko rosną, zwykle z coraz większą dynamiką, a następnie spadają bardzo gwałtownie przypuszczalnie do poziomu fundamentalnego. Ceny rosną ponieważ tego spodziewają się osoby/podmioty działające na tym rynku. Oczekiwania powodują wzrost popytu, który przekłada się na wzrost cen.
2. Ceny rosną aż osiągną szczyt, na którym utrzymują się przez jakiś czas. Potem ceny spadają czasem w takim samym tempie, jak wzrastały. Nie ma zatem typowego krachu, który występuje w innych typach baniek.
3. Ceny rosną aż osiągną szczyt, potem przez jakiś czas dochodzi do stopniowej przeceny. Następnie pojawia się jednak panika i krach.

Rosser et al. [2012, s. 451] twierdzą, że najlepszym przykładem drugiego typu bańki spekulacyjnej był rynek nieruchomości (zwłaszcza nieruchomości mieszkalnych) w pierwszej dekadzie XXI w. Można się z tym zgodzić, niemniej jednak wzrosty z reguły trwały dłużej niż późniejsze spadki. Z drugiej strony, jeśli przyjmiemy, że bańka spekulacyjna na rynku nieruchomości w Ameryce rozpoczęła się dopiero w 2003 lub 2004 r., to wtedy byłby to idealny przykład na drugi typ bańki.

De facto ceny na rynku nieruchomości zaczęły rosnąć już w połowie lat 90., tym niemniej ponad 70% tej ekspansji wystąpiło po 2000 r. [Adam et al., 2011, s. 5]. Potwierdzają to zresztą ustalenia Ferreira i Gyourko [2011, s. 26], którzy wskazują, że „dominującą cechą ostatniego cyklu mieszkaniowego był wyjątkowo silny boom z lat 2003-2005”.

Analiza dynamiki cen mieszkań w Stanach Zjednoczonych liczona wskaźnikami Case-Shiller oraz FHFA¹, a także danych z rys. 1 pozwalają na podział okresu dobrej koniunktury z lat 1998-2006 na trzy etapy:

Etap 1 – lata 1998²-2000 – ten okres łączy się bezpośrednio z bezprecedensowym boorem amerykańskiej gospodarki, który zakończył się krótką recesją związaną przede wszystkim z krachem na rynku nowych technologii, czyli pęknięciem bańki na rynku *dot com*. Już w 1994 r. uchwalono ustawę o bankowości międzystanowej (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act). Pożywką dla booru spekulacyjnego w tym okresie było również obniżenie stawek w podatku od zysków kapitałowych w 1997 r. [Stiglitz, 2013, s. 265]. Próby regulacji rynków nowych instrumentów pochodnych podejmowane pod koniec lat 90. przez Brooksley Born (przewodniczącą Commodity Futures Trading Commission) spotykały się z gwałtownym sprzeciwem Alana Greenspana, Roberta Rubina (sekretarza skarbu) oraz Lawrence’a Summersa (następcy Rubina) [Faiola et al., 2008]. W listopadzie 1999 r., a więc za prezydentury Clintona, doszło do ostatecznego zniesienia ustawy Glassa-Steagalla poprzez wprowadzenie ustawy Gramm-Leach-Bliley, która znosiła restrykcje na łączenie bankowości komercyjnej, inwestycyjnej i działalności ubezpieczeniowej [Eichengreen, 2015, s. 70]. Wprowadzone zmiany znów wspierali: A. Greenspan, R. Rubin oraz jego następca Lawrence Summers. W grudniu 2000 r. Clinton podpisuje również ustawę Commodity Futures Modernization Act, która zmodyfikowała regulację derywatów na rynku OTC (*over-the-counter*).

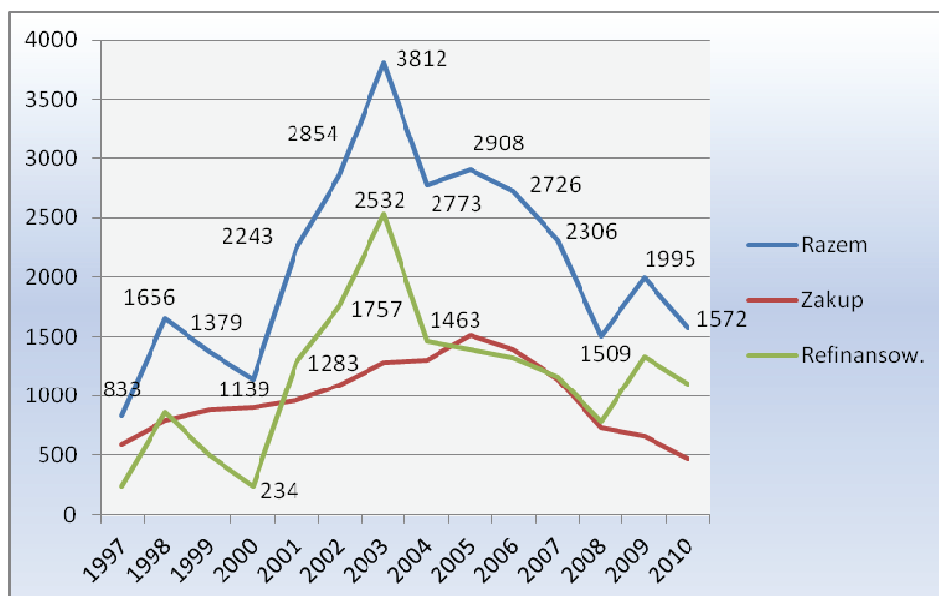
Etap 2 – lata 2001-2003 – było to tzw. *refinance wave*, czyli okres booru refinansowego (rys. 1), który można uznać za makroekonomiczną odpowiedź na krach na rynku nowych technologii (drastyczny spadek indeksu NASDAQ, który rozpoczął się w marcu 2000 r.³) i późniejsze tragiczne ataki na Nowy Jork we wrześniu 2001 r.

Oczywiście bez spektakularnej obniżki stóp procentowych przez Fed oraz znaczących obniżek podatków dla najbogatszych powstanie tego booru nie byłoby możliwe. „Rezerwa Federalna ścięła stopy procentowe z 6,5% do 3,5% w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy 2001 r., a zaraz po zamachach z 11 września obniżyła je do 1%” [Mason, 2010, s. 100]. O skali tego booru świadczy np. skala zakupów refinansowanych kredytów hipotecznych przez Fannie Mae. I tak w 2000 r. agencja ta skupiła 500 tys. hipotek, w 2003 r. zakupy osiągnęły maksimum na poziomie 6,4 mln, a w 2005 r. spadły o 75% do 1,6 mln. Podobną charakterystyką cechowały się działania Freddie Mac [Manchester, 2008, s. 22].

¹ Indeks FHFA w większym stopniu brał pod uwagę ceny tańszych domów, a także cechował się mniejszą dynamiką wzrostów niż indeks Case-Shillera.

² Początek booru wyznaczony przez Shillera.

³ Między marcem 2000 r. a grudniem 2000 r. indeks NASDAQ spadł o blisko 50%.



Rys. 1. Udzielone kredyty hipoteczne w mld USD (od 1 do 4 jednostek mieszkalnych)

Źródło: Mortgage Bankers Association of America, Washington, DC, "MBA Mortgage Originations Estimates"; National Delinquency Survey, <http://www.mortgagebankers.org/> oraz niepublikowane dane.

Boom refinansowy przypominał ekspansję fiskalną, gdyż istotną jego część przeznaczano na konsumpcje lub spłatę wyżej oprocentowanych kredytów konsumpcyjnych (tabela 1). Przy czym w analizowanym przypadku mieliśmy do czynienia przede wszystkim ze wzrostem zadłużenia prywatnego gospodarstw domowych (z 72% w 2000 r. do 100% PKB w 2008 r.) oraz przedsiębiorstw finansowych (z 87% w 2000 r. do 119% w 2008 r.), a nie ekspansją długu publicznego, który w analogicznym okresie podniósł się z 47% do zaledwie 55% PKB. Podobne tendencje występowały również w szeregu państw europejskich, np. Hiszpanii.

Tabela 1. Struktura wykorzystania kredytów na finansowanie nieruchomości w USA w pierwszej dekadzie XXI w.

Przebudowy domów i rozbudowa	35%
Spłata innych zadłużeń	26%
Konsumpcja	16%
Inwestycje finansowe	11%
Inwestycje w nieruchomości lub biznes	10%
Podatki	2%

Źródło: Otte [2009, s. 95] na podstawie www.federalreserve.org.

Zakończenie boomu refinansowego po części mogło wynikać ze stopniowych podwyżek stóp procentowych przez Fed oraz z chęci przejęcia lukratywnego rynku przez instytucje z Wall Street.

Etap 3 – lata 2004-2006 – nowym i jak się okazało, niezwykle skutecznym impulsem do przedłużenia boomu o dalsze 2,5-3 lat (ceny mieszkań w Ameryce osiągnęły maksimum już w trzecim kwartale 2006 r.⁴) była finansjeryzacja (ufinansowanie). Ten etap boomu w największym stopniu łączy się z niezwykle wzmożoną aktywnością prywatnych instytucji finansowych i równocześnie istotnym przystopowaniem działalności GSE. Rozwój tych dwóch prywatnych agencji zasilanych przez rząd tańszym kredytem ucierpiał z powodu problemów księgowych ujawnionych w 2003 r., co skończyło się późniejszą dymisją ambitnego szefa Fannie Mae F.D. Rainesa w grudniu 2004 r. [Eichengreen, 2015, s. 82]. I tak pod koniec 1990 r. Fannie i Freddie zgromadziły w swoich portfelach 5% hipotek w domach od 1 do 4 jednostek mieszkalnych. Udział ten osiągnął maksimum na poziomie 22% pod koniec 2003 r., a pod koniec trzeciego kwartału 2006 r. obniżył się do 14% [Chartered Financial...]. W latach 2004-2006 udział Fannie i Freddie w sekurytyzowanych hipotekach typu *subprime* zmniejszył się z niemal 50% do mniej niż 25% [Eichengreen, 2015, s. 82].

Dynamicznej ekspansji instytucji prywatnych na rynku nieruchomości (w ramach trzeciego etapu spekulacji) sprzyjało rozluźnienie wymogów kapitałowych dla brokerów-dealerów przez SEC (Securities and Exchange Commission) w 2004 r. [Eichengreen, 2015, s. 74-75]. Grupie zwolenników popierających wspomnianą zmianę regulacji przewodził ówczesny szef Goldman Sachs Henry Paulson [Doyle, 2014, s. 28], który 30 maja 2006 r. został mianowany na 74. sekretarza skarbu przez prezydenta Busha⁵. Od 2004 r. SEC (Securities and Exchange Commission), czyli regulator pięciu największych amerykańskich banków inwestycyjnych, wprowadził alternatywny sposób pomiaru kapitału netto. To z kolei pozwoliło spektakularnie podwyższyć lewarowanie ponad i tak już znaczący poziom 15, który obowiązywał do 2004 r. [Doyle, 2014, s. 113-114]. Dzięki tej zmianie mógł dynamicznie rozwinąć się model *originate-to-distribute*. D. Duffie [2007] opisuje go następująco: „banki udzielają takich kredytów, które da się sekurytyzować. Nastawiają się na zyski z pośrednictwa, a nie na długookresowe inwestowanie”.

⁴ „The Economist” [2006a] podaje ponadto, że odsezonowana liczba nowo rozpoczętych domów spadła o 2,5% w lipcu 2006 r. i była o 13,3% niższa niż w roku poprzednim. Liczba pozwoleń na budowę domów prywatnych spadła o 20,8% w ujęciu rok do roku, a popyt na kredyty na zakup nowych domów spadł o blisko 25% w ciągu minionego roku.

⁵ Następnym, 75. sekretarzem skarbu, został Timothy Geithner, który wcześniej (w latach 2003-2009) pełnił funkcję przewodniczącego Banku Rezerw Federalnych w Nowym Jorku.

Trzeci okres spekulacji charakteryzuje się również znacznym ograniczeniem refinansowania, które po części może wynikać ze zmiany polityki pieniężnej. Od połowy 2004 r. krótkoterminowe stopy zaczęto podwyższać na każdym posiedzeniu Fed o ćwierć punktu procentowego, co skutkowało trudnościami ze spłatą kredytów o zmiennej stopie procentowej (*adjustable rate mortgages*). Z drugiej strony, długookresowa stopa procentowa utrzymywała się na niskim poziomie (zjawisko *comundrum*), co po części można tłumaczyć teorią nawisu oszczędności (*savings glut*), pozycją USD jako światowej waluty rezerwowej oraz dobrze rozwiniętą sekurytyzacją w Stanach Zjednoczonych, np. w porównaniu z rynkiem europejskim.

Kolejnym czynnikiem ekspansji był znaczący popyt na strukturyzowane aktywa hipoteczne ze strony funduszy hedgingowych, funduszy typu mutual, banków inwestycyjnych, a także zagranicznych instytucji finansowych.

Należy podkreślić, że kapitał do Stanów Zjednoczonych dopływał nie tylko z państw generujących nadwyżkę na rachunku bieżącym (*savings glut countries*) [„The Economist”, 2006b]. Duże zainteresowanie amerykańskimi instrumentami strukturyzowanymi (np. MBS) przejawiali przede wszystkim inwestorzy z Europy, a w mniejszym stopniu z państw z nadmiarem oszczędności, tj. Chiny. Bertaut et al. [2012] wskazują, że europejscy inwestorzy koncentrowali się na zakupach bardziej ryzykownych aktywów typu ABS (*asset backed securities*). Osłabia to moc teorii *savings glut* forowanej przez A. Greenspana, B. Bernankego i równocześnie pokazuje, że kryzys na Starym Kontynencie może mieć wiele nieoczywistych źródeł, których należy upatrywać w dużych europejskich instytucjach finansowych, a nie wyłącznie w sferze realnej (przeinwestowanie w sektorze nieruchomości w państwach południowej Europy).

Trzeba wyróżnić jeszcze **4 etap** zawirowań na rynku nieruchomości, który trwał od III kwartału 2006 r. do połowy 2008 r. Okres ten cechuje się szczególnie wysokim wzrostem cen nieruchomości w Europie (wyjątkiem są tu jedynie Niemcy). Opracowania wskazują na około dwuletnie opóźnienie sytuacji w Europie w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi. Opóźnienie to było jeszcze większe w przypadku państw Europy Środkowej i Wschodniej.

Boom na Starym Kontynencie był z pewnością dodatkowo zasilany środkami wycofanymi ze Stanów Zjednoczonych po zakończeniu dobrej koniunktury na rynku nieruchomości w II-III kwartale 2006 r., początkiem powolnych spadków na nowojorskiej giełdzie (Dow Jones Industrial Average obniżył się z poziomu blisko 14 tys. w październiku 2007 r. do blisko 12 tys. w sierpniu 2008 r.⁶), a także potężnymi nadwyżkami generowanymi przez eksporterów ropy nafto-

⁶ Ostatecznie tąpnięcie indeksu DJIA nastąpiło pod koniec 2008 r. W końcu indeks ten spadł do 6,6 tys. w marcu 2009 r.

wej⁷. Cena spot ropy Brent spadła z 80 USD za baryłkę w III kwartale 2006 r. do 60 USD pod koniec 2006 r., a następnie od początku 2007 r. dynamicznie poszybowała do poziomu ponad 140 USD, który zanotowano w połowie 2008 r., a więc jeszcze przed wrześniowym upadkiem banku Lehman Brothers.

W latach 2006-2007 doszło również do istotnych zmian kursowych. Chodzi tu przede wszystkim o umocnienie euro względem innych ważnych walut, tj. USD i CHF. Najwyraźniej inwestorzy przenieśli część swoich środków z rynku amerykańskiego zwłaszcza na rynek strefy euro, co spowodowało aprecjację euro względem dolara z poziomu ok. 1,2 USD za 1 EUR w styczniu 2006 r. do niemal 1,6 USD w lipcu 2008 r., czyli tuż przed upadkiem Lehman Brothers.

Artykuł W.R. Cline'a z grudnia 2005 r. można traktować jako zapowiedź późniejszych zmian kursowych. Cline [2005] wskazywał na konieczność deprecjacji USD w celu ograniczenia deficytu na rachunku bieżącym w Stanach Zjednoczonych. Cel ten zamierzano osiągnąć poprzez zawarcie New Plaza Agreement – miałyby to być powtórka ugody Plaza Accord z września 1985 r. pięciu największych państw uprzemysłowionych (G-5), która zakładała deprecjację USD. W takich warunkach wychodzenie z ofertą kredytów hipotecznych denominowanych w USD w Polsce wydawało się nieracjonalne⁸.

W tym kontekście warto również zwrócić uwagę, że od IV kwartału 2006 r. postępowała aprecjacja PLN względem CHF⁹ (z 2,5 PLN/CHF do 2,0145 PLN/CHF w dniu 13 sierpnia 2008 r.). Późniejsze skokowe umacniania się CHF względem PLN (i osiągnięcie pułapu 3,9-4,0 PLN/CHF) można traktować jako przykład **5 etapu** spekulacji na światowych rynkach, na których z jednej strony tracą gospodarstwa domowe i firmy zadłużone w CHF, a z drugiej zyskują osoby i inwestorzy posiadający lokaty w szwajcarskiej walucie.

W celu zabezpieczenia się przed ewentualnymi stratami spowodowanymi niewypłacalnością kredytobiorców banki korzystały z usług firm wyspecjalizowanych w ubezpieczaniu kredytów hipotecznych. W połowie 2007 r. AIG United Guaranty – spółka córka największej na świecie firmy ubezpieczeniowej – rozpoczęła działalność w Polsce.

Klasa średnia jest szczególnie narażona na zawirowania na rynku nieruchomości, gdyż jej najważniejszym składnikiem majątku są nieruchomości, tj. domy lub mieszkania [Piketty, 2014]. Sytuację klasy średniej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej pogarsza wysoki poziom zadłużenia w obcej walucie (np. w CHF

⁷ Przychody eksporterów ropy naftowej – członków OPEC, Rosji, Norwegii i kilku innych państw – sięgnęły blisko 800 mld USD w 2005 r. [„The Economist”, 2006b].

⁸ Z perspektywy banków działających w Polsce kredyty hipoteczne denominowane w EUR również nie były szczególnie atrakcyjne ze względu na zapowiadaną akcesję naszego kraju do strefy euro i związaną z tym możliwością aprecjacji PLN względem EUR.

⁹ Początek umacniania się PLN datuje się od czasu akcesji Polski, czyli od maja 2004 r.

w Polsce i w USD na Ukrainie). Większa część aktywów osób bogatszych lokowana jest z reguły na giełdzie, która zyskuje na ultraekspansywnej polityce monetarnej prowadzonej przez Fed i coraz częściej inne banki centralne (np. EBC).

Duża beztroška w prowadzeniu akcji kredytowej w Stanach Zjednoczonych przez instytucje prywatne wynikała po części z wprowadzonych zmian w prawie upadłościowym w 2005 r., które znacznie ograniczyły możliwości zmniejszenia długu przez kredytobiorców [Stiglitz, 2010, 2013]. W tym kontekście warto przypomnieć, że kwestią fundamentalną i jednocześnie najtrudniejszą „w sztuce bankowości jest harmonijne połączenie obydwu ról banku: służebnej i komercyjnej” [Korenik, 2009, s. 111]. Nie ulega wątpliwości, że występowanie baniek spekulacyjnych na rynkach nieruchomości stanowi konsekwencję zaniku funkcji służebnej przez banki i niebankowe instytucje kredytowe.

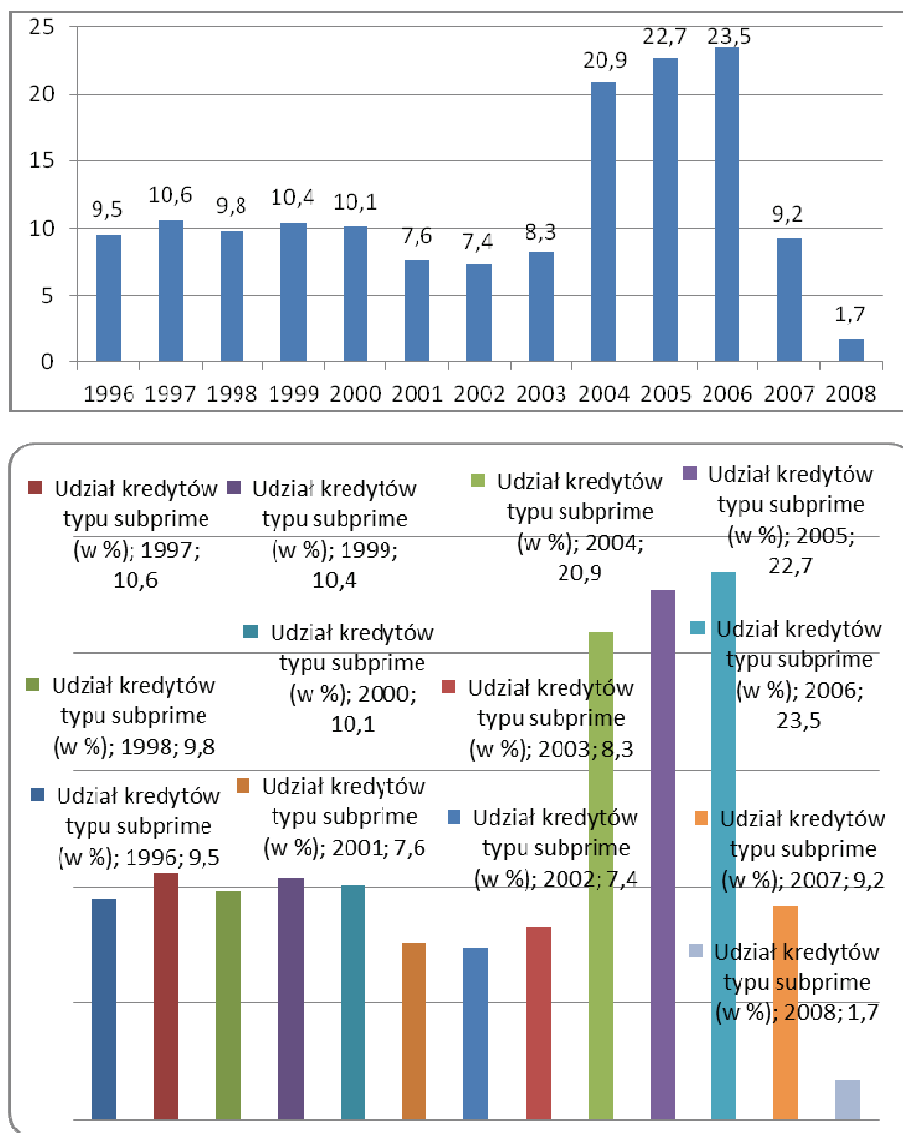
Paul Mason [2010] podaje przykłady prywatnych instytucji finansowych podejmujących bezprecedensowe działania w celu pozyskania klientów na rynku *subprime*. Również zdaniem innych analityków działania te miały charakter *predatory lending*. W literaturze przedmiotu rozpowszechnione są liczne określenia kredytów, które z oczywistych względów nie powinny zostać udzielone głównie ze względu na duże ryzyko niewywiązania się kredytobiorcy z zobowiązania. Chodzi tu np. o kredyt hipoteczny typu *subprime*, nieco mniej ryzykowny kredyt *Alt-A* (*Alternative A*), a także *NINJA*¹⁰ (*No Income, No Job, No Assets*) oraz *teaser* (kuszący niskimi kosztami obsługi, często tylko przez dwa lata od zawarcia umowy). Wszystkie te kredyty idealnie pasowały do modelu *originate-to-distribute*.

Z drugiej strony, E.L. Glaeser [2011] dowodzi, że rządowe regulacje rynku nieruchomości mieszkalnych w Stanach Zjednoczonych nie są nakierowane na wsparcie klasy średniej, a tym bardziej klas niższych. Według tego ekonomisty polityka rządu była w istocie źle adresowana i miała silnie regresywny charakter (w największym stopniu wspierała osoby z najwyższymi dochodami) i była tak skonstruowana, aby zachęcać do zaciągania kredytu.

Innym rozwiązaniem premiującym osoby o wysokich dochodach był wysoki limity odliczeń kosztów odsetkowych od kredytów hipotecznych (ustalony na poziomie 1 mln USD) [Glaeser, 2011, s. 28]. Ponadto regulacje (również lokalne) wspierały segment dużych domów jednorodzinnych, co sprzyjało powiększaniu przedmieść i ograniczało budownictwo wielorodzinnych domów w centrach miast [Glaeser, 2011, s. 28]. Jak widać, powyższe rozwiązania w największym stopniu premiowały osoby stosunkowo bogate. Nie jest więc prawdą, że bańka na rynku nieruchomości wynikała jedynie z rządowego wsparcia rynku *subprime*.

¹⁰ Kredyty *NINJA* udzielane były osobom bez pracy lub innego stałego źródła dochodów oraz nieposiadającym aktywów [Konopczak et al., 2010].

Włączenie rynku subprime do spekulacji nastąpiło stosunkowo późno (rys. 2) wraz z dynamicznym rozwojem rynku MBS w latach 2004-2006. Byłby to zatem przykład klasycznej bańki spekulacyjnej, cechującej się tym, że osoby stosunkowo biedne i niedoinformowane kupują aktywa na tzw. górze. Jest to jednak obraz zbyt uproszczony.



Rys. 2. Udział kredytów typu subprime w kredytach hipotecznych ogółem w latach 1996-2008 (w %)

Źródło: [www 1].

Kryzysu na rynku nieruchomości w Ameryce nie można ograniczać do segmentu *subprime*, gdyż dotyczył on całego rynku. Co więcej, domy z wyższej półki cenowej charakteryzowały się istotnie wyższą dynamiką cen w porównaniu z domami o średnim standardzie. Odnosi się to szczególnie do trzeciego etapu bańki spekulacyjnej. Warto podkreślić, że kredytów typu *subprime* nie można utożsamiać z tzw. *conforming loans* skupowanymi przez GSE na rynku wtórnym. Badania wskazują, że 55% wszystkich kredytów *subprime* udzielono osobom, których byłoby stać na kredyty na lepszych warunkach [Brooks, Simon, 2007]. Phillips [2012] podaje, że odsetek ten sięgnął aż 63%.

Ponadto, jak podają Ferreira i Gyourko [2015] jedynie w czasie pierwszych siedmiu kwartałów skoncentrowanych na początku kryzysu liczba utraconych domów przez dłużników hipotecznych w segmencie *subprime* przewyższała liczbę w sektorze *prime*. Nadwyżka w tym okresie wyniosła 39 094. W latach 2009-2012 656 003 więcej kredytobiorców *prime* utraciło swoje domy niż kredytobiorców *subprime*, a w latach 1997-2012 – dwukrotnie więcej kredytobiorców *prime* niż *subprime* [Ferreira, Gyourko, 2015]. Warto podkreślić, że od początku 2008 r. liczba przejęć domów dłużników hipotecznych w sektorze *prime* zaczęła znacząco przewyższać liczbę przejęć w sektorze *subprime*.

Z dużym prawdopodobieństwem znaczącą liczbę upadłości należałoby wiązać z sektorem *buy-to-let*, a więc kupna domów na wynajem. Na problem tego segmentu rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii zwracał uwagę „The Economist” [2008, s. 35]. Wskaźnik własności domów (*home ownership ratio*) w Anglii i Walii osiągnął maksimum na poziomie 69% już w 2001 r. i w następnych latach spadał – aż do 64% w 2011 r. [Office for National Statistics, 2013]. Warto podkreślić, że wskaźnik własności domów w Stanach Zjednoczonych osiągnął maksimum w 2004 r., a więc również stosunkowo wcześniej. Wyraźnie dowodzi to, że jednostki mieszkalne zakupywane w czasie trzeciego, najdynamiczniejszego etapu pompowania bańki spekulacyjnej (lata 2004-2006) najczęściej nie były tzw. pierwszymi domami. Musiały to więc być domy kupowane pod wynajem, późniejszą odsprzedaż, bądź domy letniskowe w atrakcyjnych lokalizacjach, np. w niektórych południowych stanach (Kalifornia, Floryda, Arizona, Nevada). Boom refinansowy (etap 2) stanowił dodatkowe paliwo do trzeciego etapu narastania bańki na rynku nieruchomości. Wydaje się, że dane zawarte w tabeli 1 zaniżają odsetek środków pochodzących z refinansowania, które przeznaczono na zakup nieruchomości. Dane przytaczane przez Otte [2009] najprawdopodobniej opisują jedynie sytuację z lat 2001-2002, a nie np. z lat 2004-2006 (zob. [Canner et al., 2002]).

Dynamiczny wzrost cen w południowych stanach wynikał również z nakierowania oferty kredytowej na Latynosów i po części Afro-Amerykanów dążących do podniesienia swojego statusu ekonomicznego (np. poprzez sprzedaż mniejszych domów i kupno większych). Wskazuje się, że osoby te były dyskryminowane, gdyż często przyznawano im kredyty subprime, mimo że spełniały kryteria dla kredytów typu prime i były podobnie uposażone co ludność biała (zob. np. [Wyly et al., 2009]). Ponadto ofertę kredytów subprime często specjalnie kierowano do mniejszości etnicznych zamieszkujących określone dzielnice. Okazała się ona niedopasowana do ich możliwości finansowych [Barwick, 2010]. Kryzys finansowy ujawnił, że system ochrony konsumenta znalazł się w rozsypce, a z programu HAMP (Home Affordable Modification Program) skorzystało znacznie mniej osób niż zakładano [Geithner, 2014].

Generalnie w ortodoksyjnym dyskursie mamy następujący ciąg wydarzeń kryzysowych: działalność GSE prowadzi do wzrostu kredytów subprime, niewypłacalność dłużników w segmencie subprime prowadzi do kryzysu w całej gospodarce amerykańskiej. Upadek gospodarki amerykańskiej oraz kłopoty krajów południa Europy (kraje GIIPS) prowadzą do recesji na Starym Kontynencie. Jest to typowy przekaz głównego nurtu, w którym odpowiedzialność za kryzys ponosi rząd, GSE (często niepoprawnie nazywane agencjami quasi rządowymi) oraz biedni kredytobiorcy, którzy chcąc żyć ponad stan, zaciągnęli kredyt na zakup pierwszych domów. W tym ujęciu regulacja sektora finansowego jest z góry skazana na porażkę: „Odpowiedzią na regulacje były innowacje finansowe, które pozwalały nie wykazywać w bilansach części długu. Kolejne regulacje tworzą kolejne innowacje. Może więc lepiej dokonać przeglądu i wycofać niektóre regulacje” [Petru 2015, s. 109]. Równocześnie wskazuje się na potrzebę „wsparcia finansowego dla kolejnych banków i instytucji finansowych (m.in. ubezpieczycieli), aby zapobiec efektowi domina” [Petru, 2015, s. 115]. Zatem 15 września 2008 r. pozwolono na upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers, ale równocześnie nie dopuszczono do bankructwa konglomeratu ubezpieczeniowego AIG, który 16 września (czyli dzień po upadku Lehman Brothers) otrzymał pożyczkę rządową w wysokości 85 mld USD. Jak twierdzą Roubini i Mihm [2011, s. 138], „był to ratunek nie tyle dla AIG, ile dla wszystkich banków, które w tej firmie się ubezpieczały”. Jak już wspomniano, z tego rodzaju ubezpieczenia prawdopodobnie korzystały również banki działające w Polsce. Znaczące instytucje z Wall Street zabezpieczyły swoje ryzyka poprzez CDS-y (*credit default swaps*) i inne kontrakty ubezpieczeniowe zawarte z AIG [Geithner 2014, s. 176]. Już 7 sierpnia 2008 r. Fannie Mae i Freddie Mac zostały objęte procedurą naprawczą. „Przejmując nad nimi kontrolę, rząd zobowiązał się do pokrycia ubezpieczonych przez te agencje obligacji wartości około 5 bln USD, a także 1,5 bln wyemitowanych przez nie papierów dłużnych” [Roubini, Mihm, 2011, s. 198].

W podejściu ortodoksyjnym społeczne koszty związane z kryzysem traktuje się wycinkowo i przez to są one znacznie niedoszacowane: „Zauważmy jednak, że banki, które otrzymały wsparcie finansowe w okresie kryzysu albo je spłaciły, albo są w trakcie spłacania. Rząd USA wyszedł nawet na plus na tym interesie” [Petru, 2015, s. 115]. W tych kalkulacjach nie bierze się pod uwagę spektakularnego wzrostu długu publicznego (będącego konsekwencją globalnego kryzysu finansowego) oraz trudnej sytuacji milionów gospodarstw domowych, których zadłużenie hipoteczne przewyższa wartość nieruchomości (*negative equity*).

Kryzys na rynku nieruchomości, zdaniem J. Stiglitz, miał charakter szoku endogenicznego, który został wytworzony przez ludzi. Nie ulega wątpliwości, że chodzi tu przede wszystkim o regulatorów, których działania doprowadziły do pogłębienia polaryzacji dochodowo-majątkowej i niekontrolowanego rozrostu sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych oraz jego większej monopolizacji.

Podsumowanie

Kryzys światowej gospodarki w latach 2008-2009 tylko po części był wynikiem załamania na amerykańskim rynku nieruchomości. W jeszcze mniejszym stopniu wynikał z przesilenia na rynku subprime. W mainstreamowej narracji błędnie pomija się sektor prime jako istotne źródło zawirowań na rynku nieruchomości zwłaszcza w 2008 r. Winą za trzeci, najbardziej spektakularny etap spekulacji na amerykańskim rynku nieruchomości należałoby obciążyć duże instytucje finansowe oraz regulatorów działających na korzyść tych instytucji. Kryzys jaskrawo naświetlił problem drzwi obrotowych (*revolving doors*). Co ciekawe, każdy z trzech pierwszych etapów narastania bańki na rynku nieruchomości trwał około trzech lat. Czwarty etap dotyczył rynku europejskiego i trwał około dwóch lat. Był on powiązany z boomem na światowych rynkach surowców i żywności, co skutkowało wzrostem inflacji w krajach rozwijających się i uprzemysłowionych. Należy jeszcze wyróżnić piąty, niezwykle groźny dla kredytobiorców etap spekulacji na rynku kredytów mieszkaniowych denominowanych w CHF (np. Polska, Węgry, Bałkany), czy też w USD (Ukraina).

Literatura

- Adam K., Kuang P., Marcet A. (2011), *House Price Booms and the Current Account*, LSE, CEP, <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp1064.pdf> (dostęp: 18.05.2015).
- Bernanke B.S. (2010), *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3.

- Bertaut C., Pounder De Marco L., Kamin S., Tryon R. (2012), *ABS Inflows into the United States and the Global Financial Crisis*, "Journal of International Economics", Vol. 88, Issue 2.
- Barwick Ch. (2010), *Patterns of Discrimination Against Black and Hispanics in the US Mortgage Market*, "Journal of Housing and the Built Environment", No. 25 (1), s. 117-124.
- Bocutoğlu E., Ekinçi A. (2010), *Austrian Business Cycles Theory and Global Crisis*, Ludwig von Mises Institute, <https://mises.org/library/austrian-business-cycle-theory-and-global-crisis> (dostęp: 25.05.2015).
- Brooks R., Simon R. (2007), *Subprime Debacle Traps Even Very Creditworthy*, "Wall Street Journal", December 3rd, <http://www.wsj.com/articles/SB119662974358911035> (dostęp: 25.05.2015).
- Canner G., Dynan K., Passmore W. (2002), *Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002*, "Federal Reserve Bulletin", Vol. 88, No. 12.
- Cline W.R. (2005), *The Case for a New Plaza Agreement*, Policy Briefs PB05-04, Peterson Institute for International Economics.
- Chartered Financial Analysts of St. Louis (2007), *The GSEs: Where Do We Stand?* "The Federal Reserve Bank of St. Louis Review", No. 89(3), May/June.
- Doyle L. (2014), *In bed with Wall Street. The Conspiracy Crippling Our Global Economy*, Palgrave Macmillan, New York.
- Duffie D. (2007), *Innovation in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*, Financial System and Macroeconomic Resilience, 18-19 June, Brunnen, Switzerland.
- Eichengreen B. (2015), *Hall of Mirrors*, Oxford University Press, New York.
- Faiola A., Nakashima E., Drew J. (2008), *What Went Wrong*, "Washington Post", October 15.
- Ferreira F., Gyourko J. (2011), *Anatomy of the Beginning of the Housing Boom: U.S. Neighborhoods and Metropolitan Areas, 1993-2009*, NBER Working Paper Series, Working Paper 17374, August.
- Ferreira F., Gyourko J. (2015), *A New Look at the U.S. Foreclosure Crisis: Panel Data Evidence of Prime and Subprime Borrowers from 1997 to 2012*, NBER Working Paper No. 21261, June.
- Geithner T.F. (2014), *Stress Test. Reflections on Financial Crises*, RH Business Books, London.
- Glaeser E.L. (2011), *Rethinking the Federal Bias Toward Homeownership*, "Cityscape: A Journal of Policy Development and Research", No. 13(2).
- Greenspan A. (2008), *Era zawirowań. Krok w nowy wiek*, MUZA SA, Warszawa.
- Korenik D. (2009), *O roli służebnej banków komercyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Konopczak M., Sieradzki R., Wiernicki M. (2010), *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt” nr 41 (6), s. 45-70.

- Manchester P.B. (2008), *Goal Performance and Characteristics of Mortgages Purchased by Fannie Mae and Freddie Mac, 2001-2005*, Working Paper No. HF-017, Department of Housing and Urban Development.
- Mason P. (2010), *Finansowy kataklizm. Koniec wieku chciwości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków.
- Office for National Statistics (2013), *A Century of Home Ownership and Renting in England and Wales*, 19 April, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20160105160709/http://www.ons.gov.uk/ons/rel/census/2011-census-analysis/a-century-of-home-ownership-and-renting-in-england-and-wales/short-story-on-housing.html> (dostęp: 7.10.2015).
- Otte M. (2009), *Kiedy nadchodzi kryzys*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa.
- Petru (2015), *Koniec wolnego rynku? Geneza kryzysu*, Narodowe Centrum Kultury, Warszawa.
- Phillips S. (2012), *The Subprime Mortgage Calamity and the African American Woman*, "The Review of Black Political Economy", Vol. 39, Issue 2.
- Piketty T. (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Rand A. (2013), *Kapitalizm. Nieznany ideał*, Zys i S-ka, Poznań.
- Rosser J.B. Jr., Rosser M.V., Gallegati M. (2012), *A Minsky-Kindleberger Perspective on the Financial Crisis*, "Journal of Economic Issues", Vol. XLVI, No. 2, June.
- Roubini N., Mihm S. (2011), *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Stiglitz J.E. (2010), *Justice for some*, Project Syndicate, November 4, <https://www.project-syndicate.org/commentary/justice-for-some?barrier=true> (dostęp: 18.05.2015).
- Stiglitz J.E. (2013), *The Price of Inequality*, Penguin Books, London.
- Swartz P. (2010), *Quarterly Update: The Economic Recovery in Historical Context*, Council on Foreign Relations, August 16.
- Szydło W. (2015), *Kryzys na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 41, t. 2, Szczecin.
- Taylor J.B. (2008) *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, Stanford University, <https://web.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf> (dostęp: 18.05.2015).
- Taylor J.B. (2010), *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Thornton M. (2006), *The Economics of Housing Bubbles* [in:] B. Powell, R. Holcombe (eds), *America's Housing Crisis: A Case of Government Failure*, Ludwig von Mises Institute, <https://mises.org/system/tmf/The%20Economics%20of%20Housing%20Bubbles.pdf?file=1&type=document> (dostęp: 25.05.2015).
- "The Economist" (2006a), *Gimme shelter*, August 26th.
- "The Economist" (2006b), *Money to burn*, April 22nd.
- "The Economist" (2006c), *What's that hissing sound?* August 26th.

”The Economist” (2008), *Closer and closer to home*, October 4th.

Wyly E., Moos M., Hammel D., Kabahizi E. (2009), *Cartographies of Race and Class: Mapping the Class-Monopoly Rents of American Subprime Mortgage Capital*, “International Journal of Urban and Regional Research”, No. 33(2).

[www 1] cybercemetery.unt.edu/archive/fcic (dostęp: 25.05.2015).

HOUSING MARKET BUBBLE IN THE U.S.

Summary: There were three stages of the housing bubble in the U.S. Each lasted about three years and had its own characteristics. Fourth phase of the buildup of the bubble lasted about two years and applied to European market (not the U.S.). The crisis originated from deregulation and/or poor regulation. Excessive growth of financial sector (financialization) thrived on the suppression of the real sector and household incomes. Housing market crisis proved especially hazardous for the middle class.

Keywords: housing market crisis, speculative bubble, Fannie Mae, Freddie Mac.