Piotr Lis
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

AMERYKAŃSKI MECHANIZM SEKURYTYZACYJNY W WARUNKACH KRYZYSU FINANSOWEGO

Wstęp

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w pierwszym półroczu 2007 r. w Stanach Zjednoczonych, a następnie rozprzestrzenił się na całą światową gospodarkę, obnażył słabości i uwypuklił zalety poszczególnych mechanizmów finansowania inwestycji mieszkaniowych związanych z rynkiem kapitałowym, takich jak: mechanizm sekurytyzacyjny bazujący na papierach wartościowych opartych na kredytach hipotecznych (odmiana amerykańska i odmiana europejska) i mechanizm bankowości hipotecznej bazujący na listach zastawnych.

Celem niniejszego opracowania jest próba oceny funkcjonowania mechanizmu sekurytyzacyjnego w Stanach Zjednoczonych z punktu widzenia występującego kryzysu finansowego. W dotychczasowych autorskich badaniach wskazano na optymalną strukturę systemu finansowania inwestycji mieszkaniowych, którą powinien współtworzyć jeden z mechanizmów rynku pierwotnego (klasyczny mechanizm bankowości komercyjnej lub mechanizm kontraktowy) oraz jeden z mechanizmów rynku wtórnego (mechanizm bankowości hipotecznej lub mechanizm sekurytyzacyjny)[1]. Należałoby odpowiedzieć na pytanie: czy włączenie do analizy kryterium dotyczącego odporności poszczególnych mechanizmów z rynku kapitałowego na uwarunkowania kryzysowe może wpłynąć na wybór jednego z nich do docelowej struktury systemu finansowania inwestycji mieszkaniowych[2]. Niniejsze opracowanie jest jednym z etapów badań nad optymalną strukturą rynkowego podsystemu finansowania inwestycji mieszkaniowych, któ-

[1] P. Lis, *Polityka państwa w zakresie finansowania inwestycji mieszkaniowych*, C.H. Beck, Warszawa 2008.

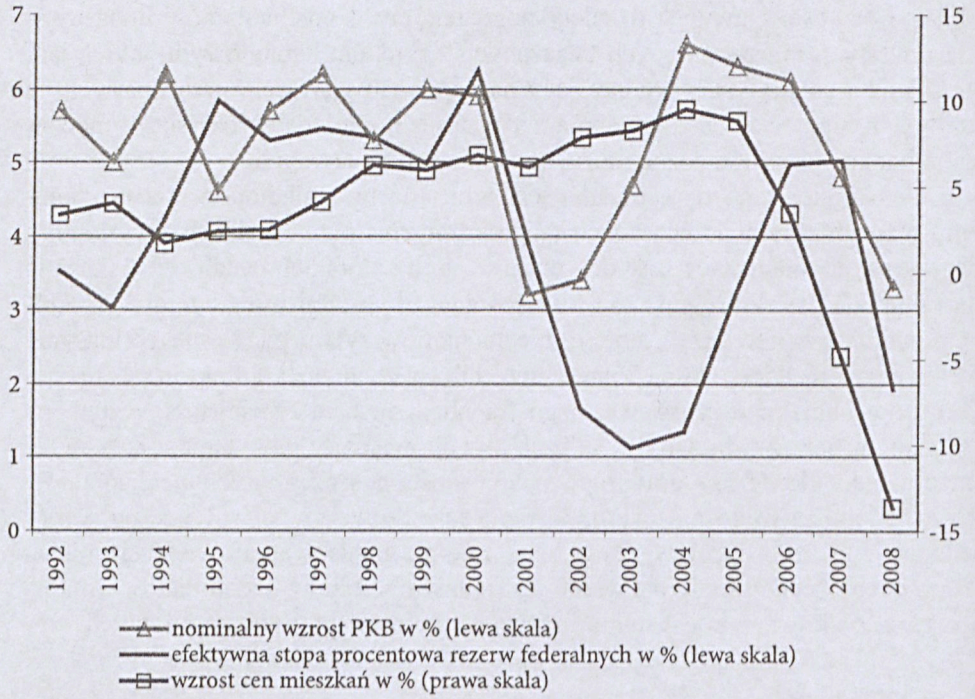
[2] Ibidem; P. Lis, *Rola listów zastawnych we współczesnej bankowości*, w: A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010.

ry uwzględnia wzajemne relacje mechanizmu sekurytyzacyjnego i uwarunkowań kryzysowych. Pominięto omówienie wad i zalet modelowych rozwiązań w zakresie finansowania inwestycji mieszkaniowych, które były przedmiotem osobnych opracowań.

W opracowaniu omówiono przede wszystkim Stany Zjednoczone, w okresie od roku 2006 do czerwca 2009 r. Wykorzystano metodę studium przypadku, przy czym oparto się na źródłach wtórnych, w tym na raportach instytucji kredytowych, agencji finansowych, opracowaniach Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, danych pozyskanych z firmy Inside Mortgage Finance Publications, sprawozdaniach finansowych Ginnie Mae, Fannie Mae i Freddie Mac i inne artykułach naukowych.

1. Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych

Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych został wywołany w 2007 r. przez instytucje finansowe udzielające kredytów hipotecznych o wysokim ryzyku (*subprime mortgages*), wykorzystujące mechanizm sekurytyzacyjny wsparty gwaran-



Rys. 1. Ceny mieszkań, stopy procentowe i stopa wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w latach 1992-2008

Źródło: opracowano na podstawie danych: News Release, Federal Housing Finance Agency, 24.02.2009 r.

cjami państwowymi, w obliczu odwrócenia trendu cen transakcyjnych na rynku nieruchomości począwszy od ostatniego kwartału 2006 r., podwyższenia stóp procentowych i spowolnienia wzrostu gospodarczego (rys. 1).

W konsekwencji wzrosła liczba wykonanych eksmisji o ponad 70%, spadła liczba sprzedanych mieszkań o prawie 12,5% oraz wartość udzielanych kredytów hipotecznych o 20% w 2008 r. w porównaniu z rokiem poprzednim. Pomimo że procedury oceny zdolności kredytowej i wartości zabezpieczeń uległy zaostrzeniu na przełomie lat 2008-2009, to nabywcy papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych ponieśli znaczne straty oraz stracili zaufanie do agencji ratingowych. W związku z tym uległ załamaniu finansowy rynek pierwotny. Jedynie nieliczne instytucje finansowe refinansowały kredyty hipoteczne z depozytów ludności. Większość kredytodawców została zmuszona do zatrzymania akcji kredytowej z powodu braku środków finansowych. Załamanie rynku kapitałowego zablokowało kredytodawcom możliwość refinansowania udzielanych kredytów hipotecznych poprzez emisję papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych lub bezpośredniej sprzedaży udzielonych kredytów.

Głównym celem opracowania jest odpowiedź na zasadnicze pytanie: czy przyczyną kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych była wada strukturalna modelu sekurytyzacyjnego – jako mechanizmu finansowania mieszkalnictwa – który nie jest odporny na zmiany w makrootoczeniu, czy może specyficzne rozwiązania amerykańskie finansowania mieszkalnictwa poprzez zmodyfikowany mechanizm sekurytyzacyjny? Udzielenie odpowiedzi na tak postawione pytanie wymaga omówienia pojęcia amerykańskich kredytów hipotecznych o wysokim ryzyku, a następnie wyjaśnienie ich znaczenia w procesie sekurytyzacji aktywów.

Zgodnie z definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego kredyty hipoteczne o wysokim ryzyku są udzielane klientom ze złą historią kredytową, wynikającą z opóźnień w spłacie bądź z niewypłacalności klienta lub z bardzo słabą historią kredytową klienta albo z negatywną czy słabą oceną zdolności kredytowej klienta (na przykład zdolność kredytowa liczona na podstawie wysokości raty w promocyjnych okresach spłaty). Do czynników podwyższonego ryzyka niektórzy ekonomiści zaliczają również kredyty hipoteczne, dla których wskaźnik LTV (stosunek wartości kredytu do wartości przedmiotu zabezpieczenia) wynosi powyżej 80%, oraz kredyty hipoteczne denominowane w walucie obcej, kredyty udzielane klientom bez weryfikacji dokumentacji potwierdzającej zdolność kredytową lub jej brak (na przykład na podstawie oświadczenia klienta o dochodach).

Decyzje kredytowe instytucji zaangażowanych w finansowanie sektora nieruchomości w Stanach Zjednoczonych opierały się przede wszystkim na wartości rynkowej zabezpieczeń, a nie na zdolności kredytowej klientów. Sytuacja ta wynikała z systematycznie rosnących cen nieruchomości w latach 1997-2005, które przekładały się na wzrost ich wartości rynkowej. Zgodnie bowiem z międzynaro-

dowymi standardami wyceny wartość rynkowa oznacza szacowaną kwotę, jaką w dniu wyceny można uzyskać za składnik mienia, zakładając, że strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, są od siebie niezależne, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie, nie znajdują się w sytuacji przymusowej oraz upłynął odpowiedni okres eksponowania nieruchomości na rynku[3]. Jeżeli ceny transakcyjne nieruchomości rosły, to wywołały wzrost wartości rynkowej, a zatem wzrost wartości zabezpieczeń udzielonych przez instytucje finansowe kredytów hipotecznych. W przypadku niemożności spłaty przez kredytobiorcę udzielonego kredytu instytucje finansowe realizowały roszczenia (czyli spłata rat i odsetek od kredytu oraz pokrycie kosztów egzekucji mienia) z przedmiotu zabezpieczenia – nieruchomości. Przy odwróceniu trendu na rynku nieruchomości powstał problem pokrycia wszystkich wierzytelności z ustanowionych zabezpieczeń – nieruchomości, których ceny zaczęły spadać, a zatem spadała ich wartość rynkowa.

Należy podkreślić, że kwestia występowania zaburzeń w sektorze mieszkaniowym, które mogą przyczynić się zarówno do napięć w sektorze finansowym, jak i do nierównowagi w całym systemie ekonomicznym, została już poddana licznym badaniom naukowym. Takie zaburzenia tworzą autonomiczne cykle lub przejściową nierównowagę na rynku mieszkaniowym. Do kluczowych mechanizmów je wywołujących lub wzmacniających zaliczają się w szczególności: mechanizm zabezpieczania udzielanych kredytów nieruchomościami mieszkaniowymi według N. Kiyotaki, J. Moore oraz mechanizm koncentracji aktywów bankowych według R. Herring, S. Wachter[4]. Niemniej jednak pozostaje otwarte pytanie, dlaczego pomimo zidentyfikowanych zagrożeń wystąpił kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych i został przeniesiony na gospodarkę światową.

2. Mechanizm sekurytyzacyjny w Stanach Zjednoczonych

Rynkowy podsystem finansowania mieszkalnictwa w Stanach Zjednoczonych opiera się w znacznym stopniu na mechanizmie sekurytyzacyjnym, około ¾ wszystkich udzielonych kredytów hipotecznych jest bowiem refinansowanych poprzez rynek wtórny, w większości z wykorzystaniem MBS (Mortgage Backed Securities), czyli papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych[5].

---

[3] E. Kucharska-Stasiak (red.), *Międzynarodowe Standardy Wyceny 2005*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Międzynarodowy Komitet Standardów Wyceny, Warszawa 2005, s. 86-87.

[4] N. Kiyotaki, J. Moore, *Credit Cycles*, NBER Working Paper, No 5083, 1995; R. Herring, S. Wachter, *Real Estate Booms and Banking Busts – An International Perspective*, Group of Thirty Occasional Papers, No 58, 1999.

[5] *A Primer on the Secondary Mortgage Market*, Mortgage Market Note 08-3, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 21.07.2008 r.

Podstawowym zabezpieczeniem emisji papierów MBS na rynku wtórnym jest specjalnie dobrana pula kredytów hipotecznych. Instrumenty MBS odzwierciedlają roszczenia nabywców tych papierów do przyszłych strumieni płatności z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych. Zabezpieczeniem przyszłych roszczeń inwestorów są strumienie płatności rat kapitałowych z odsetkami od kredytu hipotecznego wraz z ubezpieczeniem spłaty emisji, które trafiają poprzez spółkę celową do nabywców MBS. Oprocentowanie papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych jest niższe niż oprocentowanie udzielonych kredytów hipotecznych, aby pokryć koszty obsługi i opłat ubezpieczeniowych.

Amerykański mechanizm sekurytyzacyjny jest znacznie bardziej rozwinięty niż jego europejski odpowiednik. Można w nim wyróżnić trzy zasadnicze rozwiązania instytucjonalne. Pierwsze stanowią semipubliczne przedsiębiorstwa z poręczeniem rządowym (*government-sponsored enterprises* – GSE), takie jak: Fannie Mae i Freddie Mac udzielające gwarancji inwestorom z rynku kapitałowego na wyemitowane przez nie MBS. Drugie jest oparte na rządowej agencji Ginnie Mae. Trzecie rozwiązanie opiera się na prywatnych instytucjach finansowych emitujących MBS bez gwarancji Fannie Mae, Freddie Mac i Ginnie Mae. Jak można już zauważyć, elementem różnicującym poszczególne odmiany mechanizmu sekurytyzacyjnego w Stanach Zjednoczonych nie jest ani rodzaj kredytodawcy oferującego kredyty hipoteczne, ani rodzaj kredytobiorców, ale rozwiązania dotyczące źródeł pozyskiwania środków na finansowanie inwestycji mieszkaniowych przez kredytodawców. Uzasadnione jest więc przybliżenie poszczególnych odmian mechanizmu sekurytyzacyjnego i ich odniesienie do kryzysu finansowego.

2.1. Mechanizm sekurytyzacyjny z wykorzystaniem Fannie Mae i Freddie Mac

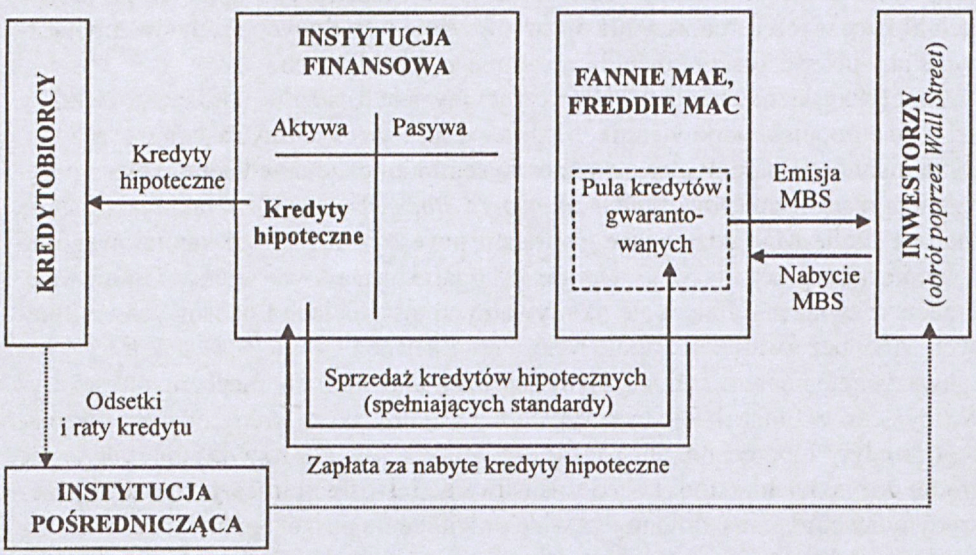
Kluczową rolę w amerykańskim systemie finansowania inwestycji mieszkaniowych odgrywają semipubliczne agencje, działające w formie spółek akcyjnych, w tym największe Fannie Mae i Freddie Mac o ponad 60% udziale w rynku MBS, nadzorowane przez instytucję OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) przy Departamencie Mieszkalnictwa i Rozwoju Miast (HUD).

Celem Fannie Mae[6] i Freddie Mac[7] jest dostarczenie kapitału międzynarodowego do instytucji finansowych, które udzielają kredytów mieszkaniowych dla

[6] Fannie Mae powstała w 1938 r. jako agencja federalna, w 1968 r. przekształciła się w prywatną spółkę akcyjną, notowaną na giełdzie papierów wartościowych, w której jednym z akcjonariuszy było państwo. 6 września 2008 r. Fannie Mae została przejęta przez Federalną Agencję Finansowania Mieszkalnictwa a Ministerstwo Finansów zgodziło się na dofinansowanie spółki kwotą 100 miliardów dolarów w celu ochrony przed jej upadłością w związku z kryzysem finansowym, źródło: http://www.fanniemae.com/aboutfm [dostęp 07.10.2008].

[7] Freddie Mac jest jedną z największych instytucji nabywających kredyty mieszkaniowe w Stanach Zjednoczonych i emitującą na jej podstawie papiery wartościowe oparte na kredytach

gospodarstw domowych o niskich, umiarkowanych i średnich dochodach. Fannie Mae i Freddie Mac pełnią rolę spółek celowych, które skupują kredyty hipoteczne udzielane przez hipoteczne instytucje bankowe (*mortgage banking companies*), kasy oszczędnościowo-pożyczkowe, banki oszczędnościowe, banki komercyjne, towarzystwa kredytowe, banki społeczne (*community banks*), państwowe i lokalne agencje rządowe (rys. 2).



Rys. 2. Klasyczny amerykański mechanizm sekurytyzacyjny

Źródło: opracowano na podstawie: *Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 2007 Performance and Accountability Report*, 11.2007, *Mortgage Bonds vs. Mortgage-backed Securities*, European Mortgage Federation, Brussels EMF, 2003, s. 2; Performance and Accountability Report 2007, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 12.2007, s.10; M. Lea, *Global Models for Funding Housing: What is the Best Model for Poland?* The Urban Institute, Washington, 02.2000

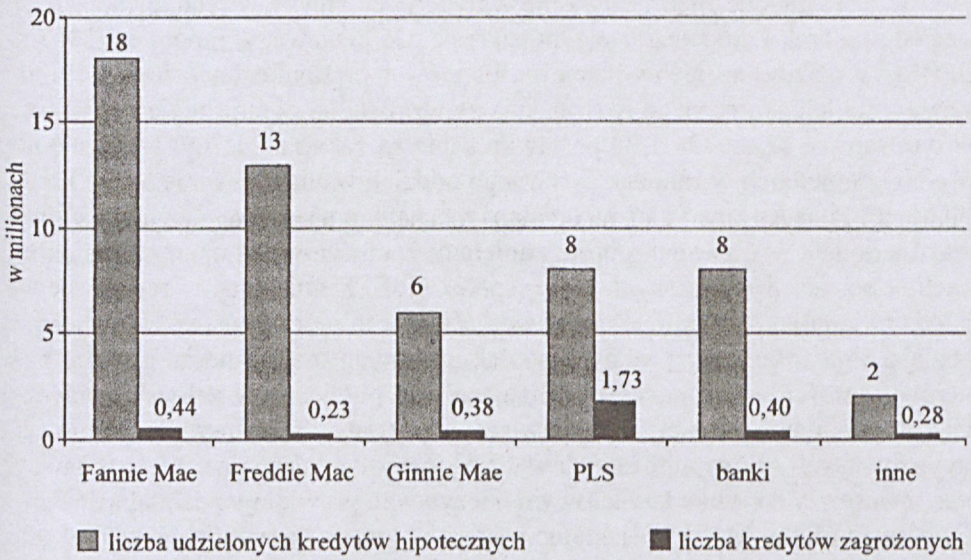
Należy zaznaczyć, że hipoteczne instytucje bankowe refinansują udzielane kredyty mieszkaniowe wyłącznie ze środków pochodzących z rynku kapitałowego, natomiast pozostałe instytucje mają dodatkowo depozyty ludności jako źródło refinansowania. Fannie Mae i Freddie Mac nabywają należności instytucji kredytowych i na ich bazie emitują papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych, które są przedmiotem obrotu na międzynarodowych rynkach kapitałowych[8]. Dzięki takiemu rozwiązaniu instytucje kredytowe mogły udzielać

hipotecznych. Instytucja została powołana przez Kongres Stanów Zjednoczonych w 1970 r., a obecnie działa w formie spółki akcyjnej.

[8] Na przykład Bank Centralny Rosji zainwestował w papiery między innymi Fannie Mae i Freddie Mac co najmniej 100 mld dol, według stanu na 09.2008 r.; T. Prusek, *Szał zakupów na giełdach po nacjonalizacji Fannie Mae i Freddie Mac*, Gazeta Wyborcza, 08.09.2008.

nowych kredytów hipotecznych, bez konieczności korzystania z rynku pierwotnego, w tym z depozytów ludności.

Na rysunku 3 została zaprezentowana liczba udzielonych kredytów oraz liczba kredytów z opóźnieniem w spłacie powyżej 90 dni wraz z wierzytelnościami egzekwowanymi od dłużników w Stanach Zjednoczonych na koniec 2008 r. według rodzaju instytucji. W okresie kryzysu finansowego w portfelach Fannie Mae i Freddie Mac pozostało 56% wszystkich udzielonych kredytów hipotecznych, na bazie której zostały wyemitowane papiery wartościowe. Wyłącznie kredyty zagrożone stanowiły w portfelu Fannie Mae i Freddie Mac około 2% udziału (20% wszystkich zagrożonych kredytów). Należy zwrócić uwagę, że w latach 2005--2007 portfel Freddie Mac i Fannie Mae składał się z ponad połowy kredytów hipotecznych o wysokim ryzyku, w większości o zmiennej stopie procentowej, które finansowały ponad 90% wartości rynkowej nieruchomości[9].



Kredyty zagrożone oznaczają kredyty z opóźnieniem w spłacie powyżej 90 dni i wierzytelności egzekwowane od dłużników. PLS – Private Label Securities

Rys. 3. Liczba udzielonych kredytów hipotecznych i kredytów zagrożonych w Stanach Zjednoczonych według źródeł refinansowania (stan na dzień 31.12.2008 r.)

Źródło: opracowano na podstawie danych Federal Reserve Board, FDIC, Freddie Mac, Fannie Mae, Mortgage Bankers Association, First American CoreLogic

[9] Dane dla Freddie Mac: 97% kredytów hipotecznych w portfelu o zmiennej stopie procentowej, 67% kredytów w portfelu stanowiły kredyty o wysokim ryzyku, 68% kredytów w portfelu wymagało wkładu własnego poniżej 10%. Dla Fannie Mae odpowiednio: 84, 58 i 62%. Źródło: K. Amadeo, Did Fannie and Freddie Cause the Mortgage Crisis?, about.com, 13.10.2008.

W tym miejscu powstaje pytanie o efektywność instytucji nadzoru i kontroli systemu finansowego (w skrócie INiB), w szczególności powołanej komórki OFHEO w Departamencie Mieszkalnictwa i Rozwoju Miast, której główną misją jest zapewnienie bezpieczeństwa Fannie Mae i Freddie Mac. Do głównych cech niesprawności INiB można zaliczyć albo nieodpowiednią jakość informacji będących w dyspozycji INiB, albo niewystarczające kompetencje kontrolne i nadzorcze instytucji. W tym wypadku należy wykluczyć pierwszą opcję ze względu na bardzo dobrze opracowane statystyki dotyczące amerykańskiego rynku finansowego i rynku mieszkaniowego. Natomiast niewystarczające kompetencje kontrolne i nadzorcze INiB mogą wynikać albo z zapisów ustawowych uniemożliwiających tym organom monitorowanie i sprawowanie nadzoru nad sektorem, albo z nieformalnych lub nawet formalnych powiązań pomiędzy państwem a instytucjami finansowymi, które wyklucza lub co najmniej poważnie ogranicza skuteczność INiB. W odniesieniu do funkcjonowania Fannie Mae i Freddie Mac instytucje nadzoru i bezpieczeństwa nie wpłynęły na zmiany w tych agencjach ze względu na brak kompetencji w tym zakresie. Co ciekawe, w raporcie z 2007 r. OFHEO wskazuje na identyfikację problemów w systemie finansowym i brak możliwości ich skutecznego rozwiązania ze względu na ograniczenia ustawowe. W tym samym czasie OFHEO postawiło sobie za cel strategiczny wzmocnienie swoich kompetencji w zakresie aktywnego oddziaływania na Fannie Mae i Freddie Mac[10]. Ponadto amerykańska odmiana mechanizmu sekurytyzacyjnego wprowadziła dodatkowy gwarant obrotu papierami wartościowymi opartymi na aktywach w postaci wymienionych wyżej spółek GSE. Fannie Mae i Fredie Mac są przedstawiane jako instytucje co prawda utworzone przez państwo, ale obecnie działające na zasadzie prywatnych spółek akcyjnych, notowane na giełdzie papierów wartościowych, chociaż realizujące cele publiczne w zakresie społecznej polityki mieszkaniowej. Takie powiązanie prywatnej struktury własnościowej i realizowanych celów publicznych wydaje się wysoce niespójne. Kredytodawcy oraz inwestorzy na rynku kapitałowym odczytywali prawidłowo działalność Fannie Mae i Freddie Mac jako instytucji, które w przypadku zaburzeń na rynkach finansowych będę wspierane przez państwo. Powiązanie państwa i instytucji finansowych obniżyło skuteczność INiB i doprowadziło do nadmiernego finansowania sfery realnej przez system finansowy oraz do przekonania, że inwestycje w MBS poręczone przez Fannie Mae lub Freddie Mac podlegają ochronie (pokusa nadużycia)[11]. Przekonanie to, jak się okazało 6 września 2008 r., było cał-

[10] Office of Federal Housing Enterprise Oversight, *2007 Performance and Accountability Report*, 11.2007, s. 5.

[11] P. Lis, S. Zwierzchlewski, *Wybrane uwarunkowania kryzysu walutowego – implikacje dla polskiej gospodarki*, w: W. Jarmołowicz, (red.), *Funkcjonowanie gospodarki rynkowej w Polsce. Aspekty makro i mikroekonomiczne*, Zeszyt Naukowy nr 65, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005, s. 165-178.

kowicie słuszne. W tym dniu dyrektor Federalnej Agencji Finansowania Mieszkalnictwa (FHFA) uzyskał status zarządcy komisarycznego Fannie Mae i Freddie Mac, a jego zadaniem miała być kontrola i zabezpieczenie majątku spółek. Podjął on działania ratunkowe polegające na uzyskaniu pomocy finansowej od państwa w wysokości do 100 mld dolarów (zmiana do 200 mld dolarów w dniu 18 lutego 2009 r). Niemniej jednak w ostatnim kwartale 2008 r. i w pierwszym kwartale 2009 r. Fannie Mae wciąż odnotowywała stratę w wysokości odpowiednio 25,2 mld dolarów i 23,2 mld dolarów, która była sfinansowana środkami rządowymi[12].

2.2. Mechanizm sekurytyzacyjny z wykorzystaniem Ginnie Mae

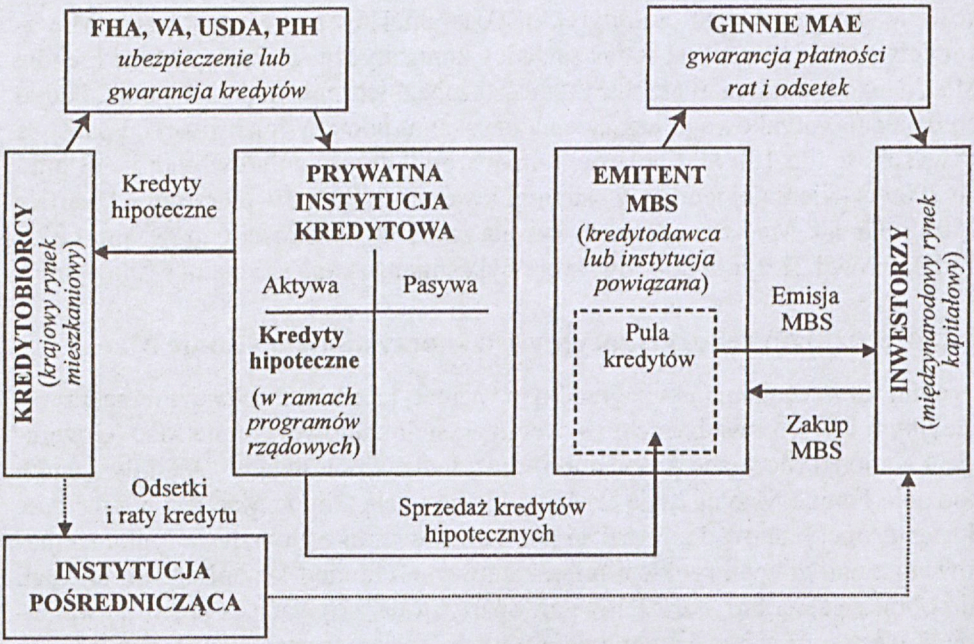
Drugim rozwiązaniem instytucjonalnym w amerykańskim mechanizmie sekurytyzacyjnym jest wprowadzenie do systemu agencji rządowej Ginnie Mae (Government National Mortgage Association). Instytucja ta powstała w 1968 r. w wyniku podziału Fannie Mae na dwie części. Główną misją Ginnie Mae jest poszerzanie dostępu Amerykanów do mieszkań poprzez powiązanie globalnego rynku kapitałowego z narodowym rynkiem mieszkaniowym. Ginnie Mae ani nie emituje, ani nie obraca papierami wartościowymi opartymi na aktywach, a jedynie gwarantuje inwestorom nabywającym papiery wartościowe oparte na aktywach z rynku wtórnego terminową płatność rat i odsetek od udzielonych kredytów, które zostały przekierowane od kredytobiorców do nabywców długu (*pass-through securities*). Ginnie Mae obejmuje gwarancjami rządowymi tylko te sekurytyzowane papiery wartościowe, które są oparte na kredytach gwarantowanych lub są ubezpieczone przez Federalną Administrację Mieszkaniową (FHA)[13], przy Departamencie Mieszkalnictwa i Rozwoju Miast (HUD), bądź gwarantowane przez Departament ds. Weteranów (VA), Biuro ds. Mieszkań Społecznych i dla Indian (PIH) lub Departament Rolnictwa (USDA). Rysunek 4 prezentuje schemat funkcjonowania amerykańskiej odmiany mechanizmu sekurytyzacyjnego w powiązaniu z działalnością agencji rządowej Ginnie Mae. Warto zwrócić uwagę, że gwarancja Ginnie Mae wiąże się z papierami wartościowymi opartymi na kredytach hipotecznych udzielanych przez prywatne instytucje finansowe w ramach programów rządowych. Tym samym zostaje minimalizowany problem „hazardu moralnego" instytucji prywatnych w systemie.

Dzięki funkcjonowaniu Ginnie Mae instytucje kredytowe mogą uzyskać wyższą cenę za sprzedaż swoich aktywów na rynku wtórnym, a kredytodawcy taniej pozyskują środki finansowe, które refinansują udzielanie kredytów hipotecznych. Papiery wartościowe oparte na aktywach i objęte gwarancjami Ginnie Mae są

---

[12] *Fannie Mae, 2008 Year-End Results, Annual Report on Form 10-K*, Fannie Mae, 31.12.2008, oraz *Fannie Mae Reports First-Quarter 2009 Results*, Fannie Mae, 08.05.2009.

[13] Federal Housing Administration (FHA). Więcej: http://www.hud.gov/offices/hsg/fhahistory.cfm



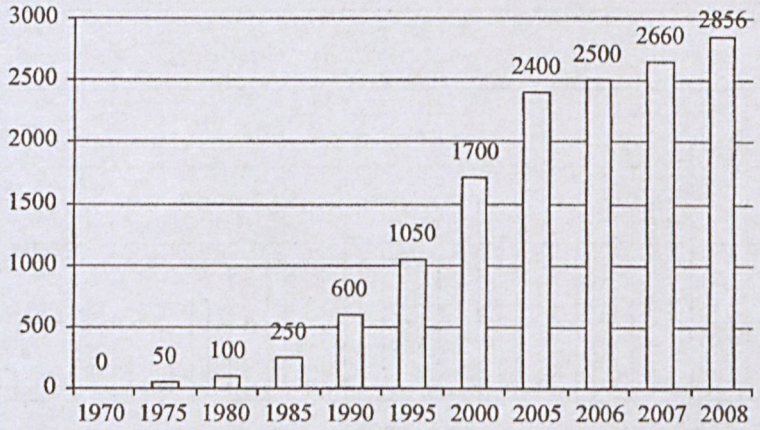
Rys. 4. Amerykański mechanizm sekurytyzacyjny z udziałem Ginnie Mae

Źródło: opracowano na podstawie: Government National Mortgage Association, *2008 Annual Report*, Washington, 7.11.2008, *Mortgage Bonds vs. Mortgage-backed Securities*, European Mortgage Federation, Brussels 2003, s. 2; *Performance and Accountability Report 2007*, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 12.2007, s. 10; M. Lea, *Global Models for Funding Housing: What is the Best Model for Poland?* The Urban Institute, Washington, 02.2000

jednymi z najbezpieczniejszych aktywów finansowych, które mogą nabyć inwestorzy na międzynarodowym rynku kapitałowym. W latach 1970-2008 Ginnie Mae udzieliła gwarancji na papiery wartościowe oparte na aktywach o skumulowanej wartości prawie 2,9 bln dolarów (rys. 5). W 2008 r. Ginnie Mae gwarantowała od 2 do 14% wszystkich kredytów hipotecznych udzielonych gospodarstwom domowym[14].

Powstaje pytanie o sposób funkcjonowania mechanizmu sekurytyzacyjnego z Ginnie Mae w warunkach kryzysu finansowego. W 2008 r. całkowita wartość wyemitowanych w Stanach Zjednoczonych papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych spadła o 33%, podczas gdy wartość emisji papierów z gwarancją Ginnie Mae wzrosła o 159% w 2008 r. Ustawa o stymulowaniu gospodarki uchwalona w lutym 2008 r. zwiększyła tymczasowo limity dla kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu, które mogą być ubezpieczone przez Federalną Administrację Mieszkaniową, co pozwoliło na dalszą ekspansję Ginnie

[14] Government National Mortgage Association, *2008 Annual Report*, Washington, 7.11.2008, s. 4-5.

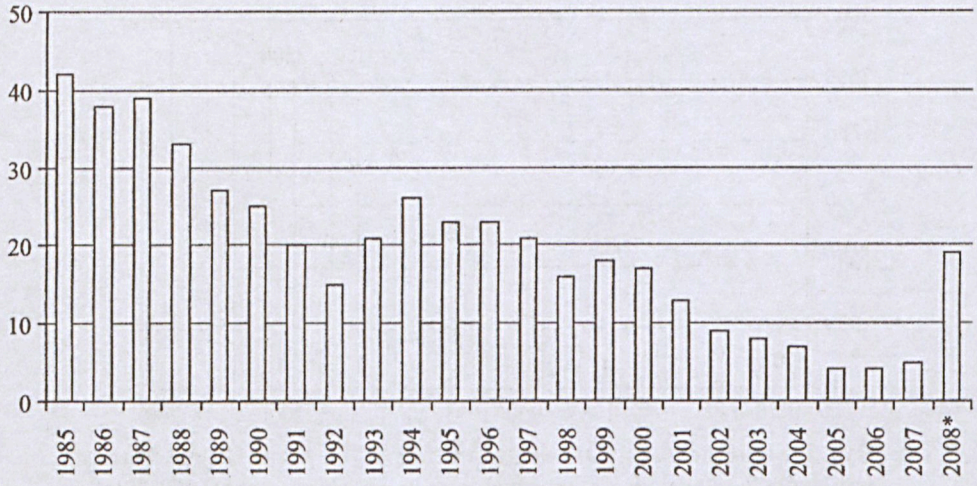


Rys. 5. Skumulowana wartość gwarantowanych przez Ginnie Mae papierów wartościowych opartych na aktywach w latach 1970-2008 (w mld dolarów)

Źródło: opracowano na podstawie danych Government National Mortgage Association

Mae. W konsekwencji agencja rządowa zwiększyła udział w rynku papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych do 19% w 2008 r. (*styczeń – wrzesień 2008 r.*). Należy podkreślić, że Ginnie Mae w czasach kryzysu finansowego stabilizuje rynek kapitałowy, jednocześnie służąc pośrednio rządowi jako instrument pobudzania gospodarki. Teza ta znajduje swoje uzasadnienie w przedstawionej na rysunku 2 konstrukcji mechanizmu sekurytyzacyjnego. Otóż rząd może zwiększyć programy mieszkaniowe realizowane przez takie instytucje, jak: FHA, VA, USDA, PIH a Ginnie Mae stanowi dla nieufnych inwestorów na rynku kapitałowym dodatkowe i bezpośrednie zabezpieczenie w czasach kryzysu finansowego. Ryzyko kredytowe w znacznej części przejmuje więc rząd amerykański. W zamian państwo wykorzystało mechanizm sekurytyzacyjny z Ginnie Mae jako instrument antycykliczny, o funkcji stabilizacyjnej dla systemu finansowego i rynku mieszkaniowego w czasach kryzysu finansowego. Należy również podkreślić, że nie ma dowodów, iż konstrukcja tego mechanizmu przyczyniła się do wybuchu czy pogłębienia kryzysu na rynkach finansowych. Co więcej, analiza sprawozdań finansowych Ginnie Mae wykazuje, że instytucja ta przynosi większe zyski w czasach kryzysu finansowego niż w czasach boomu gospodarczego[15]. Niemniej jednak wsparcie państwa dla systemu finansowania inwestycji mieszkaniowych w okresie kryzysu finansowego jest również znacznie wyższe niż w latach prosperity. Zatem jeżeli zaangażowanie państwa w pierwszym etapie finansowania inwestycji mieszkaniowych jest wyższe, ale rekompensują to wyższe zyski agencji rządowej znajdującej się w ostatnim etapie mechanizmu

[15] Na podstawie danych Government National Mortgage Association.



* Dane dotyczą miesięcy styczeń – wrzesień 2008 r.

Rys. 6. Udział Ginnie Mae w rynku papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych w latach 1985-2008 (w %)

Źródło: opracowano na podstawie danych Government National Mortgage Association

finansowania, można ocenić tę konstrukcję jako efektywną w czasach kryzysu finansowego.

2.3. Mechanizm sekurytyzacyjny w odmianie klasycznej

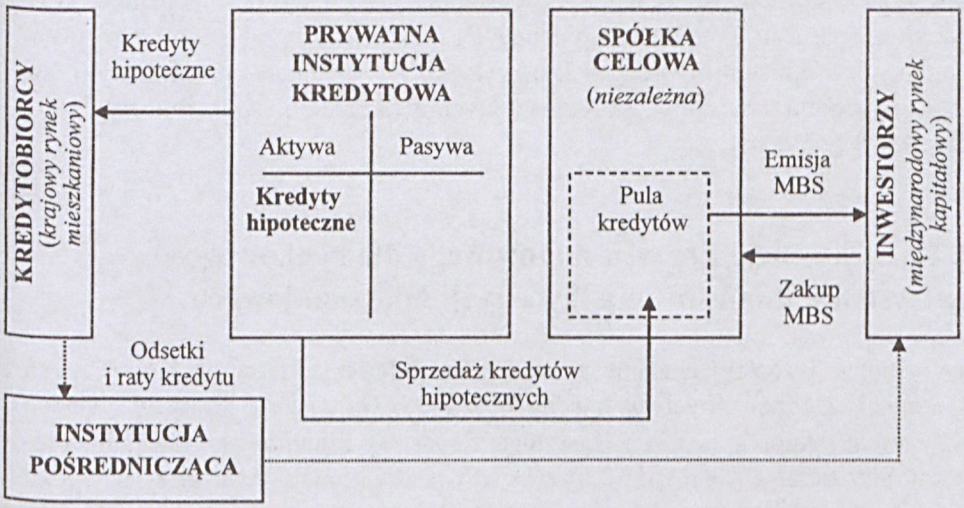
Trzecie rozwiązanie w amerykańskim mechanizmie sekurytyzacyjnym nawiązuje do klasycznego modelu sekurytyzacyjnego, którego istotą jest jego pozabilansowy charakter, bez dodatkowych instytucji ubezpieczeniowych lub poręczeniowych z udziałem państwa. Ta wersja mechanizmu sekurytyzacyjnego nazywana jest **PLS** (*private-label securities*) lub inaczej **Non-Agency Market**. Należy zaznaczyć, że rynek PLS charakteryzował się niezwykłym wzrostem w latach 2001-2006. Wśród wyemitowanych MBS w 2001 r. około 1/5 stanowiły prywatne papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych, podczas gdy w 2006 r. stanowiły one już ponad ½ emisji rocznej[16]. Na rynku PLS można wyróżnić następujące instrumenty: Jumbo Loans – kredyty hipoteczne większe niż dopuszczalne do nabycia przez Fannie Mae lub Freddie Mac, nieuwzględniające ALT-A Loans i subprime loans, ALT-A Loans – kredyty dla klientów przeważnie z dobrą kondycją finansową, takich jak: przedsiębiorcy, prowadzący jednoosobową działalność gospodarczą itp., ale z nietypową dokumentacją kredytową wynikającą z niestabilności źródeł dochodu, które wymagają indywidualnej oceny zdolności

[16] *A Primer on the Secondary Mortgage Market*, Mortgage Market Note 08-3, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 21.07.2008, s. 2.

kredytowej[17], kredyty hipoteczne o wysokim ryzyku (*subprime mortgage*), oraz HEL Loans – kredyty zabezpieczone hipoteką wpisaną na drugim miejscu[18].

W tej odmianie mechanizmu prywatny inicjator sekurytyzacji sprzedaje wierzytelności z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych również prywatnej spółce celowej. Oczywiście spółka celowa nie ma roszczenia zwrotnego wobec inicjatora sekurytyzacji, co oddziela ryzyko kredytowe inicjatora sekurytyzacji od ryzyka inwestycyjnego, związanego z emisją MBS (także ryzyka związanego z aktywami je zabezpieczającymi). Ponadto spółka celowa jest podmiotem niezależnym od inicjatora sekurytyzacji. Z jednej strony zabezpiecza to spółkę przed ewentualnymi konsekwencjami wynikającymi z upadłości inicjatora sekurytyzacji. Z drugiej strony inicjator sekurytyzacji przenosi ryzyko na spółkę celową, uwalniając tym samym środki na udzielanie kolejnych kredytów hipotecznych.

Proces sekurytyzacji, przedstawiony na rysunku 7, rozpoczyna się wyodrębnieniem z majątku inicjatora – kredytodawcy kredytów hipotecznych nadających



Rys. 7. Amerykański mechanizm sekurytyzacyjny – odmiana PLS

Źródło: opracowano na podstawie: Government National Mortgage Association, *2008 Annual Report*, Washington, 7.11.2008, *Mortgage Bonds vs. Mortgage-backed Securities*, European Mortgage Federation, Brussels EMF, 2003, s. 2; *Performance and Accountability Report 2007*, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 12.2007, s. 10; M. Lea, *Global Models for Funding Housing: What is the Best Model for Poland?* The Urban Institute, Washington, 02.2000

[17] Pule ALT A mają zwykle większą proporcję kredytów inwestorskich i niższe od przeciętnych puli oceny kredytowe.

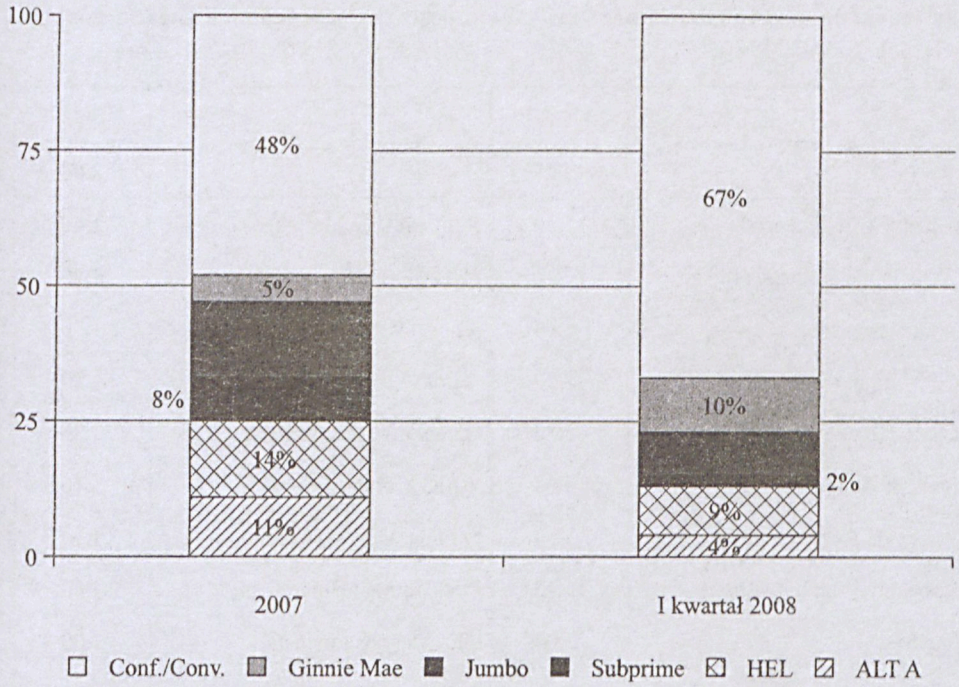
[18] HEL (Home-Equity Loan) – kredyty zabezpieczone hipoteką wpisaną na drugim miejscu, co oznacza, że w przypadku egzekucji mienia zostaną uregulowane wierzytelności z hipoteki na pierwszym miejscu i dopiero wówczas nastąpi egzekucja z tytułu drugiej hipoteki.

się do sekurytyzacji. Następnie instytucje finansowe formułują pakiety z należności, tzn. grupują w swoim bilansie kredyty hipoteczne według ich cech i jakości. Po sformułowaniu pakietu aktywów przez inicjatora sekurytyzacji, spółka celowa musi wyemitować MBS, aby sfinansować nabycie aktywów od inicjatora. Spółka zakłada z góry rating, jaki chce uzyskać, a agencja ratingowa informuje o wymogach, jakie w tym celu emisja musi spełnić, by zyskać dany rating. Spółka może dodatkowo ubezpieczyć emisje papierów wartościowych, które następnie lokuje na rynku kapitałowym. Po takiej procedurze następuje sprzedaż pakietów spółce celowej. W zamian inicjator sekurytyzacji otrzymuje zapłatę zdyskontowanej jej wartości, przy czym stopa dyskonta jest ujemnie skorelowana z jakością aktywów. Kredytodawca usuwa ze swojego bilansu udzielone kredyty hipoteczne.

Powstaje pytanie, co odróżnia ten mechanizm od pozostałych dwóch omówionych powyżej. W tym mechanizmie papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych nie są poręczone przez Ginnie Mae ani nie są przedmiotem obrotu poprzez Fannie Mae lub Freddie Mac, gdyż nie spełniają minimalnych standardów tych instytucji. Na rynku PLS występują przede wszystkim papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych o wysokim ryzyku lub na konwencjonalnych kredytach hipotecznych udzielanych gospodarstwom domowym, ale połączonych dla transakcji sekurytyzacyjnych w bardzo duże pule wierzytelności (tzw. kredyty jumbo).

3. Konsekwencje kryzysu finansowego dla rynkowego podsystemu finansowania inwestycji mieszkaniowych

Na rysunku 8 zostały ukazane poszczególne odmiany kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych w latach 2007-2008. Największe straty w związku z kryzysem poniósł rynek PLS. Instytucje finansowe zahamowały udzielanie kredytów hipotecznych najbardziej ryzykownym klientom, a inwestorzy na rynku kapitałowym zaczęli unikać papierów wartościowych o wysokim ryzyku. Należy podkreślić, że straty poniosły również Fannie Mae i Freddie Mac, które wyłącznie dzięki pomocy państwa mogły prowadzić ekspansywną politykę kredytową, pomimo strat finansowych w okresie 2008–II kwartał 2009 r. Zatem na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych wystąpił efekt wyparcia instytucji prywatnych przez instytucje semipubliczne i publiczne typu Ginnie Mae. Kredyty hipoteczne typu „conforming" i „conventional" wzrosły z 48% w 2007 r. do 67% udzielanych kredytów ogółem w I kwartale 2008 r. Kredyty gwarantowane przez Ginnie Mae również zanotowały wzrost odpowiednio z 5 do 10%, natomiast kredyty ryzykowne typu Subprime, HEL, ALT A oraz Jumbo zanotowały wyraźny spadek.



Conf. – Conforming Loans – kredyty hipoteczne, które spełniają wymagania Fannie Mae i Freddie Mac, limity od 417,000 do 729,750 dolarów dla nabycia i sekurytyzacji,
Conv. – Conventional Loans – kredyty hipoteczne bez gwarancji lub poręczenia rządu

Rys. 8. Odmiany kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych w okresie: 2007 – I kwartał 2008 (w %)

Źródło: G. Cecala, *Surviving the Mortgage Crisis*, Inside Mortgage Finance Inc., Cleveland 2008

Poniżej przedstawiono udziały instytucji kredytowych w segmencie kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych w 2007 r. Kursywą zaznaczono instytucje finansowe, które ogłosiły upadłość lub zostały przejęte w wyniku kryzysu finansowego w latach 2007-2008 (na przykład Countrywide Financial został przejęty przez Bank of America 01.07.2008r., Wachovia została nabyta przez Wells Fargo 31.12.2008 r.). Z prezentowanego zestawienia wynika, że ponad połowa znaczących amerykańskich kredytodawców nie przetrwała kryzysu finansowego. Wszystkie te instytucje refinansowały udzielane kredyty hipoteczne z wykorzystaniem mechanizmu sekurytyzacyjnego. W konsekwencji powstał „efekt domina", który doprowadził do problemów finansowych nabywców sekurytyzacowanych papierów wartościowych, w tym największe banki inwestycyjne w Stanach Zjednoczonych, takie jak: Bear Stearns, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley czy Lehman Brothers (upadłość 15.09.2008 r.) oraz wiele instytucji finansowych na całym świecie.

Instytucje finansowe udzielające kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych w latach 2007-2008 (w %)

Nazwa kredytodawcy	Udział w rynku w 2007 r.	Nazwa kredytodawcy	Udział w rynku w 2007 r.
Countrywide Financial	15,50	National City Mortgage Co.	1,40
Wells Fargo Home Mortgage	13,30	PHH Mortgage	1,40
Washington Mutual	6,60	ABN AMRO Mortgage Group	1,30
CitiMortgage Inc.	6,20	Aurora Loan Services	1,20
Chase Home Finance	5,80	GreenPoint Mortgage	1,20
Bank of America Mtg.	5,60	WMC Mortgage Corp.	1,10
Wachovia Corporation	3,50	Fremont General Corp.	1,10
Residential Capital Group	3,40	First Horizon Home Loans	1,00
IndyMac	3,00	First Magnus Financial	1,00
GMAC Residential.	2,50	Option One Mortgage	1,00
EMC Mortgage	2,40	MortgageIT Inc	1,00
American Home Mortgage Corp.	2,00	Ameriquest Mortgage Co.	0,90
New Century Financial Corp.	2,00	First Franklin Financial	0,90
SunTrust Mortgage Inc.	1,90	Taylor Bean & Whiteker	0,80
HSBC Finance	1,80	US Bank Home Mortgage	0,70
Inni			8,50

Źródło: G. Cecala, *Surviving the Mortgage Crisis*, Inside Mortgage Finance Inc., Cleveland 2008.

Zakończenie

Zaprezentowany mechanizm sekurytyzacyjny w Stanach Zjednoczonych jest wysoce złożony i rozbudowany instytucjami pośredniczącymi i wspierającymi rynkowy podsystem finansowania inwestycji mieszkaniowych. Dodatkowe rozwiązania instytucjonalne w Stanach Zjednoczonych przyspieszyły rozwój sektora mieszkaniowego w trzech ostatnich dekadach XX w. W obliczu nieefektywnego nadzoru finansowego w pierwszej dekadzie XXI w., pełnego zaufania do agencji

ratingowych, przy silnych gwarancjach państwa w systemie (mechanizm sekurytyzacyjny z Ginnie Mae) lub oczekiwaniach inwestorów, że inwestycje podlegają ochronie (mechanizm sekurytyzacyjny z Fannie Mae i Freddie Mac) mechanizm ten umożliwił nadmierną ekspansję kredytową instytucji finansowych w stosunku do zdolności finansowej kredytobiorców. Odwrócenie cen na rynku nieruchomości i pogorszenie uwarunkowań makroekonomicznych w latach 2006-2007 uwypukliło słabości takiego rozwiązania. W kryzysie finansowym kredytodawcy nie mogli pozyskać środków na udzielanie kredytów hipotecznych, emitenci papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych bankrutowali, pociągając za sobą spółki powiązane. Rynek kapitałowy zarówno krajowy, jak i międzynarodowy został obciążony papierami wartościowymi opartymi na kredytach hipotecznych o wysokim ryzyku (w tym okresie w większości opartymi na kredytach hipotecznych zagrożonych), a państwo, zgodnie z oczekiwaniami, musiało pokryć ogromne straty finansowe Fannie Mae i Freddie Mac, aby nie doszło do całkowitej utraty płynności sektora finansowego i wiarygodności amerykańskich papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych na międzynarodowych rynkach kapitałowych.

W klasycznym mechanizmie sekurytyzacyjnym bez dodatkowych instytucji ubezpieczeniowych lub poręczeniowych z udziałem państwa (Non-Agency Market) w latach 2001-2006 w Stanach Zjednoczonych nastąpił bardzo dynamiczny wzrost wynikający z zaangażowania instytucji finansowych w kredyty hipoteczne o podwyższonych ryzyku typu subprime, ALT A, HEL. Takie zaangażowanie nie byłoby możliwe przy partycypacji Ginnie Mae czy Fannie Mae lub Freddie Mac, które stawiały początkowo wyższe wymagania w zakresie emisji papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych. Wydawałoby się więc, że instytucje finansowe, które funkcjonowały w tym segmencie rynku, znalazły doskonałą niszę rynkową – kredytobiorcy o niskiej zdolności kredytowej, którzy zaciągają kredyty mieszkaniowe, a zabezpieczeniem są nieruchomości, których ceny systematycznie rosną. Co więcej, generowanie zysków w tym segmencie przyczyniło się do stopniowego zaangażowania również instytucji semipublicznych w papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych o podwyższonych ryzyku. Jednakże ponownie trzeba podkreślić nieefektywne funkcjonowanie instytucji nadzoru i kontroli systemu finansowego, albowiem występujące zjawisko nie jest nowe. Zostało już szeroko opisane w literaturze naukowej przede wszystkim przez N. Kiyotaki, J. Moore oraz R. Herring, S. Wachter[19]. Występowało też w gospodarkach Finlandii i Szwecji na początku lat dziewięćdziesiątych XX w., w pewnym stopniu w Meksyku w 1994 r. oraz w gospodarkach azjatyckich w 1997 r. Należy również zaznaczyć, że występowanie tego zjawiska jest niezależne od mechanizmu finansowania inwestycji mieszkaniowych.

[19] N. Kiyotaki, J. Moore, op.cit.; R. Herring, S. Wachter, op.cit.

Trzeba podkreślić, że modelowa konstrukcja klasycznego mechanizmu sekurytyzacyjnego nie powinna przyczyniać się do zjawisk kryzysowych w systemie finansowym. Wprowadzenie instytucji semipublicznych i publicznych do tego rozwiązania wprowadza dodatkowe zaburzenia w funkcjonowaniu tego mechanizmu po stronie kredytodawców, emitentów papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych i inwestorów na krajowym i międzynarodowym rynku kapitałowym.

Bibliografia

A Primer on the Secondary Mortgage Market, Mortgage Market Note 08-3, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 21.07.2008.

Amadeo K., *Did Fannie and Freddie Cause the Mortgage Crisis*? www.about.com, 13.10.2008.

Annual Report 2008, Government National Mortgage Association, Washington, 7.11.2008.

Cecala G., *Surviving the Mortgage Crisis*, Inside Mortgage Finance Inc., Cleveland 2008.

Fannie Mae Reports First-Quarter 2009 Results, Fannie Mae, 08.05.2009.

Fannie Mae, 2008 Year-End Results, Annual Report on Form 10-K, Fannie Mae, 31.12.2008.

Herring R., Wachter S., *Real Estate Booms and Banking Busts – An International Perspective*, Group of Thirty Occasional Papers, 1999, nr 58.

Kiyotaki N., Moore J., *Credit Cycles*, NBER Working Paper, No 5083, 1995.

Lea M., *Global Models for Funding Housing*: *What is the Best Model for Poland*? The Urban Institute, Washington 2000.

Lis P., *Polityka państwa w zakresie finansowania inwestycji mieszkaniowych*, C.H. Beck, Warszawa 2008.

Lis P., *Rola listów zastawnych we współczesnej bankowości*, w: A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009.

Lis P., Zwierzchlewski S., *Wybrane uwarunkowania kryzysu walutowego - implikacje dla polskiej gospodarki*, w: W. Jarmołowicz (red.), *Funkcjonowanie gospodarki rynkowej w Polsce. Aspekty makro i mikroekonomiczne*, Zeszyt Naukowy nr 65, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005.

Kucharska-Stasiak E. (red.), *Międzynarodowe Standardy Wyceny 2005*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Międzynarodowy Komitet Standardów Wyceny, Warszawa 2005.

Mortgage Bonds vs. Mortgage-backed Securities, European Mortgage Federation, Brussels EMF, 2003.

News Release, Federal Housing Finance Agency, 24.02.2009.

Performance and Accountability Report 2007, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 12.2007.

AMERICAN SECURITIZATION MECHANISM IN THE CONDITION OF FINANCIAL CRISIS

Summary

The main aim of this article is to estimate functioning of the securitization mechanism in United States of America from the point of view of the financial crisis. The securitization mechanism in USA (as a subject) discussed in this issue is highly compound and extended. Facing an ineffective financial oversight during the first decade of 21st century, full reliance for rating agencies and strong state guarantees in system or investors' expectations of investments being the subject of protection, this mechanism enabled an excessive credit expansion of financial institutions in relation to financial abilities of debtors. Inversion of prices on the housing market and deterioration in macroeconomic conditions between 2006-2007 emhasised the weakness of such a modified solution.