

Magdalena Swacha-Lech

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

BEHAWIORALNE ASPEKTY ZACHOWAŃ KREDYTOBIORCÓW ORAZ INSTYTUCJI BANKOWYCH W KONTEKŚCIE ANALIZY PRZYCZYŃ KRYZYSU FINANSOWEGO W STANACH ZJEDNOCZONYCH

Streszczenie: Analiza przyczyn wystąpienia kryzysu pozwoliła autorce wyłonić 5 grup podmiotów, w przypadku których można dostrzec inklinacje behawioralne. Należą do nich: kredytobiorcy na rynku kredytów hipotecznych (*prime* i *subprime*), banki, inwestorzy indywidualni na rynku kapitałowym, inwestorzy instytucjonalni oraz podmioty oceniające/rekomendujące inwestycje. Celem niniejszego artykułu jest uwypuklenie wagi behawioralnego podejścia do współczesnych finansów, dokonane za pomocą wyłonienia wśród zbioru przyczyn trwającego obecnie kryzysu finansowego w USA psychologicznych aspektów występujących w zachowaniach kredytobiorców na rynku kredytów hipotecznych oraz instytucji bankowych.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych, psychologiczne aspekty przyczyn wystąpienia kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, rynek kredytów *subprime*, finanse behawioralne.

1. Wstęp

Bezprecedensowe wydarzenia, które wystąpiły w ciągu ostatnich lat na rynku bankowo-finansowym w Stanach Zjednoczonych, a później także na rynkach europejskich i azjatyckich, bez wątpienia wpłynęły na erozję poziomu zaufania do szeroko rozumianego świata finansów [Flejterski 2009, s. 527]. Okazało się, iż zawiodły rozwiązania stosowane w tak istotnych obszarach, jak ocena ryzyka kredytowego dokonywana przez instytucje finansowe, wycena aktywów czy też nadzór nad instytucjami bankowymi. Obserwowany od II połowy 2007 r. kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych obnażył pewne słabości w podejściu stosowanym przez zwolenników klasycznych teorii finansów. Wydaje się, iż w obliczu aktualnej sytuacji szczególnie uwidacznia się potrzeba poszukiwania nowego, zmodyfikowanego podejścia do coraz bardziej złożonych zjawisk ekonomicznych. Jednym z możliwych kierunków zmian w dotychczasowym sposobie postrzegania, wyjaśniania i analizy zjawisk ekonomicznych są finanse behawioralne.

Finanse behawioralne stanowią interdyscyplinarny, stosunkowo młody nurt, oferujący uzupełnienie dotychczasowego podejścia do zagadnień finansów o aspekt psychologiczny. P. Zielonka podaje, iż istotę finansów behawioralnych stanowi poszukiwanie psychologicznych mechanizmów zachowania uczestników rynków finansowych [Zielonka 2004, s. 342]. Wybory dokonywane zarówno przez inwestorów indywidualnych, jak i przez różnorodne instytucje działające na rynku finansowym nie są bowiem wolne od wpływu czynników natury psychologicznej. Począwszy od II połowy ubiegłego stulecia w dyskusji naukowców szczególnie wyraźnie uwidoczniły się wątpliwości dotyczące słuszności założeń stosowanych w klasycznej teorii finansów. Prowadzone od tego czasu badania empiryczne wykazały występowanie sytuacji, w których różnorodne modele oparte na klasycznym ujęciu zjawisk ekonomicznych nie sprawdzały się. W toku prowadzonych badań zidentyfikowano przypadki, w których zastosowanie modeli opartych na fundamentalnych założeniach o efektywności rynków i pełnej racjonalności jednostek okazywało się w nietrafne. Odwołując się do analizy zachowań inwestorów na rynku kapitałowym jako do obszaru najlepiej jak dotychczas rozpoznanego w kontekście finansów behawioralnych, J.R. Ritter wskazuje, iż finanse behawioralne obejmują badania, które porzucają tradycyjne założenia o maksymalizacji oczekiwanej użyteczności przez racjonalnych inwestorów na efektywnych rynkach [Ritter 2003].

Trwające przez kolejne lata poszukiwania prowadzone w tym obszarze stworzyły solidne podwaliny pod nowy nurt (subdyscyplinę), jaką stanowią finanse behawioralne. Celem niniejszego artykułu jest uwypuklenie wagi behawioralnego podejścia do współczesnych finansów, dokonane za pomocą wyłonienia wśród zbioru przyczyn trwającego obecnie kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych psychologicznych aspektów występujących w zachowaniach kredytobiorców na rynku kredytów hipotecznych oraz instytucji bankowych.

2. Główne przyczyny wystąpienia kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych

Jako bezpośrednią przyczynę kryzysu najczęściej wskazuje się koncentrację kredytodawców w procesie udzielania kredytów hipotecznych nie na sytuacji finansowej kredytodawcy, lecz na zabezpieczeniu kredytu, co w konsekwencji zaowocowało niezwykle dynamicznym przyrostem liczby i wartości tego rodzaju produktów, w tym kredytów typu *subprime*¹. Kredyty udzielane były na podstawie zaświadczenia o dochodach (bez weryfikacji dochodu), a łagodne warunki kredytowe dopuszczały takie

¹ Zgodnie z definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego kredyt *subprime* to kredyt, który jest udzielany kredytobiorcy spełniającemu jeden warunek lub kilka z następujących warunków: zła historia kredytowa, wynikająca z opóźnień w spłacie bądź z niewypłacalności klienta, słaby scoring kredytowy bądź wysoki wskaźnik DTI (*Debt-To-Income Ratio*) – przekraczający 50%, brak historii bądź niepełna historia kredytowa.

opcje spłaty, jak odroczenie spłaty części kapitałowej raty czy promocyjne oprocentowanie przez pierwsze 2-3 lata, nie było także konieczności ubezpieczenia kredytu – pomimo iż dopuszczano coraz wyższy poziom wskaźnika LTV (*Loan-To-Value*), określającego stosunek wartości kredytu do wartości nieruchomości. W następstwie działań podjętych w tej materii zwiększyła się zatem dostępność kredytów dla społeczeństwa, w tym szczególnie dla osób o słabej kondycji finansowej.

Złagodzenie kryteriów dostępności kredytów hipotecznych, jakie nastąpiło pod koniec lat 90. ubiegłego stulecia, spowodowane było – według niektórych obserwatorów rynku amerykańskiego – względami o charakterze politycznym. Zmiana ta nastąpiła w ich opinii pod naciskiem administracji prezydenta Billa Clintona, a sama decyzja miała na celu spełnienie oczekiwań elektoratu Partii Demokratycznej.

Wpływ na decyzje podejmowane przez banki o tak radykalnej redukcji wymagań w stosunku do osób zaciągających kredyty hipoteczne wywarło także funkcjonowanie Federal National Mortgage Association (określanej powszechnie jako Fannie Mae) oraz Federal Home Loan Mortgage Corporation (określanej jako Freddie Mac)². Na podstawie nabywanych od banków pakietów kredytów hipotecznych Fannie Mae oraz Freddie Mac emitowały papiery wartościowe określane jako MBS (*Mortgage-Backed Securities*). Po roku 1970 obie instytucje nie były formalnie objęte gwarancjami rządowymi, jednakże fakt, iż miały status przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd, oraz ogromna skala ich działania rodziły wśród inwestorów przekonanie, że w przypadku jakichkolwiek kłopotów finansowych instytucje te otrzymają wsparcie ze strony budżetu federalnego. W ten sposób Fannie Mae oraz Freddie Mac przyczyniły się do rozpowszechnienia sekurytyzacji, która postrzegana jest jako zjawisko umożliwiające załagodzenie kryteriów dostępności kredytów hipotecznych³ [Rosati 2009, s. 320, 329]. Mechanizm sekurytyzacji w tym kontekście szczegółowo wyjaśnia kolejny fragment opracowania.

Dokonując oceny funkcjonowania omawianych instytucji w kontekście wystąpienia kryzysu finansowego w USA, poza niewątpliwym aspektem ekonomicznym, można odnaleźć również aspekt polityczny. W swojej opinii, dotyczącej przyczyn wystąpienia kryzysu, L. Balcerowicz wskazuje bowiem, „iż instytucje te były upolitycznione, a kongres naciskał, by udzielać kredytów ludziom o wątpliwej wiarygodności finansowej” [Balcerowicz].

Analizując wydarzenia, których konsekwencją było narodzenie się kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, należy podkreślić, iż zawiodły nie tylko

² Podmioty te zostały powołane do życia – odpowiednio w 1938 i 1970 r. – jako instytucje rządowe, z czasem jednak przeistoczyły się w spółki prywatne, które na skutek ogromnych problemów we wrześniu 2008 r. zostały znacjonalizowane przez rząd. Za pomocą nabywania od banków wierzytelności z tytułu kredytów hipotecznych i późniejszej ich odsprzedaży innym podmiotom (w postaci papierów wartościowych) instytucje te ułatwiały dostęp społeczeństwa do kredytów zabezpieczanych hipoteką.

³ Bank, który już przy udzielaniu kredytu hipotecznego zakładał jego odsprzedaż do Fannie Mae czy Freddie Mac, nie wykazywał zatem dostatecznej rzetelności przy ocenie wiarygodności kredytowej dłużnika, co z kolei przekładało się na obniżanie wymogów dostępności tych produktów.

instytucje udzielające kredytów hipotecznych, ale także nadzór nad bankami sprawowany przez: System Rezerwy Federalnej (Federal Reserve System – FED), Federalną Korporację Ubezpieczeń Wkładów (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC), Biuro Kontrolera Waluty (Office of the Comptroller of the Currency – OCC) oraz władze stanowe. Wydaje się bowiem, iż zjawisko udzielania kredytów osobom, które znajdowały się na granicy zdolności kredytowej, trwało na tyle długo, iż z łatwością można było dostrzec zagrażające niebezpieczeństwo związane z niewypłacalnością kredytobiorców. Niebagatelne znaczenie, w kontekście analizowanego zagadnienia, ma także fakt, iż błędna okazała się ocena wartości zabezpieczenia kredytów hipotecznych [Drewicz-Tułodziecka 2008, s. 2], co również powinno było zostać odpowiednio wcześniej dostrzeżone przez instytucje nadzorcze. Nadzór bankowy przez cały czas stosował tradycyjne metody wyceny wartości aktywów, co uniemożliwiało dokonanie właściwej wyceny ryzyka związanego z coraz bardziej skomplikowanymi produktami pochodnymi. Niedostosowanie metod wyceny do rzeczywistych warunków funkcjonowania rynku finansowego uniemożliwiło wiarygodną ocenę natury oraz umiejscowienia ryzyka transferowanego w procesie sekurytyzacji i określenie, czy ryzyko zostało rzeczywiście ograniczone, czy też zostało ponownie skoncentrowane w mniej przejrzystych i słabiej kontrolowanych ogniwach systemu finansowego (np. w bankach inwestycyjnych). Tradycyjne modele wyceny aktywów nie pozwalały ponadto na właściwe uwzględnienie zależności pomiędzy skalą akcji kredytowej a poziomem niezbędnej płynności, zagrożenia związanego z nadmiernym lewarowaniem. Koncentracja uwagi nadzoru na nadzorze mikroostrożnościowym, przy jednoczesnym braku uwzględnienia doniosłego znaczenia ryzyka makroekonomicznego i ryzyka systemowego, zaowocowała bardzo poważnymi konsekwencjami [Rosati 2009, s. 340].

Do wystąpienia kryzysu niewątpliwie przyczyniła się również łagodna polityka monetarna prowadzona przez Rezerwę Federalną (FED), wycelowana w załagodzenie skutków pęknięcia giełdowej bańki przeszacowanych spółek internetowych – widoczna już od połowy 2000 r. Po 11 września 2001 r. obniżanie stóp procentowych miało z kolei na celu pomoc gospodarce amerykańskiej po zamachu terrorystycznym na World Trade Center. Od połowy 2000 r. do połowy 2003 r. stopy procentowe uległy obniżeniu o 5,5% (z poziomu 6,5% odnotowanego w połowie 2000 r. do 1% w połowie 2003 r.) [Zaleska, Jurowski, s. 1]. Niskie stopy procentowe, w powiązaniu z tak znaczną poprawą dostępności kredytów hipotecznych, wywołały masowe zaciąganie kredytów zabezpieczonych hipoteką, co wpłynęło na rynek nieruchomości. Zwiększony popyt na nieruchomości, finansowany kredytami, spowodował dalszy wzrost ich cen, co z kolei wzmacniało rosnące oczekiwania finansowe związane z dokonywanymi w nieruchomości inwestycjami. Wartość nieruchomości stanowiących zabezpieczenie kredytów stale rosła, co w powiązaniu z faktem, iż uwaga kredytodawców w procesie udzielania kredytów skoncentrowana była nie na sytuacji finansowej klienta, lecz na zabezpieczeniu kredytów, znacznie utrudniało rzetelną ocenę ryzyka kredytowego – zarówno kredytobiorcom, bankom,

jak i instytucjom nadzorczym. W odniesieniu do teorii kryzysów finansowych przyjmuje się, iż to właśnie dynamiczny rozwój rynku nieruchomości był czynnikiem inicjującym, tzw. szokiem prowadzącym do wystąpienia kryzysu [Nawrot 2009, s. 41-42].

Jako zjawiska, które niewątpliwie wywarły wpływ na skalę kryzysu, należy wskazać sekurytyzację aktywów i rozwój rynku instrumentów pochodnych. Istota sekurytyzacji sprowadza się do możliwości zamiany nie płynnych aktywów (występujących np. w postaci kredytów) w płynne aktywa w postaci papierów wartościowych (ABS – *Asset-Backed Securities*), do których należą m.in. wspomniane już MBS). Przy udziale sekurytyzacji udzielenie kredytu hipotecznego dłużnikowi nie tworzy już bezpośredniej relacji bank–dłużnik, lecz staje się początkiem skomplikowanego procesu, w który włączone są również inne instytucje finansowe. Sprzedając pakiety kredytów hipotecznych, banki tworzą miejsce w bilansie na wzrost akcji kredytowej bez powiększania bazy kapitałowej, a przy tym dokonują transferu ryzyka kredytowego na inne podmioty. Tym samym sekurytyzacja przyczyniła się do przejścia z tradycyjnego modelu finansowania zakupu nieruchomości do modelu *Originate-To-Distribute* (OTD) [Rosati 2009, s. 319-321].

Popularyzacja sekurytyzacji spowodowała zatem daleko idące zmiany w umiejscowieniu i postrzeganiu ryzyka przez banki. Możliwość sprzedaży wierzytelności nabytych w drodze udzielonych kredytów hipotecznych do wyspecjalizowanych instytucji finansowych (określanych jako SPV – *Special Purpose Vehicle* lub SPE – *Special Purpose Entity*) powodowała zatem skłonność do zmniejszania poziomu dokładności dokonywanej przez banki oceny kondycji finansowej kredytobiorców oraz do obniżania standardów udzielania kredytów hipotecznych.

Transfer ryzyka kredytowego dokonywany był także za pomocą instrumentów pochodnych o charakterze ubezpieczeniowym. Ogromną popularnością cieszyły się bowiem instrumenty typu *Credit Default Swaps* (CDS) wykorzystywane przez inwestorów indywidualnych, a także banki inwestycyjne i tradycyjne, jako rodzaj ubezpieczenia ryzyka.

Przekonanie uczestników rynku o pełnym wyeliminowaniu ryzyka z dokonywanych przez nich transakcji było jednak mylne, a dodatkowo posunięcia tego rodzaju potęgowały inny typ ryzyka – ryzyko związane z instrumentami CDS oraz MBS, tym wyższe, im w większym stopniu dotyczyło ono kredytów *subprime*. Do wysokiego poziomu popularności MBS i CDS przyczyniły się dodatkowo wysokie ratingi nadawane tym instrumentom przez agencje ratingowe [Nawrot 2009, s. 44-45].

Wpływ na sytuację, jaka zaistniała w II połowie 2007 r. na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych, wywarło niewątpliwie wiele różnorodnych czynników o charakterze ekonomicznym oraz politycznym. Po głębszej analizie przyczyn wystąpienia kryzysu bezsprzecznie wyłaniają się również aspekty behawioralne (psychologiczne aspekty, występujące w procesie decyzyjnym jednostek, dowodzące występowania zachowań nieracjonalnych). Behawioralne ujęcie przyczyn kryzysu finansowego można odnaleźć już w modelu kryzysu zaproponowanym

przez H.P. Minsky'ego. Opisany przez Minsky'ego schemat zachowań inwestorów i banków prowadzących do wystąpienia kryzysu podkreśla obecność nieracjonalnych zachowań ze strony kredytobiorców, inwestorów, ale także banków⁴.

Analiza przyczyn wystąpienia kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych pozwoliła autorce wyłonić 5 grup podmiotów, w przypadku których można dostrzec inklinacje behawioralne. Należą do nich:

- 1) kredytobiorcy na rynku kredytów hipotecznych:
 - a) *prime*,
 - b) *subprime*;
- 2) instytucje bankowe, w tym:
 - a) właściciele/zarządzający,
 - b) pracownicy bezpośrednio zaangażowani w sprzedaż kredytów hipotecznych;
- 3) inwestorzy indywidualni na rynku kapitałowym;
- 4) inwestorzy instytucjonalni występujący na rynku kapitałowym;
- 5) podmioty oceniające/rekomendujące inwestycje – agencje ratingowe, analitycy giełdowi, analitycy rynku nieruchomości.

W niniejszym artykule analizie poddane zostaną behawioralne aspekty występujące w zachowaniach dwóch pierwszych z wyróżnionych grup podmiotów, a zatem podjęte rozważania będą koncentrowały się wyłącznie wokół psychologicznych aspektów decyzji podejmowanych przez kredytobiorców aktywnych na rynku kredytów hipotecznych oraz przez instytucje bankowe⁵.

3. Behawioralne aspekty zachowań kredytobiorców na rynku kredytów hipotecznych

Finanse behawioralne dowodzą, że ludzie nie zawsze zachowują się w sposób racjonalny – jak zakładają to finanse klasyczne. Zgodnie z założeniami finansów behawioralnych jednostki podlegają inklinacjom behawioralnym w sferze zarówno poznawczej, jak i motywacyjnej. Wśród błędów o podłożu psychologicznym, ja-

⁴ Zgodnie z teorią autorki pierwotną przyczyną wystąpienia kryzysu jest wystąpienie w systemie ekonomicznym „szoku” zewnętrznego, który poprawia perspektywy gospodarcze przynajmniej dla jednego ważnego sektora gospodarki. Oczekując na wysoką stopę zwrotu z inwestycji, inwestorzy nabywają papiery wartościowe związane z daną branżą. Obserwowane na rynkach kapitałowych tzw. zachowania stadne powodują, że z czasem większość inwestorów powiela to zachowanie (zjawisko *follow the leader*). Banki, walcząc o udział w rynku, starają się sprostać kredytowym oczekiwaniom klientów, co z kolei – przy towarzyszącym wszystkim uczestnikom rynku optymizmie – będzie zachęcało konsumentów do zwiększania poziomu zadłużenia. Wartość aktywów będących w posiadaniu kredytobiorców stale rośnie, obniżając poziom wskaźnika zadłużenia do kapitału własnego, spada liczba kredytów zagrożonych. Euforia panująca wśród inwestorów, spekulacyjny charakter podejmowanych inwestycji prowadzą w konsekwencji do powstania tzw. bańki spekulacyjnej. Po pewnym czasie nieuchronnie dojdzie do jej pęknięcia [Nawrot 2009, s. 16-17, szerzej: *Comparing...*].

⁵ Rozważania dotyczące behawioralnych aspektów zachowań, charakterystycznych dla pozostałych 3 grup podmiotów, stały się przedmiotem dociekań zawartych w odrębnym opracowaniu autorki.

kie popełniali kredytobiorcy, można wyróżnić zachowania wiążące się z pojęciem tzw. irracjonalnej żywiolowości (*irrational exuberance*), oznaczającej wykazywanie nadmiernej reakcji na zmiany zachodzące w otoczeniu. W przypadku Stanów Zjednoczonych irracjonalna żywiolowość jednostek wiązała się ze zbyt wysokim poziomem optymizmu w obliczu rosnących cen na rynku nieruchomości. Kredytobiorców cechowała nieracjonalna wiara w nieskończony wzrost cen nieruchomości⁶. Decyzje o zwiększaniu poziomu zadłużania podejmowane były często bez rzetelnych analiz, bez wystarczającego poziomu wiedzy, a jedynie na podstawie łagodnych wymogów kredytowych i oczekiwanych zysków.

Skłonność do zaciągania kolejnych zobowiązań można tłumaczyć także za pomocą efektu *follow the leader*. Kredytobiorcy, mając świadomość, że kredyty hipoteczne cieszą się tak ogromną popularnością, akceptując przy tym sygnalizowane ze strony większości podmiotów na rynku optymistyczne przesłanki, uzasadniające rosnące oczekiwania co do inwestycji w nieruchomości, bezkrytycznie naśladowali zachowania innych, bojąc się nie wykorzystać nadarżającej się – w ich opinii – doskonałej sposobności do pomnożenia majątku. Tendencja do stronnicej akceptacji dowodów, polegająca na wychwytywaniu z otoczenia informacji potwierdzających przyjęte sądy, przy jednoczesnym ignorowaniu informacji zaprzeczających owym przyjętym przez inwestora założeniom, określana jest w finansach behawioralnych jako pułapka potwierdzenia.

W obliczu presji na szybkie podejmowanie decyzji (w obawie przed utratą okazji do powiększenia swoich aktywów w łatwy, pewny sposób), niejednokrotnie bez pełnej świadomości finansowej, nie analizując rzetelnie warunków podpisywanych umów kredytowych, jednostki posługiwały się uproszczonymi sposobami ocen sytuacji (tzw. heurystykami), co w konsekwencji prowadziło w niektórych przypadkach nawet do wpadania przez kredytobiorców w tzw. pułapkę kredytową. Wzrostowi popytu na kredyty hipoteczne towarzyszył naturalnie spadek stopy oszczędności (osiągając w latach 2005-2007 niezwykle niski poziom – poniżej 1%).

Fakty te rodziły szczególnie wysokie ryzyko w przypadku osób znajdujących się na granicy zdolności kredytowej, zaciągających kredyty *subprime*. W latach 2000-2007 zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych wzrosło z 4821 mld dolarów do 10 540 mld dolarów, co w odniesieniu do PKB oznaczało wzrost z ok. 49% do ok. 76% PKB [Rosati 2009, s. 318]. Ponad 90% kredytów typu *subprime* udzielonych zostało według zmiennej stopy procentowej (*ARM – Adjustable Rate Mortgage*), przy czym przez pierwsze 2-3 lata banki oferowały klientom oprocentowanie promocyjne, liczone według stałej stopy procentowej. Od 2004 r.,

⁶ Wzrost cen na rynku nieruchomości w USA trwał od 2000 r. (z niewielką korektą w drugiej połowie 2003 r.) do 2007 r. – średnio w tempie 12% rocznie. W 2005 r. R. Shiller i K. Case przeprowadzili badania wśród nabywców nieruchomości w San Francisco, pytając ich, czy nadal spodziewają się wzrostu cen nieruchomości, a jeśli tak, to jaki jest oczekiwany wzrost wartości ich nowego domu w nadchodzącym dziesięcioleciu. Oczekiwany wzrost wynosił 14% rocznie, w tym nie do rzadkości należały oczekiwania wzrostu cen nieruchomości nawet o ponad 50% rocznie (szerzej: [Gardnem, s. 1].

kiedy to rozpoczął się cykl podwyżek stóp procentowych, klienci znacznie odczuli jednak konsekwencje uzależnienia spłat kredytów od zmiennej stopy procentowej. Dla wielu kredytobiorców oznaczało to nagły wzrost raty kredytowej nawet o 50% [Bednarek i in., s. 11]. Zachęczone łagodnymi wymogami kredytowymi, zaciągające coraz to nowe kredyty w oczekiwaniu na coraz wyższe zyski, osoby o słabej kondycji finansowej (określane jako *NINJA – No Income, No Job, No Assets*) znalazły się zatem w bardzo trudnej sytuacji⁷. Wzrostowi obciążenia kredytowego towarzyszył także wzrost kosztów ich utrzymania, w wyniku czego ponad 2 miliony gospodarstw domowych korzystających z kredytów typu *subprime* utraciło płynność finansową [Bednarek i in., s. 16]. Całkowity koszt obsługi długu, uwzględniający także koszt opłat leasingowych i koszt z tytułu wynajmu nieruchomości, wynosił w latach 2005-2008 średnio 19% (i był najwyższy w historii), podczas gdy okresie od roku 1985 do roku 2000 kształtował się średnio na poziomie 17%.

4. Behawioralne ujęcie aktywności instytucji bankowych

Inklinacjom behawioralnym uległy także banki udzielające kredytów hipotecznych. Chciwość, irracjonalny optymizm i brak właściwej oceny ryzyka cechował zarówno właścicieli/zarządzających (odpowiedzialność właścicielska za decyzje i straty), jak i pracowników bezpośrednio zaangażowanych w sprzedaż kredytów *subprime*, którzy uzyskiwali z tego tytułu bardzo wysokie premie. W 2006 r. kredyty typu *subprime* stanowiły już ponad 5% wartości wszystkich amerykańskich kredytów hipotecznych, przy czym odsetek kredytobiorców, którym udzielono kredytu na 100% LTV, wzrósł z 10% w 2003 r. do ponad 70% w połowie 2006 r. [Drewicz-Tułodziecka 2008, s. 3], a co piąty kredyt gorszej jakości nadawał się do windykacji. Szacuje się, że rynek kredytów *subprime* w Stanach Zjednoczonych stanowił 10-14% wszystkich kredytów, czyli jego wartość wynosiła ok. 1,2-1,5 bln dolarów [Bednarek i in., s. 6]. Udział kredytów *subprime* w portfelu poszczególnych instytucji wynosił 25-35%, a w przypadku niektórych podmiotów nawet 40-60% [Drewicz-Tułodziecka 2008, s. 2]. Kredytodawcom amerykańskim zarzuca się przy tym poważne braki w edukacji klientów, nieświadomych we właściwy sposób o konsekwencji zmiany warunków kredytowych i przejściu ze stałej stopy procentowej na zmienną [Drewicz-Tułodziecka 2008, s. 3].

Dążenie do zwiększania akcji kredytowej, przyjmujące wręcz postać pędu do nieograniczonego gromadzenia kredytów przez banki, wsparte było przez możliwość sekurytyzacji tych aktywów. Świadomość istnienia sposobności do wzrostu liczby/wartości udzielanych kredytów hipotecznych bez konieczności powiększania bazy kapitałowej, wraz z towarzyszącą temu sposobowi refinansowania możliwością

⁷ Warto zauważyć, iż przy niejednokrotnie nieodpowiedzialnych decyzjach o zwiększaniu zadłużania kredytowego przy trudnych warunkach materialnych kredytobiorcom pomagała świadomość przepisów o upadłości konsumenckiej.

transferu ryzyka kredytowego na nabywców tych wierzytelności, powodowała pęd do nadmiernego zwiększania akcji kredytowej przez banki. Szacuje się, że w 2006 r. 80% kredytów *subprime* zostało poddanych sekurytyzacji [Drewicz-Tułodziecka 2008, s. 3]. Niewykazujące stosownego poziomu ostrożności, niejako „oślepienie” żądzą realizacji ponadprzeciętnych zysków, kierujące się jedynie dążeniem do wykorzystania w jak największym stopniu rosnącego popytu na kredyty hipoteczne, a poprzez to do zapewnienia sobie jak najwyższego udziału w zyskach z tego tytułu, banki udzielały coraz większej liczby kredytów (w tym niebezpiecznie zwiększał się udział kredytów o złej jakości). Wydaje się, iż instytucje bankowe, podobnie jak kredytobiorcy, obserwując zachowania pozostałych podmiotów, ulegały tzw. pułapce potwierdzania, wywołując zjawisko *follow the leader*. W ten sposób swoista „spirala” oczekiwań finansowych banków, dotyczących wykorzystania szansy, jaką w ich oczach niósł ze sobą wzrost popytu na kredyty hipoteczne, zataczała coraz szersze kręgi.

Analiza decyzji podejmowanych przez banki zdradza zatem brak racjonalnej, rzetelnej oceny zaistniałej sytuacji na rynku nieruchomości. Wydaje się, iż wiarygodną ocenę ryzyka związanego z tego rodzaju taktyką przysłoniła wizja zysków kalkulowanych wyłącznie dla nieracjonalnego wariantu optymistycznego, jaki stanowił utrzymujący się w nieskończoność wzrost cen nieruchomości, przy jednoczesnym braku jakiegokolwiek zabezpieczenia w przypadku odwrócenia się trendu na tym rynku.

Chciwość powodująca brak dystansu niezbędnego do rzetelnej analizy sytuacji i oceny potencjalnych konsekwencji, jakie mogą rodzić podejmowane kroki, cechowała także banki inwestycyjne, które masowo nabywały aktywa typu MBS. W obliczu rosnących cen nieruchomości, bieżąca wycena MBS kształtowała się niezwykle atrakcyjnie, jednakże w przypadku odwrócenia trendu ten sposób wyceny powodował konieczność ujawniania wysokich strat (a posiadane MBS określano wówczas jako *toxic assets*).

Pod wpływem powszechnej, jak się wydaje, charakterystycznej dla okresu boomu w nieruchomościach, nieracjonalnej wiary w nieskończony wzrost ich cen banki inwestycyjne nie uwzględniły w swych kalkulacjach ryzyka związanego ze spadkiem wartości tych aktywów, stanowiących zabezpieczenie kredytów hipotecznych, z pogorszeniem jakości kredytów, a w konsekwencji z pogarszaniem jakości MBS. Gwałtowny wzrost zainteresowania tym rodzajem papierów wartościowych z powodzeniem można tłumaczyć czynnikami natury behawioralnej, takimi jak: chciwość, nadmierny, nieuzasadniony optymizm, a także bezkrytycznym naśladownictwem zachowań innych podmiotów – efektem określanym jako pułapka potwierdzania czy strategia *follow the leader*.

Inny aspekt tak gwałtownego wzrostu popytu na aktywa MBS stanowi zachowanie zarządów banków inwestycyjnych, które w obliczu wiązania poziomu wynagrodzeń kierownictwa banków z bieżącą wartością zarządzanych podmiotów forsowały politykę inwestowania w MBS. Wizja możliwych do uzyskania w krót-

kiej perspektywie czasowej wysokich środków finansowych skłaniała zarządy do doraźnego powiększania wartości firmy i skracania horyzontu decyzyjnego [Rosati 2009, s. 342].

Nieracjonalny optymizm, jaki towarzyszył kredytobiorcom w Stanach Zjednoczonych, można zatem odnaleźć również w postępowaniu instytucji bankowych. Utrzymujący się od dłuższego czasu wzrost cen nieruchomości powodował, iż banki były bardziej skłonne do udzielania kredytów, mocno konkurowały o udział w rynku, przyjmowały coraz słabsze zabezpieczenia, a ponadto błędnie szacowały ryzyko. Stosowane modele oceny ryzyka były niedopracowane i oparte na nieadekwatnych informacjach. Proces sekurytyzacji – umożliwiając tworzenie skomplikowanych instrumentów pochodnych i prowadząc do transferowania ryzyka do innych podmiotów – a także rosnący udział kredytów typu *subprime* – stwarzały konieczność modyfikacji metod wyceny ryzyka związanego z aktywami posiadanymi przez banki. Jak podkreśla D. Rosati, tradycyjnie stosowana metoda VaR (*Value-At-Risk*) „błędnie szacowała rozkład prawdopodobieństwa zawieszenia spłaty kredytów, nie doceniała skali wpływu szoków zewnętrznych na bilanse banków i w efekcie zaniżała ryzyko wstrzymania obsługi kredytów”. Niedostosowanie metod wyceny do nowych warunków funkcjonowania rynków finansowych, a zatem fakt niedostatecznie silnej weryfikacji prawdopodobieństwa zajścia danego zdarzenia pod wpływem nowych informacji, potwierdza występowanie w aktywności banków w Stanach Zjednoczonych tzw. heurystyki konserwatyizmu.

A. Greenspan uważa ponadto, że modele te działały na podstawie informacji pochodzących ze zbyt krótkich okresów, które nie uwzględniały istotnych załamań rynku z przeszłości (bazowały głównie na danych historycznych z dwóch ostatnich dekad) [Waszczuk]. W finansach behawioralnych tendencję do wyciągania wniosków na podstawie zbyt małej, niereprezentatywnej próby określa się mianem heurystyki reprezentatywności.

5. Zakończenie

Dokonana w niniejszym opracowaniu próba zastosowania behawioralnego podejścia do analizy przyczyn kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych ukazuje, iż psychologiczne aspekty decyzji finansowych podejmowanych przez kredytobiorców na rynku kredytów hipotecznych oraz przez instytucje bankowe koncentrowały się wokół:

- irracjonalnej żywiowości, oznaczającej wykazywanie nadmiernej reakcji na zmiany zachodzące w otoczeniu,
- nadmiernego, nieuzasadnionego poziomu optymizmu związanego z sytuacją na rynku nieruchomości,
- nieracjonalnej wiary w nieskończony wzrost cen nieruchomości,

- braku racjonalnych, rzetelnych analiz, które zastępowane były przez uproszczone sposoby oceny sytuacji (heurystyki),
- rosnących oczekiwań wobec inwestycji dokonywanych w nieruchomości (przybierających niejednokrotnie postać „osłepienia” żądzą realizacji ponadprzeciętnych zysków),
- bezkrytycznego naśladowania zachowań innych uczestników rynku (kaskada informacyjna, zjawisko *follow the leader*),
- tendencji do stroniczej akceptacji dowodów (pułapka potwierdzenia),
- chciwości, zachłanności, krótkowzroczności,
- braku właściwych ocen ryzyka podejmowanych decyzji inwestycyjnych/nabywanych aktywów,
- tendencji do wyciągania wniosków na podstawie zbyt małej, niereprezentatywnej próby (heurystyka reprezentatywności).

Reasumując podjęte rozważania dotyczące nieracjonalnych zachowań wyróżnionych grup podmiotów w kontekście przyczyn kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, należy wskazać, iż jednostki zachowują się przeciętnie w sposób nie do końca racjonalny z powodu krótkowzroczności, niedostrzegania długookresowych korzyści, chęci osiągnięcia szybkich zysków oraz braku siły woli do postępowania zgodnego z zasadami podręcznikowymi [Czerwonka, Gorlewski 2008, s. 33]. Godny podkreślenia jest także fakt, iż nawet wiedza posiadana przez jednostki na temat uproszczeń występujących w sferze zarówno motywacyjnej, jak i poznawczej nie wyeliminuje ich stosowania.

Występowanie aspektów behawioralnych w zbiorze przyczyn prowadzących do wystąpienia kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych wskazuje zatem na potrzebę uwzględniania tego podejścia przy analizie niektórych zagadnień ze świata finansów. Analiza psychologicznych aspektów przyczyn kryzysu pozwala bowiem dostrzec, iż błędy popełniane przez różnych uczestników rynku – obserwowane jako odejście od zachowań racjonalnych – mogą rodzić bardzo poważne konsekwencje. Rola analizy tych zachowań może być więc niezwykle istotna dla świata finansów, a uzupełnienie dotychczasowych modeli ekonomicznych o czynniki behawioralne pozwoli na lepsze zrozumienie pewnych mechanizmów i zjawisk, co w przypadku zjawisk niepożądanych może doprowadzić w konsekwencji do skutecznego zapobiegania ich występowaniu.

Określając tzw. reguły zarządzania własną psychiką, M.J. Pring sformułował zasadę permanentnej samokontroli błędów popełnianych przez inwestorów giełdowych, opierając się na przekonaniu, iż „największa korzyść z analizowania błędów jest związana z faktem, iż niepowodzenie jest często najlepszym nauczycielem” [Pring 2005, s. 191]. Adaptując tę myśl, należy stwierdzić, iż globalny zasięg i skala zaburzeń obserwowanych w ramach obecnego kryzysu stanowi niewątpliwie przykład potwierdzający ostatecznie konieczność zmiany paradygmatu w finansach, a rozważania zawarte w niniejszym artykule stanowią przyczynek do wykazania wagi finansów behawioralnych i wskazania ich jako nurtu godnego uwzględnienia.

nia przy dokonywanej modyfikacji obecnie obowiązującego paradygmatu. Ich zastosowanie wydaje się szczególnie atrakcyjne w kontekście ujęcia finansów behawioralnych reprezentowanego m.in. przez M.A. Brauna, zgodnie z którym za cel finansów behawioralnych uznaje się rozszerzenie klasycznych teorii finansów o rzeczywiste zachowania jednostek, co spowoduje, iż będą one bardziej odpowiadać rzeczywistości [Braun 2006].

Literatura

- Balcerowicz L., *Kryzys finansowy, czyli chwila prawdy*, http://wyborcza.pl/Biznes/1,94563,5901043,Balcerowicz_Kryzys_f finansowy_czyli_chwila_prawdy.html.
- Bednarek M. i in., *Kryzys finansowy. Dlaczego Polsce nie zagraża*, październik 2008, http://www.comperia.pl/files/?id_plik=1460.
- Braun M.A., *Did the „Homo Economicus” Mutate to the Concept of Behavioural Finance and Economics?*, Seminar Paper, GRIN Verlag 2006.
- Comparing the Financial Crisis Mechanisms of Fisher, Minsky and Woodford*, <http://commenttoday.wordpress.com/2010/01/29/comparing-the-financial-crisis-mechanisms-of-fisher-minsky-and-woodford>.
- Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, SGH w Warszawie, Warszawa 2008.
- Drewicz-Tułodziecka A., *Ocena ewentualnych analogii i skutków kryzysu subprime w USA na polskim rynku kredytów hipotecznych. Informacja prasowa Fundacji na Rzecz Kredytu Hipotecznego*. Warszawa, 8.04.2008.
- Flejterski S., *Neurobankowość. Nauki o finansach w poszukiwaniu nowych paradygmatów*, [w:] *Finanse 2009 – teoria i praktyka. Bankowość*, red. K. Brzozowska, S. Flejterski, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 548, Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, Szczecin 2009.
- Gardnem D., *Inne uprawianie ekonomii*, <http://www.racjonalista.pl/kk.php/s,6232>.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Pring M.J., *Psychologia inwestowania. Klasyczne strategie osiągania sukcesów na giełdzie*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Ritter J.R., *Behavioral finance*, „Pacific-Basin Finance Journal” 2003 vol. 11, no 4.
- Rosatı D., *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista” 2009 nr 3.
- Waszczuk P., *Kryzys w USA: zawiody algorytmy*, 24 października 2008, <http://www.mspstandard.pl/news/170753/Kryzys.w.USA.zawiodly.algorytmy.html>.
- Zaleska M., Jurowski A., *Przyczyny i skutki kryzysu subprime*, [http://www.bfg.pl/doc_media/wezel_847/05przyczyny_i_skutki_kryzysu_subprime\(AJurowski,MZaleska\).pdf](http://www.bfg.pl/doc_media/wezel_847/05przyczyny_i_skutki_kryzysu_subprime(AJurowski,MZaleska).pdf).
- Zielonka P., *Finanse behawioralne*, [w:] *Psychologia ekonomiczna*, red. T. Tyszka, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004.

**BEHAVIOURAL ASPECTS OF BORROWERS
AND BANKS BEHAVIOURS IN THE CONTEXT
OF THE ANALYSIS OF THE REASONS FOR FINANCIAL CRISIS
IN THE US**

Summary: The analysis of financial crisis causes allowed the author to identify possible 5 groups of subjects in whose case behavioural inclinations can be noticed. These are: borrowers on prime and subprime mortgage market, banks, individual and institutional investors on capital market, entities which assess/recommend investments. The aim of this contribution is to emphasize the significance of behavioural approach to modern finance, achieved through identification of psychological aspects in borrowers and banks behaviours in the context of reasons for the current financial crisis in the US.