

**Magdalena Kalasińska**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## SEKURYTYZACJA WIERZYTELNOŚCI HIPOTECZNYCH W STANACH ZJEDNOCZONYCH. PRZESZŁOŚĆ I TERAŹNIEJSZOŚĆ

---

**Streszczenie:** W niniejszym artykule przedstawiona została krótka analiza rynku sekurytyzacyjnego w USA w okresie tuż przed kryzysem (głównie lata 2005-2006), jak również w jego trakcie i po kryzysie finansowym. Analizy zaprezentowane w niniejszym artykule stanowią punkt wyjścia do dalszych badań nad zmianami na rynku sekurytyzacyjnym zarówno w USA, jak i w krajach europejskich, a zatem i w Polsce.

**Słowa kluczowe:** sekurytyzacja, ABS (*Asset Backed Securities*), MBS (*Mortgage Backed Securities*), kryzys finansowy.

W latach 60. XX wieku w USA nastąpił tzw. boom na rynku mieszkaniowym, który zrodził potrzebę znalezienia alternatywnych metod finansowania. Kapitał kas oszczędnościowych nie wystarczał na pokrycie potrzeb rynku. W związku z tym pod koniec lat 60. ubiegłego wieku rząd zaczął wprowadzać specjalny program finansowania budownictwa. W jego ramach w 1968 r. powstała agencja federalna GNMA (*Government National Mortgage Association*), której powierzono zorganizowanie alternatywnego sposobu finansowania budownictwa mieszkaniowego. W 1970 r. GNMA przeprowadziła pierwszy proces sekurytyzacji kredytów hipotecznych. Wyemitowane wówczas papiery wartościowe nazwano MBS (*Mortgage Backed Securities* – papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką).

GNMA była upoważniona do udzielania gwarancji spłaty odsetek i kapitału z papierów wartościowych emitowanych przez innych pożyczkodawców i zabezpieczonych na kredytach hipotecznych [Kosiński 1997, s. 15]. Później do procesu emisji MBS włączyły się dwie inne agencje rządowe: Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) i Federal National Mortgage Association (FNMA).

W następnych latach na rynku amerykańskim pojawiły się hipoteczne świadectwa udziałowe, później zaś papiery wartościowe typu *pass-through*, przynoszące ich posiadaczom dochody odzwierciedlające przepływy związane z kredytami hipotecznymi, którymi papiery te były zabezpieczone [Feeny 1995, s. 22].

W 1983 r. wprowadzone zostały nowe papiery wartościowe: *obligacje zabezpieczone hipotecznie* (CMO – *Collateralized Mortgage Securities*). Charakteryzują się

one tym, iż ryzyko przedpłaty rozłożone jest w zależności od klasy obligacji (lub transzy). W ramach stosowanego priorytetu w pierwszej kolejności spłata kapitału ma miejsce wyłącznie dla jednej klasy obligacji aż do jej całkowitego spłacenia. Następnie spłacana jest kolejna klasa obligacji. Wprowadzenie CMO spowodowało jeszcze szersze zastosowanie hipotecznych papierów wartościowych jako formy re-finansowania kredytów hipotecznych.

Dynamiczny rozwój technik sekurytyzacyjnych zaowocował sekurytyzacją również innych aktywów finansowych. W 1985 r. nastąpiła pierwsza w USA emisja ABS (*Asset Backed Securities*), tj. papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Transakcję tę przeprowadził First Boston, wykorzystując do sekurytyzacji należności z tytułu płatności leasingowych za sprzęt komputerowy firmy Sperry Corporation (obecnie: Compaq). Transakcja ta zapoczątkowała dalszy rozwój emisji papierów wartościowych opartych na różnych aktywach, np. na należnościach z kart kredytowych, kredytach samochodowych czy też na należnościach handlowych. Na rynku papierów dłużnych zabezpieczonych aktywami wyodrębniły się zatem dwa sektory:

- rynek papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie (MBS),
- rynek papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS).

Rozwojowi sekurytyzacji w Stanach Zjednoczonych sprzyjał nie tylko elastyczny system prawny oraz instytucjonalizacja rynku finansowego, ale także duża liczba inwestorów instytucjonalnych – zainteresowanych nabyciem papierów wartościowych opartych na aktywach – charakteryzujących się przy tym zróżnicowanymi preferencjami co do płynności, okresu trwania instrumentów finansowych oraz parametrów spodziewanego zysku i ponoszonego ryzyka [Kosiński 1997, s. 18].

Kryzys kredytów subprime spowodował jednak załamanie się rynku i nieco ostrożniejsze podejście do sekurytyzacji, którą banki amerykańskie dość intensywnie wykorzystywały do transferu ryzyka kredytowego.

Przez wiele lat banki amerykańskie, udzielając kredytów i pożyczek hipotecznych, sprzedawały swoje wierzytelności agencjom rządowym, a potem przedsiębiorstwom wspieranym przez państwo (tzw. GSE – Government Sponsored Enterprises), pozyskując w ten sposób kapitał na kontynuowanie akcji kredytowej. Skupione kredyty po spakowaniu w pakiety stanowiły podstawę emitowanych przez GSE obligacji hipotecznych (MBS – *Mortgage Backed Securities*), które z kolei stanowiły podstawę bardziej złożonych konstrukcji finansowych. Gwałtownemu wzrostowi pożyczek subprime w ogólnej puli wszystkich udzielonych kredytów towarzyszyło rozluźnienie rygorystycznych wymogów dotyczących przeprowadzane-go skupu wierzytelności. Skutkiem tego znaczna część wyemitowanych papierów została oparta na ryzykownych pożyczkach. Wygórowane oczekiwania dotyczące stopy zwrotu z inwestycji spowodowały, że banki w dalszym ciągu, na bazie coraz bardziej ryzykownych kredytów, tworzyły instrumenty wtórne, takie jak np. CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Papiery te, m.in. ze względu na wysoki rating inicjatora, uchodziły za bezpieczne, bardzo często legitymując się oceną na poziomie AAA. Zabezpieczeniem emisji był inny portfel obligacji, zazwyczaj znacznie bardziej ryzykowny. Oszacowany poziom ryzyka nie był wysoki, ponieważ jego

podstawą były historyczne wskaźniki niewypłacalności. Instrumenty tego typu znalazły się zatem w krótkim czasie w portfelach największych graczy rynków finansowych. Poziom zysków osiąganych przez inwestorów w warunkach wysokiej spłacalności pożyczek hipotecznych był imponujący. Jednak narastająca od 2000 r. liczba niewypłacalnych dłużników subprime miała poważne konsekwencje dla instytucji finansowych posiadających w swoich portfelach instrumenty bazujące na napływających od emitenta płatnościach odsetkowych z tytułu pożyczek hipotecznych. Bezpośrednią konsekwencją zaistniałej sytuacji było gwałtowne załamanie popytu na tego typu papiery. Dodatkowym obciążeniem dla banków była wynikająca z załamania popytu na emitowane przez SPV papiery wartościowe konieczność uruchomienia linii kredytowych dla spółek SPV, by te ostatnie miały czym finansować swoje aktywa. Nie mogło to jednak w pełni uzupełnić spadku przychodów z sekurytyzacji. Z tego powodu banki zostały zmuszone do przeniesienia do własnych bilansów części papierów wartościowych emitowanych w sekurytyzacji, co dodatkowo zwiększyło ich popyt na płynność. Brak płynności na rynku ustrukturyzowanych instrumentów finansowych spowodował tak gwałtowny spadek ich cen, że w krótkim okresie instrumenty uchodzące dotychczas za bezpieczne stały się praktycznie bezwartościowe [Thlon, s. 12].

Brak płynności na rynku papierów hipotecznych spowodował znaczne trudności w ich wycenie. W takim przypadku instytucje finansowe (banki) mają obowiązek oszacowania ich wartości. Ogrom strat z tego tytułu zaczął wychodzić na światło dzienne z początkiem 2007 r. Kolejne banki zaczęły spisywać na poczet strat niepłynne instrumenty dłużne w wartościach liczonych w miliardach dolarów. Wzrostowi popytu banków na płynność towarzyszył spadek jej podaży na rynku międzybankowym. W całym sektorze bankowym wystąpił kryzys wzajemnego zaufania. Z powodu pozabilansowego charakteru tworzonych przez banki spółek SPV nikt na rynku nie był w stanie oszacować poziomu strat poniesionych przez kontrpartniera i tym samym jego poziomu płynności. W krótkim czasie spowodowało to drastyczny spadek płynności na rynku międzybankowym, a w rezultacie duży wzrost rynkowych stóp procentowych. Dodatkowym skutkiem kryzysu na rynku kredytów hipotecznych była fala spadków indeksów akcyjnych. Pesymistyczne nastroje obejmowały coraz szersze kręgi inwestorów, którzy masowo zaczęli się wyzybywać walorów instytucji sektora finansowego. Banki, które poniosły dotkliwe straty na rynku ustrukturyzowanych instrumentów pochodnych, zaostrzyły warunki udzielania kredytów przedsiębiorstwom, co w koniunkcji ze wzrastającym pesymizmem konsumentów niewątpliwie negatywnie wpłynie na wzrost gospodarczy [Thlon, s. 13].

Konsekwencją kryzysu płynności na rynku instrumentów pochodnych opartych na długach hipotecznych były również kłopoty instytucji ubezpieczeniowych – gwarantów emisji. Załamanie na rynku spowodowało, że agencja Moody's obniżyła największemu amerykańskiemu ubezpieczycielowi rating kredytowy, co spowodowało znaczny wzrost wymaganego w transakcjach swapów kredytowych zastawu gwarancyjnego. AIG nie było w stanie go uzupełnić i znalazło się nad przepaścią. Bankructwo firmy pociągnęłoby za sobą upadek będących i tak już w trudnej sytuacji

instytucji finansowych, które wyemitowały gwarantowane przez ubezpieczyciela papiery wartościowe. Sytuacja rynkowa wymusiła konieczność bezprecedensowej interwencji ze strony zarówno FED, jak i Departamentu Skarbu. Miliardowe subwencje wpompowywane pośrednio lub bezpośrednio w system finansowy pomogły na razie ocalić AIG, ale póki co nie uzdrowiły sytuacji.

W roku 2008 świat finansów stał się świadkiem spektakularnych upadków (Lehman Brothers) oraz wymuszonej przez FED lawiny konsolidacji sektora odbywającej się przez przejęcia upadających gigantów przez konkurentów rynkowych, wystarczy wspomnieć przejęcie Bear Stears przez J.P.Morgan czy Merrill Lynch przez Bank of America [Thlon, s. 13].

Kryzys finansowy oraz zdarzenia z 2008 r., o których wspomniano powyżej, wpłynęły na znaczne zmiany na rynku sekurytyzacji w USA. Zmiany te najlepiej uwiadcniają się przy porównywaniu danych finansowych dotyczących rynku sekurytyzacji w USA. Analizując statystyki z lat 2007 i 2008, łatwo zauważyć niekorzystne tendencje na rynku sekurytyzacji w USA, które prawdopodobnie będą się też utrzymywać w roku 2009.

Biorąc zatem pod uwagę udział sekurytyzacji przeprowadzanych w USA w globalnej wartości netto sekurytyzacji w latach 2007-2008 (zob. tab. 1), zauważyć można lekki spadek wartości już w III kwartale 2007 r. Ostatni kwartał 2007 r. to już zdecydowana zmiana w stosunku do początku 2007 r., odnotowano wówczas ok. 75-procentowy spadek wartości netto sekurytyzacji. Zmiany, które nastąpiły w 2008 r., były jeszcze bardziej drastyczne. Szczególnie dobrze widoczne są one w porównaniu wartości netto sekurytyzacji z I kwartału 2007 r. i wartości z IV kwartału 2008 r. – obserwowany spadek to ok. 98%. Porównując natomiast dane z początku i z końca 2008 r., odnotowano spadek wartości na poziomie 90%.

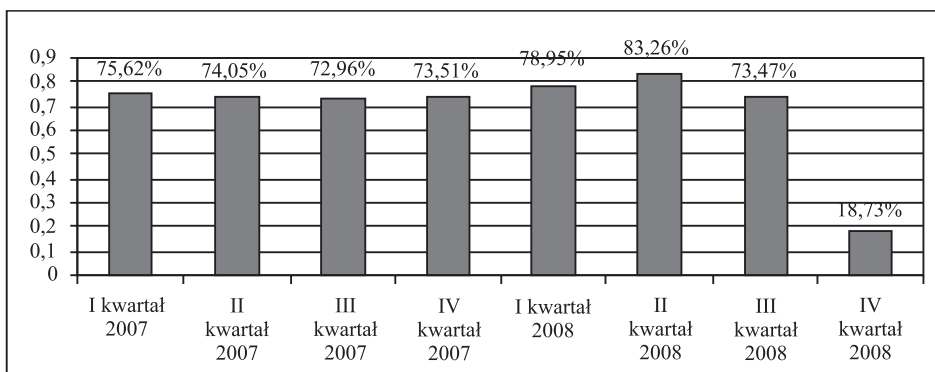
**Tabela 1.** Udział sekurytyzacji przeprowadzanych w USA w globalnej wartości netto sekurytyzacji światowej w latach 2007-2008

	I kwartał 2007	II kwartał 2007	III kwartał 2007	IV kwartał 2007	I kwartał 2008	II kwartał 2008	III kwartał 2008	IV kwartał 2008
USA (w mld dol.)	588	586,5	266,8	149	117,8	130,3	55,4	11,2
Świat (w mld dol.)	777,6	792	365,7	202,7	149,2	156,5	75,4	59,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport IFSL 2009].

Analizując procentowy udział wartości rynku sekurytyzacji w USA w stosunku do światowego rynku sekurytyzacji w latach 2007-2008, łatwo zaobserwować skutki kryzysu finansowego oraz złą passę dla sekurytyzacji w 2008 r. IV kwartał 2008 r. to spadek udziału wartości rynku sekurytyzacji w USA w stosunku do światowego o ponad 74% (w porównaniu z analogicznym okresem roku 2007).

Obserwowany w latach 2007-2008 spadek wartości netto sekurytyzacji na rynku światowym spowodował jednak, że globalnie (poza znacznym wahaniami w IV kwartale 2008 r. i znacznym wzrostem w II kwartale 2008 r.), udział amerykańskie-



**Rys. 1.** Procentowy udział wartości rynku sekurytyzacyjnego USA w rynku światowym w latach 2007-2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport IFSL 2009].

go rynku sekurytyzacji w rynku światowym właściwie zmieniał się w latach 2007-2008 nieznacznie i wahał się w okolicach 74%.

Biorąc pod uwagę dane dotyczące globalnej wartości netto sekurytyzacji w USA, łatwo zauważyć, iż w ostatnich dwóch latach w Stanach Zjednoczonych obserwowany był spadkowy trend. Wartości spadły z 588 mld dol. w I kwartale 2007 r. do 11,2 mld dol. w IV kwartale 2008 r. [Raport IFSL 2009, s. 1]. Mimo tak dużego spadku wartości sekurytyzacji w USA państwo to nadal odznacza się bardzo dużym udziałem w sekurytyzacji światowej.

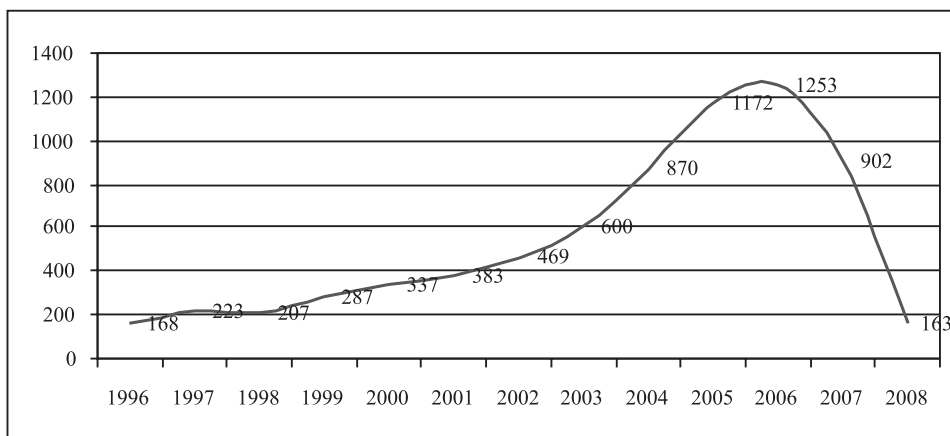
Wartości emisji papierów wartościowych powstających w procesie sekurytyzacji MBS (*Mortgage Backed Securities*) oraz ABS (*Asset Backed Securities*) w USA przedstawione zostały w tab. 2.

**Tabela 2.** Wartości emisji MBS i ABS w USA w latach 2007-2008

	Agencje rządowe	GSE (przedsiębiorstwa wspierane przez państwo)	
	MBS	MBS	ABS
2007	317,5	222,8	323,2
	381,3	237,2	329,1
	343,4	140,0	139,3
	329,5	55,6	110,0
2008	373,0	16,9	61,5
	424,8	21,2	71,2
	298,9	1,4	25,9
	216,2	5,5	4,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Securities Industry and Financial Markets Association oraz International Financial Services London (IFSL), [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk).

Również w tych danych wyraźnie widać tendencję spadkową, która spowodowana jest w dużej mierze kryzysem na rynku subprime. Drastyczny spadek obserwowany jest szczególnie przy emisjach ABS w IV kwartale 2008 r.



**Rys. 2.** Wielkość emisji ABS w USA w latach 1996-2008 (w mld dol.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Securities Industry and Financial Markets Association.

Trend spadkowy zauważalny był także w wartości emisji ABS w USA, która swój najlepszy okres przeżywała w latach 2005-2006. Od 2006 r., jak widać na rys. 2, obserwowany był spadek wartości emisji ABS, który niewątpliwie spowodowany był zaistniałym kryzysem finansowym.

Ze względu na aktywa stanowiące podstawę emisji ABS w Stanach Zjednoczonych ich podział i wartości roczne w emisji ABS w latach 2005-2008 zostały zaprezentowane w tab. 3. Jak widać w owej tabeli, najczęściej podstawę sekurytyzacji do 2006 r. stanowiły: *home equity*, kredyty i pożyczki hipoteczne. Od 2007 r. zauważalna jest już zmiana dotychczasowych tendencji. W 2008 r. podstawowym aktywem

**Tabela 3.** Roczna emisja ABS w podziale na aktywa bazowe w latach 2003-2008 (w mld dol.)

	2005	2006	2007	2008
<i>Home equity</i>	461	484	223	4
Należności z kart kredytowych	67	68	95	57
Kredyty hipoteczne	251	132	86	3
Kredyty samochodowe	85	81	74	36
Kredyty i pożyczki studenckie	63	67	61	28
Inne	245	423	362	36
Razem wartość ABS	1172	1253	902	163

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport IFSL 2009].

bazowym stały się należności z kart kredytowych oraz kredyty samochodowe. Duże znaczenie w sekurytyzacji w 2008 r. miały także kredyty i pożyczki studenckie.

Ciekawą kwestią jest na pewno zestawienie wartości emisji sekurytyzacyjnych w USA oraz innych krajach zarówno Europy, jak i Azji, które zostało zaprezentowane w tab. 4. Analizując wartości zawarte w tab. 4, zauważyć można, iż mimo wszystkich trudności, jakie napotyka sekurytyzacja w Stanach Zjednoczonych, państwo to było i jest potęgą w zakresie sekurytyzacji i już od wielu lat stanowi numer jeden na świecie, jeśli chodzi o wartość sekurytyzacji. Drugi co do wielkości jest rynek Wielkiej Brytanii (tab. 4).

**Tabela 4.** Wartość sekurytyzacji w wybranych krajach i częściach świata w latach 2003-2008 (w mld dol.)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
USA	3671	2649	3139	3241	2952	1521
Australia	71	76	77	91	68	16
Japonia	33	51	81	83	76	58
Kanada	17	18	25	29	45	79
Wielka Brytania	86	130	157	242	237	400
Hiszpania	44	41	50	55	84	119
Holandia	24	23	49	36	56	107
Włochy	38	43	41	38	36	121
Niemcy	8	10	19	47	26	74
Irlandia	4	3	1	13	14	60
Belgia	3	3	1	3	6	51
Francja	9	10	9	10	5	21
Portugalia	12	10	10	7	15	22
Paneuropa	13	19	63	143	132	41
Inne kraje Europy	7	12	8	11	12	32
<b>Europa razem</b>	<b>248</b>	<b>303</b>	<b>407</b>	<b>604</b>	<b>622</b>	<b>1047</b>
Korea Południowa	33	24	28	24	21	19
Inne kraje azjatyckie	1	7	4	6	3	19
Ameryka łacińska	11	11	14	20	20	18
Kraje Europy Wschodniej i środkowo-wschodnia Afryka	2	4	9	13	10	–
<b>Rynki wschodzące razem</b>	<b>48</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>64</b>	<b>53</b>	<b>55</b>
<b>Świat razem</b>	<b>4087</b>	<b>3142</b>	<b>3782</b>	<b>4112</b>	<b>3817</b>	<b>2777</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Securities Industry and Financial Markets Association oraz [Raport IFSL 2009].

Tabela 4 pokazuje zmiany wartości sekurytyzacji w wybranych krajach i częściach świata w latach 2003-2008. Jak widać w zaprezentowanych danych, USA są niewątpliwie liderem na rynku sekurytyzacji na świecie. Na drugim miejscu uplasowała się natomiast Wielka Brytania. Jeżeli jednak popatrzymy na osiągnięcia krajów

europjskich w zakresie sekurytyzacji, trzeba podkreślić, że mimo iż rynek sekurytyzacji w Europie stanowi zaledwie niewielki procent rynku amerykańskiego, rozwija się on równie prężnie i niewątpliwie odgrywa znaczną rolę w kształtowaniu się wartości sekurytyzacji w skali światowej.

## Literatura

- „Rating & Rynek” nr 14 (102) z 10 sierpnia 2001 r.
- Feeney P.W., *Securitization: Redefining the Bank*, MacMillan Press, London 1995.
- Jabłoński P., *Po raz pierwszy*, „Rzeczpospolita”, Gazeta Ekonomiczna z 22 lipca 2000 r.
- Kalasińska M., *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Wyd. Związku Banków Polskich, Warszawa 2007.
- Kendall M., Fishman M.J., *A Primer on Securitization*, The MIT Press Massachusetts Institute of Technology, 1996.
- Kosiński A., *Sekurytyzacja aktywów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1997.
- Matusiak M., *Długi na (kryzysowej) wadze*, „Miesięcznik Finansowy Bank” nr 2, luty 2009.
- Memorandum Informacyjne Urtica Finanse SA, BRE Bank, Warszawa, lipiec 1999.
- Raczkowska A., *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001.
- Raport IFSL *Securitisatation 2009*, [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk).
- Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz polskim systemie bankowym, raport Komisji Nadzoru Bankowego, Warszawa, wrzesień 2007.
- Thlon M., *Proces sekurytyzacji aktywów w kontekście kryzysu na rynku kredytów subprime*, [www.e-finance.com/artykuly/112.pdf](http://www.e-finance.com/artykuly/112.pdf).
- Tucker J., *Techniki sekurytyzacyjne na rynku europejskim*, [w:] *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce*, Warszawski Instytut Bankowości, Międzynarodowa Szkoła Bankowości i Finansów, Warszawa 1999.
- B.a., *Nowe instrumenty dla zrzeczenia*, „Rzeczpospolita” z 8-9 kwietnia 2000 r.
- Waszkiewicz A., *Sekurytyzacja w Polsce – trudna droga do sukcesu*, „Zarządzanie Zmianami” Biuletyn Polish Open University, 7.08.2009.
- Zombirt J., *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, Wyd. SGH, Warszawa 2002.

## SECURITIZATION OF MORTGAGE DEBTS IN THE UNITED STATES. THE PAST AND THE PRESENT

**Summary:** The article presents a brief analysis of changes on the securitization market in the USA before, in the time and after the financial crisis which took place in 2008. The changes of crucial values referring to this market were described taking especially the behaviour of these values in the period 2007-2008 into consideration. The article also shows quantitative data concerning securitization in the USA in the period right before the crisis. The analyses included in the article constitute a starting point for further research on changes on the securitization market both in the USA and in the European countries, that is also in Poland.