

MICHAŁ MOSZYŃSKI

JAKOŚĆ INFORMACJI NA RYNKU FINANSOWYM W KONTEKŚCIE KRYZYSU FINANSOWEGO

For market economies to work efficiently, firms and individuals must be informed and have incentives to act on available information.

(J. E. Stiglitz, C. E. Walsh)¹

WSTĘP

Kryzys finansowy, którego początki sięgają 2007 roku, stał się przedmiotem wzmożonego zainteresowania ekonomistów i decydentów. Ze szczególną uwagą obserwują oni proces przenoszenia problemów ze sfery pieniężnej na gospodarkę realną oraz mechanizm zarażania kolejnych krajów. Na pełną ocenę skutków kryzysu jest zbyt wcześnie, lecz warto podjąć wysiłek zbadania jego przyczyn. W środkach masowego przekazu oraz w literaturze przedmiotu dominują pytania o źródła zaburzeń, formułuje się tezy o niesprawnościach rynku, zawodnościach państwa i podaje propozycje przebudowy architektury systemu finansowego. Zadając pytanie, kto zawiódł: państwo czy rynek, należy określić warunki, w których rynek działa sprawnie. Dobre funkcjonowanie mechanizmu rynkowego wymaga przede wszystkim właściwej informacji dla wszystkich jego uczestników. W opracowaniu postawiono tezę, że niedoskonałość informacji przyczyniła się – obok innych czynników – do wystąpienia i wzmocnienia przebiegu kryzysu finansowego w USA. U podłoża obserwowanych zaburzeń leży – poza problemami jakości informacji – złożony spłot uwarunkowań, których pełne omówienie wykracza poza ramy artykułu.

Celem opracowania jest zbadanie podłoża kryzysu finansowego w USA pod kątem problemów jakości informacji dostępnej uczestnikom rynku finansowego.

¹ J. E. Stiglitz, C. E. Walsh, *Principles of microeconomics*, Norton & Comp., New York 2006, s. 29.

W pierwszej części artykułu zostaje krótko nakreślone teoretyczne tło – koncepcje asymetrii informacji i jej ekonomiczne konsekwencje. Następnie uwaga zostaje zwrócona w kierunku instrumentów finansowych wykorzystywanych na amerykańskim rynku hipotecznym, przede wszystkim – sekurytyzacji. Kwestie dostępu uczestników procesu sekurytyzacji do informacji są przedmiotem dalszej analizy. Opracowanie kończą wnioski.

ASYMETRIA INFORMACJI I JEJ KONSEKWENCJE – WPROWADZENIE TEORETYCZNE

Jednym z kluczowych założeń, na których opiera się sprawne funkcjonowanie mechanizmu rynkowego, jest dostęp do informacji. W tradycyjnym podejściu ekonomii klasycznej problem informacji nie stanowił przedmiotu specjalnego zainteresowania, przyjmowano, że gracze mają równy dostęp do pełnej i darmowej wiedzy o technologii, zachowaniu innych podmiotów oraz przedmiocie umowy. Uchylenie tego założenia zbliża abstrakcyjne modele do realnego świata i wywołuje daleko idące konsekwencje badawcze – pozwala analizować gospodarkę z niekompletnymi rynkami i dostrzec fakt, że sprzedawcy mogą manipulować cenami, jeśli potrafią kontrolować informacje.

Znaczenie informacji łatwiej sobie uzmysłowić po wyeliminowaniu założenia o jej kompletności i uświadomieniu istnienia kosztów związanych z jej zdobyciem. Nakłady poświęcone na pozyskanie informacji rynkowej stanowią znaczącą część ogółu kosztów transakcyjnych, przy czym koszty te rosną w przypadku występowania asymetrii informacji.

Asymetria informacji to sytuacja, w której wiedza uczestników rynku o transakcji nie jest jednakowa. W literaturze określa się ją ogólnie mianem problemów agencji bądź pełnomocnictwa. Strona lepiej poinformowana zwana jest agentem (pełnomocnikiem), a gorzej poinformowana – pryncypałem (mocodawcą).

Nierówne poinformowanie podmiotów może prowadzić do zawodności rynków, tzn. sytuacji, w których nie dojdzie do zawarcia potencjalnie opłacalnych dla obu stron umów kupna-sprzedaży. Wynika to z problemów selekcji negatywnej i ryzyka nadużycia. Selekcja negatywna (*adverse selection*) pojawia się, gdy mocodawca nie może w pełni monitorować postępowania pełnomocnika lub nie zna ważnych cech pełnomocnika albo przedmiotu umowy². Słabo poinformowani inwestorzy nie są w stanie rozróżnić papierów wiarygodnych emitentów od papierów ryzykownych. Na rynku finansowym asymetria informacji, a w konse-

² N. Acocella, *Zasady polityki gospodarczej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 138.

kwencji – selekcja negatywna, może dotyczyć stron umów ubezpieczeniowych czy kredytowych, w których kupcy polis i kredytobiorcy mają pełną informację o swoich cechach i zdolności kredytowej, w przeciwieństwie do ubezpieczycieli i kredytodawców. W efekcie może dojść do takiej sytuacji, że solidny klient nie otrzyma kredytu bądź ubezpieczona zostanie osoba niosąca bardzo duże ryzyko wypłaty dla ubezpieczyciela.

Pokusa nadużycia (*moral hazard*) – kolejny problem związany z asymetrią informacji – występuje, gdy pełnomocnik działa w swoim własnym interesie, który pozostaje w konflikcie z interesem mocodawcy. W odniesieniu do rynku finansowego może to dotyczyć sytuacji, gdy świadome działanie kredytobiorcy zmniejsza szansę spłaty kredytu. Inny przykład stanowi podejmowanie coraz bardziej ryzykownych działań przez kredytobiorców wraz ze wzrostem stóp procentowych. Wreszcie, problem ryzyka moralnego ilustruje zachowanie ubezpieczonego zmniejszającego swoje wysiłki, aby uniknąć zdarzenia, przed którym się ubezpieczył.

W teorii ekonomii przyjmuje się, że rynki finansowe działają względnie sprawnie, a w porównaniu do rynków dóbr czy pracy – szybko dochodzą do równowagi. Wiąże się to z szybkością przepływu informacji oraz uwarunkowaniami technicznymi, które umożliwiają błyskawiczne zawieranie transakcji i wreszcie – z elastycznością cen.

Nie oznacza to jednak, że rynki finansowe są wolne od kosztów transakcyjnych, w tym także nakładów na zdobycie informacji. Niwelowanie asymetrii informacji zwiększa poziom kosztów transakcyjnych. Koszty te wywierają istotny wpływ na kształt i funkcjonowanie systemu finansowego.

Kluczową rolę w redukcji kosztów transakcyjnych na rynku finansowym odgrywiają pośrednicy finansowi. Mogą to być banki i fundusze inwestycyjne, które osiągają korzyści skali, łącząc fundusze wielu drobnych inwestorów i generując duże obroty. Osoby dysponujące niewielkim kapitałem mają ograniczone możliwości wyboru inwestycji na rynku kapitałowym, a koszty obsługi ich transakcji stanowią znaczącą część inwestowanej kwoty. Pośrednictwo uruchamia zatem kapitał i daje szansę na dywersyfikację portfeli, a przez to – obniżenie ryzyka. Jak zauważa Frederic Mishkin, instytucje finansowe odnoszą szczególne korzyści z pośrednictwa w zawieraniu prywatnych pożyczek, które nie są przedmiotem obrotu rynkowego. Banki potrafią bowiem internalizować korzyść ze zdobytej informacji o jakości kredytobiorców³.

Pośrednicy finansowi pomagają również złagodzić problem asymetrii informacji. Jedną z metod jest sygnalizacja – przekazywanie uczestnikom rynku in-

³ F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 264.

formacji o lepszej jakości oferowanych produktów niż konkurencja. Taki sygnał wysłała się między innymi dzięki renomie i dobrej reputacji budowanej przez lata. Papiery sprzedawane przez znany bank będą budzić większe zaufanie niż walory małego przedsiębiorstwa. Jakość emitowanych instrumentów oceniają ponadto formalnie niezależne agencje ratingowe. Ich pozytywna opinia wspomaga (lub wręcz wyręcza) nabywców w uciążliwej samodzielnej analizie i daje sygnał potwierdzający jakość waloru.

Do zmniejszenia asymetrii informacji przyczyniają się wreszcie wyspecjalizowane prywatne firmy, które zbierają dane o sytuacji na rynku i po przetworzeniu publikują lub sprzedają nabywcom papierów wartościowych. Ze względu na efekt jazdy na gapę (*freeriding*) – fakt bezpłatnego wykorzystania informacji – konieczna staje się interwencja państwa. Przyjmuje ona formę regulacji rynku – rząd tworzy zasady wymagające od podmiotów przejrzystości i publikowania rzetelnych informacji. Nad przestrzeganiem i egzekwowaniem tych reguł czuwają specjalnie powołane do tego organy – w USA jest to Komisja ds. Papierów Wartościowych i Giełdy, w Polsce – Komisja Nadzoru Finansowego.

INSTRUMENTY FINANSOWE NA RYNKU HIPOTECZNYM W USA

Źródła kryzysu finansowego sięgają amerykańskiego rynku mieszkaniowego, dlatego warto przybliżyć istniejące sposoby finansowania budownictwa w tym kraju.

Od lat 30. XX wieku władze federalne aktywnie wspierały rozwój mieszkalnictwa, tworząc sieć instytucji pośredniczących w finansowaniu budowy domów, wprowadzając gwarancje państwowe dla banków hipotecznych i konstruując rynek długoterminowych pożyczek. *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae), powołana w 1938 roku, zyskała prawo do emisji obligacji, z których środki były przeznaczone na wykup kredytów hipotecznych od lokalnych kas oszczędnościowo-pożyczkowych. Zgodnie z założeniem, ta instytucja umożliwiła dostęp do kredytu mniej zamożnym Amerykanom i zapewniła płynność na wtórnym rynku kredytów hipotecznych w pierwszych trzech dekadach swej działalności.

W 1968 roku, w celu poszerzenia wtórnego rynku hipotecznego, podzielono Fannie Mae, przekształcając ją w nową, prywatną Fannie Mae i tworząc nowy podmiot – publiczny *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae). Miał on służyć pomocą ubogim kredytobiorcom. Fannie Mae miała formalnie status prywatnego przedsiębiorstwa, jednak sponsorowanego przez rząd – tzw. GSE (*Government Sponsored Enterprise*). I chociaż nie było ono bezpośrednio finansowane ze środków budżetowych, cieszyło się specjalnymi względami

rządu, a na rynku panowało przekonanie, że w razie problemów zostanie wsparte środkami publicznymi. Podobną opinią cieszył się Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), powołany w 1970 roku jako konkurencyjny wobec Freddie Mae podmiot z podobnym pakietem zadań – „zapewnienia stabilności na wtórnym rynku hipotecznym” czy „promocji dostępu do kredytu hipotecznego [...] poprzez zwiększanie płynności inwestycji hipotecznych”⁴.

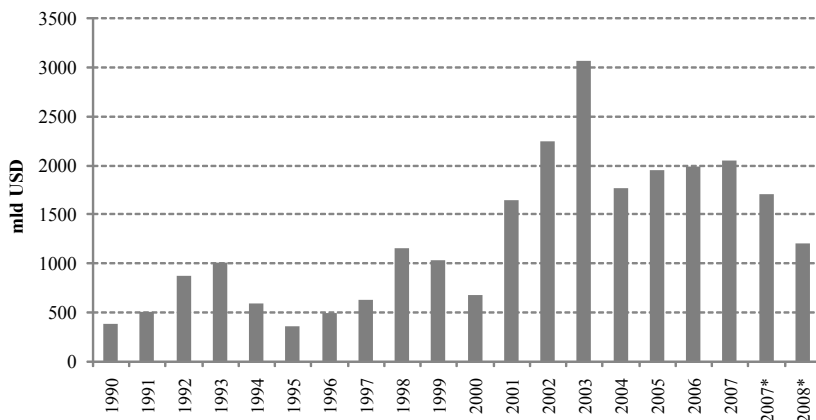
Innowacją finansową, która miała kolosalny wpływ na rozwój spekulacyjnej bańki na rynku nieruchomości, był mechanizm sekurytyzacji – pomysł, aby pozyskiwać środki finansowe pod zastaw istniejących lub przyszłych wierzytelności. W ramach procesu sekurytyzacji wybiera się strumienie płatności i grupuje pod względem poziomu ryzyka, a następnie dokonuje się na ich bazie emisji papierów wartościowych. Walory te określa się ogólnie mianem papierów wartościowych opartych na aktywach (*Asset Backed Securities* – ABS). Mogą one oczywiście stać się przedmiotem obrotu na rynku. Pierwszą operację sekurytyzacji przeprowadziła agencja Ginnie Mae w 1970 roku, wykorzystując płatności ze spłat tysięcy kredytów hipotecznych jako zabezpieczenie pod emisję nowych papierów wartościowych – tzw. MBS (*Mortgage Backed Securities*)⁵. Począwszy od lat 90., ten mechanizm finansowania rozwijał się dynamicznie (patrz wykres 1).

Z czasem pojawiły się bardziej wyrafinowane instrumenty, między innymi obligacje CDO (*Collateralized Debt Obligations*), w których grupy hipotek były dzielone w transe uszeregowane według poziomu ryzyka. Dominującą rolę na rynku obligacji hipotecznych odgrywały wspomniane przedsiębiorstwa wspierane przez rząd, jednak od 2004 roku coraz większy udział w emisjach zaczęły zdobywać papiery emitowane przez przedsiębiorstwa prywatne, osiągając rekordowy poziom ok. 780 mld dolarów w 2007 roku (około 1/3 wszystkich emisji). Proces konwersji pożyczek na obligacje nabierał tempa – w 2001 roku 46% kredytów o podwyższonym ryzyku (*subprime*) zostało przez prywatne podmioty zamienione na papiery wartościowe, podczas gdy w 2005 i 2006 roku – już 3/4⁶. Oczywiście kredyty o wysokiej jakości były „przepakowywane” na obligacje jeszcze intensywniej. Wraz z rozwojem kryzysu, w 2008 roku, emisje prywatne odnotowały dramatyczny spadek.

⁴ *Federal Home Loan Mortgage Corporation Act*, <http://www.freddiemac.com> (20.02.2009).

⁵ J. Zobmirt, I. Styn, *Transakcje sekurytyzacyjne w Polsce i na świecie*, Rynek Terminowy 2001, nr 4.

⁶ Dane Inside Mortgage Finance.



Wykres 1. Emisja obligacji hipotecznych MBS w USA w latach 1990–2008

* Za okres styczeń–wrzesień.

Źródło: dane Securities Industry and Financial Market Association, <http://www.sigma.com> (23.02.2009).

Papiery oparte na strumieniach płatności hipotecznych nabywali kolejni inwestorzy – banki inwestycyjne, fundusze emerytalne i inwestycyjne. Część CDO była utrzymywana w formie pozycji pozabilansowych i finansowana poprzez fundusze SIV (*Structured Investment Vehicles*). Fundusze te pozyskiwały środki na krótki okres po niskiej stopie procentowej i pożyczwały po wyższej stopie na długie okresy. Na bazie tych instrumentów powstawało wiele instrumentów pochodnych.

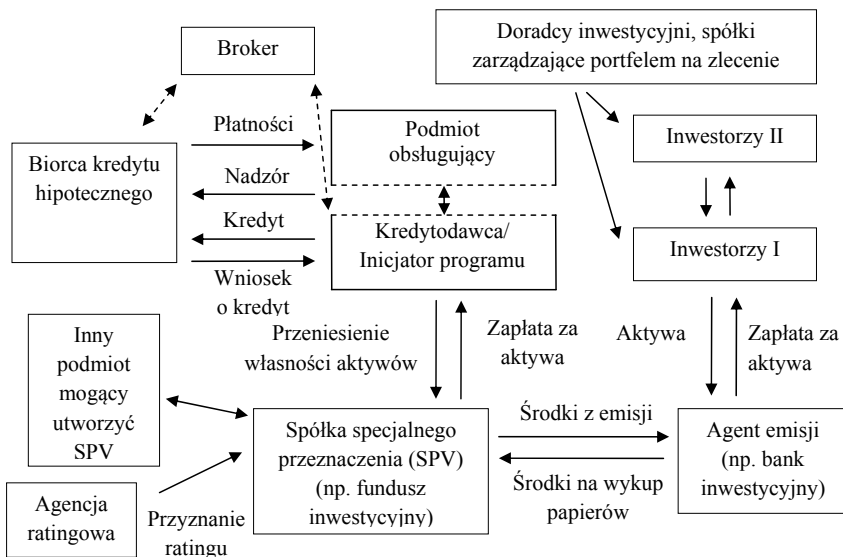
Reasumując: powstała skomplikowana konstrukcja, której jądro stanowił mechanizm sekurytyzacji, z niego zaś ewoluowały łańcuchy finansowych powiązań pomiędzy kolejnymi uczestnikami rynku kapitałowego na całym świecie.

SEKURYTYZACJA A PROBLEMY ASYMETRII INFORMACJI

W proces sekurytyzacji kredytów hipotecznych angażuje się wielu aktorów, dążących do realizacji swych partykularnych interesów, przy czym ich wzajemne relacje nacechowane są asymetrią informacji. Można zatem oczekiwać, że pojawią się związane z tym klasyczne problemy – pokusa nadużycia i negatywna selekcja.

Przykładową konfigurację podmiotów biorących udział w procesie sekurytyzacji przedstawiono na schemacie 1. Łańcuch uczestników może być – w zależności od transakcji – mniej lub bardziej skomplikowany. Często występuje więcej pośredników, jak choćby broker sprzedający kredyt. Ponadto inicjator programu

(*originator*) w wielu przypadkach zleca zbieranie płatności i nadzór nad kredytobiorcami wyspecjalizowanej firmie (podmiot obsługujący – *servicer*).



Schemat 1. Proces sekurytyzacji i zaangażowane w nią podmioty

Źródło: opracowanie własne.

Istotnym elementem procesu jest wydzielenie spółki specjalnego przeznaczenia (SPV), dzięki czemu następuje transfer ryzyka kredytowego – nabywcy obligacji nie muszą się obawiać upadłości inicjatora, ten zaś – o ile wydzieli kredyty ze swych aktywów – poprawia swój bilans.

Grupy kredytów i stworzone na ich bazie obligacje dzieli się w specjalne transze zgrupowane wedle poziomów ryzyka. Te reprezentujące najwyższą jakość sprzedawane są po najwyższych cenach. Papiery o gorszej jakości, również ze względu na niedoskonałą informację, koncentrują ryzyko i ułatwiają sprzedaż pozostałych transz. Jak zauważają trafnie Manfred Jäger i Michael Voigtländer, „główna idea działa przekupnie (*bestechend*) – kiedy nabywcy papieru wartościowego obawiają się deficytu informacji, to zakupią go tylko po niższej cenie”⁷.

Dalsza część opracowania analizuje problemy jakości informacji na kilku kluczowych obszarach, zogniskowanych wokół procesu sekurytyzacji kredytów hipotecznych. Omawia także relacje pomiędzy kredytodawcami i kredytobior-

⁷ M. Jäger, M. Voigtländer, *Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise*, IW-Trends 2008, nr 3.

cami, stanowiące początek łańcucha powiązań, a następnie przybliży działalność agencji ratingowych i zachowanie nabywców obligacji oraz krótko nakreśli tło makroekonomiczne.

RELACJE KREDYTOBIORCY I KREDYTODAWCY

Problemy z asymetrią informacji pojawiają się już na początkowym etapie omawianych procesów, a mianowicie przy udzielaniu kredytu hipotecznego. W odniesieniu do kredytów *subprime*, które z definicji dotyczą osób o niższej zdolności kredytowej, wskazuje się w szczególności na dwa podstawowe zagrożenia – drapieżne zadłużanie się (*predatory borrowing*) i drapieżne udzielanie kredytów (*predatory lending*)⁸.

Pierwsze zjawisko dotyczy osób, które starają się uzyskać kredyt, nie mając odpowiedniej zdolności kredytowej, próbują zatem ukryć swoją faktyczną sytuację finansową, by tylko otrzymać środki. Deficyt informacji wykazuje wtedy podmiot udzielający kredytu. Poluzowanie zasad bezpieczeństwa tworzy niejako deficyt informacji „na życzenie” i występuje, gdy kredytodawcy nie weryfikują prawdziwości podawanych we wnioskach kredytowych danych. Problem najlepiej ilustruje ukuty w branży hipotecznej akronim „NINJA” (*No Income, No Job, No Assets*), oznaczający udzielenie kredytu osobie bez udokumentowanych dochodów, pracy ani aktywów.

Drapieżne udzielanie kredytów zachodzi z kolei, gdy pośrednicy finansowi sprzedają kredyty klientom o słabej znajomości produktów bankowych. Wykorzystując ich niewiedzę, proponują przemyślnie skonstruowane oferty, które są dla nich niekorzystne, i z pełną świadomością sprzedają kredyt osobom niepotrafiącym ocenić finansowych konsekwencji umów. *Predatory lending* występuje również, gdy grupą docelową agresywnego promowania kredytów są określone segmenty rynku, np. biedni mieszkańcy domów w atrakcyjnych lokalizacjach. Jak zauważa Niall Fergusson, „znaczące jest to, że nieproporcjonalnie duża liczba kredytobiorców *subprime* należała do mniejszości etnicznych”⁹.

Niskie stopy procentowe w USA pomagały pośrednikom proponować kredyty o sztucznie zaniżanych płatnościach odsetkowych w początkowych okresach trwania umowy (tzw. *teaser rate*), lecz opartych na zmiennej stopie procentowej (*adjustable rate mortgage* – ARM)¹⁰. Podniesienie ceny pieniądza przez Fed ozna-

⁸ A. B. Ashcraft, T. Schuermann, *Understanding the securitization of subprime mortgage credit*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports 2008, No. 318.

⁹ N. Fergusson, *Jajo z Wall Street*, „Niezbędnik inteligenta”, *Polityka* 2009, nr 8.

¹⁰ Do innych metod wabienia klientów należy proponowanie początkowo spłat tylko odsetek (*interest only*), pozwolenie kredytobiorcom na samodzielne ustalanie oprocentowania, przy czym różnica powiększa kredyt (*payment option*).

czało dla wielu dłużników utratę zdolności obsługi kredytu¹¹. Na zjawisko *predatory lending* zwracały uwagę już od lat federacje konsumentów i sama Fannie Mae. Niektórzy autorzy oskarżają ustawodawców i środowisko finansowe o to, że nie wypracowali odpowiednich mechanizmów do walki z drapieżnym udzielaniem kredytów¹².

Symptomatyczną tendencją w rozwoju rynku finansowego jest ekspansja wyspecjalizowanych pośredników. Proces sekurytyzacji kredytów hipotecznych stanowi tego znakomitą ilustrację. Tradycyjny model finansowania kredytem zakładał, że bank obsługiwał większość etapów „produkcji” kredytu: negocjacje, projektowanie umowy, finansowanie, doradztwo, refinansowanie i monitoring. Współcześnie obserwuje się coraz większą dezintegrację akcji kredytowej i rozciągnięcie skomplikowanego łańcucha kolejnych inwestorów. Jak zauważa Jan Krzysztof Bielecki, „całkowicie rozpadły się relacje, jakie istniały w tradycyjnej bankowości między pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami. Dziś, kiedy pożyczka zostaje »przepakowana« i pojawia się na rynku jako obligacja zabezpieczona aktywami banków hipotecznych, a potem wielokrotnie zmienia właściciela, następuje zerwanie więzi między bankiem a klientem”¹³. Potęguje to asymetrię informacji, gdyż – wedle Bieleckiego – „traci się możliwość oceny tego, co kryje w sobie produkt, jakim jest ta obligacja. [...] I co nawet ważniejsze, bank, który pozbył się produktu, traci możliwość rozmowy z pożyczkobiorcą. Klient nie może już przyjść do banku i opowiedzieć o swoich kłopotach. Nie ma zatem szans na znalezienie jakiegoś wspólnego rozwiązania”¹⁴.

Według niektórych badaczy, sekurytyzacja wyraźnie osłabiała aktywność banków do pieczołowitego kontrolowania (*screening*) kredytobiorców. W normalnych warunkach wystarczający bodziec do nadzorowania dłużników daje sama obecność nie płynnych pozycji w bilansie. Poprzez zamianę nie płynnych aktywów w płynne papiery i przeniesienie ryzyka niespłacania kredytu na innych uczestników rynku te pobudki mogą zostać osłabione. Benjamin Keys i inni doszli do wniosku, że portfele kredytów mające zostać poddane procesowi sekurytyzacji wykazywały zwiększone przeciętnie o 10–25% prawdopodobieństwo niewywiązywania się z płatności¹⁵.

¹¹ Zaległości ze spłatą kredytów narastają od 2005 r. W segmencie *subprime* problemu ze spłatą dotyczyło ok. 5%, a w IV kwartale 2008 r. już 20% umów (w sektorze *prime* odpowiednio: ok. 0,6 i 4,3%). Dane Mortgage Bankers Association.

¹² J. H. Carr, L. Kolluri, *Predatory lending: an overview*, Fannie Mae Foundation 2001, http://www.knowledgeplex.org/kp/text_document_summary/article/refiles/hot_topics/Carr-Kolluri.pdf (26.02.2009).

¹³ *Nie wierzę w kryzys*, rozmowa z W. Gadomskim, *Gazeta Wyborcza*, 21.01.2008.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ B. J. Keys i in., *Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans*, Working Paper, December 2008, <http://ssrn.com/abstract=1093137> (26.02.2009).

DZIAŁALNOŚĆ AGENCJI RATINGOWYCH

W procesie sekurytyzacji kredytów hipotecznych ważną rolę odgrywa agencja ratingowa, która dokonuje oceny jakości danych aktywów. Od jej opinii zależy, jak nabywcy papierów oszacują ryzyko i sformułują oczekiwania co do stopy zwrotu¹⁶. Uzyskanie dobrego ratingu czasem wymaga tworzenia dodatkowych zabezpieczeń pod emitowane papiery. Zabezpieczenie może pochodzić od kolejnego podmiotu – banku udzielającego gwarancji lub firmy ubezpieczeniowej. Przez długie lata nota AAA stanowiła swoistą gwarancję bezpieczeństwa lokowanych środków. Emisje papierów, które nie zostałyby poddane ocenie przez przynajmniej jedną uznaną agencję, nie znalazłyby nabywców lub byłyby całkiem nieopłacalne. Agencje ratingowe zyskały dzięki temu znaczną władzę na rynku finansowym.

Nabywcy obligacji nie są w stanie samodzielnie ocenić wiarygodności biorców kredytów hipotecznych, dlatego przy decyzji o zakupie walorów ekspertyza agencji ratingowej pozostaje dla nich podstawowym źródłem informacji. Papiery wartościowe będące przedmiotem obrotu stały się na tyle złożone, że inwestorzy – nie tylko indywidualni – w coraz większym stopniu polegają na opinii agencji, które wypracowały sobie szczególną pozycję opiniotwórczą.

Niektórzy badacze uważają, że agencje mają większą pokusę do obniżania standardów, gdy znaczną część inwestorów stanowią gracze przyjmujący bez zastrzeżeń rating agencji lub gdy ryzyko pogorszenia reputacji jest niższe. Te warunki są spełnione właśnie w okresach ożywienia, dlatego długoletnia faza wzrostu tłumaczy swoistą „inflację ratingów”¹⁷.

Agencja ratingowa jest opłacana przez inicjatora programu sekurytyzacji (na ogół banki), a nie przez inwestorów. Powiązania pomiędzy bankami inwestycyjnymi a agencjami podlegają krytyce ze względu na możliwy konflikt interesów. Przeprowadzenie ratingu stanowi źródło lukratywnych dochodów, dlatego agencjom zarzuca się, że patrzyły zbyt łaskawym okiem na produkty, które miały oceniać. Pomiędzy 2002 a 2006 rokiem przychody trzech największych agencji: S&P, Moody's i Fitch potroiły się, a spółki osiągały wysokie marże (nawet 50% brutto). *Notabene*, z podobną sprzecznością interesów borykały się firmy audytowe zajmujące się jednocześnie konsultingiem, co unaoczniał przypadek Arthura Andersena i Enronu.

Agencje ratingowe są oskarżane o zbyt późną reakcję na pojawiające się problemy. Miały bowiem świadomość zagrożeń kryjących się w papierach zwią-

¹⁶ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 52.

¹⁷ P. Bolton, X. Freixas, J. Shapiro, *The credit ratings game*, NBER Working Paper, luty 2009, No. 14712.

zanych z kredytami *subprime*, jednak zwlekały z ujawnieniem tych informacji. Jak unaocznili przesłuchania przed Komisją do spraw Nadzoru i Rządowych Reform Izby Reprezentantów, część pracowników agencji ratingowych zdawała sobie sprawę z nadchodzących niebezpieczeństw, jednak albo nie mogła, albo nie chciała tego ujawnić¹⁸.

Jakość informacji, podawanych przez agencje, została poważnie podana w wątpliwość po serii nagłych zmian ratingów transz obligacji hipotecznych (MBS i CDO). W trzecim kwartale 2007 roku agencje obniżyły rating obligacji o wartości 85 mld USD, w czwartym kwartale dotyczyło to papierów za 237 mld, a w pierwszych dwóch kwartałach 2008 roku już, odpowiednio, za 739 mld i 841 mld USD¹⁹!

Agencje broniły się przed zarzutami, utrzymując, że papiery były na różne sposoby zabezpieczone, i to w stopniu znacznie przewyższającym emisję. Można przypuszczać, iż nagłe obniżanie ratingów miało między innymi na celu próbę odbudowania wiarygodności przez agencje, dla których renoma jest podstawą działania.

Pewni autorzy, w tym Alan Greenspan, sugerują, że agencje nie były w stanie ogarnąć kompleksowości analizowanych zjawisk²⁰. Przygotowanie ratingu opiera się na skomplikowanych narzędziach analitycznych i modelowaniu komputerowym pomagającym ustalić ryzyko inwestowania i dochodowość. Stosowaną metodologię krytykowali zarówno konkurenci, jak i banki. Inny problem występujący przy ocenie to brak odpowiednio wykwalifikowanego personelu ze względu na lepsze wynagrodzenia w sektorze bankowym²¹. Dodatkowo zwraca się uwagę na fakt, że kredyty *subprime* są bardziej heterogeniczne od kredytów o dobrej jakości, dlatego znacznie trudniej tworzyć z nich wystandaryzowane produkty, którymi można obracać na giełdach²².

Należy w tym miejscu podkreślić, że gdy przedmiotem ratingu są stosunkowo proste produkty, różnice pomiędzy ocenami poszczególnych agencji nie powinny być znaczne. Wraz ze wzrostem złożoności badanych instrumentów rozrzut opinii staje się coraz silniejszy. Stwarza to bodziec dla emitentów, aby zdobyć rating u odpowiedniej agencji, czy wręcz kupić najkorzystniejszy. Szef agencji Moody's

¹⁸ Committee on Oversight and Government Reform, *Credit rating agencies and the financial crisis*, 22.10.2008, <http://oversight.house.gov> (20.02.2009).

¹⁹ Fortune Magazine, 6.08.2008, http://money.cnn.com/2008/08/04/magazines/fortune/whitney_feature.fortune/index.htm (23.02.2009).

²⁰ A. Greenspan, *Risk transfer and financial stability*, przemówienie na Chicago's Forty-first Annual Conference on Bank Structure, Federal Reserve Bank of Chicago, 5 maja 2005, <http://www.federalreserve.gov> (20.02.2009).

²¹ R. Beales, S. Scholtes, G. Tett, *Failing grades?*, Financial Times, 16 maja 2007, <http://www.ft.com> (20.02.2009).

²² M. Jäger, M. Voigtländer, op. cit.

w latach 90. ubiegłego wieku, Tom McGuire, proceder *rate shopping* opisuje tak: „jeśli Moody’s i klient banku nie mają bezpośredniego kontaktu, to bank może albo »poprawić« liczby, albo spróbować szczęścia u konkurenta, jak Standard and Poor’s”²³.

NABYWCY OBLIGACJI HIPOTECZNYCH

Pojawia się pytanie, dlaczego inwestorzy w USA, a z czasem i na całym świecie, powszechnie angażowali się w ryzykowne przedsięwzięcia związane z obligacjami opartymi na kredytach hipotecznych? Wydaje się, że rzeczową analizę ryzyka zastąpiła zbyt optymistyczna ocena sytuacji, podzielana przez większość uczestników rynku. Zadziałał efekt stadny, który w świecie finansów pojawia się nader często. Źródła takiego zachowania wypływają również ze zjawiska słabej informacji i efektu gapowicza. Mniejsi aktorzy sądzą, że duzi gracze dysponują lepszą informacją, w związku z czym starają się naśladować liderów oraz podmioty z najlepszą reputacją. Należy zauważyć, że podjęcie decyzji na podstawie zachowania innych uczestników gry rynkowej zmniejsza wysiłek zdobycia i przetworzenia informacji. W miarę wzrostu liczby podmiotów dokonujących określonego wyboru (w tym przypadku rozwijania akcji kredytowej, inwestowania w obligacje hipoteczne) znaczenie przypisywane własnej ocenie sytuacji słabnie. Inwestor w coraz większym stopniu sugeruje się zachowaniem innych, nawet jeśli jego własne przekonanie podpowiada, że powinien działać w przeciwnym kierunku niż rynek²⁴. W omawianym przypadku działanie zgodne z tendencjami rynkowymi przynosiło korzyści – przez stosunkowo długi okres zmasowana akcja kredytowa i proces sekurytyzacji stanowiły źródło intratnych dochodów dla banków i innych inwestorów. Każdy uczestnik omawianych procesów, począwszy od brokera sprzedającego kredyt, chciał uzyskiwać dochody, ale przesuwając ryzyko na kolejnych graczy. Brokerzy nie pożyczali własnych pieniędzy, przenosili więc ryzyko na kredytodawców, ci z kolei sprzedawali kredyty hipoteczne zaraz po parafowaniu umowy inwestorom, którzy zabezpieczali się przed ryzykiem za pomocą instrumentów pochodnych. Wiarę, że można zostać odizolowanym od negatywnych konsekwencji złych decyzji ekonomicznych przez próbę przerwania ryzyka na kolejne ogniwo transakcji, można potraktować jako swoistą pokusę nadużycia²⁵.

²³ Cyt. za: R. Lowenstein, *Triple – a failure*, New York Times, 27.04.2007.

²⁴ A. V. Banerjee, *A simple model of herd behavior*, The Quarterly Journal of Economics, August 1992, Vol. 107, No. 3, s. 797–817.

²⁵ H. Lewis, *Moral hazard’ helps shape mortgage mess*, <http://www.bankrate.com>, 18.04.2007 (28.02.2009).

Jak wspomniano, inwestorzy nabywający obligacje mogli mieć problem z właściwą oceną ryzyka drzemiącego w papierach. Prócz kierowania się opiniami agencji ratingowych, inwestorzy sięgali po pomoc wyspecjalizowanych doradców inwestycyjnych i firm inwestujących na zlecenie. Pomiędzy nimi też występuje problem asymetrii informacji ubrany w relację pryncypał–agent. Inwestor nie jest w stanie w pełni monitorować pracy swego doradcy, w związku z czym może minimalizować ten problem przez porównanie wyników jego pracy z osiągnięciami innych doradców. Ci jednak też podlegają tzw. kaskadzie informacyjnej pozytywnych doniesień płynących z rynku i formułują swoje poglądy, opierając się na zapatrywaniach innych ekspertów.

O tym, jak trudno dokonać prawidłowej oceny produktów rynku finansowego, świadczą choćby trudności w oszacowaniu rozmiarów złych kredytów w aktywach banków, których wycena systematycznie rosła w całym 2008 roku.

UWARUNKOWANIA MAKROEKONOMICZNE

Intensyfikację akcji kredytowej i boom na amerykańskim rynku nieruchomości trudno analizować bez nawiązania do polityki pieniężnej. Fed rozpoczął obniżać stopy procentowe od początku 2000 roku i kontynuował tę akcję, mając na uwadze perturbacje w związku z pęknięciem bańki na rynku spółek internetowych. W okresie czerwiec 2003–czerwiec 2004 podstawowa stopa wynosiła zaledwie 1%. Według twórcy znanej reguły polityki pieniężnej, Johna B. Taylora, pieniądz był zbyt tani przez około 4 lata (2002–2005)²⁶. Nadpłynność sektora finansowego przyjęła formę wzrostu cen nieruchomości. Dla inwestorów instytucjonalnych niskie stopy procentowe oznaczały mniejszą rentowność na rynku kapitałowym, dlatego chętnie kupowali obligacje MBS czy CDO, gdyż oferowały one wyższą rentowność niż obligacje skarbowe. Inwestycje te były wprawdzie bardziej ryzykowne, ale jednak zabezpieczone nieruchomościami.

Nawiązując do wspomnianego zjawiska pokusy nadużycia, warto zwrócić uwagę, że w obliczu kryzysu finansowego wystąpiło ono ze szczególną siłą właśnie w związku z relacjami Fed i banków. Objęcie banków systemem gwarancji wypłacalności depozytów z pewnością wzmocniło stabilność systemu finansowego, miało jednak i ujemne strony. Banki mogą mieć skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka, wiedząc, iż nie są w takim stopniu kontrolowane przez „ubezpieczonych” uczestników rynku – a mianowicie przez klientów. Sankcja za osłabienie wiarygodności i ewentualne wzmożone wypłaty depozytów staje się znacznie mniej prawdopodobna. Co więcej, na podstawie teorii można było się spodziewać, że sektor bankowy został narażony na zjawisko negatywnej selekcji,

²⁶ J. B. Taylor, *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*, NBER Working Paper, styczeń 2009, No. 14631.

co zachodzi, gdy bankowcami czerpiącymi szczególnie korzyści z systemów gwarancji zostaną przedsiębiorcy o nadmiernej skłonności do ryzyka²⁷. Obserwując negocjacje wielkich banków z Fed, można dostrzec dylemat władz monetarnych, dla których upadek dużej instytucji byłby szczególnie niewygodny („za duży, by upaść”).

Prócz polityki pieniężnej dogodne warunki dla rozrostu akcji kredytowej stwarzał też amerykański rząd. Począwszy od czasów New Deal, władze intensywnie wspierały rozwój budownictwa mieszkaniowego. W latach 30. XX wieku mniejszość Amerykanów była właścicielami swoich domów, w 1997 roku 60%, a w 2007 roku już 68%²⁸. Administracja George’a W. Busha podporządkowała swe działanie hasłu: „Chcemy, aby wszyscy w Ameryce mieli swoje własne domy”²⁹.

ZAKOŃCZENIE

Przeprowadzona w opracowaniu analiza pozwala potwierdzić postawioną tezę, że niedoskonałość informacji przyczyniła się – obok innych czynników – do wystąpienia i wzmocnienia przebiegu kryzysu finansowego w USA. Źródła kryzysu wypływały z dynamicznego rozwoju akcji kredytowej na rynku hipotecznym i ewolucji złożonych instrumentów finansowych, którym to zjawiskom towarzyszyły problemy informacyjne. Relacje pomiędzy uczestnikami rynku, ukazane na przykładzie procesu sekurytyzacji kredytów hipotecznych, były w znacznym stopniu nacechowane asymetrią informacyjną na różnych obszarach, począwszy od stosunków kredytobiorca–kredytodawca, skończywszy na inwestorach nabywających papiery oparte na aktywach. Instytucje, które powinny niwelować problemy dostępu do informacji – niezależne agencje ratingowe – zawiodły pokładane w nich zaufanie. Jak zauważył już w 2005 roku A. Greenspan, „zrozumienie profilu ryzyka transzy CDO stanowi problem nawet dla najwytrawniejszych uczestników rynku”, dlatego „nie powinni oni polegać w pełni na szacunkach agencji ratingowych, gdyż rating CDO nie może w pełni odzwierciedlać wszystkich wymiarów ryzyka tych złożonych produktów”³⁰. Oznacza to, że stopień skomplikowania instrumentów, z jakimi mają do czynienia inwestorzy, rodzi problemy o charakterze poznawczym.

²⁷ F. S. Mishkin, op. cit., s. 378.

²⁸ Dane z roczników *American housing survey for the United States*, U.S. Department of Housing and Urban Development, <http://www.hud.gov> (27.02.2009).

²⁹ Wypowiedź G. W. Busha z października 2002, cyt. za: N. Fergusson, op. cit.

³⁰ A. Greenspan, op. cit.

Należy dodać, że polityka makroekonomiczna prowadzona w USA, zarówno przez rząd, jak i Fed, tworzyła środowisko sprzyjające formułowaniu zbyt optymistycznych ocen sytuacji przez inwestorów.

Konsekwencje występowania niedoskonałej informacji, formułowane w teorii ekonomii, znajdują niestety swe potwierdzenie w praktyce. Uczestnicy gry rynkowej bez dobrej informacji bądź odpowiednich bodźców do jej wykorzystania nie podejmują trafnych decyzji, w wyniku czego gospodarka nie może funkcjonować sprawnie.

THE QUALITY OF INFORMATION ON THE FINANCIAL MARKET IN THE CONTEXT OF THE FINANCIAL CRISIS

SUMMARY

The article concerns the sources of the financial crisis in the U.S. from the perspective of the quality of information. The line of thoughts is based on the thesis that imperfect information has contributed – among other factors – to the development of the crisis. The problem of asymmetric information is analyzed on the basis of relations among market participants involved in assets securitization, owing to the fact that this complex process constitutes the epicenter of the crisis and, at the same time, is the source of serious information problems.

