

Część I. Od kryzysu finansowego na rynku nieruchomości do nowego paradygmatu ochrony konsumenta*

* *Gdy ekonomiści mylą się w teorii, ludzie cierpią w praktyce [When economists err in theory, people suffer in practice]* (M. Naim, Economist Class, Foreign Policy, March/April 2006, cyt. za: D. Coyle, The Soulful Science: What Economists Really Do and Why It Matters, Princeton 2007, https://www.researchgate.net/publication/24117968_The_Soulful_Science_What_Economists_Really_Do_and_Why_It_Matters (dostęp: 26.7.2021 r.).)

Rozdział I. Kryzys finansowy w latach 2007–2011 i jego wpływ na kształtowanie nowoczesnej ochrony konsumentów na rynku finansowym

§ 1. Uwagi wprowadzające

Kolejne światowe kryzysy potwierdzają prawdziwość twierdzenia *M. Naima*, że to właśnie najsłabsi uczestnicy rynku płacą najwyższą cenę za kryzys jako konsumenci i podatnicy ratujący upadające banki. Kryzysy gospodarcze stanowią nierozzerwalną część cykli w gospodarce, jednak większość z nich ma charakter lokalny lub odnosi się tylko do wąskiej gałęzi gospodarki. Kryzysy światowych rozmiarów występują rzadko i stanowią bardzo poważny problem wymagający współpracy licznych podmiotów. Ostatni globalny kryzys zaangażował rządy wielu państw oraz najważniejsze instytucje międzynarodowe: OECD, Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, G20, G8. Pomimo upływu czasu wiele państw nadal zmaga się z problemami, których źródłem było załamanie z 2007 r.¹ Ponadprzeciętne rozmiary kryzysu finansowego potwierdza także szereg raportów zarówno krajowych², jak i międzyna-

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 472/2013 z 21.5.2013 r. w sprawie wzmocnienia nadzoru gospodarczego i budżetowego nad państwami członkowskimi należącymi do strefy euro dotkniętymi lub zagrożonymi poważnymi trudnościami w odniesieniu do ich stabilności finansowej (Dz.Urz. UE L 140, s. 1). Szerzej o pomocy państw na rynkach finansowych zob. www.ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/index_en.html#crisis oraz <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009DC0164&from=EN> (dostęp: 4.11.2021 r.).

² W Stanach Zjednoczonych przygotowano szereg raportów. Jednym z najczęściej przywoływanych jest The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Executive Agency Publications, Additional Government Publications Featured Commission Publications, 2011, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> (dostęp: 15.9.2021 r.).

rodowych³. W raporcie przygotowanym przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2010 r. uznano, że skutki upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers należy uznać za najpoważniejszy globalny kryzys finansowy po II wojnie światowej⁴.

Pomimo upływu ponad 14 lat od początku kryzysu finansowego w okresie 2007–2009 nie ma wśród ekonomistów jednomyślności co do jego przyczyny. Taki stan rzeczy potwierdzają badania przeprowadzone przez Szkołę Biznesu Uniwersytetu w Chicago w październiku 2017 r.⁵ Z inicjatywą przeprowadzenia badań i oceny czynników wpływających na powstanie i rozwój kryzysu finansowego w 2007 r. wyszli ekonomiści ze Szkoły Biznesu Uniwersytetu Chicago, którzy o ocenę poprosili ponad osiemdziesięciu wybitnych ekonomistów ze Stanów Zjednoczonych i Europy. W specjalnie przygotowanej ankiecie eksperci ocenili rolę i znaczenie dwunastu potencjalnych czynników, które przyczyniły się do powstania globalnego kryzysu finansowego w 2007 r. Przesłanki do oceny kryzysu zostały przedstawione w przypadkowej kolejności i były wśród nich odniesienia do systemu finansowego, podmiotów działających w tym systemie i ich aktywności oraz otoczenia. Przesłanki w odniesieniu do systemu finansowego dotyczyły: nieodpowiednich albo wadliwych regulacji; nieprawidłowego nadzoru w odniesieniu do sektora finansowego; niedoszacowania ryzyka związanego z papierami wartościowymi wytworzonymi za pomocą inżynierii finansowej. Natomiast podmiotów rynku finansowego dotyczyły nieodpowiednie doradztwo, oszustwa lub obie te formy w przypadku emisji obligacji hipotecznych i sekurytyzacji, a także operacje obejmujące zobowiązania krótkoterminowe finansujące aktywa długotermini-

³ Dokumenty OECD: *P. Slovik*, Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges Economics Department working paper 2012, no. 916, <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5kg0ps8cq8q6-en.pdf?expires=1631724074&id=id&accname=guest&checksum=F323A85554905AC340D83AD23BADBF04> (dostęp: 15.9.2021 r.); *B. Keeley, P. Love*, From Crisis to Recovery The Causes, Course and Consequences of the Great Recession, 2010, <https://www.oecd.org/insights/46156144.pdf> (dostęp: 15.9.2021 r.); Independent Evaluation Group, The World Bank Group's Response to the Global Economic Crisis—Phase II. Washington, DC: Independent Evaluation Group, the World Bank Group, 2012, https://ieg.worldbankgroup.org/sites/default/files/Data/reports/crisis2_full_report.pdf (dostęp: 15.9.2021 r.); *Ch. Collyns*, The Crisis through the Lens of History. The current financial crisis is ferocious, but history shows the way to avoid another Great Depression, Finance & Development, December 2008, vol. 45, no. 4, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/12/collyns.htm> (dostęp: 15.9.2021 r.).

⁴ Komisja Nadzoru Finansowego, Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009, Warszawa 2010, s. 2.

⁵ <http://news.chicagobooth.edu/newsroom/what-economists-think-caused-financial-crisis> (dostęp: 27.7.2021 r.).

nowe oraz niewłaściwa ocena agencji ratingowych. Mając na uwadze otoczenie gospodarcze, wśród czynników, które przyczyniły się do wywołania kryzysu, można wymienić sztucznie zawyżane ceny mieszkań czy też podwyższony poziom zadłużenia gospodarstw domowych w USA od 2007 r. Kluczowe było także przekonanie bankierów o braku konsekwencji ich działań ze względu na wielkość ich instytucji i ich znaczenie dla systemu (doktryna *too big to fail* – „zbyt duże, aby upaść”). Znaczenie miało także zaangażowanie rządów w subsydiowanie kredytów hipotecznych oraz rynek najmu domów, a także oba te rozwiązania. Problemem wskazanym w ankiecie był też brak równowagi pomiędzy globalnymi oszczędnościami klientów a dobrze funkcjonującymi kanałami inwestowania tych oszczędności. Twórcy ankiety wskazali również na luźną politykę monetarną prowadzoną przez FED oraz banki centralne na całym świecie, odnosili się także do obu wskazanych tu czynników oraz godziwej wartości lub wyceny według wartości rynkowej aktywów finansowych posiadanych przez banki. Przekazane odpowiedzi wskazywały na to, że nie było wśród naukowców jednomyślności co do przyjęcia jednej głównej przyczyny kryzysu. Większość odpowiadających podkreśliła, że głównymi mechanizmami winnymi kryzysu były: wadliwa regulacja finansowa i słaby nadzór nad sektorem finansowym, a zarazem niedoszacowanie ryzyka związanego z papierami wartościowymi wytworzonymi za pomocą inżynierii finansowej. Na trzecim miejscu wymieniono oszustwa hipoteczne⁶. Przedstawione przesłanki miały zarówno charakter prawny, jak i ekonomiczny, jednak na pierwszym miejscu większość ekspertów wskazała na nieodpowiednie lub wadliwe regulacje prawne. Problem unormowań prawnych na rynku nieruchomości wymagał wielu zmian, które miały szczególne znaczenie w stosunku do konsumentów. Konieczność reformy regulacji kredytów hipotecznych spowodowała, że to właśnie prawnicy są głównymi adresatami pytania, jakie są potrzeby i kierunki zmian obowiązujących przepisów lub jakie nowe regulacje należałoby wprowadzić, aby stworzyć odpowiednie zabezpieczenie przed kryzysem na przyszłość.

W konsekwencji kryzysu wiele państw doznało głębokich gospodarczych, politycznych, a także społecznych reperkusji. Kryzys gospodarczy w wielu krajach przełożył się na kryzys rządowy, a nawet konstytucyjny, a w konsekwencji spowodował wysoki poziom długu publicznego, przyjęcie środków oszczędnościowych, bezprecedensowy wzrost poziomu bezrobocia i rozprzestrzenianie

⁶ <http://www.igmchicago.org/surveys-special/factors-contributing-to-the-2008-global-financial-crisis> (dostęp: 27.7.2021 r.).

się ubóstwa w wielu społeczeństwach⁷. Zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i państwach członkowskich UE (EOG) przeprowadzono szereg zmian regulacyjnych i podjęto próbę wypracowania nowego modelu ochrony konsumenta na rynku finansowym, w tym w szczególności kredytów hipotecznych.

§ 2. Kryzys czy załamanie na rynku finansowym w latach 2007–2009

Termin „kryzys” wywodzi się z języka greckiego – *krísis*, jest definiowany najczęściej jako sytuacja nagła, kiedy niektóre dysfunkcje i sprzeczności zostają uwypuklone i wyostrome⁸. Kryzys gospodarczy najczęściej próbują definiować ekonomiści. Słowo „kryzys” nie ma jasnej definicji ekonomicznej i zdaniem W.M. Orłowskiego „nie da się go określić ani skalą spadku PKB, ani skalą wzrostu bezrobocia, ani skalą załamania kursów akcji”⁹. Każdy kryzys ma jednak swoją specyfikę, zarówno w przebiegu, jak i genezie, która wpływa na jego zdefiniowanie. W latach 30. XX w. J.M. Keynes opisywał wielki kryzys jako „chroniczny stan nienormalnej aktywności bez żadnych widocznych trendów w kierunku wyjścia z kryzysu lub całkowitej katastrofy”. J.M. Keynes wskazywał na „stan nienormalnej aktywności” i odnosił go przede wszystkim do bezrobocia, które jest głównym źródłem negatywnych konsekwencji kryzysu. Kryzys 2007 r. na potrzeby niniejszego opracowania można zdefiniować jako nagłą, nieprzewidywalną zmianę na stabilnym rynku charakteryzującym się płynnością, korzyściami wynikającymi z niskiego ryzyka i łatwego dostępu do kredytu. W wyniku powstałych zmian na rynku finansowym i naruszenia globalnej stabilności można mówić o kryzysie. Podejmując próbę doprecyzowania zaproponowanej definicji, należy wskazać w szczególności na sytuację na rynku kredytów hipotecznych charakteryzującą się nad-

⁷ H.-W. Micklitz, I. Domurath (eds.), *Consumer Debt and Social Exclusion in Europe*, Farnham 2015, s. 3–4.

⁸ Encyklopedia PWN, hasło „kryzys”, <https://encyklopedia.pwn.pl/szukaj/kryzys%20.html> (dostęp: 27.7.2021 r.). Słowo to pochodzi od starogreckiego czasownika *krinein*, oznaczającego „rozdzielać, rozstrzygać, decydować, sądzić”, zaś *krisis* w starogreckim nie miał tak pejoratywnego znaczenia: „wybór, rozstrzygnięcie”.

⁹ W.M. Orłowski, *Świat po kryzysie. Dylematy nowego ładu gospodarczego*, Warszawa 2010, s. 45. Ekonomiści często odwołują się do wymienionych wskaźników, pisząc o kryzysie.

miernym zadłużeniem konsumentów i sekurytyzacją¹⁰ dla zabezpieczenia wysokiego ryzyka na tym rynku, co w konsekwencji doprowadziło do kryzysu zaufania¹¹. Ponadto uczestnicy rynku, zarówno konsumenci, jak i zarządzający instytucjami finansowymi, a także sami sprzedawcy-doradcy, byli zbyt skoncentrowani na krótkoterminowych zyskach zamiast na długoterminowych inwestycjach, co czyniło ich samych źródłem ryzyka. Kolejne problemy mogły wynikać z nieprawidłowo przeprowadzonej oceny zdolności kredytowej kredytobiorcy, który miał złą historię kredytową, słaby *scoring*, wysoki wskaźnik *debt-to-income*, z braku weryfikacji dochodu klienta lub braku odpowiedniego zabezpieczenia zobowiązania po stronie klienta, a także wysokiego wskaźnika *loan-to-value* LtV (przekraczającego 80%)¹². W niektórych państwach, w tym w Polsce, źródłem podwyższonego ryzyka było denominowanie kredytu w walucie obcej¹³.

Kryzys, w tym także kryzys finansowy, jest jednak zawsze skutkiem procesów, które rozwijają się w dłuższym czasie i ukazują wady istniejącego systemu. Może on być zatem rozumiany jako problem, ale także być wskazówką do wprowadzenia koniecznych zmian, które bez niego nie byłyby widoczne. Kryzys w języku chińskim określa słowo *wēiji* oznaczające zarówno niebezpieczeństwo, kataklizm, jak i okazję, szansę zmiany¹⁴. Tak rozumiany stwarza z jednej strony zagrożenie na rynku, ale daje także możliwość usunięcia błędów czy luk regulacyjnych oraz instytucjonalnych gwarantujących stworzenie trwałego i stabilnego systemu w przyszłości.

Konsekwencją kryzysu jest konieczność naprawy błędów systemu, który nie działał właściwie i wymaga zmiany. Zarządzanie kryzysem i przeprowadzenie koniecznych reform może mieć swoją genezę w samym systemie lub

¹⁰ Termin „sekurytyzacja” dotyczy operacji finansowej, polegającej na „zamianie” niepłynnych aktywów (wierzytelności bankowych, należności handlowych, przyszłych należności) w płynne papiery wartościowe (obligacje).

¹¹ E. Rutkowska-Tomaszewska, Zaufanie do rynku finansowego i instytucji finansowych jako przedmiot ochrony prawnej (kilka uwag na tle nadużyć instytucji finansowych wobec klientów), *Przedsiębiorczość i Zarządzanie* 2018, Nr 9, cz. 2, s. 15–28, <http://piz.san.edu.pl/docs/e-XI-X-9-2.pdf#page=16> (dostęp: 27.7.2021 r.).

¹² M. Neil Baily, R.E. Litan, M.S. Johnson, *The Origins of the Financial Crisis*, Washington DC 2008, s. 18; https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/11_origins_crisis_baily_litan.pdf (dostęp: 15.9.2021 r.).

¹³ E. Nawotka, *Sekurytyzacja a globalny kryzys finansowy*, *Edukacja Prawnicza* 2011, Nr 6, s. 21.

¹⁴ Por. P.H. Dembinski, S. Baretta, *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości*, Kraków 2014, s. 13.

na zewnątrz¹⁵ albo w obu tych źródłach. W przypadku kryzysu 2007 r. główne problemy umiejscowione były przede wszystkim wewnątrz systemu. Przedmiotem prowadzonych w niniejszej monografii badań jest kryzys w 2007 r. oceniany z perspektywy roli państwa na rynku konsumenckich kredytów hipotecznych.

§ 3. Geneza kryzysu finansowego w latach 2007–2009

Źródła kryzysu finansowego w latach 2007–2009 nie miały charakteru heterogenicznego, niemniej jednak powszechny charakter załamania na rynkach wynikał z koincydencyjności problemów¹⁶, które legły u jego podstaw. Warto przy tym wymienić przede wszystkim: szybki wzrost cen domów, który doprowadził do bańki na rynku nieruchomości mieszkaniowych w USA; wykorzystywanie innowacji finansowych przez podmioty udzielające kredytów hipotecznych, które ukrywały ryzyko i nie przestrzegały własnych procedur zarządzania nim. Ponadto brak regulacji prawnych oraz działań ze strony organów regulacyjnych i nadzorczych. Rynek kredytów hipotecznych stanowił jedno z głównych źródeł kryzysu i tworzy istotną część systemu finansowego związanego z systemem gospodarczym, który jest częścią systemu społecznego¹⁷. Kryzys zachwiał fundamentem rynku finansowego, przede wszystkim zniszczył zaufanie do niego, a także zakwestionował bezgraniczną wiarę w wolność gospodarczą, racjonalność i efektywność oraz konkurencję gwarantującą samoregulację. Błędem okazało się dotychczasowe kształtowanie nadzoru nad rynkiem finansowym w oparciu o model mikroostrożnościowy¹⁸ oraz dyscyplinę rynkową i regulacyjną. Kryzys udowodnił, że kształtowanie publicznego bezpieczeństwa systemu nadzoru na prywatnym zarządzaniu ryzykiem przez indywidualne instytucje finansowe było błędem. Przyjęte rozwiązania nie uwzględniały ich wewnętrznych modeli biznesowych oraz nie dostrzegały niebezpieczeństwa płynącego z wzajemnych powiązań pomiędzy działającymi

¹⁵ T. Grosse, w: M.A. Cichocki, T.G. Grosse (red.), *Kryzys w strefie euro. Oblicza kryzysu. Analiza zarządzania kryzysowego z perspektywy ekonomicznej i politycznej*, Warszawa 2018, s. 11.

¹⁶ Por. M. Neil Baily, R.E. Litan, M.S. Johnson, *The Origins*, s. 18; https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/11_origins_crisis_baily_litan.pdf (dostęp: 15.9.2021 r.), s. 7.

¹⁷ Z. Polański, *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Warszawa 2006, s. 17.

¹⁸ J. Monkiewicz, M. Monkiewicz, *Tendencje rozwoju ochrony konsumentów na rynku ubezpieczeniowym. Nowe koncepcje i rozwiązania*, RU 2015, Nr 18(1), s. 7 i 9.

na nim podmiotami¹⁹. Ograniczone podejście do nadzoru nad rynkiem finansowym spotkało się z krytyką doktryny. Zabrakło kompleksowej i holistycznej oceny stabilności i bezpieczeństwa rynku finansowego, widzianego jako system połączonych podmiotów, oraz jego oceny z punktu widzenia innych instytucji rynku finansowego, państwa, a także klienta (konsumenta), który może być źródłem niestabilności systemu, ale także stać się jego ofiarą²⁰.

Wypracowany w latach 80. XX w. paradygmat regulacyjny, nazywany konsensusem waszyngtońskim ze względu na szczególną rolę i znaczenie Międzynarodowego Funduszu Walutowego²¹, w 2007 r. nie sprawdził się i należało poszukać nowego rozwiązania. Liczne badania i ekspertyzy potwierdzają²², że kryzys, który powstał na rynku finansowym na świecie w pierwszej dekadzie XXI w., miał swoją genezę w procesach i działaniach instytucjonalnych kształtowanych na przestrzeni kilku lat poprzedzających jego wybuch²³. Jak słusznie wskazuje *P.H. Dembinski*, nie można jednak wskazywać sektora finansowego jako jedynej winowajcy zachodzących zmian społecznych i ekonomicznych, a także powstałego załamania. Niemniej jednak to właśnie sektor finansowy rozpoczął proces zniszczenia i przyczynił się do swego własnego rozpadu²⁴.

¹⁹ J. Monkiewicz, M. Monkiewicz, w: J. Monkiewicz, M. Orlicki (red.), *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce. Współczesne wyzwania*, Warszawa 2015, s. 16; zob. także A. Piotrowska, *Administracja dialogu – o nowych metodach administrowania w relacji organ – przedsiębiorca*, w: *Państwo a przedsiębiorca – aktualne wyzwania*, Wrocław 2019, s. 209–211.

²⁰ E. Rutkowska-Tomaszewska, J. Monkiewicz, Wstęp, w: J. Monkiewicz, E. Rutkowska-Tomaszewska (red.), *Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym*, Warszawa 2019, s. 22; por. także The World Bank, *Global survey on consumer protection and financial literacy. Oversight frameworks and practices in 114 economies*, Washington 2014, <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/18978/887730WP0v20P10port0CPFL0Box385258B.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (dostęp: 27.7.2021 r.).

²¹ J. Monkiewicz i M. Monkiewicz wskazują na bezwzględna wiarę Międzynarodowego Funduszu Walutowego w racjonalność rynków finansowych i określanie globalnych standardów finansowych – J. Monkiewicz, M. Monkiewicz, *Tendencje rozwoju*, s. 6. Z kolei T. Nieborak wskazuje, że Międzynarodowy Fundusz Walutowy będący częścią systemu z Bretton Woods przyczynił się do wykreowania nowej jakości na rynkach finansowych, za którą uznać należy „system kursów płynnych” – T. Nieborak, *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomizacji prawa*, Poznań 2016, s. 96.

²² Szerzej zob. H. Davies, D. Green, *Globalny nadzór i regulacja sektora finansowego*, Warszawa 2010, rozdziały 3 i 7; także P.H. Dembinski, *Finanse po zawale*, Warszawa 2011.

²³ Zob. także T. Włudyka, *Kryzys finansowy 2008 roku i co będzie dalej*, w: A. Matlak, S. Stanisławska-Kloc (red.), *Spory o własność intelektualną. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorom Januszowi Barcie i Ryszardowi Markiewiczowi*, Warszawa 2013, s. 1439 i n.

²⁴ P.H. Dembinski, *Finanse*, s. 14.

W literaturze przedmiotu kryzys otworzył dyskusję nad zakresem wolności gospodarczej i rolą państwa na rynku finansowym. Stał się próbą odpowiedzi na pytanie, czy powstały impas na rynku nie jest właściwym momentem na wprowadzenie radykalnych zmian na globalnym rynku finansowym oraz kształtowanie nowego porządku na miarę Bretton Woods²⁵. *J.E. Stiglitz*, rozpoczynając dyskusję na ten temat, wskazał Amerykę jako głównego winnego problemów powstałych na rynku finansowym, poczynsz od „wyeksportowanych” na cały świat toksycznych kredytów hipotecznych w formie papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, a skończywszy na szeroko propagowanej filozofii wolnego rynku opartej na deregulacji. Jak zostało to już wskazane, stare instytucje wywodzące się z porządku przyjętego w Bretton Woods²⁶, który koncentrował się na stabilności finansowej indywidualnych podmiotów, zawiodły nie tylko w krajach rozwijających się, ale nawet w sercu kapitalizmu w Stanach Zjednoczonych²⁷. Konieczne stało się stworzenie zasad opartych na polityce makroostrożnościowej, której podstawą jest ochrona stabilności systemu finansowego jako całości, a przedmiotem nadzoru jest cały system finansowy, nie tylko pojedyncze państwo czy instytucja²⁸.

Kolejną wskazywaną wielokrotnie przyczyną globalnego kryzysu finansowego było oderwanie się sfery finansowej od sfery realnej i przerost sektora finansowego, co jest nazywane finansjalizacją czy finansjeryzacją albo kapitalizmem kasynowym²⁹. Dotychczasowy realny czynnik rozwoju zastąpiły działania z zakresu finansów, co w konsekwencji doprowadziło do hipertrofii rynków finansowych, która polegała na powiększaniu się nierównowagi pomiędzy sferą finansową i realną. W kryzysie lat 2007–2009 światowe aktywa finansowe

²⁵ Zob. *J.E. Stiglitz*, The next Bretton Woods, The Economic Times z 11.11.2008 r., <https://economictimes.indiatimes.com/opinion/et-commentary/the-next-bretton-woods/articleshow/3696808.cms> (dostęp: 27.7.2021 r.); zob. także *E. Helleiner*, A Bretton Woods moment? The 2007–2008 crisis and the future of global finance, *International Affairs* 2010, vol. 86, iss. 3, s. 619–636.

²⁶ Szerzej na temat systemu z Bretton Woods: *P.H. Dembinski*, *Finanse*, s. 36–42.

²⁷ *J.E. Stiglitz*, The next Bretton Woods.

²⁸ Szerzej zob. *H. Davies, D. Green*, Globalny nadzór, s. 231–251.

²⁹ Szerzej zob. *T.I. Palley*, Financialization. The Economics of Finance. Capital Domination. Economic Policy Adviser, London 2013; zob. także *T. Nieborak*, Tworzenie, s. 98; *R. Wierzbą, E. Gostomski, M. Penczar, M. Liszewska, P. Górski, J. Giżyński, E. Małecka*, Polski sektor bankowy wobec wyzwań związanych z kryzysem finansowym w strefie euro, Sopot 2014, s. 17; *P.H. Dembinski*, Etyka i odpowiedzialność w świecie finansów, Warszawa 2017, s. 10; *A. Fierla, A. Grygiel-Tomaszewska*, Proces finansjeryzacji, w: *A. Fierla* (red.), Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa, Warszawa 2017, s. 13–93. Szerzej o finansjeryzacji w rozdziale III niniejszej publikacji.

kilkakrotnie przekraczały wartość światowego produktu krajowego brutto, dominując nad sferą realną³⁰. Wzrost znaczenia kredytów w finansowaniu różnych potrzeb konsumentów doprowadził do systematycznego przejmowania kontroli nad konsumentami przez kredytodawców i rozwoju nadmiernego zadłużenia najsłabszych uczestników rynku. Przyczyn takiego procesu należy szukać w ograniczaniu przez państwa usług socjalnych na rzecz większego uzależnienia słabszych ekonomicznie obywateli od kredytów konsumenckich i mieszkaniowych w celu zapewnienia indywidualnego dobrobytu. Potrzeba zaspokajania potrzeb finansowych i dążenie do włączenia społecznego poprzez włączenie finansowe z wykorzystaniem kredytu wiąże się z wycofywaniem się państwa opiekuńczego. Pomocowe rozwiązania publicznoprawne zostają zastąpione przez kredytowanie prywatnoprawne realizowane przez instytucje kredytowe.

Nadmierne zadłużenie konsumentów wpłynęło także na wzrost ryzyka destabilizacji rynku finansowego. W rezultacie w skali makroekonomicznej skutkowało to utratą odporności sfery realnej na kryzysy finansowe³¹. W ramach konkluzji należy zaznaczyć, że finanse stają się też głównym źródłem osiągania zysku, mimo że to sfera realna jest miejscem wytwarzania wartości dodanej³².

Od początku lat 90. XX w. dochodziło na rynku finansowym do zmiany relacji społecznej i ekonomicznej z formy relacyjnej na transakcyjną. Relacje pomiędzy podmiotami na rynku finansowym nawiązywano coraz częściej w celu doraźnego wykorzystania jakiejś możliwości lub odniesienia korzyści za pomocą realizowanej transakcji. W konsekwencji przejście od modelu relacyjnego do modelu transakcyjnego doprowadziło do utraty zaufania. Do kryzysu przyczyniły się także nierealne oczekiwania zarządzających instytucjami finansowymi i niektórych klientów. Z psychologicznego punktu widzenia odpowiedzialnością za kryzys należy obarczyć chciwość – tę cechę ludzkiego charakteru, którą kierowali się zarówno właściciele instytucji finansowych, zarządzający nimi, jak i pracownicy, ale także inwestorzy. Poza tym oderwanie się od realnej ekonomii organów nadzoru i klientów stworzyło warunki dla działania „finansistów” – oszustów pokroju *B. Madoffa*, i stanowiło podstawy dla udzielania pożyczek *subprime*. Ponadto podporządkowanie polityków rynkom finansowym i wprowadzanie zmian w ustawodawstwie przez odejście od

³⁰ Szerzej: *P.H. Dembinski*, *Finance: Servant or Deceiver? Financialization at the Crossroads*, New York 2009.

³¹ Zob. także *G.A. Epstein*, *Introduction: Financialization and the World Economy*, w: *G. Epstein* (ed.), *Financialization and The World Economy*, Cheltenham–Northampton 2005.

³² Szerzej na temat finansjalizacji w rozdziale IV monografii.

nadzoru i niezbędnych regulacji dało podstawy do nieograniczonej wolności, a tym samym do szeregu nadużyć³³. W konsekwencji brak rzeczywistej kontroli rynku finansowego sprawił, że podstawę nadużyć stanowiło zaufanie konsumentów do instytucji finansowych nieoparte nadzorem i brak odpowiedzialności ze strony podmiotów świadczących usługi finansowe.

Przedmiotem sporów dotyczących kryzysu jest nie tylko wskazanie jego przyczyn, ale także daty jego rozpoczęcia, a także czasu trwania³⁴. W oparciu o literaturę przedmiotu i na potrzeby prowadzonych badań należy przyjąć podział na cztery fazy kryzysu. Pierwsza dotyczy problemów rynkowych, druga – kryzysu zaufania, trzecia – pomocy państwa przez pakiety ratunkowe dla instytucji finansowych, i czwarta – naprawy systemu przez regulacje prawne. Pierwszy okres, nazywany wstępnym, rozpoczął się w sierpniu 2007 r. od zawieszenia przez BNP Paribas wypłat z trzech niewypłacalnych funduszy wspólnego inwestowania z powodu braku możliwości wyceny aktywów przez zarządzających tymi funduszami. Było to nagłe zdarzenie, które stanowiło ostrzeżenie dla instytucji finansowych, jednak nie wywołało globalnego zaniepokojenia. Odmienna koncepcja wskazuje, że początkiem kryzysu był spadek cen nieruchomości mieszkalnych w Stanach Zjednoczonych, który rozpoczął się w 2006 r.³⁵ Drugi etap datuje się od upadku czwartego co do wielkości inwestycyjnego banku Stanów Zjednoczonych – Lehman Brothers, co nastąpiło 15.9.2008 r.³⁶, a jego globalny charakter doprowadził także w Europie do spadku wartości akcji na giełdach sięgającego kilkuset miliardów euro i najczęściej wskazywany jest jako początek światowego kryzysu. Upadek Lehman Brothers stał się symbolem utraty zaufania, które ma podstawowe znaczenie na rynku finansowym. Trzeci okres to szereg rządowych inicjatyw zmierzających do ratowania systemu finansowego. Pierwszym przyjętym programem pomocowym był amerykański Plan Paulsona, który został przyjęty 3.10.2008 r. (Emergency Economic Stabilization Act of 2008 – EESA)³⁷. Ostatni etap to czas odbudowy systemu w ramach działań międzynarodowych instytucji, w tym m.in. OECD,

³³ J.E. Stiglitz, Freefall: Free Markets and The Sinking of The Global Economy, London 2010, s. 18.

³⁴ A.W. Lo, Reading About the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review, Journal of Economic Literature 2012, vol. 50, iss. 1, s. 151–178.

³⁵ A.W. Lo, Reading, s. 151–178.

³⁶ Szerzej zob. T. Obal, M. Szymońska, Upadłość banku inwestycyjnego na przykładzie Lehman Brothers, BBank 2009, Nr 1(38), s. 55–64.

³⁷ Z. Grocholski, Banki i rynki finansowe. Od zaufania publicznego do kasyna, Warszawa 2016, s. 360–361.

G20 oraz Komisji Europejskiej. Odbudowa zniszczonego kryzysem rynku jest procesem długotrwałym. Fundamentalne znaczenie w tym okresie mają działania o charakterze regulacyjnym. Tak jak w przypadku przygotowanych nowych rozwiązań legislacyjnych, nadzorczych i instytucjonalnych na poziomie międzynarodowym, w zakresie ochrony konsumentów na rynku finansowym. Na rynkach krajowych przygotowywane są nowe przepisy dotyczące kredytów konsumenckich i hipotecznych, a kierunek ich rozwoju wyznaczyło przyjęcie w 2010 r. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

Kryzys finansowy można także podzielić geograficznie z uwagi na obszar nim objęty. Na wysokim poziomie ogólności podział ten może dotyczyć kryzysu w USA i w EOG, w tym w szczególności w UE. W grupie państw należących do UE można wyróżnić kryzys w strefie euro oraz w państwach nieposiadających do 2008 r. wspólnej waluty, takich jak Węgry, Polska, Rumunia czy Chorwacja.

§ 4. Kryzys na rynku nieruchomościowym w Stanach Zjednoczonych

Gospodarka Stanów Zjednoczonych została zbudowana na prawie własności i idei wolności. Jednak fundamentem *American dream* zawsze było posiadanie własnego domu. Wymarzony dom jest najczęściej kupowany na kredyt hipoteczny i spłacany w okresie aktywności zawodowej kredytobiorcy. W miarę spłaty kredytu zwiększa się udział własny kredytobiorcy w nieruchomości, dzięki czemu na starość to najczęściej dom jest największym składnikiem majątku Amerykanów. Od lat 30. XX w. rząd amerykański wspiera udzielanie kredytów hipotecznych i zachęca banki oraz inne instytucje do pomagania nabywcom nieruchomości. Przyjęcie takiej filozofii sprawiło, że Stany Zjednoczone stały się krajem z największą liczbą właścicieli domów³⁸. Nie bez znaczenia było tu doświadczenie Wielkiego Kryzysu z lat 1929–1933, podczas którego wiele banków upadło, powodując spadek liczby udzielanych kredytów mieszkaniowych, a tym samym dochodzenia do własności. W tym czasie większość kredytów hipotecznych miała charakter krótkoterminowy (od 3 do 5 lat), nie uwzględniała amortyzacji, a proporcja wartości kredytu do wartości nieruchomości (LtV) była na bezpiecznym poziomie poniżej 60%. Kryzys

³⁸ B. Pachuca-Smulska, Odwrócona hipoteka po amerykańsku, s. 153–172.

bankowy lat 30. zmusił kredytodawców do odzyskania należnych kredytów hipotecznych. W tym czasie refinansowanie nie było dostępne, a wielu kredytobiorców straciło pracę i nie było w stanie regulować swoich zobowiązań wobec kredytodawców. W konsekwencji wiele nieruchomości zostało przejętych przez banki, co spowodowało spadek cen na rynku mieszkaniowym, a w konsekwencji – względny brak aktywów³⁹.

W 1934 r. po kryzysie federalny system bankowy został zreformowany, a w stymulowaniu gospodarki pomagały nowe rozwiązania prawne i instytucjonalne administracji Stanów Zjednoczonych. W konsekwencji podejmowanych działań państwo coraz mocniej ingerowało w gospodarkę. Szereg istotnych zmian dotyczyło rynku kredytów hipotecznych. W wyniku tych reform, w ramach programu New Deal prezydenta *F.D. Roosevelta*, został przyjęty National Housing Act (federalna ustawa o mieszkalnictwie)⁴⁰, który był jedną z wielu regulacji mających na celu pobudzenie gospodarki po Wielkim Kryzysie. Podstawowymi założeniami wskazanymi w National Housing Act z 27.6.1934 r. były poprawa standardów i warunków mieszkaniowych oraz zapewnienie systemu wzajemnego ubezpieczenia kredytów hipotecznych. Dwie utworzone wówczas instytucje: Federal Housing Administration (FHA) oraz Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)⁴¹, udzielały gwarancji dla kredytów hipotecznych, miały także wpływ na określanie wysokości stopy procentowej i warunków udzielania kredytów hipotecznych. Działania podjęte przez nowe instytucje zwiększyły liczbę kredytobiorców, którzy mogli pozwolić sobie na wkład na własny dom i spłatę rat kredytu hipotecznego, zwiększając tym samym wielkość rynku mieszkaniowego⁴².

³⁹ D. Freund, *Colored Property: State Policy & White Racial Politics in Suburban America*, Chicago 2010, s. 110; szerzej zob. J.K. Galbraith, *The great crash 1929*, New York 1997.

⁴⁰ National Housing Act, 12 U.S.C. 1701 (1934). The Code of Laws of the United States of America (w skrócie powszechnie używane są określenia: Code of Laws of the United States, United States Code, U.S. Code, U.S.C., USC). Jest oficjalnym zestawieniem i kodyfikacją ogólnych przepisów federalnych Stanów Zjednoczonych. Zawiera 53 tytuły. Główne wydanie jest publikowane co 6 lat przez Office of the Law Revision Counsel of the House of Representatives. W monografii wszystkie artykuły cytowane z U.S. Code zgodnie z tekstem opublikowanym na stronie internetowej: <https://www.govinfo.gov/app/collection/uscode> lub <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/> chapter-53/subchapter-V (dostęp: 4.11.2021 r.).

⁴¹ The Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (ustawa o reformach, odzyskiwaniu i egzekwowaniu przepisów dotyczących instytucji finansowych) z 1989 r. (FIRREA) zlikwidowała ją i przekazała odpowiedzialność za oszczędności i ubezpieczenie depozytów kredytowych do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

⁴² R.A. Jensen, *Mortgage Standardization: History of Interaction of Economics, Consumerism and Governmental Pressure*, *Real Property Probate & Trust Journal* 1972, vol. 397, iss. 7, s. 398.

Obecnie również dla większości Amerykanów największym majątkiem jest nieruchomość, w której mieszkają⁴³. Potwierdzają to ostatnie badania przeprowadzone przez naukowców z Uniwersytetu Harvarda zawarte w raporcie „Projections & Implications for Housing a Growing Population: Older Households 2015–2035”⁴⁴. Podobnie jak w latach 30. XX w., tak i na początku XXI w. rynek nieruchomości był ściśle związany z powstałym kryzysem gospodarczym, z tego powodu przedstawienie i ocena kryzysu finansowego z 2007 r. w Stanach Zjednoczonych powinny być dokonywane w kontekście doświadczeń Wielkiego Kryzysu z lat 1929–1933. Jak już wskazano, kryzys lat 30. XX w. w dużej mierze dotyczył rynku nieruchomości. To po tym załamaniu pierwszy raz dostrzeżono konieczność szerokiej ingerencji państwa w rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych. Po Wielkim Kryzysie Stany Zjednoczone Ameryki zdecydowały się na ograniczenie wolności gospodarczej z uwagi na bezpieczeństwo i ochronę interesów konsumentów. Doprowadziło to do uchwalenia w 1933 r. przez Kongres Stanów Zjednoczonych Glass-Steagall Act (GSA), który wprowadził m.in. zakaz łączenia działalności komercyjnej banków (tj. udostępniania depozytów instytucjom kredytowym) z działalnością inwestycyjną⁴⁵. Nie był to jedyny akt prawny, który po wielkim kryzysie wprowadził konieczne zmiany w regulacjach i systemie finansowym. Na mocy Banking Act z 1933 r. powstał Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku (FOMC – Federal Open Market Committee) oraz Federalne Biuro do spraw Ubezpieczania Depozytów (FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation), którego odpowiednikiem w Polsce jest obecnie Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Wprowadzone instytucje i nowe regulacje lepiej chroniły interesy konsumentów i zabezpieczały system, jednak ograniczały aktywność gospodarczą instytucji finansowych. Regulacje uchwalone po kryzysie z lat 30. ubiegłego wieku spotykały się z rosnącą krytyką, począwszy od lat 80. XX w., mimo że przez wiele lat gwarantowały bezpieczeństwo systemu finansowego. Regulacje te uznane zostały za ograniczające wolność działalności gospodar-

⁴³ J. Juergens, Reverse Mortgage complexity is negatively impacting older Americans, Reverse mortgage complexity, *Houston Law Review* 2015–2016, no. 209, s. 210; B. Pachuca-Smulska, Odwrócona hipoteka po amerykańsku, s. 153–172.

⁴⁴ Harvard University Report from the Joint Center for Housing Studies of Harvard University titled. Projections & Implications for Housing a Growing Population: Older Households 2015–2035 http://www.jchs.harvard.edu/sites/jchs.harvard.edu/files/harvard_jchs_housing_growing_population_2016.pdf (dostęp: 27.7.2021 r.).

⁴⁵ Szerzej zob. B.J.M. Quinn, The Failure of Private Ordering and the Financial Crisis of 2008, *New York University Journal of Law & Business* 2009, vol. 549, s. 555–561.