

Wiktor Szydło*

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

KRYZYS NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI W STANACH ZJEDNOCZONYCH

Streszczenie

Przy wykorzystaniu metod analizy instytucjonalnej i historycznej w artykule zbadano przyczyny kryzysu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Analiza wskazuje, że gwałtowny wzrost cen nieruchomości był typową bańką spekulacyjną spowodowaną przez tzw. finansjeryzację (ufinansowanie). Załamania na rynku nieruchomości nie można sprowadzać jedynie do kryzysu w segmencie subprime, a winą za jego wywołanie nie można obciążać wyłącznie Fannie Mae i Freddie Mac.

Słowa kluczowe: kryzys, rynek nieruchomości, Fannie Mae, Freddie Mac

Wprowadzenie

W powszechnym mniemaniu globalny kryzys finansowy lat 2007–2009 został wywołany przez zawirowania na amerykańskim rynku nieruchomości. Natomiast odpowiedzialnością za kryzys na rynku nieruchomości obciąża się najczęściej Fed oraz quasi-rządowe agencje (*government sponsored enterprises* – GSE). Chodzi tu przede wszystkim o działalność Fannie Mae (FNMA) i Freddie Mac (FHLMC). Winą obarcza się również rząd (który poprzez działalność wspomnianych agencji miał wspierać zakup domów oraz mieszkań wśród osób biedniejszych ze słabą zdolnością kredytową) oraz samych kredytobiorców, którzy nieodpowiedzialnie zadłużyli się ponad swoje możliwości. Powyższy sposób rozumowania prezentują tzw. ekonomiści wolnorynkowi, którzy uznają, że to

* E-mail: wiktorszydlo@ue.wroc.pl

nadmiar regulacji rządowych doprowadził do przesilenia na rynkach światowych. Lekarstwem na te problemy ma być dalsza deregulacja rynków finansowych i zmniejszenie ingerencji rządu, ograniczenie roli albo prywatyzacja Fannie Mae i Freddie Mac oraz prowadzenie polityki monetarnej zgodnie z regułą Taylora¹. Celem artykułu jest podważenie wyżej wymienionych teorii, a także przedstawienie alternatywnych koncepcji na temat powstania bańki na rynku nieruchomości przy wykorzystaniu metod analizy historycznej oraz instytucjonalnej.

1. Heterogeniczność cyklu na rynku nieruchomości

Ostatni boom w Stanach Zjednoczonych nie miał charakteru homogenicznego – rozpoczynał się w różnych miejscach i o różnym czasie, a zatem mogło dochodzić do efektu rozpowszechniania się (*spill over*) oraz zarażania (*contagion*) opartego na bliskości². Takie spostrzeżenia w pewnym stopniu osłabiają tezę Taylora, że boom wywołała polityka zbyt niskich stóp procentowych, gdyż w latach 90. występowały wyższe stopy procentowe. W istocie ceny na rynku nieruchomości zaczęły rosnąć już w połowie lat 90., niemniej ponad 70% tej ekspansji miała miejsce po 2000 roku³. Potwierdzają to z resztą ustalenia Ferreira i Gyourko, którzy wskazują, że „dominującą cechą ostatniego cyklu mieszkaniowego był wyjątkowo silny boom z lat 2003–2005”⁴. Heterogeniczność cyklu przejawiała się tym, że na rynkach wcześniej przeżywających boom ceny rosły w mniejszym stopniu, natomiast na rynkach, które później przeżyły boom, dynamika wzrostu cen skoczyła do 25 pkt proc.⁵

Jak podaje „The Economist”⁶, w latach 1997–2007 dynamika cen domów w Stanach Zjednoczonych według OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) wyniosła 103%, natomiast według metodologii Case-Shiller było to aż 175%. Różnica wynika przede wszystkim z odmiennego traktowania drogich domów. Indeks OFHEO bierze pod uwagę transakcje wspomagane przez kredytodawców nadzorowanych przez OFHEO – Fannie Mae i Freddie Mac, które

¹ W istocie poglądy Taylora (przynajmniej w tej kwestii) są bardzo bliskie neoliberalnym koncepcjom von Hayeka i całej szkoły austriackiej, zob. J.B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.

² F. Ferreira, J. Gyourko, *Anatomy of the beginning of the housing boom: U.S. neighborhoods and metropolitan areas, 1993–2009*, NBER Working Paper Series, Working Paper 17374, August, 2011, s. 27.

³ K. Adam, P. Kuang, A. Marcet, *House Price Booms and the Current Account*, LSE, CEP, University of Frankfurt, July 3, 2011, s. 5.

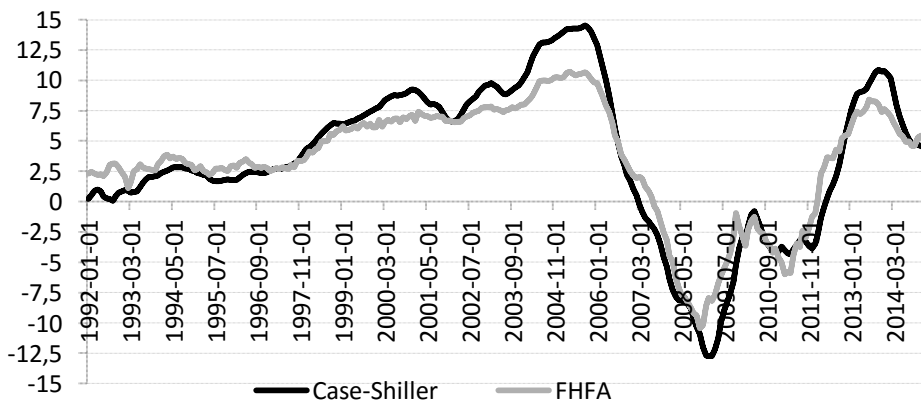
⁴ F. Ferreira, J. Gyourko, *Anatomy of the beginning...*, s. 26.

⁵ Tamże, s. 27.

⁶ *Checking the engine*, „The Economist” 2007, June 9th, s. 80.

są ograniczone do poziomu 417 tys. USD⁷. Miara Case-Shiller nie ma górnego pułapu i przypisuje większą wagę do droższych domów⁸.

Dane zawarte na rysunku 1 potwierdzają, że dynamika liczona według metodologii Case-Shiller była wyższa w porównaniu z FHFA (Federal Housing Finance Agency), która jest spadkobierczynią OFHEO. Zatem ceny domów o wysokim standardzie rosły istotnie szybciej w porównaniu z domami tańszymi obsługiwanymi przez instytucje wspierane przez rząd, czyli Fannie i Freddie.



Rysunek 1. Dynamika cen domów w Stanach Zjednoczonych – miesiąc do odpowiedniego miesiąca z poprzedniego roku (%)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Case-Shiller oraz FHFA.

O asymetryczności boomu świadczy skumulowanie domów z tzw. *negative equity* (sytuacja, gdy zadłużenie przewyższa wartość nieruchomości) w kilku amerykańskich stanach. Łączny jego poziom sięgnął 715 mld USD w IV kwartale 2011 roku, z czego ponad połowa przypadła na Kalifornię, Arizone, Massachusetts i Florydę. Z kolei największy odsetek osób z *negative equity* odnotowano w Nevadzie⁹. Miastem, które stało się symbolem boomu, a później krachu na rynku nieruchomości, jest Las Vegas. Powyższe rozważania wskazują, że boom skoncentrował się w tzw. słonecznych stanach, co dodatkowo wzmacnia tezę o jego spekulacyjnym charakterze.

⁷ Poziom dzielący kredyty na nonjumbo (niskie) i jumbo (wysokie) dla domów jednorodzinnych, który obowiązywał w 2006 r.

⁸ *Checking the engine...*, s. 80–81.

⁹ T. Gayer, *Negative Equity Concentrated in a Few States*, March 2, 2012.

W istocie rozwój sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości miał charakter klasycznej bańki spekulacyjnej: biedniejsza część społeczeństwa jako ostatnia zostaje porwana przez wir spekulacji. Analiza przeprowadzona przez Cesa-Bianchi i Rebucci¹⁰ pokazuje, że wartość udzielonych hipotek o wysokim standardzie (*prime*) osiągnęła 2,7–2,8 tys. mld USD, czyli maksimum już w 2003 roku, by w 2004 spaść do około 1,4 tys. mld USD, a w 2006 do 1 tys. mld USD. Wartość udzielonych pozostałych hipotek (*non-prime*¹¹) w 2003 roku wyniosła około 1 tys. mld USD, a w latach 2005–2006 osiągnęła maksimum w okolicach 1,5 tys. mld USD.

2. Fannie Mae i Freddie Mac a kryzys na rynku hipotecznym

Z racji dużego skomplikowania badanej materii oraz niepełnego dostępu do zbiorczych danych ustalenie faktycznej roli GSE nie należy do zadań łatwych. Mimo tych trudności można ustalić, że diagnoza przedstawiona przez teoretyczną szkołę ortodoksyjną w sposób zbyt uproszczony tłumaczy źródła kryzysu na rynku nieruchomości. Trzeba podkreślić, że obie instytucje nie mogą udzielać kredytów hipotecznych (*originate mortgages*)¹², czyli ich działalność jest ograniczona do rynku wtórnego (*secondary market*).

Według Taylora „działania owych agencji powinny zostać dodane do listy interwencji państwa, które były częścią kryzysu”¹³. Agencje te „były zachęcane do rozrastania się i skupowania obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi, wliczając w to również te uformowane za pomocą ryzykownych pożyczek subprime”¹⁴. Wskazuje się, że instytucje GSE mogły pożyczać po niższym koszcie, niż wskazywała na to ich sytuacja finansowa. Ta korzyść najczęściej była szacowana na około 2–5 pkt proc., czyli 40 punktów bazowych¹⁵. W podejściu ortodoksyjnej szkoły teoretycznej przyjmuje się, że instytucje quasi-rządowe zbyt rozszerzyły swoją działalność na segment subprime. Miało to wynikać, ze złego zarządzania, co jest uznawane przez nich za immanentną cechę firm państwowych. Dodatkowe kłopoty Fannie i Freddie miały być wynikiem naci-

¹⁰ A. Cesa-Bianchi, A. Rebucci, *Is the Federal Reserve breeding the next financial crisis?*, VOX, 11 April, 2013.

¹¹ W ich skład wchodziły hipoteki typu subprime, Alt-A, home equity oraz FHA/VA.

¹² E. Loutskina, P.E. Strahan, *Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Originations*, „The Journal of Finance” 2009, vol. 64, nr 2, s. 866.

¹³ J.B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy...*, s. 39.

¹⁴ Tamże.

¹⁵ W.S. Frame, L.J. White, *Fussing and fuming over Fannie and Freddie: how much smoke, how much fire?*, „Journal of Economic Perspectives” 2005, vol. 19(2), s. 159–184.

sków rządu na wsparcie zakupu domów przez osoby biedniejsze, które w normalnych warunkach (wolny rynek) nie otrzymałyby kredytu. Jest to typowy zarzut dotyczący populistycznego działania rządu.

Na początku należałoby zrozumieć podstawowy mechanizm działania GSE. White¹⁶ podaje, że Fannie Mae i Freddie Mac pełnią dwie po części związane ze sobą funkcje.

Po pierwsze, inwestują w hipoteki na nieruchomościach mieszkalnych (*residential mortgages*). W praktyce oznacza to zakup hipotek od instytucji, które pierwotnie udzieliły kredytów hipotecznych (*originators*). Tym samym zakupione hipoteki powiększają bilans quasi-rządowych agencji. Kupno hipotek przez GSE, jak zauważają Loutskina i Strahan¹⁷, oznacza przejęcie na siebie ryzyka kredytowego i ryzyka stopy procentowej.

Po drugie, strukturyzują hipoteki. Polega to na zakupie hipotek od pierwotnych kredytodawców (*originators*) i łączenie ich w skomplikowane pakiety (Mortgage Backed Securities – MBS), które są później sprzedawane inwestorom (bankom, firmom ubezpieczeniowym, funduszom emerytalnym, funduszom wzajemnym i hedgingowym itp.). W tym przypadku banki, które pierwotnie udzieliły kredytu, nie mają już udziału w hipotece. Loutskina i Strahan¹⁸ wyróżniają drugi sposób na strukturyzowanie polegający na sprzedaży przez GSE zabezpieczenia kredytu do banków pierwotnie udzielających kredytu hipotecznego. W tym drugim przypadku bank w dalszym ciągu finansuje kredyt hipoteczny oraz ponosi ryzyko stopy procentowej, ale dzięki zabezpieczeniu kredytu uzyskuje opcję sprzedaży hipoteki w postaci MBS¹⁹. Ma to kapitalne znaczenie, gdyż możliwa jest dalsza sekurytyzacja.

Zdaniem ekonomistów wolnorynkowych, powyższe zestawienie może świadczyć o bezpośredniej odpowiedzialności Fannie i Freddie, które miałyby źle oszacować ryzyko związane z posiadaniem zakupionych przez siebie aktywów. I jest to najczęstszy zarzut wysuwany przeciw GSE. Okazuje się jednak, że GSE prowadziły jeszcze trzeci rodzaj działalności, który polegał na skupowaniu od banków i innych instytucji niezwiązanych z agencjami rządowymi (non-GSE) strukturyzowanych instrumentów (tzw. private label AAA-rated MBS) zabezpieczonych hipotekami typu subprime. GSE otrzymywały premię od regulatora w związku z zakupem takich instrumentów.

¹⁶ L.J. White, *Fannie Mae, Freddie Mac and the crisis in US mortgage finance*, The New Palgrave Dictionary of Economics, Online Edition, 2011.

¹⁷ E. Loutskina, P.E. Strahan, *Securitization and the Declining Impact...*, s. 866.

¹⁸ Tamże.

¹⁹ Tamże.

W istocie teza, że kryzys na rynku subprime (i w konsekwencji na całym rynku nieruchomości) nastąpił wskutek wzmocnienia ustawy CRA (Community Reinvestment Act²⁰), jest nie do obronienia. Według Fed jedynie 6% kredytów typu Alt-A oraz subprime skierowanych do kredytobiorców o niskich dochodach bądź na terenach społeczności o niskich dochodach przez instytucje kredytowe podlegające pod ustawę CRA zostało udzielonych na właściwych im obszarach CRA. Równocześnie około 60% kredytów hipotecznych typu subprime i Alt-A przyznano kredytobiorcom o średnich lub wysokich dochodach bądź na terenach społeczności ze średnimi lub wysokimi dochodami, których ludność nie podlegała pod ustawę CRA²¹. Ponadto odsetek kredytów zagrożonych (90 i więcej dni opóźnienia płatności) w segmencie subprime i Alt-A nie zależał od poziomu zamożności danej społeczności i znajdował się wszędzie na wysokim poziomie. Większość przejęć domów z racji niespłacania rat miało miejsce na terenach zamieszkałych przez ludność o średnich lub wysokich dochodach, co więcej, zanotowano wyższą dynamikę przejmowania domów na tych bogatszych terenach²². Badania Fed można traktować jako odrzucenie hipotezy, że ustawa CRA miała wpływ na powstanie kryzysu finansowego²³.

Dynamiczny rozwój amerykańskiego rynku nieruchomości od początku 2004 roku był wynikiem ekspansji instytucji prywatnych, czyli przede wszystkim niebankowych niezależnych pożyczkodawców, którzy w przeciwieństwie do banków podlegali niewielkim regulacjom i kontrolom federalnym²⁴. O ile udział w rynku niebankowych niezależnych pożyczkodawców sięgał około 30% w 2003 roku, o tyle ich wpływ na wzrost udzielanych kredytów hipotecznych w latach 2003–2005 sięgnął około 60%²⁵.

Warto podkreślić, że po 2003 roku rozwój Freddie i Fannie został ograniczony, co wynikało z nałożenia na te agencje wyższych wymagań kapitałowych. Na koniec 1990 roku ich łączny udział portfela kredytów hipotecznych (nieruchomości 1–4-rodzinne) wyniósł 5%, natomiast pod koniec 2003 roku osiągnął

²⁰ Ustawa CRA zachęcała instytucje depozytowe do większego zaangażowania się w akcję kredytową w społecznościach o niskim bądź umiarkowanym poziomie dochodów, z których zasilały się depozytami, zob. A. Kessler, *Cognitive dissonance, the Global Financial Crisis and the discipline of economics*, „Real-world Economics Review” 2010, Issue no. 54, s. 9.

²¹ *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Staff Analysis of the Relationship between the CRA and the Subprime Crisis, November 21, 2008.

²² Tamże.

²³ A. Kessler, *Cognitive dissonance...*, s. 10.

²⁴ E. Belsky, N. Richardson, *Understanding the boom and bust in the nonprime mortgage market*, Harvard University Working Paper, 2010.

²⁵ J. Dagher, N. Fu, *Lender regulation and the mortgage crisis*, VOX, 26 June, 2012.

maksimum na poziomie 22%, a w późniejszym okresie stopniowo obniżył się do 14% w trzecim kwartale 2006 roku²⁶.

Nałożenie nowych ograniczeń na Fannie Mae i Freddie Mac przez rząd federalny w 2004 roku spowodowało, że instytucje finansowe przejęły ich rolę – „najprawdopodobniej było to konieczne – w przeciwnym razie banki i inne firmy hipoteczne ucierpiałyby z powodu spadku przychodów, jeśli nie miałyby możliwości transferu hipotek do Fannie Mae i Freddie Mac”²⁷. W konsekwencji instytucje prywatne²⁸ dzięki zastosowaniu instrumentów strukturyzowanych (SIV²⁹) utworzyły odpowiedniki Fannie i Freddie, co skutkowało przesunięciem znaczącej liczby hipotek z sektora federalnego do prywatnego³⁰. Równocześnie GSE zwiększyły skup MBS-ów od instytucji prywatnych i dynamicznie rozwijał się rynek swapów kredytowych (Credit Default Swaps³¹) oraz od 2005 roku rynek krótkoterminowych papierów ABCP (*asset-backed commercial paper*) emitowanych przez SIV.

Ponadto finansisci wykorzystali nowy instrument sekurytyzacji (CDO), który pozwalał im zamienić kredyty typu subprime w transe o różnych profilach ryzyka i rentowności, mimo że „wszystkie pojedyncze składowe CDO [...] pochodziły z najniższego poziomu puli kredytów typu subprime”³².

Wraz z ograniczeniem Fannie i Freddie rozpoczęła się dynamiczna ekspansja instytucji prywatnych, które znacznie uprościły procedury przyznawania kredytu, często nie bacząc na właściwe udokumentowanie czy sprawdzenie dochodów bądź aktywów kredytobiorcy. W rezultacie przyznawane były tzw. *stated income* bądź *stated assets loans / mortgages*, które określano w literaturze, jako *liar's loans*³³. Wszystkie te kredyty idealnie pasowały do modelu *originate-to-distribute*, w którym dochód kredytodawcy pochodzi przede wszystkim z opłat ponoszonych przez kredytobiorcę, a nie z tytułu cyklicznych płatności. By dodatkowo zachęcić do wzięcia kredytu, oferowano kredyty o zmiennej stopie

²⁶ W. Poole, *The GSEs: Where Do We Stand?*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2007, May/June, 89 (3), s. 4–5.

²⁷ B. Keeley, P. Love, *From Crisis to Recovery, The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD Insights, OECD, 2010, s. 27.

²⁸ Zwłaszcza duże banki inwestycyjne.

²⁹ Structured Investment Vehicles.

³⁰ B. Keeley, P. Love, *From Crisis to Recovery*..., s. 27–28.

³¹ CDS ma charakter polisy ubezpieczeniowej.

³² J.D. Schwager, *Jak naprawdę działają rynki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 34.

³³ Występowały liczne rodzaje kredytów hipotecznych, które z oczywistych względów nie powinny zostać udzielone. Chodzi tu np. o Alt-A (Alternative A), NINJA (*No Income, No Job, No Assets*), jumbo i teaser.

procentowej (ARM) i tzw. *teaser loans*, które początkowo (przez okres 1–2 lat) w niewielkim stopniu obciążały kredytobiorcę³⁴.

Jak podaje Taylor: „w latach 2003–2005, kiedy krótkoterminowe stopy procentowe były nadzwyczaj niskie, odsetek pożyczek ARM wzrósł do jednej trzeciej wszystkich pożyczek i pozostał na tym poziomie przez bardzo długi okres³⁵”. Trudno za to winić bezpośrednio GSE, które z jednej strony musiały ograniczyć zakup hipotek na rynku wtórnym, a z drugiej w wyniku presji regulacyjnej skupowały znaczące ilości MBS-ów od prywatnych instytucji.

Glaeser³⁶ dowodzi, że rządowe regulacje rynku nieruchomości mieszkalnych w Stanach Zjednoczonych nie są nakierowane na wsparcie klasy średniej, a tym bardziej klas niższych. Jego zdaniem, polityka rządu była w istocie źle adresowana, miała silnie regresywny charakter. Według Thorntona³⁷ początek spekulacji na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych należałoby wiązać ze zmianami w podatku od zysków kapitałowych z 1997 roku, które okazały się bardzo korzystne dla właścicieli nieruchomości mieszkalnych poprzez wprowadzenie zwolnień z tego podatku do kwoty 250 tys. USD dla osoby samotnej i 500 tys. dla par. Innym rozwiązaniem premiującym osoby o wysokich dochodach był wysoki limit odliczeń kosztów odsetkowych od kredytów hipotecznych (ustalony na poziomie 1 mln USD). Ponadto regulacje (również lokalne) wspierały segment dużych domów jednorodzinnych na przedmieściach i ograniczały budownictwo wielorodzinne w centrach miast³⁸. Dodatkowo zwiększona bez troska w prowadzeniu akcji kredytowej mogła wynikać ze zmian w prawie upadłościowym w 2005 roku. Kosztem kredytobiorców wprowadzono zmiany korzystne dla kredytodawców poprzez implementację systemu tzw. *partial indentured servitude* (częściowej służebności kontraktowej)³⁹.

Powyższe rozwiązania przeczą temu, że banka na rynku nieruchomości wynikała jedynie z rządowego wsparcia rynku subprime.

Z racji zakupu przez GSE znacznej ilości toksycznych aktywów od instytucji prywatnych Marshall i Concha twierdzą, że „Fannie i Freddie są obecnie wykorzystywane jako zły bank lub śmietnik przez prywatne banki⁴⁰”. W tym

³⁴ B. Keeley, P. Love, *From Crisis to Recovery...*, s. 21.

³⁵ J.B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy...*, s. 37.

³⁶ E.L. Glaeser, *Rethinking the Federal Bias Toward Homeownership*, „Journal of Policy Development and Research” 2011, vol. 13(2).

³⁷ M. Thornton, *The Economics of Housing Bubbles*, ed. B. Powell, R. Holcombe, w: *America's Housing Crisis: A Case of Government Failure*, Ludwig von Mises Institute, 2006, s. 18.

³⁸ E.L. Glaeser, *Rethinking the Federal Bias...*, s. 28.

³⁹ J. Stiglitz, *Justice for Some*, Project Syndicate, November 4, 2010.

⁴⁰ W.C. Marshall, E. Concha, *Fannie Mae and Freddie Mac: A Bailout for the People?*, „Journal of Economic Issues” 2012, vol. 46, nr 2, s. 559.

kontekście warto zwrócić uwagę na możliwości wystąpienia jeszcze innego mechanizmu – skoro zakupione przez inwestorów MBS-y zabezpieczały ich przed niewypłacalnością kredytobiorcy (gwarancji udzieliły GSE, które sprzedawały te instrumenty), a jednocześnie narażały ich na ryzyko związane ze zmianami stóp procentowych⁴¹, to inwestorom mogło nie zależeć na wypłacalności dłużnika hipotecznego. Trudno się dziwić, że inwestorzy prywatni (posiadający aktywa powiązane z hipotekami) mogli dążyć do przeprowadzenia pośpiesznej egzekucji. Tego typu działalność wiąże się z występowaniem tzw. *foreclosuregate*⁴².

Podsumowanie

Głównym sprawcą bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych były prywatne instytucje finansowe. Zmiana regulacji GSE umożliwiła szybki rozwój bańki spekulacyjnej i częściowe przerzucenia toksycznych aktywów do Fannie i Freddie. Kryzys doprowadził do pogłębienia polaryzacji dochodowo-majątkowej. Przeprowadzona analiza wyraźnie wskazuje na konieczność wprowadzenia bardziej restrykcyjnych regulacji zarówno w segmencie prime, jak i non-prime, które powinny obejmować wszystkie instytucje działające na szeroko rozumianym rynku nieruchomości.

Literatura

- Adam K., Kuang P., Marcet A., *House Price Booms and the Current Account*, LSE, CEP, University of Frankfurt, July 3, 2011.
- Belsky E., Richardson N., *Understanding the boom and bust in the nonprime mortgage market*, Harvard University Working Paper, 2010.
- Board of Governors of the Federal Reserve System*, Staff Analysis of the Relationship between the CRA and the Subprime Crisis, November 21, 2008.
- Cesa-Bianchi A., Rebucci A., *Is the Federal Reserve breeding the next financial crisis?*, VOX, 11 April, 2013.
- Checking the engine*, „The Economist” 2007, June 9th.
- Dagher J., Fu N., *Lender regulation and the mortgage crisis*, VOX, 26 June, 2012.
- Ferreira F., Gyourko J., *Anatomy of the beginning of the housing boom: U.S. neighborhoods and metropolitan areas, 1993–2009*, NBER Working Paper Series, Working Paper 17374, August, 2011.

⁴¹ Zob. L.J. White, *Fannie Mae, Freddie Mac...*

⁴² W.C. Marshall, E. Concha, *Fannie Mae and Freddie Mac...*, s. 561.

- Frame W.S., White L.J., *Fussing and fuming over Fannie and Freddie: how much smoke, how much fire?*, „Journal of Economic Perspectives” 2005, vol. 19(2), s. 159–184.
- Gayer T., *Negative Equity Concentrated in a Few States*, March 2, 2012.
- Glaeser E.L., *Rethinking the Federal Bias Toward Homeownership*, „Journal of Policy Development and Research” 2011, vol. 13(2).
- Keeley B., Love P., *From Crisis to Recovery, The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD Insights, OECD, 2010.
- Kessler A., *Cognitive dissonance, the Global Financial Crisis and the discipline of economics*, „Real-world Economics Review” 2010, Issue no. 54.
- Loutskina E., Strahan P.E., *Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Originations*, „The Journal of Finance” 2009, vol. 64, nr 2.
- Marshall W.C., Concha E., *Fannie Mae and Freddie Mac: A Bailout for the People?*, „Journal of Economic Issues” 2012, vol. 46, nr 2.
- Poole W., *The GSEs: Where Do We Stand?*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2007, May/June, 89 (3).
- Schwager J.D., *Jak naprawdę działają rynki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
- Stiglitz J., *Justice for Some*, Project Syndicate, November 4, 2010.
- Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
- Thornton M., *The Economics of Housing Bubbles, w: America’s Housing Crisis: A Case of Government Failure*, ed. B. Powell, R. Holcombe, Ludwig von Mises Institute, 2006.
- White L.J., *Fannie Mae, Freddie Mac and the crisis in US mortgage finance*, The New Palgrave Dictionary of Economics, Online Edition, 2011.

HOUSING CRISIS IN THE USA

Abstract

The article aims at analysing the origins of the housing crisis in the US by employing the institutional and historical method. It is claimed that the rapid increase of housing prices was a typical speculative bubble caused by financialization. Housing crisis cannot be merely reduced to the subprime crisis. Fannie and Freddie are only partly responsible for the crisis.

Translated by Wiktor Szydło

Keywords: housing crisis, Fannie Mae, Freddie Mac

JEL codes: B52, G01, G21, H12, R21, R31