

Agnieszka Ostalecka

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

SEKURYTYZACJA A ROZPRZESTRZENIANIE SIĘ GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

1. Wstęp

Kryzysy bankowe są zjawiskiem coraz bardziej powszechnym. Od początku lat 90. XX w., ze względu na dynamiczne zmiany na rynkach finansowych, możemy obserwować zdecydowane nasilenie ich występowania. Jednakże obecnie występujący kryzys, zapoczątkowany kryzysem na rynku kredytów *subprime*, ze względu na zasięg i skalę negatywnych skutków uważa się za najpoważniejszy kryzys od czasów „wielkiej depresji”. Dodatkowo tym, co odróżnia ten kryzys od kryzysów, jakie wydarzyły się w przeszłości (np. kryzysu azjatyckiego czy kryzysu krajów Ameryki Łacińskiej [12]), jest wyjątkowa łatwość rozprzestrzeniania i związany z tym zasięg oddziaływania. Wspomniane kryzysy, które nastąpiły w drugiej połowie lat 90., też co prawda rozprzestrzeniły się, stając się kryzysami o charakterze regionalnym, ale nie oddziaływały tak silnie na gospodarkę globalną i międzynarodowy system finansowy, a także nie dotyczyły one w takim stopniu jak teraz instytucji niebankowych.

Jednym z powodów łatwego rozprzestrzeniania się kryzysu poza sektor bankowy i łatwego przenikania poza granice kraju było rozpowszechnienie transakcji sekurytyzacyjnych, pozwalających bankom na przerzucenie ryzyka kredytowego na finalnych odbiorców (w tym pozabankowe instytucje finansowe) papierów wartościowych wyemitowanych w oparciu o te kredyty. Celem artykułu jest zatem ukazanie roli sekurytyzacji w przebiegu i procesie „rozlewania się” obecnego kryzysu finansowego, który ze względu na swój zasięg i siłę oddziaływania jest nazywany globalnym kryzysem finansowym.

2. Istota sekurytyzacji

Początki sekurytyzacji sięgają lat 70. XX w. Ten sposób finansowania pojawił się po raz pierwszy w Stanach Zjednoczonych, głównie za sprawą dynamicznego rozwoju budownictwa mieszkaniowego. Początkowo techniki sekurytyzacji miały

stanowią narzędzie wspomagania rozwoju rynku kredytów hipotecznych, jednakże z czasem poza kredytami hipotecznymi wykorzystywano w tym celu inne aktywa.

Złożoność procesu, a także ciągle zmiany, unowocześnienia i modyfikacje spowodowane przez dynamiczny rozwój międzynarodowych rynków finansowych utrudniają pełne i jednoznaczne zdefiniowanie procesu sekurytyzacji. Obecnie sekurytyzację (*asset securitization*) definiuje się jako nowoczesną technikę refinansowania, w ramach której pula aktywów finansowych wraz ze strumieniami przepływów gotówkowych zostaje wyizolowana z bilansu banku czy przedsiębiorstwa, ubezpieczona przez podmioty zewnętrzne czy techniki zewnętrzne, prawnie usamodzielniona w tzw. spółce specjalnego przeznaczenia (SPV – *Special Purpose Vehicle*), która następnie refinansuje zakupioną pulę aktywów przez emisję papierów wartościowych na międzynarodowych lub krajowych rynkach kapitałowych [7, s. 6].

Sekurytyzacja aktywów polega więc na zamianie wyodrębnionej, jednorodnej puli aktywów finansowych (np. kredytów czy pożyczek) na środki pieniężne pozyskiwane w drodze emisji, a następnie sprzedaży papierów wartościowych. Ze względu na to, że zabezpieczeniem spłaty tychże papierów wartościowych są przychody generowane przez te aktywa, nazywa się je papierami wartościowymi opartymi na aktywach (*Asset-Backed Securites* – ABS). Na skutek popularyzacji sekurytyzacji obecnie występuje wiele rodzajów emitowanych papierów wartościowych, których kryterium rozróżnienia stanowią zabezpieczające je aktywa. Do najważniejszych papierów wartościowych z punktu widzenia obecnego kryzysu należą papiery wartościowe wyemitowane w drodze sekurytyzacji w oparciu o kredyty hipoteczne, tzw. MBS (*Mortgage-Backed Securities*), przy czym mogą one dotyczyć nieruchomości mieszkaniowych (RMBS – *Residential Mortgage-Backed Securities*) i komercyjnych (CMBS – *Commercial Mortgage-Backed Securities*).

Stosowanie przez banki technik sekurytyzacji daje im wiele korzyści. Po pierwsze, jest to poprawa płynności banków wynikająca m.in. z dywersyfikacji źródeł finansowania i docierania do nowego typu inwestorów, możliwości pozyskania dodatkowej płynności czy możliwości dopasowania terminów zapadalności długoterminowych aktywów i pasywów poprzez emisję długoterminowych pasywów w formie papierów wartościowych. Po drugie, istotnym celem sekurytyzacji, szczególnie w świetle wymagań tzw. II umowy bazylejskiej, jest optymalizacja zarządzania adekwatnością kapitałową, czyli zmniejszenie wymaganego kapitału regulacyjnego i podniesienie współczynnika wypłacalności. To z kolei będzie się łączyć z rozwiązaniem rezerw celowych utworzonych na należności banku. Dodatkowo przez sekurytyzację można efektywnie zarządzać limitem koncentracji, zmniejszając zaangażowanie banku wobec jednego podmiotu, grupy podmiotów, sektora czy branży. Sekurytyzacja daje także bankowi możliwość pozyskania *know-how* i doświadczenia w oferowaniu sekurytyzacji klientom banku. Banki, które przeprowadzą sekurytyzację na własny rachunek, będą miały znakomitą podstawę do tego, żeby ten produkt oferować swoim klientom [14, s. 20].

Ze względu na istotne korzyści wynikające z tej techniki finansowania, rynek transakcji sekurytyzacji w Stanach Zjednoczonych rozwijał się bardzo dynamicznie i odgrywał dużą rolę w refinansowaniu banków zaangażowanych w kredyty hipoteczne. W tabeli 1 przedstawiono znaczenie sekurytyzacji w finansowaniu kredytów hipotecznych w latach 2001-2006.

Tabela 1. Kredyty *subprime* i ich sekurytyzacja

Lata	Udzielone kredyty hipoteczne ogółem (w mld USD)	Udzielone kredyty <i>subprime</i> (w mld USD)	Udział kredytów <i>subprime</i> w kredytach udzielonych ogółem (w %)	Papiery wartościowe zabezpieczone kredytami <i>subprime</i> (w mld USD)	Procent sekurytyzowanych kredytów <i>subprime</i>
2001	2215	190	8,6	95	50,4
2002	2885	231	8,0	121	52,7
2003	3945	335	8,5	202	60,5
2004	2920	540	18,5	401	74,3
2005	3120	625	20,0	507	81,2
2006	2980	600	20,1	483	80,5

Źródło: [5] za: [3, s. 20].

Tabela 2. Najwięksi emitenci MBS

Lp.	Pożyczkodawca	2005 wielkość (w mld USD)	2006	
			wielkość (w mld USD)	udział w rynku (w %)
1	Countrywide	38,1	38,5	8,6
2	New Century	32,4	33,9	7,6
3	Option One	27,2	31,3	7,0
4	Fremont	19,4	29,8	6,6
5	Washington Mutual	18,5	28,8	6,4
6	First Franklin	19,4	28,3	6,3
7	Residential Funding Corp.	28,7	25,9	5,8
8	Lehman Brothers	35,3	24,4	5,4
9	WMC Mortgage	19,6	21,6	4,8
10	Ameriquist	54,2	21,4	4,8
	25 największych emitentów	417,6	427,6	95,3
	Ogółem	508,0	448,6	100,0

Źródło: [1, s. 4].

Tabela 1 ukazuje, jak masowo banki udzielające kredytów *subprime* korzystały z sekurytyzacji. Szczególnie silny wzrost znaczenia sekurytyzacji można było obserwować po 2002 r., gdy jej wykorzystanie w odniesieniu do kredytów *subprime* wynosiło prawie 53% i wzrosło o połowę, tj. do poziomu prawie 75% zaledwie 2 lata później. W latach 2005 i 2006 banki udzieliły łącznie 1,2 bln USD kredytów *subprime*, z czego aż 80% było sekurytyzowanych.

Znaczący udział w udzielaniu kredytów *subprime* miały wchodzące na rynek kredytów hipotecznych instytucje, takie jak: Countrywide, New Century, Option One czy Ameriquest. Podstawową metodą finansowania się tych instytucji udzielających kredytów *subprime* były właśnie transakcje sekurytyzacji polegające na emisji MBS (*Mortgage-Backed Securities*) [3, s. 19].

Jak wynika z informacji ujętych w tab. 2, nie ma instytucji wiodącej w emisji MBS, ponieważ 10 najważniejszych emitentów posiadało udział w rynku na poziomie 4,8-8,6%. Wiele instytucji znajdujących się na tej liście ucierpiało znacznie już na początku kryzysu, a niektóre z nich upadły (np. New Century), prowadząc do dużego spadku zaufania do papierów wartościowych emitowanych w drodze sekurytyzacji.

3. Geneza globalnego kryzysu finansowego

Wydarzenia, jakie zapoczątkowały globalny kryzys finansowy, wiążą się z drastycznym pogorszeniem sytuacji na rynku kredytów *subprime* w Stanach Zjednoczonych. Przez kredyty *subprime* w świetle definicji Międzynarodowego Funduszu Walutowego [4, s. 7] rozumie się kredyty, w przypadku których kredytobiorca posiada niekompletną lub złą historię kredytową (opóźnienia w spłacie lub jej brak), lub obniżoną zdolność kredytową (mierzoną scoringiem kredytowym lub wskaźnikiem zadłużenia do dochodów).

Kredyty tego typu zyskały popularność na skutek walki konkurencyjnej amerykańskich banków o klienta i konieczności znalezienia przez nie nowych, nie zagospodarowanych nisz. Ta nasilona walka konkurencyjna na rynku kredytów hipotecznych spowodowana była boomem na rynku nieruchomości wynikającym, po pierwsze, z niskiego kosztu kredytu, a po drugie, z niezwykle dynamicznie rosnących cen nieruchomości¹.

Tani i łatwo dostępny kredyt przez długi czas przyczyniał się do silnego globalnego wzrostu, uruchamiając tym samym mechanizm ekspansji kredytowej. Tak więc łagodne warunki kredytowe oraz silny wzrost gospodarczy napędzały ponadnormatywny wzrost cen aktywów na światowych rynkach. Ceny dóbr konsumpcyjnych szybowały w górę, a ceny nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych rosły w zastraszającym tempie, podwajając się w ciągu 5-10 lat [16, s. 2]. Powodowało to ogromny popyt na mieszkania i domy, ze względu na świadomość tego, że każde

¹ Więcej w [11].

opóźnienie decyzji dotyczącej zakupu o tydzień, miesiąc czy rok wiąże się z realną stratą spowodowaną wzrostem ceny nabywanej nieruchomości. Wzrost popytu na mieszkania i domy powodował zaostrzanie się walki konkurencyjnej banków przejawiającej się w proponowaniu coraz korzystniejszych warunków kredytowych, a także wchodzeniu na nowe rynki. Takim właśnie nie zagospodarowanym do tej pory segmentem rynku kredytów był segment kredytów *subprime*.

Ze względu na niską zdolność kredytową tych klientów, banki przymykały oko na rzetelne badanie zdolności kredytowej, zakładając, że wzrost cen nieruchomości, przyjmowanych jako zabezpieczenie tych kredytów, zrekompensuje im podwyższone ryzyko związane z klientem. Niestety wzrost stóp procentowych, jaki nastąpił w latach 2004-2006, spowodował załamanie na rynku nieruchomości i znaczny spadek ich cen. Banki, szczególnie te mocno zaangażowane w segment kredytów *subprime*, odczuły pogarszanie się ich sytuacji finansowej spowodowanej nasilającymi się trudnościami z terminową obsługą zadłużenia przez kredytobiorców. Doprowadziło to do problemów finansowych wielu instytucji aktywnych na rynku kredytów *subprime*, a upadłości niektórych z nich lub pomoc państwa w uniknięciu tego skutkowały drastyczną utratą zaufania do systemu bankowego, będącego przecież fundamentem działalności banków.

4. Sekurytyzacja jako czynnik ułatwiający rozprzestrzenianie się kryzysu

Jeszcze kilka lat temu w bankowości dominował model *originate-to-hold*, polegający na tym, że banki udzielające kredytu posiadały go w swoich aktywach aż do terminu końcowej spłaty. Jednakże wraz z rozwojem rynków finansowych, a wraz z nim popularyzacją i coraz powszechniejszym wykorzystaniem sekurytyzacji jako sposobu na poprawę płynności oraz „wyprowadzenie” ryzyka kredytowego poza bank, banki nie zarządzają już samodzielnie ryzykiem kredytowym związanym z udzielonym już kredytem, tylko transferują je do innych uczestników rynku. Na rynkach kredytowych, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, następowało więc coraz bardziej wyraźne przejście z modelu *originate-to-hold* do modelu *originate-to-distribute*². Banki opierające swoją działalność na modelu *originate-to-distribute* udzielają kredytu, a następnie odsprzedają powstałe w ten sposób wierzytelności innemu podmiotowi, który na ich podstawie emituje papiery wartościowe, ustanawiając jako zabezpieczenie przychody generowane przez ten portfel kredytów.

Powszechne wykorzystywanie sekurytyzacji wynikające z przyjęcia modelu zakładającego pozbycie się ryzyka kredytowego, dając bankom wiele wspomnianych wcześniej korzyści, jednocześnie powoduje problemy związane z teorią agencji (*agency theory/principal-agent problem*). Jak wskazuje F.S. Mishkin [2, s. 61], największą wadą stosowania modelu *originate-to-distribute* związaną właśnie z ist-

² Niekiedy w literaturze pojawiają się określenia *originate and distribute* (np. [15]).

nieniem problemu *principal-agent* jest to, że bank udzielający kredytu (*agent*) nie ma wystarczających bodźców do działania w interesie ostatecznego ich posiadacza (*principal*). Bank posiada wystarczające bodźce do utrzymywania odpowiedniego wolumenu kredytów, ale już nie posiada bodźców do należytej dbałości o jakość tych kredytów.

Banki, wykorzystując w coraz większym zakresie transakcje sekurytyzacji, przeszły więc z roli instytucji zarządzających ryzykiem do roli instytucji transferujących ryzyko do innych uczestników rynku. Co więcej, obecny system udzielania kredytów prowadzi do unikania ryzyka przez większość uczestników rynku finansowego. Klient, zaciągając kredyt bez wkładu własnego, nie ponosi ryzyka. Ponosi je kredytodawca, ale właśnie dzięki wykorzystaniu sekurytyzacji dokonuje transferu ryzyka, przenosząc je ostatecznie na inwestorów nabywających papiery wartościowe [13]. Inwestorzy nabywający wyemitowane papiery wartościowe zakładali, że banki, które udzielały kredytów hipotecznych, nadal aktywnie zarządzają ryzykiem z nimi związanym. Dodatkowo, nie będąc w stanie ocenić ryzyka związanego z tymi papierami wartościowymi, polegały na ocenach agencji ratingowych, które także niestety zawiodły.

Poprzez globalny rynek instrumentów finansowych emitowanych drogą sekurytyzacji kryzys ten przeniósł się z instytucji kredytowych, obejmując swoim zasięgiem także inne podmioty sektora finansowego, takie jak firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne czy banki inwestycyjne, a także swobodnie przeniknął poza granice kraju.

Fakt dużego znaczenia sekurytyzacji kredytów hipotecznych w mechanizmie rozprzestrzeniania się kryzysu spowodował, że kryzys obecnie występujący na międzynarodowych rynkach finansowych jest również kryzysem sekurytyzacji (*crisis of securitization*) [10, s. 1]. Kryzys ten ujawnił bowiem drugie oblicze sekurytyzacji, ukazując ją jako instrument, który poza ograniczaniem ryzyka (przez banki), przenosząc je na inwestorów, generuje ryzyko systemowe dla całego systemu finansowego. Sekurytyzacja bowiem osłabia bodźce do rzetelnej oceny jakości udzielanych kredytów i ich efektywnego monitoringu, przyczyniając się do wzrostu pokusy nadużycia i powodując uzależnienie stabilności rynku kredytowego od orientacji inwestorów co do jakości portfeli kredytowych banków transferujących ryzyko. Ta orientacja, a więc ryzyko związane z emitowanymi papierami wartościowymi, powinna być wspomagana przez oceny nadawane przez instytucje ratingowe. Jednakże agencje ratingowe nie dostrzegły na czas, nie umiały, ze względu na stopień złożoności tych instrumentów, lub nie chciały dostrzec, ze względu na finansowanie tych ocen przez emitentów papierów wartościowych, skali rzeczywistego ryzyka związanego z tymi instrumentami. Stopień skomplikowania tych instrumentów utrudniał ich wycenę, a brak rozeznania inwestorów co do rzeczywistej wartości papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami *subprime* powodował ogólny wzrost niepewności, a także obawy o jakość sekurytyzowanych kredytów, co skutkowało zamarciem rynku

międzybankowego i ogromną presją banków na pomoc płynnościową z publicznych środków.

Kolejną kwestią związaną z masowym korzystaniem z technik sekurytyzacyjnych, a przez to z przerzucaniem ryzyka kredytowego na inwestorów, było widoczne pogarszanie się standardów udzielania kredytów hipotecznych. Przykładowo, udział słabo lub w ogóle nie udokumentowanych³ kredytów zwiększył się znacznie w okresie 2001-2006. Podczas gdy w 2001 r. stanowił on 28,5% nowo udzielanych kredytów *subprime*, to w 2006 r. – już 50,8% [9, s. 10]. Pogorszenie się standardów udzielania kredytów potwierdzają badania empiryczne [6], które wskazują, że problemy z obsługą kredytów hipotecznych, które mają zostać poddane sekurytyzacji, występują o 20% częściej niż w przypadku kredytów, w stosunku do których bank nie planuje sekurytyzacji. Autorzy powołanego badania potwierdzają więc stawianą w swojej pracy tezę, że sekurytyzacja ma negatywny wpływ na bodźce pożyczkodawców do przeprowadzania rzetelnej selekcji potencjalnych klientów.

Ponadto, poszukując roli sekurytyzacji w wybuchu, a następnie rozprzestrzenieniu się kryzysu finansowego, wskazuje się następujące kwestie:

- kreowanie zjawisk pokusy nadużycia i występowanie asymetrii informacji w relacjach pomiędzy różnymi podmiotami procesu sekurytyzacji (np. agencją ratingową a emitentem, SPV a inwestorami),
- zwiększanie dystansu pomiędzy pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami,
- wprowadzanie do obrotu skomplikowanych produktów finansowych, generujących ryzyko systemowe.

Sekurytyzacja ułatwiła więc rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego, gdyż problemy z obsługą kredytów *subprime* spowodowały uzasadnione obawy o realną wartość wyemitowanych na ich podstawie papierów wartościowych. Kryzys ten dotknął więc także inwestorów posiadających w portfelu papiery wartościowe zabezpieczone kredytami *subprime*, szczególnie te z najbardziej ryzykownej transzy⁴. Część emisji MBS miała zasięg międzynarodowy, dlatego sekurytyzacja okazała się narzędziem torującym drogę łatwiejszemu przenikaniu kryzysu poza granice kraju.

5. Podsumowanie

Sekurytyzacja jest techniką finansowania, która szczególnie w ostatnich latach bardzo zyskała na popularności, oferując możliwość zamiany niepłynnych aktywów (np. długoterminowych kredytów hipotecznych) na płynne papiery wartościowe sprzedawane inwestorom. Stosowanie technik sekurytyzacyjnych w finansowaniu działalności banków daje im wiele korzyści w postaci odmrożenia kapitału, realizacji dodatkowych przychodów czy możliwości pozbycia się ryzyka kredytowego.

³ W rozumieniu dokumentacji potwierdzającej zdolność kredytową kredytobiorcy.

⁴ Emisje MBS-ów dzieli się zwykle na transze, charakteryzujące się różnym stopniem ryzyka (a zatem różnymi ratingami) i różną stopą zwrotu.

Jednakże, jak dotkliwie pokazał obecnie występujący kryzys, jeżeli jako podstawę przeprowadzenia sekurytyzacji przyjmuje się portfel kredytów o niskiej jakości, stwarza ona zagrożenie dla całego rynku finansowego w postaci wystąpienia ryzyka systemowego. Poprzez globalny rynek instrumentów kreowanych drogą sekurytyzacji kryzys finansowy „rozlał się” na duży krąg uczestników rynku, m.in. firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki inwestycyjne i innych nabywców emitowanych papierów wartościowych, swobodnie przenikając poza granice kraju.

Sekurytyzacja ułatwiła więc rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego, przyczyniając się do zwiększenia jego rozmiarów i skutków. Znaczenie sekurytyzacji jako czynnika zaostrzającego kryzys zauważono na forum międzynarodowym, wysuwając propozycje mające na celu uniknięcie podobnego ryzyka w przyszłości. Niektóre z postulatów dotyczą np. udoskonalenia systemów ocen ratingowych i zmniejszenia ryzyka pokusy nadużycia wynikającego z finansowania tych ocen przez emitentów papierów wartościowych, tak aby w przyszłości wystawiane ratingi lepiej odzwierciedlały rzeczywisty poziom ryzyka związany z nabywanymi papierami wartościowymi. Inną wskazywaną przez Komisję Wspólnot Europejskich propozycją jest narzucenie bankom obowiązku utrzymywania w swoich portfelach części papierów wartościowych emitowanych w procesie sekurytyzacji, co ma zmusić banki do większej dbałości o jakość udzielanych kredytów. Według Komisji Wspólnot Europejskich [8, s. 12] potencjalnych konfliktów interesów w modelu *originate-to-distribute* można by uniknąć, dopilnowując, aby inicjatorzy i sponsorzy bardziej nieprzejrzystych instrumentów transferu ryzyka kredytowego zachowywali udział w ryzyku, które jest transferowane na inwestorów. Z tego powodu inwestorzy powinni być zobowiązani do dopilnowania, aby inicjatorzy i sponsorzy zachowali istotny udział (nie mniejszy niż 5%) w ryzyku na swój własny rachunek. Rozwiązania te mają na celu zmniejszenie ryzyka, jakie powoduje stosowanie coraz powszechniej technik sekurytyzacyjnych.

Literatura

- [1] Ashcraft A.B., Schuermann T., *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, No. 318, March 2008.
- [2] Comments by Frederic S. Mishkin on Proceedings of the U.S. Monetary Policy Forum 2008 to D. Greenlaw, J. Hatzius, A. K Kashyap, H. Song Shin, *U.S. Monetary Policy Forum 2008 Report: Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown*.
- [3] Gorton G., *The Panic of 2007*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference August 2008.
- [4] IMF, *Global Financial Stability Report October 2007. Financial Market Turbulence. Causes, Consequences, and Policies*, World Economic and Financial Surveys, Washington 2007.
- [5] *Inside Mortgage Finance. The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*, Key Data (2006), Joint Economic Committee (October 2007).

- [6] Keys B.J., Mukherjee T., Seru A., Vig V., *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*, EFA 2008 Athens Meetings Paper, December 25, 2008.
- [7] Komisja Nadzoru Bankowego, *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym. Wyniki ankiety badawczej*, Warszawa 2007.
- [8] Komisja Wspólnot Europejskich, *Wniosek. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniająca dyrektywy 2006/48/WE i 2006/49/WE w odniesieniu do banków powiązanych z centralnymi instytucjami, niektórych pozycji funduszy własnych, dużych ekspozycji, uzgodnień w zakresie nadzoru i zarządzania kryzysowego*, 2008/0191 (COD), Bruksela 2008.
- [9] Martin J.D., *A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007*, Baylor University, 1/7/2009.
- [10] Noyer Ch., *Some thoughts on the crisis*, Speech by Mr Christian Noyer, Governor of the Bank of France, at Paris-Europlace, Tokyo, 18 November 2008, "BIS Review" 2008, vol. 130.
- [11] Ostalecka A., *Geneza globalnego kryzysu finansowego*, Konferencja Zjazd Katedr Finansów, Szczecin 2009.
- [12] Ostalecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przewyżczania*, Difin, Warszawa 2009.
- [13] Pawłowicz L., *Kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych – lekcje dla Polski*, <http://www.rf.edu.pl>.
- [14] *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, nr 82, Warszawa 2006.
- [15] Trichet J.C., *Global capital – surrender of national policies? Lessons from the recent events in credit markets*, Speech by President of the European Central Bank at the 17th Frankfurt European Banking Congress “Global Capital – Threat or Salvation?”, Frankfurt am Main, 23 November 2007.
- [16] Whitehead J., *Global Economic and Financial Crisis: Origins, Responses and Ongoing Challenges for New Zealand*, Speech on 15 Dec 2008, Auckland.

SECURITIZATION VERSUS SPILLOVER OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Summary

The main aim of the article is to present the role of securitization in global financial crisis spillover. The crisis broke out on the *subprime* mortgage market in the United States in 2007/2008, rapidly deteriorating banks financial situation and since that time has managed to spill over, affecting the whole economy and resulting in global recession. One of the most important factors which enabled its spreading across the world was securitization which is the method of converting illiquid assets (e.g. mortgages) into liquid securities sold to investors.