

Jerzy Gwizdała

Uniwersytet Gdański

RYNEK KREDYTOWYCH INSTRUMENTÓW POCHODNYCH – PROGNOZY ROZWOJU

Streszczenie: Celem opracowania jest przedstawienie rynku kredytowych instrumentów pochodnych oraz ich miejsca w zarządzaniu ryzykiem kredytowym. Rynek pochodnych instrumentów kredytowych składa się z dużej gamy instrumentów wykorzystywanych do transferu ryzyka kredytowego pomiędzy inwestorami. Instrumenty te stworzono, aby można było oddzielić od siebie ryzyka różnego rodzaju i efektywnie nimi zarządzać. Ponadto dają one możliwość przeniesienia ryzyka kredytowego od inwestorów, którzy się przed nim zabezpieczają, do tych, którzy są gotowi je ponieść. Ich atrakcyjność wynika z tego, że nie są one standaryzowane, lecz są dopasowane do konkretnych wymogów stron kontraktów. Od czasu powstania rynku derywatów kredytowych w połowie lat 90. XX w. jego wielkość rośnie w zaskakującym tempie, a obecnie przewyższa wielkość rynku obligacji.

Słowa kluczowe: derywaty kredytowe, rynek kredytowych instrumentów pochodnych, dywersyfikacja i ograniczanie ryzyka, rozwój rynku.

1. Wstęp

Kredytowe instrumenty pochodne niewątpliwie zrewolucjonizowały obrót instrumentami i zarządzanie ryzykiem kredytowym. W ciągu ostatnich lat obserwujemy znaczny wzrost wykorzystania kredytowych instrumentów pochodnych w celu monitorowania i ograniczania ryzyka kredytowego.

Kredytowe instrumenty pochodne są instrumentami stosunkowo młodymi, które pojawiły się na rynku w latach 90. XX w. Od tego czasu rozwijają się bardzo dynamicznie. Pojawiają się nowe i coraz bardziej skomplikowane typy instrumentów pochodnych. Rozwój derywatów kredytowych jest konsekwencją wzrostu liczby bankructw oraz rosnącej niepewności na rynkach kredytowych. Uczestnicy rynku kredytowego są coraz częściej zainteresowani narzędziami i technikami umożliwiającymi nie tylko ograniczanie ryzyka, ale także jego skuteczne zarządzanie.

Kredytowe instrumenty pochodne z każdym rokiem stają się coraz powszechniej wykorzystywanym narzędziem chroniącym przed ryzykiem kredytowym. Służą do jego transferu, zarządzania ekspozycją klientów oraz ryzykiem koncentracji kredytowej, a także do arbitrażu kosztów finansowania [Huterska 2007, s. 75, 76].

Bankom przyjmującym ryzyko kredytowe ułatwiają jego dywersyfikowanie. Obecnie kredytowe instrumenty pochodne umożliwiają stworzenie produktów, które można dostosować do profilu akceptowanego ryzyka i zysków oczekiwanych przez konkretnych inwestorów. Kredytowe instrumenty pochodne dały nowe możliwości zarówno podmiotom wykonującym operacje hedgingowe, jak i inwestorom, i był to główny czynnik napędzający wzrost rynku derywatów kredytowych.

Celem opracowania jest przedstawienie rynku kredytowych instrumentów pochodnych oraz ich miejsca w zarządzaniu ryzykiem kredytowym, przede wszystkim w aspekcie znaczenia derywatów kredytowych w ograniczeniu ryzyka i sterowaniu nim.

2. Pochodne instrumenty w zarządzaniu ryzykiem kredytowym

Jako przyczyny wzrostu zainteresowania kredytowymi instrumentami pochodnymi należy wymienić m. in. unikanie strat finansowych i ograniczanie skali ponoszonego ryzyka przez inwestorów poprzez wykorzystanie derywatów kredytowych w czasie kryzysu rynków wschodzących w latach 1997-1998 [Mors 1997].

W celu dokonania prawidłowego podziału kredytowych instrumentów pochodnych można zastosować różne kryteria. Pierwszym kryterium podziału jest charakter zdarzenia podstawowego, od którego zależy wartość kredytowego instrumentu pochodnego. Są to:

- instrumenty zależne od możliwości niedotrzymania warunków (*credit default instruments*),
- instrumenty zależne od premii za ryzyko (*credit spread instruments*).

W grupie *credit default instruments* wartość instrumentu podstawowego zależy od prawdopodobieństwa niedotrzymania warunków przez drugą stronę. Może ono nastąpić np. na skutek spadku wartości aktywów firmy poniżej rynkowej wartości jej pasywów (*default*).

W grupie *credit spread instruments* wartość instrumentu podstawowego jest różnicą między wymaganą stopą zwrotu z inwestycji realizowanych przez daną instytucję a stopą wolną od ryzyka (jest to tzw. premia za ryzyko). Wzrost tej wartości generuje wzrost ryzyka kredytowego, przed którym można się zabezpieczyć, kupując odpowiedni instrument pochodny.

Wymienione instrumenty stosowane są obecnie przez inwestorów głównie na rynkach wschodzących oraz na rynkach rozwiniętych w sektorach o wysokiej rentowności.

Drugim kryterium podziału jest rodzaj instrumentu pochodnego. Do grupy tych instrumentów zaliczamy:

- opcje, w których kupujący opcję ma prawo do pewnej wartości pieniężnej w przypadku zwiększającego się ryzyka kredytowego,
- kontrakty terminowe oraz ich uogólnienie – swapy, w których dwie strony zobowiązane są do dokonania pewnej płatności, której kierunek zależy od zajścia niekorzystnego zdarzenia zwiększającego ryzyko kredytowe.

Do podstawowych instrumentów pochodnych, które są wykorzystywane do zarządzania ryzykiem kredytowym, należą:

- *credit default swap* (CDS),
- *credit spread option* (CSO),
- *total return swap* (TRS).

Kredytowe instrumenty pochodne mogą być wykorzystywane przez firmy o różnych profilach działalności, zarówno finansowe (w tym banki), jak i produkcyjne. Sposoby i zakres ich wykorzystania zmieniają się dynamicznie w ostatnim okresie:

- kredytowe instrumenty pochodne stały się alternatywną lub komplementarną metodą zabezpieczania się przed ryzykiem kredytowym,
- stanowią metodę reasekuracji,
- zabezpieczają przed ryzykiem związanym z inwestowaniem na rynkach rozwijających się,
- służą zabezpieczeniu się firm przed własnym ryzykiem kredytowym (niezwiązanym z drugą stroną, lecz wyłącznie z samą firmą) [Senior 1999, s. 40],
- stanowią przedmiot inwestowania kapitału, umożliwiają dywersyfikację portfela inwestycyjnego banków, firm ubezpieczeniowych i innych podmiotów instytucjonalnych,
- dają możliwość dokonywania strukturalnych transakcji kredytowych – w sektorze strukturalnych transakcji kredytowych tworzone są z użyciem technik inżynierii finansowej produkty dostosowane do potrzeb inwestorów.

Dominującym kredytowym instrumentem pochodnym na rynkach finansowych są swapy kredytowe (CDS). Rynek derywatów kredytowych rozwija się w tempie zdecydowanie szybszym niż globalny rynek derywatów pozagiełdowych.

Transakcje CDS jako najprostsze i najbardziej płynne kredytowe instrumenty pochodne stają się dominującym narzędziem transferu ryzyka kredytowego na rozwijającym się obecnie polskim rynku derywatów kredytowych. Specyfika obrotu nimi może być jednym z kluczowych czynników determinujących kształt polskiego rynku.

Transakcja umożliwia nabywcy CDS zakup zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym pojedynczych kredytów, obligacji lub portfeli. Instrumentem referencyjnym jest najczęściej dług korporacyjny (*corporate debt*) lub państwo (*sovereign debt*). CDS dają możliwość zakupu zabezpieczenia pomimo braku w portfelu instrumentów referencyjnych [Niedziółka 2007, s. 244]. W takim przypadku CDS pełni funkcję wyłącznie spekulacyjną – nabywca zabezpieczenia buduje strategię ukierunkowaną na pogarszanie się standingu emitenta długu referencyjnego. Natomiast sprzedawca zabezpieczenia to podmiot, który w zamian za określoną prowizję decyduje się na akceptację ryzyka kredytowego aktywów referencyjnego. Dla kredytów zagrożonych i krótkoterminowych aktywów referencyjnych premia płacona jest na początku transakcji. Okres CDS zazwyczaj pokrywa się z okresem terminu zapadalności instrumentu zabezpieczonego – nie zawsze jest to regułą.

Intencja dywersyfikacji zaangażowań oraz obniżenia kosztu transferu ryzyka powoduje, że coraz częściej na rynku pojawiają się instrumenty koszykowe – wartość koszyka (zwykle od kilkudziesięciu do kilkuset CDS) odzwierciedlona jest z kolei w indeksie, który staje się instrumentem referencyjnym dla tzw. CDO (ang. *Collateralised Debt Obligation*) [*The Ballooning Credit...* 2006].

Głównymi uczestnikami CDS są banki, które kupują zabezpieczenia dla portfela kredytowego, portfela papierów dłużnych oraz redukcji ryzyka kredytowego z przyczyn regulacyjnych.

Fundusze hedgingowe, które stają się coraz bardziej aktywnymi uczestnikami rynku kredytowych instrumentów pochodnych, wykorzystują transakcje CDS w celu realizacji strategii arbitrażowych, ukierunkowanych na zysk z tytułu nieekwiwalentnej wyceny obligacji zamiennych i akcji. Oprócz zastosowania CDS w celu ograniczenia ryzyka kredytowego instrumentów, wchodzących w skład posiadanego portfela oraz spekulacji, swapy kredytowe stosuje się do:

- ograniczania ryzyka kontrahenta,
- redukcji ryzyka politycznego związanego z krajami *emerging markets*,
- identyfikacji przesłanek pogorszenia się standingu finansowego,
- uwolnienia kapitału regulacyjnego w celu zainwestowania go w bardziej dochodowe przedsięwzięcia (maksymalizacja ROE),
- dywersyfikacji portfela oraz arbitrażu między rynkiem kasowym i terminowym¹.

3. Ewolucja rynku kredytowych instrumentów pochodnych

Rynek kredytowych instrumentów pochodnych upłynnił aktywa banków, dając możliwość ich odsprzedaży. System bankowy można uznać za bardziej stabilny, ponieważ likwidacja aktywów staje się możliwa nawet w czasie kryzysu. Większa płynność rynku wtórnego sprawia jednak, że banki akceptują większe ryzyko kredytowe przy osłabionej motywacji do monitoringu ekspozycji [Wagner 2005].

Analizując rynek instrumentów pochodnych, w tym derywatów kredytowych, można stwierdzić, że charakteryzują się one największą prostotą konstrukcji w swojej grupie. Mają również duży udział w rynku kredytowych instrumentów pochodnych oraz charakteryzują się największym zakresem standaryzacji i płynności. Na polskim rynku derywatów kredytowych mają pozycję dominującą. Polskie banki jedynie kupują ryzyko kredytowe za pośrednictwem derywatów kredytowych, natomiast sprzedaż ryzyka kredytowego następuje sporadycznie (przede wszystkim dotyczy wtórnych syndykacji z udziałem banków zagranicznych). Ponadto w Polsce nie ma lokalnego rynku kredytowych instrumentów pochodnych [Gwizdała 2011, s. 193-198].

¹ Rynek kasowy to rynek, na którym odbywa się obrót instrumentami bazowymi.

Badając rynek derywatów kredytowych, w tym transakcji CDS, nie należy przypuszczać, że będzie się on w Polsce ograniczał. Świadczą o tym następujące przesłanki [Niedziółka 2007, s. 248-250]:

- polityka banków matek wobec banków zależnych w Polsce zmierza do efektywnego wykorzystania kapitału. Bardziej precyzyjne dostosowanie funduszy własnych banków do kapitału regulacyjnego, a także plany ekspansji w określonych segmentach rynkowych wymuszają podjęcie działań zmierzających do wprowadzenia mechanizmów przyspieszających rotację aktywów – zarówno w odniesieniu do pojedynczych dużych ekspozycji, jak i w odniesieniu do zdwersyfikowanych portfeli zastosowanie mają derywaty kredytowe;
- pozabankowe instytucje rynku finansowego będą poszukiwać dodatkowych źródeł dochodów;
- stosując derywaty kredytowe, banki zyskują dodatkową szansę na ponadprzeciętną stopę zwrotu przy przyspieszonej rotacji aktywów;
- powstanie konglomeratów finansowych przynosi możliwość cross sellingu produktów;
- transakcje CDS dają możliwość transferu nie tylko całego ryzyka kredytowego, związanego z transakcją kasową, lecz także jedynie wybranych komponentów – przykładem są operacje typu *off-shore* z zakresu *corporate finance* lub *project finance*.

Polski rynek wskazuje na dwa alternatywne scenariusze dalszego rozwoju obrotu kredytowymi instrumentami pochodnymi:

- odgórny – banki w Polsce byłyby w tym przypadku biernymi realizatorami polityki regulacyjnej grupy bankowej lub dostawcami zabezpieczenia w odpowiedzi na oferty banków globalnych,
- oddolny – stworzenie zróżnicowanego rynku lokalnego w Polsce, gdzie przedmiotem obrotu mogłyby być instrumenty oparte na polskich aktywach referencyjnych.

Pierwsze rozwiązanie wydaje się bardziej prawdopodobne ze względu na brak płynnego rynku aktywów bazowych w postaci obligacji lub kredytów, które podlegałyby codziennej wycenie, niewielką liczbę ratingów korporacyjnych, potencjalne problemy z wyceną derywatów kredytowych oraz trudności ze stworzeniem powszechnie akceptowanych polskich standardów dokumentacyjnych [Kuśnierski 2006, s. 148-152; Nieborak 2006, s. 136].

Od połowy lat 90. XX w. dynamicznie rośnie rynek derywatów kredytowych. Poza wielkością rynek kredytowych instrumentów pochodnych zadziwia również wielkością i płynnością. Jego wzrost jest przede wszystkim sukcesem środowiska dealerów, którzy dążyli do takiego strukturyzowania produktów, aby były one jak najlepiej przystosowane do obrotu i zestandaryzowane, a tym samym maksymalnie płynne. Dobrym przykładem są indeksy CDS, wprowadzone w 2002 r. Do tej kategorii zalicza się ponad 600 najważniejszych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw i rządów. Handel nimi charakteryzuje się tym, że różnica między kursem kupna a kursem sprzedaży wynosi mniej niż jeden punkt bazowy.

Sukcesem rynku kredytowych instrumentów pochodnych są oferowane przezeń możliwości. Na początku rynek derywatów kredytowych zdominowany został przez banki, którym te instrumenty okazały się przydatne do ograniczania ryzyka. Od pewnego czasu swoją aktywność na rynku kredytowych instrumentów pochodnych wyraźnie zaznaczają inwestorzy, którzy oczekują produktów o atrakcyjnym profilu ryzyka i stopy zwrotu. Zainteresowanie współczesnych rynków finansowych instrumentami kredytowymi wiąże się z możliwościami zastosowania tych derywatów. Kredytowe instrumenty pochodne [O’Kane 2011, s. 19-21]:

- ułatwiają krótką sprzedaż ryzyka kredytowego,
- zaliczają się do instrumentów nieopłacanych – taki kontrakt nie wymaga płatności przy transakcji,
- przyczyniają się do zwiększania płynności, ponieważ obejmują przepakowanie nie płynnych aktywów,
- pozwalają na lepszą dywersyfikację ryzyka kredytowego,
- zwiększają przejrzystość wyceny ryzyka kredytowego dzięki poszerzeniu gamy instrumentów kredytowych w obrocie i ich płynności,
- powodują przeniesienie ryzyka kredytowego, które obciążało wolumen kredytów udzielanych przez banki na rynki kapitałowe,
- umożliwiają tworzenie nowych klas aktywów zapewniających ekspozycję na nowe rodzaje ryzyka, np. zmienność kredytową i korelację kredytową.

Stosunkowo krótka historia rynku kredytowych instrumentów pochodnych nie była pozbawiona ważkich wydarzeń. Jeszcze przed obecnym kryzysem kredytowym lat 2007-2008 przez rynek derywatów kredytowych przetoczyły się: kryzys azjatycki z 1997 r., bankructwo Rosji z 1998 r., wydarzenia 11 września 2001 r., bankructwo firm Consec, Railtrack, Enron, WorldCom i innych oraz obniżenie ratingów koncernów Ford i General Motors. Uderzające jest to, że rynek kredytowych instrumentów pochodnych przetrwał wszystkie te zdarzenia i wyszedł z nich wzmocniony. Każde z tych zdarzeń wzmocniło ten rynek, wykazując, że często jedynym możliwym rozwiązaniem jest krótka sprzedaż i hedging ryzyka kredytowego.

Niezależnie od wydarzeń negatywnych na globalnych rynkach finansowych, wzrost rynku kredytowych instrumentów pochodnych jest niewątpliwy. Takie stanowisko potwierdzają następujące badania:

- British Bankers’ Association (BBA) mniej więcej co dwa lata przeprowadza analizy rynku kredytowych instrumentów pochodnych za pomocą kwestionariuszy. Są one rozsyłane do ok. 30 największych banków inwestycyjnych, które pełnią funkcję dealerów na rynku kredytowych instrumentów pochodnych. W ostatnim raporcie, opublikowanym w 2008 r., łączna wartość teoretyczna tego rynku wyniosła ok. 33 bln USD.
- Międzynarodowe Stowarzyszenie Dealerów Swapowych (ISDA) przeprowadza analizę rynku dwa razy w roku. W ostatnim badaniu o wielkość pozycji z tytułu kredytowych instrumentów pochodnych zapytano 88 instytucji członkowskich, w tym najważniejszych dealerów derywatów kredytowych. W badaniu z połowy

2007 r. wielkość rynku kredytowych instrumentów pochodnych oszacowano na 45,25 bln USD, co oznaczało wzrost o 32% w pierwszym półroczu 2007 r.

- Amerykańskie Biuro Kontrolera Waluty (Office of the Comptroller of the Currency) przeprowadza kwartalne analizy wielkości rynku kredytowych instrumentów pochodnych. Badaniem objęty jest wyłącznie amerykański sektor banków komercyjnych. Badanie z czerwca 2007 r. wykazało, że łączna wartość teoretyczna kredytowych instrumentów pochodnych amerykańskich banków komercyjnych wynosiła 10,2 bln USD, czyli o 86% więcej niż w pierwszym kwartale 2006 r.

Należy zdawać sobie sprawę z tego, że mimo znacznej wielkości rynku derywatów kredytowych istnienie tych instrumentów nie powoduje podwyższenia ogólnego poziomu ryzyka kredytowego w systemie finansowym. Wynika to z tego, że stronami każdego kontraktu są podmiot transferujący i podmiot przyjmujący ryzyko kredytowe, a zatem wzrost ryzyka kredytowego wynosi zero.

4. Zakończenie

Kredytowe instrumenty pochodne są najdynamiczniej rozwijającymi się instrumentami transferu ryzyka kredytowego. Podmioty dokonują zakupu zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym ze względu na możliwość dywersyfikacji ekspozycji na ryzyko kredytowe, zarządzanie kapitałem ekonomicznym i regulacyjnym, dostęp do finansowania poprzez sekurytyzację. Motywem sprzedaży zabezpieczenia jest, oprócz dywersyfikacji ryzyka kredytowego, chęć osiągnięcia większych zysków. Należy jednak zauważyć, że transfer ryzyka w sektorze bankowym zmienia rzeczywisty poziom ryzyka kredytowego w tym sektorze. Także brak przejrzystości rynku kredytowych instrumentów pochodnych oraz koncentracja transakcji mogą prowadzić do zakłóceń w systemie finansowym. Nieprzejrzystość rynku wynika z braku pełnej informacji, kto poprzez sprzedaż przejął dodatkowe ryzyko kredytowe i na jakim poziomie oraz jaka jest korelacja między ryzykiem podmiotu przejmującego ryzyko kredytowe i dłużnika referencyjnego. Zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego może być również ignorowanie przez uczestników rynku oraz instytucje nadzorcze ryzyka właściwego dla instrumentów transferu ryzyka kredytowego.

Zastosowanie kredytowych instrumentów pochodnych w większości dotyczy banków. Wraz z rozwojem rynku derywatów kredytowych przedsiębiorstwa, firmy ubezpieczeniowe oraz podmioty inwestycyjne zaczęły dostrzegać możliwości ich wykorzystania. W przypadku przedsiębiorstw, poza wykorzystaniem do zarządzania kosztami finansowania i poprawy efektywności inwestycji, mogą być stosowane w celu redukcji ryzyka kredytowego.

Niestety większość obrotów na tym rynku w dalszym ciągu pozostaje w rękach banków i pośredników. Według FitchRatings ok. 66% pozycji w kredytowych instrumentach pochodnych należało do 10 wiodących na tym rynku instytucji. Należą do nich m.in. Morgan Stanley, Deutsche Bank, JP Morgan, Goldman Sachs oraz Merrill Lynch [Majewska 2007, s. 192-194; Jackowicz 2001].

Kredytowe instrumenty pochodne odegrały istotną rolę na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych. Wielu uczestników tego rynku uznaje wykorzystanie derywatów kredytowych za jedną z przyczyn globalnego kryzysu finansowego. Niekorzystne zmiany w amerykańskiej gospodarce przyczyniły się do masowego występowania zdarzeń kredytowych polegających na zaprzestaniu obsługi długu przez kredytobiorców kategorii *subprime*, czyli klientów o niskich lub trudnych do udokumentowania dochodach.

Do kryzysu w Stanach Zjednoczonych przyczynił się zbieg kilku okoliczności:

- podniesienia przez amerykański bank centralny w latach 2003-2007 stóp procentowych z 1,00 do 5,25%;
- upływ okresu promocyjnych (niskich) prowizji, oprocentowania dla wielu kredytów zaciągniętych według zmiennej stopy;
- spadek cen nieruchomości, blokujący mechanizm *equity withdrawal*, czyli możliwości spłaty kredytu hipotecznego inną pożyczką, udzieloną w oparciu o wzrost wartości (często „sztuczny”) nieruchomości jako zabezpieczenie jej spłaty.

Bez wątplenia do rozmiarów kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych przyczyniła się częsta praktyka, że te same instytucje kredytowe kupowały ochronę związaną ze swoimi portfelami kredytów, sprzedając jednocześnie ochronę innym instytucjom. Do tego część transakcji miała charakter wybitnie spekulacyjny.

Derywaty kredytowe zostały stworzone na potrzeby transakcyjne poszczególnych podmiotów finansowych i w ich konstrukcji nie brano pod uwagę oddziaływania na system finansowy. Instrumenty te są często stosowane do uwolnienia lub zwiększenia potencjału kredytowego oraz zarządzania ryzykiem kredytowym [Agarwal 2000, s. 173].

Oceniając rolę kredytowych instrumentów pochodnych w kryzysie finansowym na amerykańskim rynku hipotecznym, należy pamiętać, że problem nie zaczął się od derywatów kredytowych, ale od instrumentów bazowych, czyli od niespłacalności kredytów hipotecznych, a następnie innych kredytów. Według jednego z ujęć prawa Goodharta [Goodhart 1975, s. 116; *Pears Cyclopaedia* 1990, s. G27, 37G], kiedy tylko rząd próbuje uregulować dany rodzaj aktywów finansowych, stają się one niewiarygodne jako wskaźniki tendencji ekonomicznych. Instytucje finansowe mogą łatwo stworzyć nowy rodzaj aktywów.

Literatura

- Agarwal S.K., *Credit derivatives move beyond plain vanilla*, „The Stern Journal” 2000, Spring.
- Goodhart C.A.E., *Monetary relationships: A view from Threadneedle Street*, „Papers in Monetary Economics” 1975, vol. 1, Reserve Bank of Australia.
- Gwizdała J., *Ryzyko kredytowe w działalności banku komercyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.
- Huterska A., *Kredytowe instrumenty pochodne – rewolucja na międzynarodowym rynku finansowym*, [w:] J. Głuchowski, J. Patyk, S. Sojak (red.), *Finanse i rachunkowość wobec wyzwań procesów globalizacyjnych*, WSB, Toruń 2007.

- Jackowicz J., *Pochodne instrumenty kredytowe. Zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych i związane z tym problemy*, „Bank i Kredyt” 2001, nr 4.
- Kuśnierski R., *Kredytowy kontrakt zamiany – charakterystyka, wycena*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Zeszyty Naukowe nr 65, SGH, Warszawa 2006.
- Majewska A., *Stan rozwoju kredytowych instrumentów pochodnych na świecie*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007.
- Mors L., *Credit derivatives: Great expectations of a promising future*, „Financial Times” 1997, 26 February.
- Nieborak T., *Charakterystyka kredytowych instrumentów pochodnych – istota, funkcje oraz aspekty regulacyjne*, [w:] H. Mamcarz (red.), *Rynki finansowe*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2006.
- Niedziółka P., *Credit Default Swap jako instrument transferu ryzyka kredytowego – potencjalne implikacje dla polskiego sektora bankowego*, [w:] M. Marcinkowska, S. Wieteska (red.), *Harmonizacja bankowości i ubezpieczeń w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- O’Kane D., *Modelowanie derywatów kredytowych*, Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011.
- Pears Cyclopaedia*, wyd. 99, 1990.
- Senior E., *How credit derivatives can control credit risk*, „Corporate Finance” 1999, June.
- The Ballooning Credit derivatives market: Easing risk or making it worse?*, „Finance and Investment Wharton”, www.knowledge.uharton.upenn.edu (8.10.2006).
- Wagner W., *Credit derivatives, the liquidity of bank assets and ranking stability*, University of Cambridge, Cambridge Endowment for Research in Finance, Judge Institute of Management Working Paper 18, January 2005, www.cerf.com.ac (18.04.2006).

CREDIT DERIVATIVES MARKET – DEVELOPMENT FORECAST

Summary: The aim of the paper is to present the credit derivatives market and its place in credit risk management. The credit derivatives market is widely ranged in order to transfer credit risk among investors. Those instruments were created to enable the separation and efficient management of various risks. Credit derivatives make it possible to transfer credit risk from investors who hedge it to those who are ready to bear it. Moreover they protect against varying aspects of credit risk. Their attractiveness for investors results from the fact that they are not standardized but adapted to specific requirements of contracting parties. Since the emergence of the credit derivatives market in the mid-nineties of the 20th century it has been growing at a surprising rate and currently exceeds bond market size.