Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVII, 3 SECTIO H 2013

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych

IRENA PYKA, MARIA CZECH

Rynek kredytowych instrumentów pochodnych w procesie zmian

Credit derivatives market in the process of changes

Słowa kluczowe: kredytowe instrumenty pochodne, ryzyko kredytowe, kontrakty CDS, jednopodmiotowe kontrakty CDS, wielopodmiotowe kontrakty CDS

Key words: credit derivatives, credit risk, CDS contract, single-name CDS contract, multi-name CDS contract

Wstęp

Kredytowe instrumenty pochodne pojawiły się na rynkach finansowych relatywnie niedawno, chociaż świadomość ich zastosowania w decyzjach inwestycyjnych narastała w efekcie dynamicznego rozwoju inżynierii finansowej. Globalny kryzys finansowy spowodował, że stały się one przedmiotem zainteresowania nie tylko grupy uczestników rynku finansowego, którą dotknęły skutki konstrukcyjnej abstrakcyjności instrumentów kredytowych, lecz także przeciwników ich wykorzystania w transakcjach finansowych, z uwagi na zawarte w nich wysokie ryzyko inwestycyjne. „Spustoszenie kapitałowe", które instrumenty te spowodowały w instytucjach finansowych, stało się przyczyną podjęcia prób ścisłego uregulowania rynku w celu zwiększenia bezpieczeństwa zawieranych na nim transakcji. Rynek kredytowych instrumentów pochodnych przechodzi więc ciągłe przeobrażenia, które stały się głównym przedmiotem analizy w opracowaniu.

Zasadniczy cel opracowania stanowi identyfikacja czynników zmian obserwowanych na rynku kredytowych instrumentów pochodnych. Zważywszy jednak, że największa liczba transakcji jest zawierana za pomocą CDS-ów, badania oceny kierunku i cha-

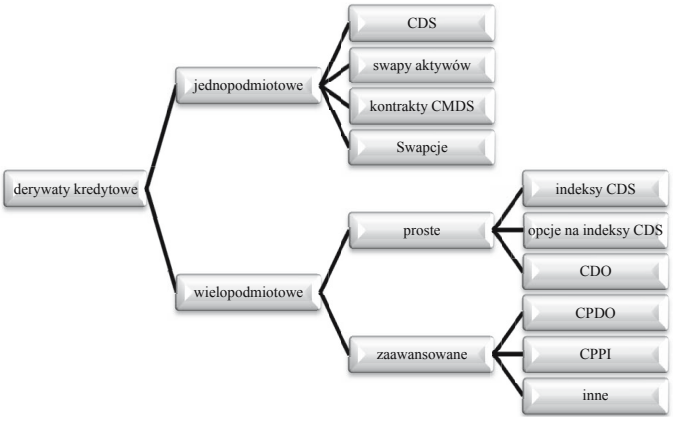
Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

rakteru przemian zachodzących na rynku kredytowych instrumentów koncentrują się głównie na nich. Realizacja celu empirycznego związana z tymi badaniami wskazuje, że stale rośnie kapitalizacja rynku kredytowych instrumentów pochodnych. Natomiast obserwowane na rynku zmiany wynikają głównie z silnych motywacji jego uczestników. W grupie analizowanych determinant duże znaczenie ma również dyscyplina regulacyjna, rosnąca wskutek utrzymującej się niestabilności finansowej gospodarki światowej.

1. Innowacyjność rynku kredytowych instrumentów pochodnych

Kredytowe instrumenty pochodne można uznać za innowacyjne, gdyż ich pojawienie się na światowych rynkach finansowych umożliwiło partnerom transakcji rzeczywisty transfer ryzyka kredytowego. Dzięki nim po raz pierwszy ryzyko kredytowe, odrębnie od innych rodzajów ryzyka, stało się przedmiotem obrotu rynkowego. Pierwsza transakcja kredytowymi instrumentami pochodnymi została przeprowadzona przez amerykański bank Bankers Trust w 1992 r. Z tego też powodu są one uznawane za najmłodsze pochodne instrumenty finansowe.

Charakterystyczną cechą rozwoju rynku kredytowych instrumentów pochodnych jest szybki przyrost ich złożonych form, odpowiadający oczekiwaniom jego uczestników. Natomiast wysoka innowacyjność cech kredytowych instrumentów pochodnych utrudnia ich jednoznaczną identyfikację. Kredytowe instrumenty pochodne dzieli się zatem według różnych kryteriów. Zasadnicza ich klasyfikacja najczęściej dotyczy jednak złożoności indeksów bazowych (por. rysunek 1). Kredytowe instrumenty pochodne przyjęło się dzielić na jedno- i wielopodmiotowe. Jednopodmiotowe kredytowe instrumenty pochodne to takie, w których jednostką referencyjną jest jeden podmiot. W produktach wielopodmiotowych natomiast ryzyko wiąże się z obsługą zobowiązań przez więcej niż jednego dłużnika [O'Kane, 2011].



Rysunek 1. Klasyfikacja derywatów kredytowych wg kryterium podmiotowego

Źródło: opracowane własne na podstawie [O'Kane, 2011].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

Możliwość multiplikowania podmiotów i instrumentów finansowych jako indeksów bazowych potęguje różnorodność cech i charakteru kredytowych instrumentów pochodnych, tworząc podstawy ich dalszej klasyfikacji. Każdy pochodny instrument kredytowy o nowych cechach inwestycyjnych sam w sobie staje się innowacją, wpływając na innowacyjność całego rynku. Instrumenty bazowe – zwane też podstawowymi, referencyjnymi czy *underlying instrument* – są zatem źródłem innowacji na rynkach kredytowych instrumentów pochodnych.

Konstrukcja kredytowych instrumentów pochodnych odnosi się jednak głównie do ryzyka kredytowego zawartego w indeksach bazowych [Moser, 1998; Neal, 1996, s. 15–27]. Ryzyko kredytowe nie jest natomiast pojęciem jednoznacznym. Zwykle definiowane jako ryzyko zaprzestania obsługi zadłużenia lub/i spłaty zadłużenia przez kredytobiorcę [Kasapi, 2002, s. 11], dzieli się na ryzyko kredytowe *sensu stricte* i *sensu lago*. Ryzyko kredytowe *sensu stricte* wyraża prawdopodobieństwo zaprzestania obsługi długu (kapitału wraz z odsetkami oraz innymi opłatami) w określonym czasie [Zawadzka, 1999, s. 25] i odnosi się do klasycznych instrumentów bazowych o charakterze wierzycielskim (kredyty, pożyczki, krótko- i długoterminowe papiery dłużne). Ryzyko kredytowe *sensu largo* natomiast obejmuje wszelkie kontrakty, w których występuje potencjalna groźba niewywiązania się dłużnika z płatności określonych w warunkach kontraktu [Jajuga, 2004, s. 119]. Ryzyko kredytowe *sensu largo* dotyczy więc wszystkich aktywów zarówno finansowych, jak i niefinansowych, w tym bilansowych i pozabilansowych – np. gwarancji, przyrzeczeń zapłaty czy innych zobowiązań pieniężnych [Pyka, 2012, s. 89]. Innowacyjność kredytowych instrumentów pochodnych jest więc zawarta także w liczbie możliwych multiplikacji indeksów bazowych i jakości „zawartego" w nich ryzyka kredytowego. O ile stwarza ona szanse rozwoju rynku, doskonale niemal dopasowując popyt i podaż na te instrumenty finansowe, to jednocześnie w ich konstrukcji wewnętrznej gromadzi stale wyższą sumę ryzyka kredytowego i inwestycyjnego.

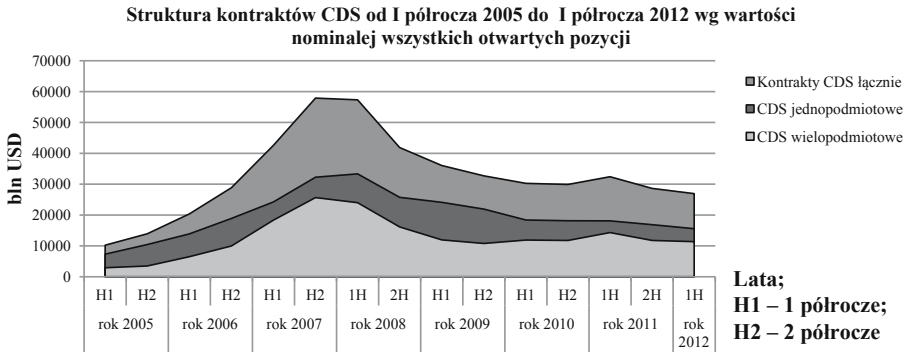
2. Analiza rynku CDS-ów – swapów kredytowych

Rynek kredytowych instrumentów pochodnych nie rozwija się w poszczególnych segmentach symetrycznie. Postępujący na nim wzrost wartości nominalnej kontraktów kredytowych sprzyja w większym stopniu transakcjom realizowanym na CDS-ach. CDS-y to popularne swapy kredytowe, które w pierwszych latach XXI wieku miały ponad 50% udziału w rynku kredytowych instrumentów pochodnych. Dominacja CDS-ów, jak wynika z większości prowadzonych badań, była dotychczas specyficzną właściwością rozwoju rynku kredytowych instrumentów pochodnych[1].

[1] Wedle badań British Bankers Association na rynku wciąż najistotniejszą rolę odgrywają kredytowe kontrakty zamiany [Jackowicz, 2001, s. 33].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

Potwierdzają ją także aktualne statystyki. Rynek CDS-ów bowiem nadal rozwija się dynamicznie (por. rysunek 2).

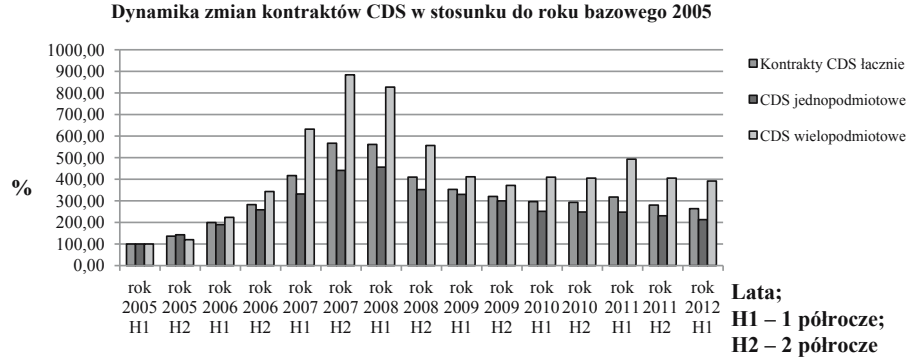


Rysunek 2. Struktura kontraktów CDS w latach 2005–2012, wg wartości nominalnej wszystkich otwartych pozycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Banku Rozliczeń Międzynarodowych [http://www.bis.org/].

Wprawdzie w okresie globalnego kryzysu finansowego – szczególnie na przełomie lat 2007 i 2008 – nastąpiło wyraźne wyhamowanie zawierania na nim transakcji, bowiem wartość nominalna wszystkich otwartych pozycji na CDS-ach spadła, ale w roku 2012 pozostawała ona jednak w porównaniu do roku 2005 na poziomie niemal trzykrotnie wyższym.

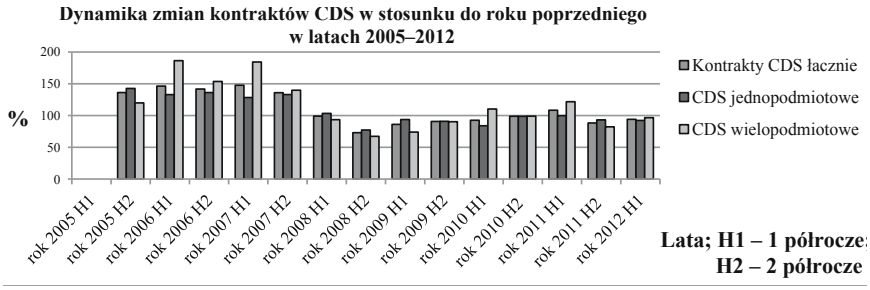
Podobne wnioski wynikają z obserwacji dynamiki zmian zachodzących na rynku CDS-ów (por. rysunki 3 i 4). Badanie tej dynamiki w stosunku do roku bazowego (2005) oraz rok do roku wskazuje na utrzymujący się jej wzrost – wyższy w latach 2007–2008, a niższy po tym okresie. Relatywnie silny rozwój rynku kredytowych instrumentów pochodnych potwierdzają zatem wyniki statystyczne.



Rysunek 3. Dynamika zmian CDS w stosunku do roku 2005

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Banku Rozliczeń Międzynarodowych [http://www.bis.org/].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16



Rysunek 4. Dynamika zmian CDS w kolejnych okresach w stosunku do okresu poprzedniego

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Banku Rozliczeń Międzynarodowych [http://www.bis.org/].

Analiza statystyczna rynku kontraktów CDS pokazuje też, że ich ogromny potencjał inwestycyjny – do okresu globalnego kryzysu finansowego – w większym stopniu sprzyjał rozwojowi rynku wielopodmiotowych niż jednopodmiotowych CDS-ów. Do II półrocza 2007 r. ponadpięciokrotnemu wzrostowi ogólnej wartości kontraktów CDS (566,98%) towarzyszył ponadczterokrotny (441,12%) wzrost w kategorii jednopodmiotowych kontraktów CDS (*single-name CDS*) oraz ponadośmiokrotny (884,11%) – wielopodmiotowych kontraktów CDS (*multi-name CDS*). Okres pomiędzy drugim półroczem 2007 i pierwszym półroczem 2008 r. był czasem względnej stabilizacji na rynku kontraktów CDS, przeplatanym niepokojącymi informacjami o problemach związanych z rynkiem kredytów *subprime* w USA [*EBC timeline*…]. Zawirowania na tym rynku spowodowały spadek wartości nominalnej wszystkich kontraktów CDS, zwiększając popularność CDS jednopodmiotowych (rysunki 2 i 3). Spadek ten można łączyć z większą awersją do ryzyka uczestników tego rynku.

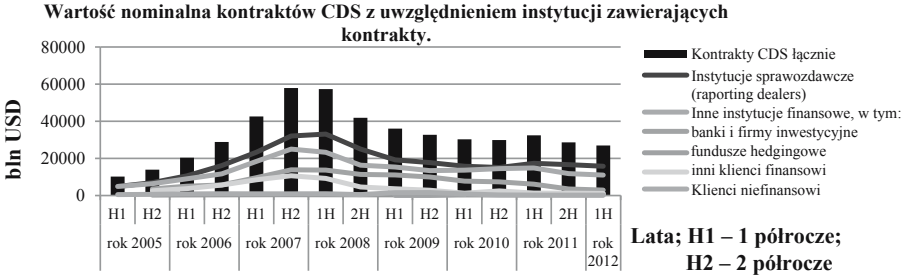
W latach 2008–2012 nadal jednak największą dynamiką zmian w stosunku do okresu początkowego (I półrocze 2005 r.) charakteryzowały się wielopodmiotowe kontrakty CDS (rysunek 3). Ich wartość nominalna wahała się pomiędzy 2901 bln USD, poprzez 25 648 bln USD w okresie największego rozwoju, do 11 364 bln USD na koniec badanego okresu – I połowę 2012 r. Relacje te potwierdziło również badanie dynamiki zmian na rynku CDS-ów do okresu poprzedniego (rysunek 4).

Wyniki prowadzonych badań empirycznych wskazują więc, że w całym okresie rozwoju rynku kredytowych instrumentów pochodnych utrzymuje się wysokie zainteresowanie uczestników rynku finansowego przenoszeniem ryzyka kredytowego na podmioty trzecie poprzez swapy kredytowe. W warunkach stabilizacji finansowej i gospodarczej wzrasta zainteresowanie CDS-ami wielopodmiotowymi. Natomiast w sytuacji rosnącego zagrożenia niestabilnością zwiększa się zainteresowanie partnerów transakcji bardziej bezpiecznymi jednopodmiotowymi kontraktami CDS.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

3. Determinanty zmian na rynku kredytowych instrumentów pochodnych

Zredukowanie lub nawet wyeliminowanie ryzyka kredytowego jest niewątpliwie zasadniczą przyczyną rosnącego zainteresowania kredytowymi instrumentami pochodnymi wielu instytucji finansowych, organizacji i przedsiębiorstw. Rysunek 5 wskazuje na skalę ich zaangażowania w zawieraniu umów kontraktowych.



Rysunek 5. Wartość nominalna kontraktów CDS z uwzględnieniem instytucji zawierających kontrakty

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Banku Rozliczeń Międzynarodowych [http://www.bis.org/].

Jeśli przyjrzeć się wartości nominalnej kontraktów CDS, można zauważyć, że w sumie jest ona wyższa niż wartość CDS znajdujących się w posiadaniu instytucji zawierających kontrakty na tych instrumentach pochodnych. Rynek CDS-ów nie poddaje się zatem prostym statystykom. Na uwagę zasługuje największe zaangażowanie na tym rynku banków i firm inwestycyjnych. Niewiele transakcji na CDS-ach zawierają firmy ubezpieczeniowe i fundusze hedgingowe. W latach poprzedzających globalny kryzys finansowy następował wprawdzie wzrost zainteresowania tymi instrumentami pozostałych klientów, ale był on mniejszy niż w przypadku przedsiębiorstw bankowych. Obserwowany rozkład zaangażowania instytucji finansowych na rynku CDS-ów można zatem uznać za efekt ich motywów biznesowych.

Teoretycznie bodźce do zawierania kontraktów na CDS-ach są silne w każdej instytucji finansowej, z uwagi na towarzyszące ich działalności operacyjnej ryzyko kredytowe. Derywaty kredytowe to bowiem „instrumenty pochodne przynoszące korzyści płynące ze strumieni pieniężnych wynikających z określonych instrumentów finansowych, bez konieczności przenoszenia własności tego instrumentu. Pozwalają więc one nabywcy kontraktu pozbyć się ryzyka kredytowego związanego z instrumentem na rzecz wystawcy kontraktu i stworzenie syntetycznych aktywów, które przynoszą korzyści lub straty, ale nie obciążają bilansu nabywcy kontraktu" [Krzyżkiewicz i inni, 2006, s. 111–112]. Podmiot trzeci, czyli wystawca kontraktu, przejmując ryzyko kredytowe, nie przejmuje ryzyka rynkowego instrumentu finansowego [Kasapi, 2002, s. 18]. Istnieją zatem także silne motywy po stronie podażowej tych instrumentów pochodnych. Teoretycznie przyjmuje się, że nabywca kredytowego

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

instrumentu pochodnego, dokonując transferu ryzyka kredytowego, z zawieranych kontraktów czerpie wyłącznie korzyści. Transakcja ma też zalety dla nabywcy ryzyka, czyli sprzedającego kontrakt kredytowy. Najważniejszym motywem zawarcia transakcji w tym przypadku jest jednak wynagrodzenie.

Pochodne instrumenty kredytowe niosą jednak ze sobą dodatkowe możliwości związane z generowaniem korzyści pozabilansowych. Sprzedawcy kontraktu pozwalają na zajęcie długiej pozycji w zakresie ryzyka kredytowego bez konieczności zakupu instrumentu finansowego – obligacji lub udzielania kredytu. Derywaty kredytowe umożliwiają również przeprowadzanie transakcji arbitrażowych, przynosząc ich wykonawcom zysk niezależny od ryzyka inwestycyjnego, dzięki jednoczesnemu zawarciu transakcji na dwóch lub więcej rynkach. Możliwości te sprawiają, że nietrudno uzasadnić aktywność banków na tym rynku. Eksplozję popytu na derywaty kredytowe spowodowały jednak głównie rosnące obawy o profil kredytowy niektórych banków na świecie. „Inwestorzy poszukiwali w ten sposób zabezpieczenia się przed możliwością niespłacania kredytów i ograniczania swoich ekspozycji wobec banków. Z pochodnych kredytowych korzystają również banki, uzyskując ochronę przed innymi bankami, które nie obsługują kredytów międzybankowych czy obligacji" [Zombirt, 2002, s. 159].

Instytucje kredytowe używają derywatów kredytowych również dlatego, że sprzyjają one poprawie wielkości zaangażowanego w nich kapitału regulacyjnego, ekonomicznego, stóp rentowności. Derywaty kredytowe umożliwiają też zabezpieczenie ryzyka kredytowego składnikami aktywów na czas krótszy od jego terminu zapadalności [Pyka, 2012, s. 89 i nast.]. Najważniejszym jednakże obszarem zastosowań derywatów kredytowych jest zarządzanie portfelowym ryzykiem kredytowym. Umożliwiają one bowiem sprzedaż ryzyka związanego z tradycyjnie obsługiwanymi klientami i nabywanie zagrożeń nieskorelowanych lub nisko skorelowanych z dotychczas istniejącymi. Pochodne instrumenty kredytowe można wykorzystać w banku także w przypadku, gdy skończyły się limity zaangażowania banków wobec dobrych klientów. Poprzez redukcję ryzyka kredytowego tych grup klientów możliwa jest dalsza współpraca banku z nimi. Derywaty kredytowe umożliwiają również pogodzenie sprzecznych tendencji w zarządzaniu bankiem do czerpania korzyści płynących ze specjalizacji oraz do zapewnienia bezpieczeństwa instytucji poprzez rozproszenie podejmowanych działań inwestycyjnych. Derywaty kredytowe pozwalają uczestnikom tego rynku także na zajmowanie długiej pozycji w zakresie ryzyka kredytowego danego instrumentu (swap kredytowy) lub długiej pozycji w odniesieniu do danego instrumentu (swap całkowitego przychodu).

Podobne motywy towarzyszą aktywności na rynku kredytowych instrumentów pochodnych również pozostałym uczestnikom rynku – głównie instytucjom ubezpieczeniowym i firmom inwestycyjnym. Ich siła i zakres są jednak wśród tych uczestników rynku znacznie mniejsze, co widać w statystykach rynku CDS-ów. Wskazują one także, że skala zaangażowania instytucji finansowych na rynku CDS-ów jest zmienna w czasie i przestrzeni (por. rysunek 5). Stopień zaangażowania instytucji

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

finansowych na rynku kredytowych instrumentów pochodnych należy zatem uznać za wrażliwy na ryzyko systemowe i różne formy niestabilności finansowej i gospodarczej. W okresach narastającej nierównowagi monetarnej gospodarki międzynarodowej zwiększa się awersja uczestników rynku do ponoszenia jakiegokolwiek ryzyka, stąd kurczy się także zainteresowanie kredytowymi instrumentami pochodnymi.

Ważnym obszarem kontrowersji wokół kredytowych instrumentów pochodnych są też kwestie związane z jego identyfikacją. Wynikają one zasadniczo z charakteru analizowanego rynku. Rynek ten ma charakter pozagiełdowy a to oznacza jego daleko posuniętą nieprzejrzystość. Dotyczy ona transakcji i pozycji zajmowanych przez jego uczestników. Nie wiedzą oni, czyją niewypłacalność może spowodować ryzyko kontrahenta.

Na rynku pozagiełdowym kredytowych instrumentów pochodnych funkcjonuje wprawdzie mechanizm depozytów zabezpieczających, ale okazuje się, że nie jest on wystarczająco efektywny. Animatorzy rynku, oferując swoje usługi, konkurują bowiem o klientów instytucjonalnych i obniżają wymagania co do zabezpieczeń przy transakcjach [Sławiński, 2009].

Złożoność relacji na rynku kredytowych instrumentów pochodnych była dostrzegana od dłuższego okresu. Początkowo wydawało się, że to brak standaryzacji kredytowych instrumentów pochodnych stanowi barierę dla dalszego rozwoju rynku. Próbę unifikacji derywatów kredytowych poprzez stworzenie ich standardów podjęło Międzynarodowe Stowarzyszenie Dealerów Swapowych – ISDA (International Swaps and Derivatives Association) – instytucja zajmująca się pozagiełdowym rynkiem instrumentów pochodnych OTC. Pierwszy standardowy kontrakt dla rynku derywatów kredytowych został przez ten podmiot opublikowany w końcu stycznia 1998 r. Przełomowe znaczenie miał jednak dopiero zestaw nowych standardów i wspólnych definicji wydany w połowie 1999 r. Do pierwszych instytucji, które zaakceptowały nowe reguły, należały głównie banki – między innymi J.P. Morgan, Paribas, Credit Suisse First Boston – a zatem instytucje o dużym znaczeniu systemowym i globalnym. W 1999 r. 84% pochodnych instrumentów kredytowych bazowało na wspomnianych standardach.

Ważnym zagadnieniem standardów ISDA stało się sprecyzowanie pojęcia zdarzenia kredytowego obejmującego aktualnie upadłość (*bankruptcy*), wszelkie zmiany w spłacie zadłużenia (*Obligation Acceleration*, *Obligation Default*), zaprzestanie spłaty kredytu (*Failure to Pay*), ogłoszenie moratorium (*Moratorium*) oraz restrukturyzację (*Restructuring*) [ISDA]. W rozumieniu ISDA upadłość jest definiowana kryteriami oceny kredytowej agencji ratingowych, natomiast zmiany w spłacie zadłużenia ISDA określa jako przyspieszenie spłaty długu lub opóźnienia w jego spłacie.

Niechlubna rola, jaka przypadła kredytowym instrumentom pochodnym w okresie globalnego kryzysu finansowego, usztywniła stosunek do nich instytucji *safety net*. Na gruncie regulacji UE wskutek międzynarodowych uzgodnień – głównie przedstawicieli grupy G20 – podjęto próbę wzmocnienia regulacji rynku instrumentów pochodnych. 4 lipca 2012 ukazało się Rozporządzenie (UE) nr 648/2012 PE i Rady

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

w sprawie pozagiełdowych instrumentów pochodnych, partnerów centralnych (CCP) oraz repozytoriów transakcji (TRS, EMIR), które weszło w życie 16 sierpnia 2012 r.

Główne obowiązki wynikające z EMIR dotyczą zwiększenia stabilności rynku pozagiełdowego instrumentów pochodnych, a w szczególności:

- centralnego rozliczania pewnych kategorii instrumentów pochodnych OTC,
- zastosowania technik ograniczania ryzyka dla niecentralnie rozliczonych pozagiełdowych instrumentów pochodnych,
- raportowania do repozytoriów transakcji, tzw. *reporting*,
- wspólnych zasad tworzenia central rozliczeniowych,
- wymogów dotyczących repozytoriów transakcji, w tym obowiązku udostępnienia określonych danych organom publicznym.

Prace nie zostały jednak sfinalizowane. Ponadto wprowadzane selektywnie, nie chronią uczestników rynku przed wysokim ryzykiem systemowym gospodarki globalnej. Dlatego też obserwowany kierunek zmian na rynku CDS-ów wydaje się potwierdzać większy dotychczas wpływ na jego rozwój czynników motywacyjnych niż regulacyjnych.

Zakończenie

Opracowanie koncentruje się na procesie zmian rynku kredytowych instrumentów pochodnych w latach 2005–2012. Mimo iż rynek derywatów kredytowych jest rynkiem wschodzącym, jego wartość systematycznie wzrasta. Ze względu na fakt, że instrumenty te dają możliwość odizolowania ryzyka kredytowego i zabezpieczenia się przed wystąpieniem zdarzenia kredytowego, ich rola zwiększa się zarówno w instytucjach uczestniczących w procesie zarządzania ryzykiem kredytowym, jak i wśród podmiotów inwestycyjnych. Największy dotychczas udział w rynku mają kontrakty CDS – rynek samych tylko CDS wzrósł w ciągu ostatnich 8 lat o prawie 300%. Wysoka innowacyjność kredytowych instrumentów pochodnych, mierzona stale nowymi ich konstrukcjami, służy kapitalizacji rynku. Jej wzrost jest niezależny od stopnia standaryzacji i skali przemian dyscypliny regulacyjnej.

Bibliografia

1. Bank Rozliczeń Międzynarodowych, http://www.bis.org (21.02.2013).
2. *EBC timeline of the financial crisis*, http://www.ecb.int/ecb/html/crisis.pl.html (20.02.2013).
3. International Swaps and Derivatives Association, www.isda.org (22.02.2013).
4. Jackowicz K., *Pochodne instrumenty kredytowe (II). Zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych i związane z tym problemy*, „Bank i Kredyt 2001, nr 4.
5. Jajuga, K., *O systematyzacji modeli ryzyka kredytowego*, [w:] D. Appenzeller, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe AE nr 49, Poznań 2004.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:51:16

6. Kasapi A., *Kredytowe instrumenty pochodne. Charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
7. Krzyżkiewicz Z., Jaworski W.L., Puławski M., Walkiewicz R., *Leksykon bankowo-giełdowy*, Poltext, Warszawa 2006.
8. Moser J., *Credit Derivatives: The Lastest New Thing. Essays on Issues*, The Federal Reserve Bank of Chicago, no. 130.
9. Neal R., *Credit Derivatives: New Financial Instrumets for Controlling Credit Risk*, "Economic Review Second Quarter" 1996.
10. O'Kane D., *Modelowanie derywatów kredytowych. Jedno- i wielopodmiotowe kredytowe instrumenty pochodne*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
11. Pyka I., *Rynkowe instrumenty finansowe w alokacji kapitału bankowego*, Difin, Warszawa 2012.
12. Sławiński A., *Cywilizowanie rynku kredytowego*, „Rzeczpospolita", 11 V 2009.
13. Zawadzka Z., *Zarządzanie ryzykiem w banku komercyjnym*, Poltext, Warszawa 1999.
14. Zombirt J., *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, Monografie i opracowania, nr 508, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2002.

Credit derivatives market in the process of changes

In the age of growing global debt, an increasing uncertainty and perturbations in the financial market, rapid development of credit derivatives is constantly observed. Although credit derivatives market is mainly over-the-counter and is not subject to strict regulatory discipline there is growing interest of credit contract – mainly CDS. This paper brings up a transformation issue of credit derivatives market from 2005 to 2012 and concentrates on the determinants' analysis of its growth.