

**Maria Czech**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

# **ANALIZA WYBRANYCH KREDYTOWYCH INSTRUMENTÓW POCHODNYCH W ASPEKCIE WZROSTU GOSPODARCZEGO**

## **Wprowadzenie**

Wzrost gospodarczy ściśle wiąże się ze stabilną sytuacją systemu finansowego. Kryzys finansowy ostatnich lat zwrócił uwagę na głęboką zależność wzrostu gospodarczego od stabilnych finansów. Obecnie problemem w skali światowej, który w dużej mierze zagraża stabilności finansowej, jest nadmierny wzrost zadłużenia, prowadzący do perturbacji na globalnych rynkach finansowych. Jego efektem okazał się kryzys w światowych finansach, który został eksportowany do gospodarki realnej, powodując tym samym zahamowanie wzrostu gospodarczego wielu państw. Procesowi nadmiernego zadłużania sprzyjał dynamiczny rozwój globalnego rynku finansowego, zawierającego innowacyjne instrumenty związane z alokacją i zabezpieczeniem kapitału, paradoksalnie przyczyniające się do wzrostu niestabilności finansowej i gospodarczej.

Przykładem innowacji finansowych, przyczyniających się do zaburzeń równowagi finansowej, było wiele konstrukcji wykorzystanych na rynku subprime (w tym także derywatów kredytowych), które okazały się przyczyną bankructw, w tym także banku inwestycyjnego Lehman Brothers<sup>1</sup>.

Celem niniejszego opracowania jest analiza CDS, w aspekcie stabilności systemu finansowego, który ma kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki dążącej do wzrostu dobrobytu. Poprzedzając te rozważania, należy przedstawić istotę CDS na tle kredytowych instrumentów pochodnych.

---

<sup>1</sup> *Współczesna bankowość inwestycyjna*. Red. A. Szelałowska. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 411.

## 1. Istota derywatów kredytowych

Derywaty kredytowe są instrumentami umożliwiającymi zarządzanie ryzykiem kredytowym, których wartość jest zależna od wartości innego instrumentu finansowego, zwanego bazowym<sup>2</sup>. Pozwalają zatem na realizację terminowych operacji ekonomicznych, determinowanych określonym instrumentem bazowym<sup>3</sup>. Początkowo służyły one do zabezpieczenia się przed ryzykiem kontrahenta<sup>4</sup>, a obecnie wykorzystuje się je w celu redukcji lub całkowitej eliminacji ryzyka kredytowego, uzyskania dodatkowego wynagrodzenia oraz obrotu ryzykiem kredytowym. Innowacyjny charakter derywatów kredytowych umożliwia odizolowanie ryzyka kredytowego od aktywów finansowych, a w konsekwencji przeniesienie jego na inne podmioty<sup>5</sup>.

Cykl życia tego instrumentu rozpoczyna się w momencie zawarcia umowy między stronami, pomiędzy którymi występuje zależność finansowa<sup>6</sup>. Kupujący wyraża chęć zabezpieczenia posiadanych pozycji przed wystąpieniem ryzyka, bez konieczności pozbywania się posiadanych aktywów, które takie ryzyko generują. Natomiast motywem zawierania tego typu transakcji przez przejmującego na siebie ryzyko kredytowe jest możliwość uczestnictwa w działalności kredytowej bez konieczności zakupu aktywów. Zatem derywaty pozwalają na transfer ryzyka polegający na przeniesieniu odpowiedzialności z podmiotu eksponującego ryzyko na podmioty gotowe do jego przejęcia<sup>7</sup> za odpowiednim wynagrodzeniem (*trading*<sup>8</sup>). Na rynku derywatów kredytowych występuje wiele instrumentów, jednak do podstawowych zalicza się: swapy kredytowe (*Credit Default Swap CDS*), swapy dochodowe (*Total Return Swap, TRS*) oraz opcje na spread (*Credit Spread Option CSO*), z których CDS cieszą się największą popularnością.

Konstrukcja CDS opiera się na dwustronnych strumieniach pieniężnych (tabela 1), z których jeden stanowi okresową premię, drugi natomiast uzależnio-

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Dz.U. 2005, nr 183. <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU20051831538> (29.07.2005).

<sup>3</sup> H. Morawska, J. Truszkowski: *Finansowe instrumenty pochodne. Ryzyko, wycena i strategię*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2009, s. 19.

<sup>4</sup> I. Pruchnicka-Grabias: *Pochodne instrumenty kredytowe. Systematyka, wycena, zastosowanie. Przewodnik po strukturach standardowych i egzotycznych*. CeDeWu, Warszawa 2011, s. 11.

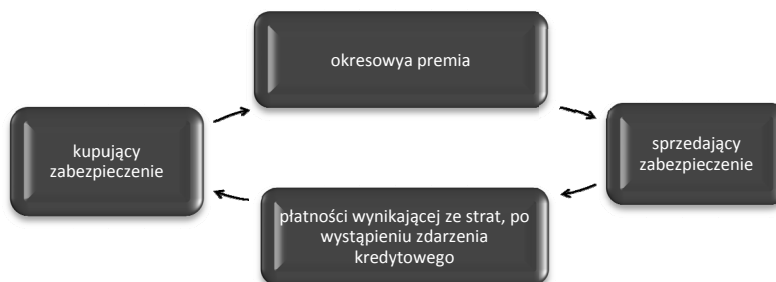
<sup>5</sup> K. Jackowicz: *Pochodne instrumenty kredytowe (I). Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych*. „Bank i Kredyt” 2001, vol. 33, nr 3, s. 51-63.

<sup>6</sup> K. Jajuga: *Zarządzanie ryzykiem*. PWN, Warszawa 2009, s. 71.

<sup>7</sup> A. Hutarska: *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*. CeDeWu, Warszawa 2010, s. 31.

<sup>8</sup> W. Tarczyński: *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*. PWE, Warszawa 2003, s. 111.

ny jest od zajścia zdarzenia kredytowego<sup>9</sup> (rys. 1), obejmującego upadłość, zaprzestanie lub zmiany w spłacie zadłużenia, moratorium oraz restrukturyzację. Ostatecznie jednak jest ono ściśle zdefiniowane w kontrakcie<sup>10</sup>. Warunki kontraktu zawierają również sposób wyceny przepływów pieniężnych oraz harmonogram płatności<sup>11</sup>.



Rys. 1. Mechanizm CDS

CDS traktowane są zatem jako swoistego rodzaju ubezpieczenie wierzytelności przez podmioty gwarantujące spłatę kredytu w przypadku zajścia zdarzenia kredytowego<sup>12</sup>.

Innym przykładem derywatów kredytowych są swapy dochodowe (TRS), polegające na konwersji strumieni pieniężnych, z których jednym jest całkowity dochód generowany przez instrument bazowy<sup>13</sup>. W praktyce oznacza to transfer całkowitego dochodu wraz z wszystkimi rodzajami ryzyka<sup>14</sup>, poprzez przeniesienie go z zabezpieczonego instrumentu na rzecz sprzedawcy zabezpieczenia<sup>15</sup>, w zamian za stawkę LIBOR powiększoną o marżę oraz rekompensatę strat wynikających z bieżącej deprecjacji instrumentu bazowego<sup>16</sup> (tabela 1).

Do derywatów kredytowych należą także opcje *Credit Spread Option* CSO na spread kredytowy. Nabywca CSO zobowiązany jest do uiszczenia premii, będącej jego maksymalnym kosztem transakcyjnym, przy potencjalnie nieograni-

<sup>9</sup> A. Kasapi: *Kredytowe instrumenty pochodne. Charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 24.

<sup>10</sup> A. Hutarska: Op. cit., s. 73.

<sup>11</sup> P. Karkowski: *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*. GreenCapital.pl, Warszawa 2009, s. 54.

<sup>12</sup> A. Szelągowska: Op. cit., s. 411.

<sup>13</sup> M. Pawliszyn: *Rozwój rynku pochodnych instrumentów pochodnych*. „Bank i Kredyt” 2004, s. 4-16.

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> K. Jackowicz: Op. cit.

<sup>16</sup> M. Pawliszyn: Op. cit.

czonym zysku<sup>17</sup>. Dla wystawcy CSO premia jest maksymalnym zyskiem, ale jego potencjalna strata nieograniczona<sup>18</sup>.

Tabela 1

Strumienie płatności w wybranych derywatach kredytowych

|     | Nabywający                                      |                  | Sprzedający      |                                                 |
|-----|-------------------------------------------------|------------------|------------------|-------------------------------------------------|
|     | in plus                                         | in minus         | in plus          | in minus                                        |
| CDS | w przypadku zajścia zdarzenia kredytowego       | okresowa premia  | okresowa premia  | po wystąpieniu zdarzenia kredytowego            |
| TRS | Stawka LIBOR+marża+rekompensata bieżących strat | całkowity dochód | całkowity dochód | Stawka LIBOR+marża+rekompensata bieżących strat |
| CSO | płatność, jeśli opcja jest w cenie              | premia           | premia           | płatność, jeśli opcja jest w cenie              |

Powyższe derywaty kredytowe to zaledwie przykłady, gdyż wciąż powstają nowe, bardziej wysublimowane struktury, kreowane według potrzeb uczestników rynku i pełniące określone funkcje w systemie finansowym, ale niepozostające obojętne na zmiany wzrostu gospodarczego.

## 2. Znaczenie CDS dla gospodarki

Jednym z najważniejszych czynników wzrostu gospodarczego jest prawidłowy rozwój działalności gospodarczej, determinowany wzrostem nakładów kapitałowych. Zwiększenie nakładów kapitałowych powoduje wzrost inwestycji. Jednak coraz większy wzrost nakładów kapitałowych (wynikający z finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw) powoduje znaczny wzrost ryzyka kredytowego, który może doprowadzić do zawirowań gospodarczych, a w skali globalnej nawet do zachwiania stabilności finansowej.

Ryzyko, jako kategoria ekonomiczna, wiąże się z nieosiągnięciem zamierzonych celów i wymaga analiz z punktu widzenia szans i zagrożeń<sup>19</sup>. Natomiast ryzyko kredytowe, będące składową ryzyka finansowego, koresponduje wyłącznie z zagrożeniami i negatywnymi skutkami<sup>20</sup>, będącymi pochodną niewypłacalności kontrahenta. Przed bankructwem partnera finansowego stosuje się zatem działania ochronne, w których właściwymi instrumentami okazują się kredytowe instrumenty pochodne, w tym CDS.

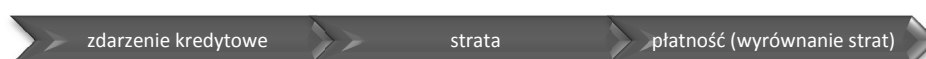
<sup>17</sup> *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*. Red. J. Czekaj. PWN, Warszawa 2008, s. 362.

<sup>18</sup> K. Mejszutowicz: *Podstawy inwestowania w kontrakty terminowe i opcje*. Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2007, s. 70.

<sup>19</sup> K. Jajuga: *Elementy nauki o finansach*. PWE, Warszawa 2007, s. 129.

<sup>20</sup> M. Wójciak: *Metody oceny ryzyka kredytowego*. PWE, Warszawa 2007, s. 12.

CDS, jak wcześniej wspomniano, umożliwiają wyodrębnienie ryzyka kredytowego spośród innych rodzajów ryzyka i jego wytransferowanie<sup>21</sup>. W przypadku wystąpienia zdarzenia kredytowego powodującego deprecjację wartości instrumentu bazowego, następuje rekompensata strat przez podmiot sprzedający zabezpieczenie (rys. 2). Taki mechanizm daje gwarancję, wyrównania wszelkich strat w przypadku wystąpienia zdarzenia kredytowego. Za udzielenie takiej gwarancji sprzedawca instrumentu otrzymuje premię lub całkowity dochód generowany przez instrument bazowy.



Rys. 2. Mechanizm funkcji zabezpieczającej w CDS

Skutki wystąpienia zdarzenia kredytowego mogą okazać się bardzo poważne dla poprawnego funkcjonowania całej gospodarki, a co za tym idzie dla wzrostu gospodarczego. Wiąże się to z zaufaniem do poszczególnych partnerów biznesowych, ale również z zaufaniem do całego systemu finansowego. Budowa zaufania jest postępowaniem długotrwałym i mozolnym, a jego utrata może przebiegać bardzo szybko<sup>22</sup>. Wobec tego poziom zaufania może być zmienny w czasie, co oznacza, iż zaufanie jest procesem dynamicznym, wymagającym dodatkowego zabezpieczenia.

Wobec powyższego, zarówno funkcja ochronna, jak i gwarancyjna kredytowych instrumentów pochodnych jest szczególnie istotna w czasach zawirowań gospodarczych i finansowych. W sytuacji asymetrii informacji na temat sytuacji finansowej kontrahenta, kredytowe instrumenty pochodne dają możliwość znacznej redukcji ryzyka kredytowego, bez zaburzeń w relacji z kontrahentem<sup>23</sup>. To prowadzi do uruchomienia akcji kredytowej, w której środki pozyskane z kredytów w dużej mierze powrócą do gospodarki w formie inwestycji. Wzrost kapitału inwestycyjnego wpływa in plus na wysokość PKB, powodując tym samym wzrost dobrobytu. Brak takich instrumentów mógłby zniechęcać inwestorów do podejmowania ryzyka, mimo że istnieją inne instrumenty oceny wypłacalności kontrahenta, takie jak np. *credit rating*. Jednak niedoskonałości wynikające choćby z braku odpowiedzialności agencji ratingowej czy subiektywizmu w ocenie i kategoryzacji ryzyka<sup>24</sup> może powodować wydanie błędnych

<sup>21</sup> M.A. Olszak: *Międzynarodowy rynek transferu ryzyka kredytowego*. „Bank i Kredyt” 2006, s. 30-52.

<sup>22</sup> P. Sztompka: *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*. Znak, Kraków 2007.

<sup>23</sup> K. Jackowicz: *Pochodne instrumenty kredytowe (II). Zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych i związane z tym problemy*. „Bank i Kredyt” 2001, s. 33-45.

<sup>24</sup> D. Dziawgo: *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*. PWN, Warszawa 2010, s. 220.

ocen i narażać podmioty utrzymujące dług w swoich portfelach na znaczne straty. Taka sytuacja mogłaby doprowadzić do ograniczenia redystrybucji wolnych środków pieniężnych i nieefektywności w gospodarowaniu kapitałem, a to znajdzie odzwierciedlenie w niskim wzroście gospodarczym.

Zatem, w związku z utrzymującym się stanem pogłębiającego się zadłużenia, posiadanie instrumentów pozwalających na skuteczne zabezpieczenie się przed ryzykiem, poprzez wyeliminowanie zagrożonych pozycji, nawet za cenę całkowitego dochodu generowanego przez aktywa bazowe, wydaje się uzasadnione.

Derywaty kredytowe z jednej strony dają możliwość zabezpieczenia się przed ryzykiem kredytowym, a z drugiej pozwalają na uzyskanie dodatkowego zysku z tytułu przejścia tego ryzyka. Podmioty sprzedające zabezpieczenie, świadomie narażają się na ryzyko<sup>25</sup>, gdzie poprzez estymację wartości instrumentu bazowego, osiągają zysk<sup>26</sup>. Zatem, z użyciem derywatów kredytowych wiąże się szansa uzyskania dodatkowej stopy zwrotu, która z dużym prawdopodobieństwem będzie wykorzystana przez inwestorów skłonnych do spekulacji, co może przyczynić się do destabilizacji rynkowej. Nieuzasadniony wzrost lub spadek wartości aktywów może doprowadzić do wzrostu poziomu ryzyka kredytowego.

Aktywa finansowe powinny mieć pokrycie w realnej gospodarce<sup>27</sup>. Tymczasem rynek finansowy oderwał się od gospodarki realnej<sup>28</sup>, czego konsekwencją był kryzys finansowy z przełomu 2008 i 2009 r. Potwierdzeniem niniejszej tezy jest wskazanie danych dotyczących wartości aktywów referencyjnych na rynku derywatów kredytowych i zmian w globalnym PKB (rys. 3).

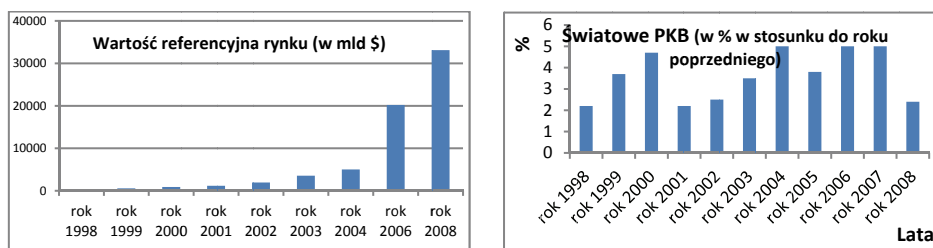
Od 2000 r. wartość instrumentów referencyjnych systematycznie wzrastała, co w porównaniu ze zmianami globalnego PKB, wydaje się nieuzasadnione, gdyż 2007 r. to początek kryzysu finansowego. W 2008 r. gospodarka globalna skurczyła się o 2,65 pp. (a w 2009 o 6,01 pp). w porównaniu do 2007 r. Tymczasem wartość instrumentów referencyjnych pomiędzy 2006 a 2008 r. wzrosła o 12,913 mld dolarów. Może to świadczyć o szeroko zakrojonych działaniach spekulacyjnych, niesprzysięgających stabilności finansowej i gospodarczej.

<sup>25</sup> W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 357.

<sup>26</sup> J. Czekał: *Op. cit.*, s. 451.

<sup>27</sup> W.M. Orłowski: *Świat do przeróbki. Speculanci, bankruci, giganci i ich rywale*. Agora S.A., Warszawa 2011, s. 62.

<sup>28</sup> Ibid.

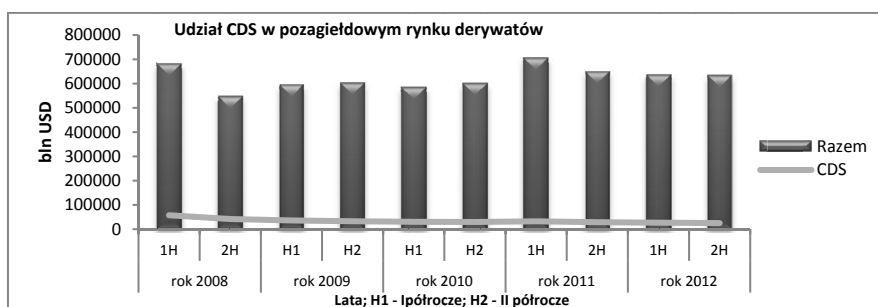


Rys. 3. Wartość referencyjna rynku derywatów kredytowych

Źródło: R. Barrett, J. Ewan: *BBACredit Derivatives Report 2006*. BBA, 2006; IMF, 2012.

Jak zatem rozwijał się rynek CDS w stosunku do powyższych wielkości, można określić na podstawie notowań CDS na rynku pozagiełdowym OTC.

Badaniem globalnego rynku instrumentów pochodnych zajmuje się m.in. Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS)<sup>29</sup>, który wielkość tego rynku w 2012 r. określa na ponad 63 bln USD (rys. 4).

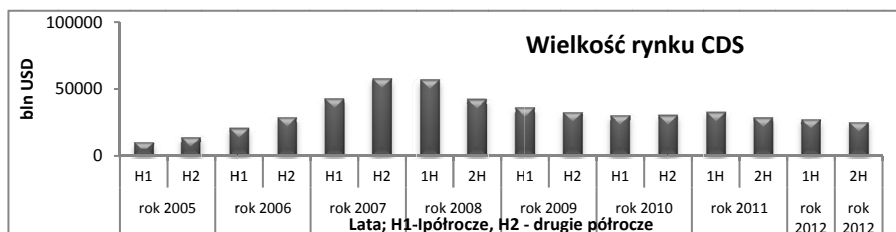


Rys. 4. Rynek derywatów w latach 2008-2012

W ostatnich pięciu latach na globalnym pozagiełdowym rynku derywatów zauważa się względną stabilizację. Największy spadek zanotowano w drugiej połowie 2008 r., na którą przypada kulminacja globalnego kryzysu finansowego. Wówczas wielkość tego rynku zmniejszyła się o niespełna 20% w stosunku do I połowy. Po tym okresie zainteresowanie rynkiem derywatów delikatnie wzrosło i w II połowie 2012 było wyższe o ponad 15% w stosunku do II połowy 2008, ale wciąż niższe o ponad 7% w stosunku do stanu przed kryzysem. Jednak CDS stanowią znikomą część rynku OTC – nieco ponad 5%. CDS osiągnęły apogeum swoich możliwości na przełomie 2007 i 2008 r. (rys. 5). W tym czasie rynek tych instrumentów osiągnął maksymalną wartość ponad 57 500 bln USD.

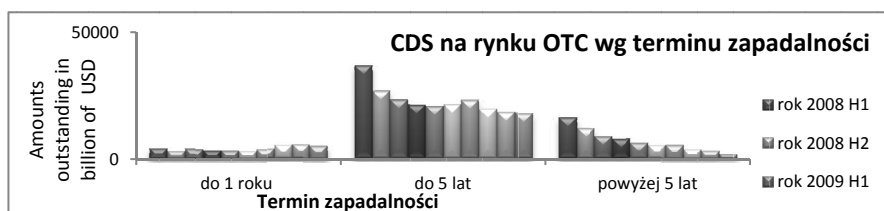
<sup>29</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org)

Po tym okresie zainteresowanie CDS sukcesywnie spadało – średnio o 8,78%, aby na koniec 2012 r. odnotować ponad 43% spadek.



Rys. 51. Wielkość pozagiełdowego globalnego rynku CDS

W badanym okresie największym zainteresowaniem cieszyły się CDS z terminem zapadalności od roku do pięciu lat, jednak należy podkreślić, że ich wartość sukcesywnie spada (rys. 6). Wzrasta natomiast znaczenie krótkoterminowych CDS, co należy tłumaczyć niższym stopniem ryzyka aktywów referencyjnych.



Rys. 26. CDS według terminu zapadalności

W całym badanym okresie dramatycznie spada wartość długoterminowych CDS (średni spadek z półrocza na półrocze o 21,16%). Oznacza to, że na koniec 2012 r. wartość długoterminowych kontraktów CDS była niższa o ponad 88%, zatem stwierdza się znikomy udział długoterminowych CDS w tym sektorze rynku.

Porównując zmiany notowań CDS ze zmianami globalnego PKB należy stwierdzić, iż wartość CDS w początkowym okresie dynamicznie wzrastała aż do I półrocza 2008 r., po czym nastąpił spadek i wielkość rynku CDS znajdowała się na względnie stałym poziomie. W tym samym okresie, w 2006 i 2007 r. globalne PKB utrzymywało się na stałym poziomie, po czym w dwóch kolejnych latach nastąpiła jego znacząca obniżka. Odreagowanie nastąpiło w 2010 r., jednak tendencja wzrostowa nie utrzymała się. Wobec tego należy stwierdzić, że rynek CDS raczej nie reagował na zmiany w globalnym PKB, lub jego reakcja była znikoma. Zatem teza dotycząca oderwania się rynku finansowego od realnej gospodarki wydaje się być prawdziwa. Najbardziej prawdopodobnym wy-

tłumaczeniem takiej sytuacji jest pojawiająca się możliwość przeprowadzania transakcji spekulacyjnych na rynku CDS.

Spekulacje na rynku derywatów kredytowych przyczyniły się do krytyki samych kredytowych instrumentów pochodnych. Jednym z przeciwników tych instrumentów jest Warren Buffett, krytycznie wypowiadający się o derywatach, jako o finansowej broni masowego rażenia<sup>30</sup>. Głównym zarzutem kierowanym pod adresem tych instrumentów jest możliwość ich zakupu bez konieczności posiadania aktywów referencyjnych w portfelu („nagie CDS”) i traktowanie ich jak zakładów bukmacherskich.

W stosowaniu CDS-ów, które nie miały pokrycia w aktywach referencyjnych mogło dochodzić do nadużyć, przez długi czas bowiem pozostawały one poza jakąkolwiek kontrolą. O skali nadużycia rynek finansowy dowiedział się dopiero po upadku Lehman Brothers, w którym zabezpieczeniem zadłużenia wynoszącego 155 mld dolarów były nagie CDS, o łącznej wartości ok. 400 mld dolarów<sup>31</sup>. O nadmiernym stopniu zaangażowania CDS świadczyły również zabezpieczenia kredytów hipotecznych *subprime* w USA, które po załamaniu się tego rynku doprowadziły do zawirowań na globalnym rynku, i w konsekwencji wywołały globalny kryzys finansowy.

Niestety, skala spekulacji z wykorzystaniem CDS, które nie mają pokrycia w aktywach referencyjnych, choć trudna do udowodnienia, była raczej znacząca, świadczy bowiem o tym zakaz spekulacji długiem państwowym, wydany przez Parlament Europejski<sup>32</sup>.

### 3. CDS jako narzędzie oceny stabilności finansowej państw

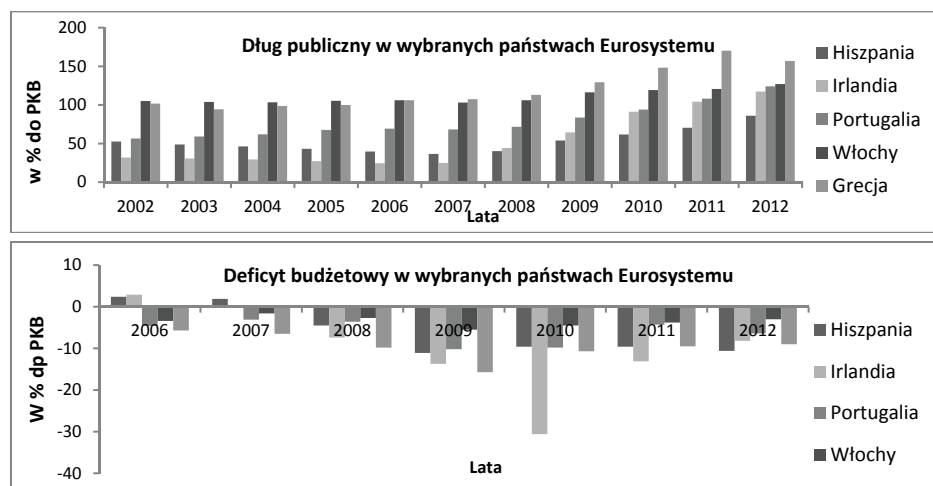
Ogromnym problemem dla stabilności globalnego systemu finansowego okazuje się problem zadłużenia w skali makro, spowodowany poluzowaniem dyscypliny finansów publicznych w znacznej większości krajów europejskich. Nadmierne zadłużenie poszczególnych państw spowodowało groźbę bankructwa państw europejskich, które najbardziej ucierpiały z powodu kryzysu finansowego. Należały do nich tzw. PIIGS: Portugalia, Włochy, Irlandia, Grecja i Hiszpa-

<sup>30</sup> Buffett Warns on Investment 'Time Bomb'. <http://news.bbc.co.uk/2/hi/2817995.stm> (2003, March).

<sup>31</sup> A. Krajewski: *Credit Default Swap Narzędziem finansowej zagłady*. [http://pieniadze.gazeta.pl/Gospodarka/1,125032,9456793,Credit\\_Default\\_Swap\\_Narzedziem\\_finansowej\\_zaglady.htm](http://pieniadze.gazeta.pl/Gospodarka/1,125032,9456793,Credit_Default_Swap_Narzedziem_finansowej_zaglady.htm) (2011).

<sup>32</sup> *Serwis prasowy*. <http://www.europarl.europa.eu/portal/pl> (5.11.2011).

nia<sup>33</sup>. Wówczas były one postrzegane jako zagrażające stabilizacji europejskiej, ze względu na wysoki deficyt i dług publiczny, który mógł doprowadzić do upadłości tych państw (rys. 7).

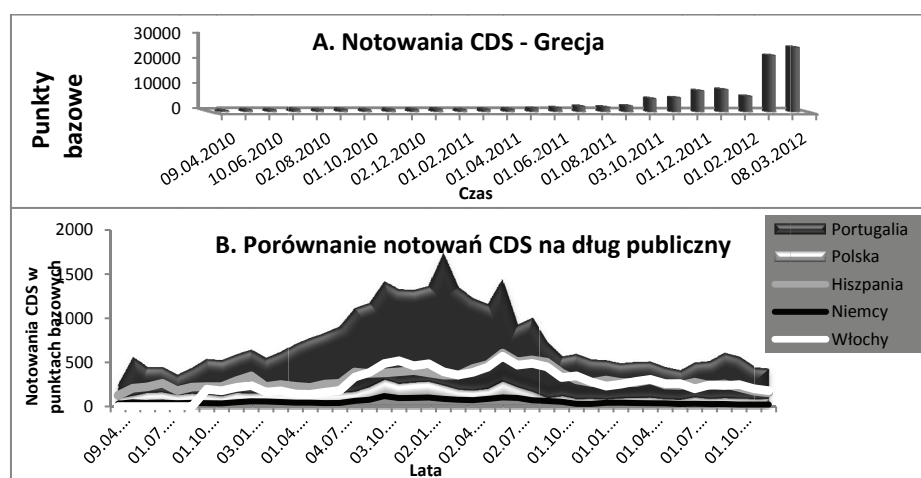


Rys. 7. Deficyt budżetowy i dług publiczny wybranych państw strefy euro

Źródło: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>

Podczas największych perturbacji na rynkach finansowych i wzrastającej niepewności dotyczącej funkcjonowania poszczególnych państw i strefy euro, wysoce niekorzystna sytuacja finansowa została odzwierciedlona w notowaniach CDS na rynku pozagiełdowym. Jak wcześniej nadmieniono, CDS ze względu na możliwość rekompensaty strat w przypadku wystąpienia bankructwa stanowią swoiste ubezpieczenie długu. Wobec tego wzrost notowań CDS świadczy o wystąpieniu negatywnych zdarzeń i informacji potęgujących groźbę bankructwa kraju, którego dotyczą, powodujących wzrost ryzyka kredytowego. Spadek ich notowań z kolei, oznacza zmniejszenie ryzyka kredytowego i oddalenie groźby bankructwa kraju. Zatem analiza notowań CDS na rynku pozagiełdowym dostarcza informacji na temat tendencji rozwojowej zjawiska zadłużenia.

<sup>33</sup> P. Rożyński: *Powracają stare upiory strefy euro*. „Dziennik Gazeta Prawna” z 18.11.2010.



Rys. 8. Notowania CDS dla obligacji pięcioletnich w wybranych krajach UE

Źródło: [www.money.pl](http://www.money.pl)

Z przeprowadzonej analizy notowań CDS dla długu Grecji (rys. 8A) wynika, iż ryzyko bankructwa Grecji było najwyższe spośród wszystkich analizowanych krajów i zaczęło się pogłębiać od kwietnia 2011 r. Wówczas notowania CDS na grecki dług rozpoczęły trwał wzrosty (rys. 8.A), co korelowało ze spadkiem oceny ratingowej. Pozostałe kraje europejskie, którym zagrażało bankructwo to Hiszpania, Portugalia i Włochy (rys. B). To właśnie zostało odzwierciedlone w wysokich kwotowaniach CDS, które od sierpnia 2012 r. obniżają się. Świadczy to oddaleniu groźby bankructwa i stabilizacji na rynku długu.

Najkorzystniej spośród przedstawionych państw wypadają notowania CDS dla długu niemieckiego, świadczące o znikomej groźbie bankructwa. Oznacza to, iż notowania CDS są dodatnio skorelowane z ich relatywnie stabilną sytuacją gospodarczą.

Fluktuacje kosztów ubezpieczenia długu polskiego są nieznaczne, wahające się w przedziale od 100-300 punktów bazowych, z wyraźną tendencją spadkową. Niska wycena długu wynika ze stabilności ekonomicznej i zaufania inwestorów.

## Podsumowanie

Derywaty kredytowe są ważnymi instrumentami systemu finansowego. Rozsądnie wykorzystane, mogą przyczynić się do stabilizacji finansowej, dając możliwość „ubezpieczenia się” od ryzyka bankructwa kontrahenta i uzyskania gwarancji wyrównania potencjalnych strat. Za ich pomocą można także dokonywać prognozy dotyczącej niewypłacalności państwa, gdyż notowanie CDS

stanowi odzwierciedlenie sytuacji gospodarczej i pozwala na szybką reakcję i podejmowanie decyzji w warunkach niepewności. Można nawet zaryzykować tezę, iż CDS dyscyplinują rządy w zakresie finansów publicznych, rządy bowiem zaczynają dążyć do ograniczania zadłużania, obawiając się wzrostu notowań CDS. Jest to uzasadnione faktem, iż wzrost ryzyka bankructwa oznacza wyższy koszt pozyskania pieniądza i obsługi długu, a to powiększa skalę zadłużenia oraz ogranicza potencjał inwestycyjny, co niekorzystnie wpływa na wzrost gospodarczy. Wobec powyższego, derywaty kredytowe efektywnie wykorzystane mogą okazać się bardzo pomocne w przywracaniu stabilizacji na rynku finansowym.

Należy mieć na uwadze, iż są to instrumenty sprzyjające spekulacji. Nadmierne oderwanie aktywów finansowych od fundamentów i brak pokrycia w aktywach referencyjnych prowadzi do nadużyć i destabilizacji finansowej i kryzysów. Zatem ważna jest tu rola regulatora, umożliwiająca kontrolę nad tym segmentem rynku.

## Bibliografia

- Barrett R., Ewan J.: *BBACredit Derivatives Report 2006*. BBA, 2006.
- Buffett Warns on Investment 'Time Bomb'. <http://news.bbc.co.uk/2/hi/2817995.stm>
- Dębski W.: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. PWN, Warszawa 2010.
- Dziawgo D.: *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*. PWN, Warszawa 2010.
- Huterska A.: *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*. CeDeWu, Warszawa 2010.
- Jackowicz K.: *Pochodne instrumenty kredytowe (I). Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych*. „Bank i Kredyt” 2001, vol. 33, nr 3.
- Jackowicz K.: *Pochodne instrumenty kredytowe (II). Zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych i związane z tym problemy*. „Bank i Kredyt” 2001.
- Jajuga K.: *Zarządzanie ryzykiem*. PWN, Warszawa 2009.
- Jajuga K.: *Elementy nauki o finansach*. PWE, Warszawa 2007.
- Kasapi A.: *Kredytowe instrumenty pochodne. Charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- Karkowski P.: *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*. GreenCapital.pl, Warszawa 2009.
- Krajewski A.: *Credit Default Swap narzędziem finansowej zagłady*. [http://pieniadze.gazeta.pl/Gospodarka/1,125032,9456793,Credit\\_Default\\_Swap\\_Narzedziem\\_finansowej\\_zaglady.htm](http://pieniadze.gazeta.pl/Gospodarka/1,125032,9456793,Credit_Default_Swap_Narzedziem_finansowej_zaglady.htm)
- Morawska H., Truszkowski J.: *Finansowe instrumenty pochodne. Ryzyko, wycena i strategie*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2009.

- Mejszutowicz K.: *Podstawy inwestowania w kontrakty terminowe i opcje*. Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2007.
- Olszak M.A.: *Międzynarodowy rynek transferu ryzyka kredytowego*. „Bank i Kredyt” 2006.
- Orłowski W.M.: *Świat do przeróbki. Spekulanci, bankruci, giganci i ich rywale*. Agora S.A., Warszawa 2011.
- Pawliszyn M.: *Rozwój rynku pochodnych instrumentów pochodnych*. „Bank i Kredyt” 2004.
- Pruchnicka-Grabias I.: *Pochodne instrumenty kredytowe. Systematyka, wycena, zastosowanie. Przewodnik po strukturach standardowych i egzotycznych*. CeDeWu, Warszawa 2011.
- Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*. Red. J. Czekaj. PWN, Warszawa 2008.
- Serwis prasowy*. <http://www.europarl.europa.eu/portal/pl>
- Sztompka P.: *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*. Znak, Kraków 2007.
- Rożyński P.: *Powracają stare upiory strefy euro*. „Dziennik Gazeta Prawna” z 18.11.2010.
- Tarczyński W.: *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*. PWE, Warszawa 2003.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*. Dz.U. 2005, nr 183. <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU20051831538>
- Współczesna bankowość inwestycyjna*. Red. A. Szelańska. CeDeWu, Warszawa 2009.
- Wójciak M.: *Metody oceny ryzyka kredytowego*. PWE, Warszawa 2007.
- [www.bis.org](http://www.bis.org)

## THE ANALYSIS OF THE INNOVATIVE DERIVATIVES IN TERMS OF ECONOMIC GROWTH

### Summary

Over the past few years the global economy has experienced a series of negative events, which turned out to be a consequence of the financial crisis. The crisis left mark in the global economy and led to instability and a reduction of the basic economic indicators. Consequently, several Member States have experienced an economic downturn, in which the primary source of the problem is „excessively developed” financial market, and specifically the derivatives market.

The most growing segment of the financial market in the modern economy is derivatives market. This is due to the fact that these instruments offer many possibilities of their use.

Research issues, will therefore hover around the market of innovative derivatives, whose natural goal is to strive for expansion. The study attempts to determine how derivatives affect the factors of economic growth and to analyze the relationship between the magnitude of increase in innovative derivatives market and economic growth.