

**Joanna Stawska**

Uniwersytet Łódzki

# WPŁYW KRYZYSU FINANSOWEGO NA RYNEK PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH

## Wprowadzenie

W literaturze przedmiotu pojawiły się tezy, że do ostatniego kryzysu finansowego w głównej mierze doprowadziły innowacje w świecie finansów. Z drugiej jednak strony należy zwrócić uwagę na fakt, że warunki kryzysu finansowego w pewnym stopniu wpłynęły na modyfikację już istniejących produktów finansowych. W okresie niestabilności finansowej dla uczestników rynku finansowego większe znaczenie miało inwestowanie w bezpieczne produkty, charakteryzujące się ograniczonym ryzykiem strat. Celem artykułu jest analiza modyfikacji i rozwoju wybranych produktów finansowych w okresie kryzysu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu kryzysu na innowacyjność produktów bankowych.

## 1. Innowacyjne produkty bankowe

Definicja innowacji podkreśla, że w wyniku zmiany warunków działania podmiotu gospodarczego pojawiają się nowe rozwiązania, instrumenty, metody w postaci innowacji, które poprawiają konkurencyjność jednostki gospodarczej. Zgodnie z *Oslo Manual* „innowacja to wdrożenie nowego lub znacznie udoskonalonego produktu (wyrobu lub usługi) lub procesu, nowej metody marketingowej, nowego sposobu organizacji w praktyce biznesowej, organizacji miejsc pracy lub powiązań zewnętrznych”<sup>1</sup>. Zgodnie z klasyfikacją OECD za innowacyjne

---

<sup>1</sup> Oslo Manual. Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data. 3rd edition. OECD and Eurostat 2005.

uważa się nowe rozwiązanie zastosowane przez dany podmiot, bez względu na to, czy było już wykorzystywane przez inne podmioty. Wyodrębniając grupę innowacji finansowych należy podkreślić, że od początku były powiązane z innowacjami technologicznymi, rozwijając się równolegle. Wykorzystując innowacje finansowe, można sfinansować projekty technologiczne, szczególnie gdy tradycyjne źródła finansowania są niewystarczające. Natomiast rozwój technologiczny wymusza również na systemie oraz rynkach finansowych dostosowywanie się do zmian współczesnego otoczenia, co wpływa na rozwój innowacji finansowych<sup>2</sup>.

Skupiając się na innowacjach finansowych należy podkreślić, że istnieje wiele definicji je określających. J. Błach przedstawia m.in. za F.J. Fabozzim i F. Modiglianem definicję innowacji finansowych w wąskim ujęciu jako innowacje produktowe, ujmowane jako nowe rozwiązania w instrumentach finansowych (lub kombinacje tradycyjnych instrumentów czy nowe zastosowanie już istniejących). Z kolei za Z.J. Gublerem szerokie ujęcie innowacji finansowych rozumiane jest jako nowe rozwiązanie w obszarze systemu finansowego, czyli w obrębie rynków, instytucji, instrumentów czy regulacji finansowych<sup>3</sup>. Klasyfikacja innowacji finansowych przedstawiona przez D.T. Llewellyna obejmuje m.in. innowacje transferu ryzyka (instrumenty pochodne, oparte na sekurytyzacji, kolateralizacji); innowacje wyceny ryzyka (transakcje na produkty typu CDO i ABS); innowacje poprawiające dostęp do finansowania dłużnego (instrumenty typu CDO i CDS); innowacje ubezpieczeniowe (ryzyko kredytowe ubezpieczone przez emisję CDS) oraz innowacje w obszarze zarządzania aktywami i pasywami (sekurytyzacja, instrumenty CDS, CDO)<sup>4</sup>.

Wśród czynników przyczyniających się do powstawania innowacji bankowych wymienia się: niestabilność cen (stóp procentowych, kursów walut czy papierów wartościowych), następnie rosnącą konkurencję na rynkach, jak również regulacje bankowe<sup>5</sup>.

Kryzys finansowy okazał się czynnikiem sprzyjającym zainteresowaniu produktami zapewniającymi gwarancję kapitału. Wśród najpopularniejszych w tej kategorii produktów wymienia się lokaty bankowe oraz produkty strukturyzowane, które pod wpływem większego zainteresowania oraz odmiennych warunków

<sup>2</sup> J. Błach: Innowacje finansowe i ich znaczenie we współczesnym systemie finansowym – identyfikacja i systematyzacja problemu. „E-Finanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy” 2007, vol. 7, nr 3, [www.e-finanse.com](http://www.e-finanse.com), s. 17-19.

<sup>3</sup> Ibid., s. 21-25.

<sup>4</sup> L. Anderloni, D.T. Llewellyn, R.H. Schmidt: Financial Innovation in Retail and Corporate Banking. Edward Elgar, Cheltenham 2009, s. 5-6.

<sup>5</sup> P. Binkowski, H. Beck: Innowacje bankowe. Poltext, Warszawa 1998, s. 9.

gospodarczych zostały poddane pewnym modyfikacjom, ewoluując w kierunku wyznaczonym przez oczekiwania rynkowe.

Innowacje finansowe, których rozwój na rynkach światowych rozpoczął się już w latach 70. XX wieku, przyczyniały się do stabilizacji gospodarczej i wzrostu dobrobytu wielu gospodarek. Jednak należy również wskazać, że rozwój tych samych innowacji jest podawany jako przyczyna kryzysu finansowego, który pojawił się w postaci jednej z największych baniek spekulacyjnych na światowym rynku finansowym. Sekurytyzację, kolateralizację oraz emisję instrumentów o charakterze ubezpieczeniowym uznano za innowacyjne produkty finansowe, które w istotnym stopniu przyczyniły się do kryzysu finansowego<sup>6</sup>. Sekurytyzacja to proces łączenia jednorodnych, nie płynnych aktywów finansowych, które po usunięciu z bilansu inicjatora procesu są zabezpieczeniem płynnych papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynkach finansowych<sup>7</sup>. Klasyfikacja papierów wartościowych emitowanych w ramach sekurytyzacji, oparta na aktywach bazowych będących zabezpieczeniem walorów finansowych, obejmuje pierwszą grupę, czyli finansowanie oparte na aktywach – ABS (*Asset-Backed Securities*). W ramach sekurytyzacji wyróżniamy również kolejną grupę papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie wierzytelnościami bankowymi – MBS (*Mortgage-Backed Securities*)<sup>8</sup>. Ostatecznie grupa instrumentów finansowych opartych na dźługu została zgrupowana pod jedną nazwą CDO (*Collateralised Debt Obligations*) i odnosiła się do obligacji zabezpieczonych nie tylko kredytami hipotecznymi, ale również kredytami konsumpcyjnymi, kartami kredytowymi itp<sup>9</sup>. Różnica pomiędzy CDO a MBS polegała na tym, że w przypadku MBS zarządzanie portfelem sekurytyzowanych kredytów nie odbywało się w sposób aktywny, a nabywcy wyemitowanych papierów wartościowych pozostawali na równych zasadach. Natomiast w przypadku instrumentów CDO kredyty, które przekazywano spółce specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV), grupowano w pakiety. Pakiety te charakteryzowały się różnym stopniem ryzyka, stopą zwrotu, a poszczególne grupy tych instrumentów stanowiły zabezpieczenie dla różnych transz CDO<sup>10</sup>. Istotnym produktem na rynku są również swapy kredytowe (*Credit Default Swap* – CDS), które w swojej istocie są ubezpieczeniem obligacji firm prywatnych. Nabywca CDS zobowiązuje się do płacenia okresowej prowizji sprzedawcy w zamian za obietnicę zapłaty – w sytu-

<sup>6</sup> A. Giemzik-Salwach: Innowacje finansowe jako przyczyna kryzysu na rynkach międzynarodowych. „E-Finanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy” 2009, nr 3, [www.e-finanse.com](http://www.e-finanse.com).

<sup>7</sup> A. Waszkiewicz: „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji. „Bank i Kredyt”, kwiecień 2004, s. 16.

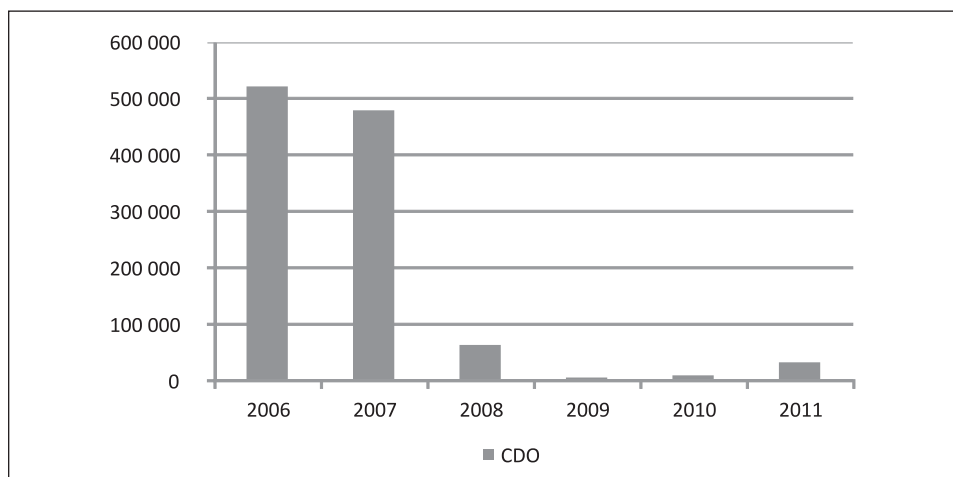
<sup>8</sup> Ibid., s. 21.

<sup>9</sup> Ibid., s. 18-19.

<sup>10</sup> A. Giemzik-Salwach: Op. cit.

acji bankructwa lub niewypłacalności – różnicy pomiędzy ceną nominalną a rynkową obligacji komercyjnej<sup>11</sup>.

Wraz z pojawieniem się na rynku produktów CDO powstała nowa jakość w zakresie zarządzania ryzykiem kredytowym. Ich upowszechnienie doprowadziło do odmiejszczenia ryzyka kredytowego. Dodatkowo istotnie wspomagającym czynnikiem rozwoju CDO był wzrost rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku (*subprime*) na rynku amerykańskim. W konsekwencji recesja oraz zjawisko niespłacalności kredytów *subprime* na szeroką skalę spowodowały załamanie emisji CDO<sup>12</sup>. Istotnym celem zaangażowania banków zagranicznych były instrumenty emitowane w Stanach Zjednoczonych, dlatego nastąpił znaczny transfer kapitału z innych części świata na rynek amerykański, przenosząc w ten sposób ryzyko amerykańskich kredytów hipotecznych w skali globalnej. Na rys. 1 zaprezentowano wartość emisji produktów CDO w Stanach Zjednoczonych w latach 2006-2007.



Rys. 1. Wartość emisji produktów CDO na światowym rynku finansowym w latach 2006-2011 w Stanach Zjednoczonych (w mln dolarów)

Źródło: Global CDO Data, <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, dostęp: 2.10.2012.

W 2006 roku oraz w pierwszej połowie 2007 roku wyemitowano największą ilość papierów strukturyzowanych CDO. Kryzys finansowy, nasilający się na globalnym rynku od połowy 2007 roku, spowodował spadek emisji CDO z po-

<sup>11</sup> J.B. Taylor: Zrozumieć kryzys finansowy. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 89.

<sup>12</sup> M. Buszko: Rynek produktów strukturyzowanych CDO w warunkach światowego kryzysu finansowego. Acta Universitatis Nicolai Copernici, Ekonomia XLI – Nauki Humanistyczno-Społeczne, zeszyt 397. Toruń 2010, s. 142.

ziomu ok. 2 bln dolarów w 2007 roku o ok. 87% w 2008 roku na świecie. W kolejnym, 2009 roku sytuacja kryzysowa na rynku CDO nie uległa zmianie. Okazało się, że modele wyceny CDO opracowywane na bazie historycznych warunków były nieskuteczne, a regulacje ostrożnościowe stosowane na rynku amerykańskim i europejskim nie zdołały skutecznie zapobiec rozprzestrzenianiu się strat pomiędzy bankami na świecie<sup>13</sup>. Zatem kryzys finansowy wpłynął na ograniczenie popytu na te innowacyjne instrumenty finansowe w celu uniknięcia pogłębiających się strat na rynkach finansowych.

## 2. Produkty strukturyzowane jako innowacja finansowa w Polsce

Największy udział wśród produktów strukturyzowanych wprowadzonych w Polsce miały produkty w formie ubezpieczeń na życie i dożywocie (49%) oraz rachunki bankowe (30%). Wśród produktów strukturyzowanych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie wymienia się: certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ) w systemie notowań ciągłych, obligacje strukturyzowane w systemie notowań ciągłych lub kursu jednolitego oraz certyfikaty strukturyzowane w systemie notowań ciągłych lub kursu jednolitego. Zaletą tego typu instrumentów jest ich konstrukcja, która składa się z części „bezpiecznej”, lokowanej w instrumenty przynoszące z góry zadaną stopę zwrotu (obligacje skarbowe, lokaty na rynku międzybankowym), następnie części „rynkowej”, opartej na zakupie instrumentu pochodnego, jakim jest opcja, oraz części trzeciej produktu strukturyzowanego, którym jest marża. Warto podkreślić, że 3/4 produktów strukturyzowanych w Polsce charakteryzuje gwarancja wypłaty po zakończeniu okresu inwestycji na poziomie 100% zainwestowanych środków. Obserwując polski rynek produktów strukturyzowanych, można zauważyć tendencję wzrostu liczby oferowanych produktów i nie stwierdzono odwrócenia tego trendu w czasie ostatniego kryzysu finansowego (tabela 1)<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Ibid., s. 149.

<sup>14</sup> M. Mokrogulski, P. Sepielak: Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000-2010. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa, październik 2010, s. 9.

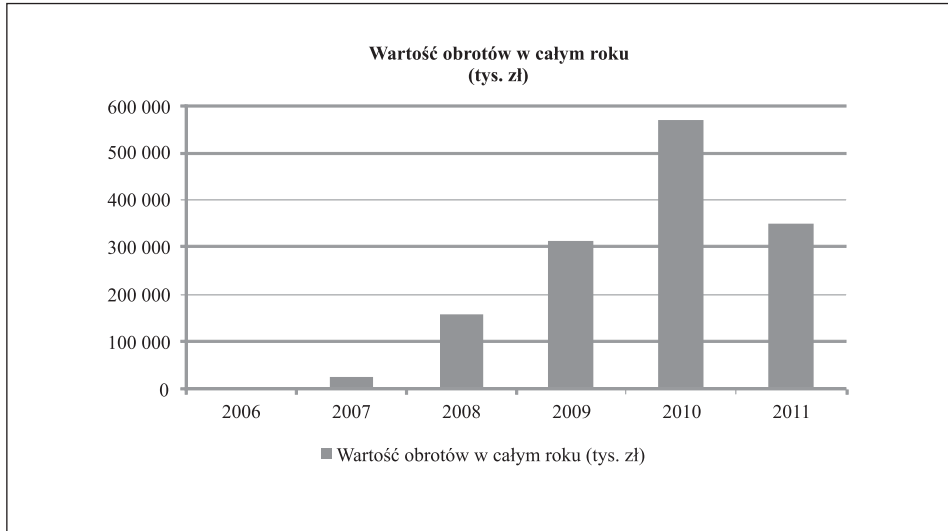
Tabela 1

## Produkty strukturyzowane – podstawowe wskaźniki giełdowe

|   | 2006 | 2007   | 2008    | 2009    | 2010   | 2011   |
|---|------|--------|---------|---------|--------|--------|
| <b>Notowania ciągłe + notowania jednolite</b> |      |        |         |         |        |        |
| Liczba notowanych serii na koniec roku        | 2    | 12     | 46      | 70      | 148    | 206    |
|   |      |        |         |         | 570    | 350    |
| Wartość obrotów w całym roku (tys. zł)        | 1068 | 25 252 | 156 176 | 312 235 | 376    | 224    |
| Średnie obroty na sesję (tys. zł)             | 12   | 101    | 622     | 1239    | 2254   | 1395   |
| Liczba transakcji na sesję                    | 1    | 3      | 33      | 66      | 93     | 127    |
| Średnia wartość transakcji (zł)               | 5185 | 14 854 | 9412    | 9406    | 12 146 | 10 972 |
| <b>Transakcje pakietowe</b>                   |      |        |         |         |        |        |
| Liczba zawartych transakcji (pojedynczo)      | 0    | 0      | 2       | 1       | 4      | 1      |
| Średnia wartość transakcji (tys. zł)          | 0    | 0      | 2996,88 | 194     | 108    | 579    |
| Wartość obrotów w całym roku (tys. zł)        | 0    | 0      | 11 988  | 387     | 860    | 579    |

Źródło: [http://www.gpw.pl/info\\_produkty\\_strukturyzowane](http://www.gpw.pl/info_produkty_strukturyzowane), dostęp: 4.10.2012.

Obecnie wśród najczęściej notowanych produktów strukturyzowanych wymienia się: certyfikaty *knock-out*, trackery lub produkty gwarantujące częściową lub pełną ochronę kapitału, z czego instrumentami o najprostszej formie są trackery, czyli produkty naśladowujące zmiany wskaźników giełdowych (stąd możliwość zarabiania zarówno na wzrostach, jak i spadkach cen instrumentów bazowych). Wydaje się, że kryzys finansowy przyczynił się do większego zainteresowania inwestorów przede wszystkim bezpiecznymi formami inwestowania (np. produktami strukturyzowanymi z pełną ochroną kapitału) oraz produktami umożliwiającymi zarabianie również na spadkach cen instrumentów bazowych.

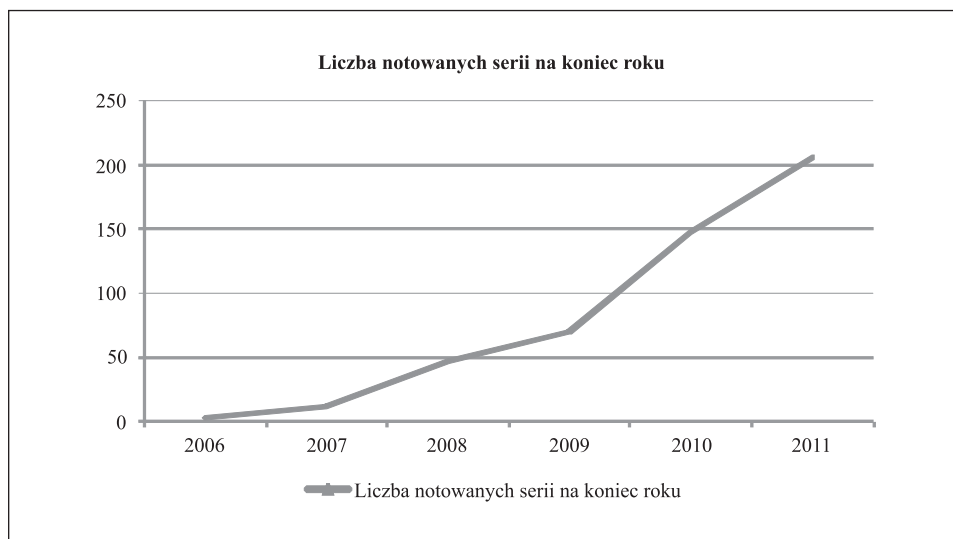


Rys. 2. Wartość obrotów produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2006-2011

Źródło: [http://www.gpw.pl/info\\_produkty\\_strukturyzowane](http://www.gpw.pl/info_produkty_strukturyzowane), dostęp: 4.10.2012.

Wśród instrumentów bazowych, na których mogą opierać się produkty strukturyzowane, wymienia się: indeksy giełdowe, kursy akcji, ceny surowców (np. złota, srebra, ropy naftowej, gazu ziemnego), ceny produktów rolnych (pszenicy, kukurydzy, kawy, kakao), kursy walut i stopy procentowe. Na GPW w Warszawie na dzień 30 stycznia 2012 roku notowanych było ponad 200 produktów strukturyzowanych (30 to certyfikaty *knock-out*, a 176 to pozostałe instrumenty). Kryzys finansowy przyczynił się do większego zainteresowania produktami strukturyzowanymi, na co wskazują dane statystyczne zaprezentowane na rys. 2 oraz 3. W styczniu 2012 roku przykładem produktu, który wyróżniał się wysokim średnim dziennym obrotem na polskiej giełdzie, umożliwiającym zarobki przy spadku cen produktu bazowego, był produkt wyemitowany przez Raiffeisen Bank oparty na niemieckim indeksie DAX (obróć dzienny 131 tys. zł)<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> [http://prometeia.pl/pl/produkty\\_strukturyzowane\\_notowane\\_na\\_gpw/176/](http://prometeia.pl/pl/produkty_strukturyzowane_notowane_na_gpw/176/), dostęp: 30.09.2012.



Rys. 3. Liczba notowanych serii produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2006-2011

Źródło: Ibid.

Kolejnym przykładem produktu, który przynosi zyski, gdy dany indeks spada, jest Aegon Bessa – węgierski fundusz inwestycyjny chroniący 90% kapitału, inwestując w depozyty oraz w bony skarbowe. Produkt ten został wprowadzony na rynek w listopadzie 2007 roku. Część aktywów inwestowana jest w opcje sprzedaży (opcje *put*) na WIG20. W momencie nasilania się kryzysu finansowego wzrosło zainteresowanie inwestorów tym produktem (56 mln zł pozyskanych aktywów we wrześniu 2008 roku). Innym przykładem instrumentu opartego na spadkach był produkt Banku Millenium wprowadzony w grudniu 2007 roku jako 3-letni produkt z pełną gwarancją kapitału w ramach bankowości prywatnej. Oferowano 120% udziału w bezwzględnej wartości spadku notowań koszyka 15 amerykańskich spółek związanych z rynkiem lokalnym Stanów Zjednoczonych<sup>16</sup>.

Sytuacja państw europejskich strefy euro oraz ich problemy zadłużeniowe w istotnym stopniu oddziałują na rozwój produktów strukturyzowanych oferowanych przez instytucje finansowe na rynku *private banking* i nie tylko. Dla klientów w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej coraz częściej największe znaczenie ma aspekt zabezpieczenia majątku przed utratą realnej wartości. Stąd to produkty strukturyzowane, gwarantujące ochronę kapitału, stanowią atrakcyjną ofertę. Ostatni kryzys finansowy wpłynął na rozwój produktów strukturyzo-

<sup>16</sup> <http://maciejkossowski.blogbank.pl/2009/03/13/inwestorzy-wola-obstawiac-wzrosty/>, dostęp: 30.09.2012.



wanych, które stały się alternatywne w stosunku do ryzykownych form inwestowania, czego dowodem jest wzrost produktów gwarantujących pełną ochronę kapitału (tabela 2) oraz tzw. *autocall*, czyli produktów strukturyzowanych pozwalających zakończyć transakcję w przypadku zaistnienia określonych warunków. W październiku 2012 roku wśród produktów strukturyzowanych przeważały obligacje strukturyzowane oparte na wzrostowych oczekiwaniach rynku lub strategiach. Dodatkowo przeważali inwestorzy, którzy preferowali pełną ochronę kapitału (rezygnując nawet z wyższych zysków) w przeciwieństwie do tych wybierających opcję braku ochrony, zachowując się asekuracyjnie na rynku, na którym wciąż zaznaczał się wpływ niepewności wśród jego uczestników.

Tabela 2

Produkty strukturyzowane (obligacje strukturyzowane) według oczekiwań rynkowych w październiku 2012 roku (z opcją ochrony kapitału, jak i bez ochrony kapitału)

| Nazwa produktu | Typ produktu              | Instrument bazowy  | Oczekiwania rynkowe | Ochrona kapitału | Emitent                 | Stopa zwrotu 6M |
|----------------|---------------------------|--|---------------------|------------------|-------------------------|-----------------|
| BZPTM1112      | Obligacja strukturyzowana | BNP Paribas Platinum PLN ER/WIG20  | wzrost              | pełna            | SecurAsset S.A.         | 11,11%          |
| BZIFR0113      | Obligacja strukturyzowana | BNP Paribas Global Infrastructure ER/BNP Paribas COMAC Isovel 8 LS ER/PLN Cash | wzrost              | pełna            | SecurAsset S.A.         | 8,51%           |
| BZNER1112      | Obligacja strukturyzowana | BZ WBK Nowa Era Excess Return  | wzrost              | pełna            | SecurAsset S.A.         | 7,63%           |
| BZIFR1212      | Obligacja strukturyzowana | BNP Paribas Global Infrastructure ER/BNP Paribas COMAC Isovel 8 LS ER/PLN Cash | wzrost              | pełna            | SecurAsset S.A.         | 8,75%           |
| BZGR11112      | Obligacja strukturyzowana | Pekao, KGHM, Telekomunikacja Polska, PKN, PZU, PGE                             | wzrost              | pełna            | SecurAsset S.A.         | 7,47%           |
| DBW-STX1012    | Certyfikaty Ekspresowe    | WIG20  | Strategia           | brak             | Deutsche Bank AG London | -               |
| BZGR21212      | Obligacja strukturyzowana | Pekao, KGHM, Telekomunikacja Polska, PKN, PZU, PGE                             | Strategia           | pełna            | SecurAsset S.A.         | 7,99%           |

cd. tabeli 2

|             |                                |  |           |       |                         |        |
|-------------|--------------------------------|--|-----------|-------|-------------------------|--------|
| GNMS10113   | Obligacja strukturyzowana      | BNP Paribas Millennium Master Series 8 PLN | Strategia | pełna | SecurAs-set S.A.        | 10,32% |
| GNMS20113   | Obligacja strukturyzowana      | BNP Paribas Millennium Master Series 8 PLN | Strategia | pełna | SecurAs-set S.A.        | 11,23% |
| DBWO-BO0712 | Certyfikaty z ochroną kapitału | KGHM, PKN                                  | Strategia | brak  | Deutsche Bank AG London | -      |

Źródło: [http://www.gpw.pl/info\\_produkty\\_strukturyzowane](http://www.gpw.pl/info_produkty_strukturyzowane), dostęp: 4.10.2012.

Innowacją finansową w zakresie produktów bankowych jest również finansowanie za pomocą *Exchange Traded Fund*, czyli funduszu, którego celem jest odwzorowywanie określonego indeksu. ETF-y weszły do obrotu w USA w 1993 roku, w Europie w 1999 roku, natomiast w Polsce w 2010 roku. Pierwszy certyfikat ETF na indeks WIG20, który pojawił się w Polsce, skonstruowany jest w taki sposób, żeby odzwierciedlać indeks WIG20. Jednostką notowania jest 1 tytuł uczestnictwa o początkowej wartości odzwierciedlającej 1/10 wartości indeksu WIG20. Natomiast notowanie tytułów uczestnictwa odbywa się w systemie notowań ciągłych w złotych polskich na takich zasadach jak akcji. Kolejnymi instrumentami ETF na rynku polskim są: ETF na indeks notowanie DAX (jego wartość w złotych odpowiada 1/100 wartości indeksu DAX w euro) oraz ETF na indeks S&P500 (jego wartość w złotych odpowiada 1/100 wartości indeksu S&P500 w dolarach), wprowadzone 31 maja 2011 roku na GPW. Zaletą tego instrumentu jest to, że odzwierciedla zachowanie indeksów renomowanych giełd na rynku światowym, co pozwala na zbudowanie zróżnicowanego portfela inwestycyjnego, a dodatkowo charakteryzuje się wysoką płynnością, gdyż jest przedmiotem obrotu na każdej sesji<sup>17</sup>.

## Podsumowanie

Podsumowując, produkty strukturyzowane można zaliczyć do grupy innowacji finansowych, które pod wpływem różnorodnych czynników związanych z pojawieniem się kryzysu finansowego ewoluowały, dostosowując się do potrzeb rynkowych. Elastyczność produktów strukturyzowanych umożliwiła wykorzysta-

<sup>17</sup> [http://www.gpw.pl/etfy\\_instrumenty](http://www.gpw.pl/etfy_instrumenty), dostęp: 1.10.2012.

nie w ich budowie w większej mierze instrumentów gwarantujących zwrot zainwestowanego kapitału oraz zarabiających na spadkach instrumentów bazowych, szczególnie w okresie kryzysu. Obserwując rynek tych produktów w Polsce, zauważa się trend wzrostowy ilości oraz wartości oferowanych produktów strukturyzowanych, który nasilił się szczególnie w okresie kryzysu na światowych rynkach finansowych.

## Literatura

- Anderloni L., Llewellyn D.T., Schmidt R.H.: *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*. Edward Elgar, Cheltenham 2009.
- Binkowski P., Beck H.: *Innowacje bankowe*. Poltext, Warszawa 1998.
- Błach J.: Innowacje finansowe i ich znaczenie we współczesnym systemie finansowym – identyfikacja i systematyzacja problemu. „E-Finanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy” 2007, vol. 7, nr 3, [www.e-finanse.com](http://www.e-finanse.com).
- Buszko M.: Rynek produktów strukturyzowanych CDO w warunkach światowego kryzysu finansowego. *Acta Universitatis Nicolai Copernici, Ekonomia XLI – Nauki Humanistyczno-Społeczne*, zeszyt 397. Toruń 2010.
- Claessens S., Kose A., Terrones M.: *What happens during recession, crunches, and butts?* IMF Working Paper 2008.
- Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny? Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Zeszyt BRE Bank – CASE 2005, nr 79.
- Eurostat Community Innovation Survey (CIS) 2004-2006. Statistical Office of the European Communities (Eurostat), Study Documentation, 29 December 2009.
- Giemzik-Salwach A.: Innowacje finansowe jako przyczyna kryzysu na rynkach międzynarodowych. „E-Finanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy” 2009, nr 3, [www.e-finanse.com](http://www.e-finanse.com).
- Oslo Manual. Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data. 3rd edition. OECD and Eurostat 2005.
- Harasim J.: Wprowadzenie nowych produktów do oferty banku skierowanej do klientów indywidualnych. „Bank i Kredyt”, lipiec 2004.
- Jobst A.A.: *What Is Structured Finance?* International Monetary Fund (IMF), Working Paper Series, Washington DC, USA, September 2005.
- Mokrogulski M., Sepielak P.: *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000-2010*. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa, październik 2010.

Taylor J.B.: Zrozumieć kryzys finansowy. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.

Waszkiewicz A.: „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji. „Bank i Kredyt”, kwiecień 2004.

Wiśniewski P.: Innowacyjność w polskim sektorze usług finansowych. Studia BAS 1-2011, [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com).

[http://prometeia.pl/pl/produkty\\_strukturyzowane\\_notowane\\_na\\_gpw/176/](http://prometeia.pl/pl/produkty_strukturyzowane_notowane_na_gpw/176/).

<http://maciejkossowski.blogbank.pl/2009/03/13/inwestorzy-wola-obstawiac-wzrosty/>.

Witryna internetowa Giełdy Papierów Wartościowych: [http://www.gpw.pl/info\\_produkty\\_strukturyzowane](http://www.gpw.pl/info_produkty_strukturyzowane), dostęp: 4.10.2012.

Witryna internetowa Securities Industry and Financial Markets Association: <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, dostęp: 2.10.2012.

## THE IMPACT OF THE FINANCIAL CRISIS ON THE STRUCTURED PRODUCTS` MARKET

### Summary

The conditions of the financial crisis contributed to the development of new or modification of existing financial products. In the period of financial instability, for the financial market participants were more important to invest in safe products, characterized by a limited risk of loss. The purpose of this article is to analyze the modification and development of selected financial products during the financial crisis, with particular emphasis on the impact of the crisis on innovative bank products. Structured products as financial innovation have evolved to adapt to market needs, under the influence of various factors related to the financial crisis. Thanks to the flexibility of structured products it was possible to use primarily instruments guaranteeing the return on invested capital and earning instruments on dips. Observing the market for these products in Poland, is a noticeable upward trend in the number and value of offered structured products, which intensified especially during the crisis in global financial markets.