

**Grażyna Ancyparowicz**

Główny Urząd Statystyczny

---

**ZOBOWIĄZANIA PRZEDSIĘBIORSTW  
NIEFINANSOWYCH Z TYTUŁU UMÓW  
NA DERYWATY ZAWARTYCH W LATACH 2007-2009**

---

**Streszczenie:** W gospodarce otwartej przedsiębiorstwa muszą zabezpieczać się przed ryzykiem kursowym. W tym celu zawierają kontrakty terminowe, umowy na opcje walutowe, CIRS. W czasie ostatniego kryzysu w gospodarce światowej ta forma zabezpieczenia okazała się zawodna. Umowy na derywaty były przyczyną obniżenia rentowności sektora przedsiębiorstw, a nawet bankructwa niektórych polskich firm. Z badania przeprowadzonego przez Główny Urząd Statystyczny wynika, że pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw miało bezpośredni związek z załamaniem obrotów w handlu zagranicznym, a tylko sporadycznie – ze spekulacjami na rynku walutowym. W 2010 r. wyniki finansowe przedsiębiorstw poprawiły się, ale nadal pozostały wysokie zobowiązania z tytułu umów na derywaty, mogące mieć negatywne następstwa w przyszłości.

**Słowa kluczowe:** derywaty, sektor przedsiębiorstw, zobowiązania, opcje walutowe.

## 1. Wstęp

Na początku 2009 r., gdy w statystyce nie były jeszcze w pełni widoczne skutki światowego kryzysu, w mediach pojawiły się sensacyjne doniesienia o upadłościach spowodowanych zaangażowaniem polskich firm w transakcje opcjami walutowymi. W komunikacie Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z 11 marca 2009 r. podano do publicznej wiadomości, że negatywna wycena rynkowa instrumentów pochodnych w portfelach inwestorów sektora niefinansowego wyniosła ok. 19 mld zł. W tym samym czasie okazało się, że wyniki finansowe sektora przedsiębiorstw pogorszyły się w 2008 r. w stosunku do 2007 r. o ok. 23 mld zł. Wiążąc te informacje ze sobą, dziennikarze, a także niektórzy lobbyści przypisali spadek rentowności sektora przedsiębiorstw błędom w zarządzaniu ryzykiem walutowym<sup>1</sup>, moralnemu hazardo-

---

<sup>1</sup> Ryzykiem walutowym określa się: a) prawdopodobieństwo spadku przychodów lub wzrostu kosztów w transakcji międzynarodowej, wynikające ze zmiany poziomu kursu walut w rozliczeniu tejże transakcji [Tarczyński 2003, s. 139]; b) ujemne różnice kursowe, powstające wtedy, gdy kurs waluty obcej, w której powstała należność, obniża się lub wzrasta wobec kursu waluty obcej, w której

wi i nierzetelności pracowników banków. Pojawiły się w związku z tym inicjatywy ustawodawcze zmierzające do unieważnienia zawartych kontraktów na instrumenty pochodne. W celu ustalenia stanu faktycznego w Głównym Urzędzie Statystycznym zostało przeprowadzone badanie, które miało zweryfikować obiegowe opinie. W niniejszym artykule prezentuję najważniejsze ustalenia z tego badania<sup>2</sup>.

## 2. Synergia kryzysu finansowego i kryzysu w sferze realnej

Ustanowiony w 1944 r. w Bretton Woods ład monetarny załamał się ostatecznie 15 sierpnia 1971 r. Z wagi tego wydarzenia nie w pełni zdawano sobie wówczas sprawę, traktując zawieszenie złotego parytetu USD jako przejściowe zaburzenie globalnego rynku finansowego [Kucharski i in. 1973, s. 195-257; Morawski 2008, s. 71-80]. W rzeczywistości zarówno waluty narodowe pełniące rolę światowego pieniądza rezerwowego, jak i pozostałe waluty zostały trwale oderwane od jakiegokolwiek materialnej podstawy. Próby kontrolowania relacji wymiennych walut światowych nie przyniosły sukcesu, w obiegu było coraz więcej pieniądza wirtualnego, rosła nadpłynność globalnego systemu finansowego, zwiększało się ryzyko walutowe. Brak jednolitych, uniwersalnych standardów nadzoru nad globalnym rynkiem finansowym ułatwiał rozprzestrzenianie się kreatywnej rachunkowości, skutkiem czego system sprawozdawczości finansowej tracił przejrzystość [Szambelańczyk 2009]. Czynniki te wywoływały powtarzające się co pewien czas zaburzenia funkcjonowania rynków finansowych, w tym także ostatni globalny kryzys, któremu początek dały amerykańskie kredyty *subprime*.

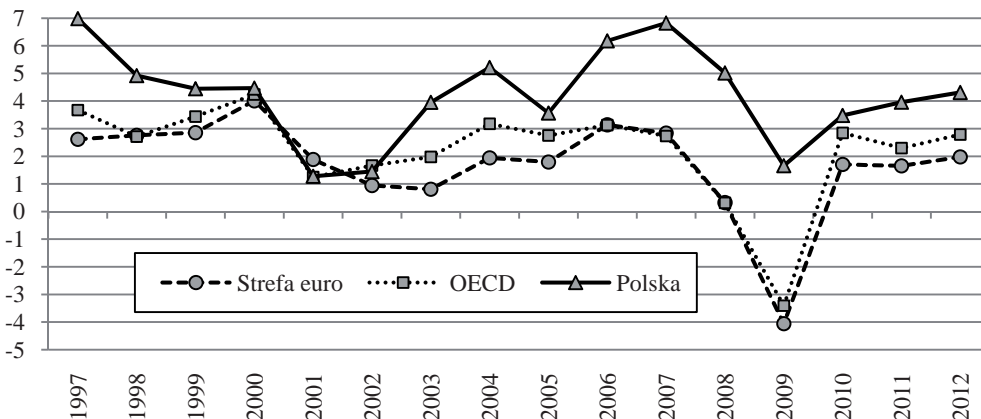
Z analiz przebiegu cyklu koniunkturalnego po drugiej wojnie światowej wynika, że recesja w gospodarce trwała przeciętnie około dwóch lat i prowadziła do spadku PKB o ok. 2%. Zawirowania na rynkach finansowych przedłużały ten okres do 2,5 roku, przy spadku PKB o 3%. Gdy na te zjawiska nałożył się wpływ schyłkowej fazy cyklu budowlanego (bądź załamanie rynku nieruchomości), dekonunktura wydłużała się do 4,5-6 lat przy spadku produkcji przemysłowej i realnego PKB do 9%. Inwestycje podjęte w fazie ożywienia były przez jakiś czas kontynuowane, częściowo neutralizując skutki załamania produkcji, toteż regres poprzedzało spowolnienie gospodarcze. Z pewnym opóźnieniem reagował także handel zagraniczny; spadek importu był z reguły silniejszy od spadku eksportu, przy spadku obrotów o ok. 7% w pierwszym roku recesji. Spadek efektywnego popytu powoduje likwidację miejsc pracy. W pierwszym roku kryzysu nie rośnie zbyt gwałtownie, lecz (w stosunku do fazy rozkwitu) w dolnym punkcie cyklu koniunkturalnego może zwiększyć się do

---

zaciągnięto zobowiązanie [Misztal 2004, s. 35]; c) możliwość poniesienia straty z tytułu posiadania przez bank lub spółkę otwartej i niezabezpieczonej pozycji walutowej na skutek niekorzystnego ruchu kursów walutowych; jest to ryzyko zmiany przeliczonej na walutę krajową kwoty należności lub zobowiązań, która była ustalona w walucie obcej, w wyniku zmiany kursu waluty obcej w stosunku do waluty krajowej [Bodie, Merton 2003, s. 364; Kaczmarek 2001, s. 56].

<sup>2</sup> Pełną informację zawiera publikacja GUS [*Instrumenty pochodne...* 2010].

7 pkt proc. Po wejściu gospodarki na ścieżkę wzrostu jeszcze przez rok utrzymuje się wzrost stopy bezrobocia [Claessens i in. 2008].

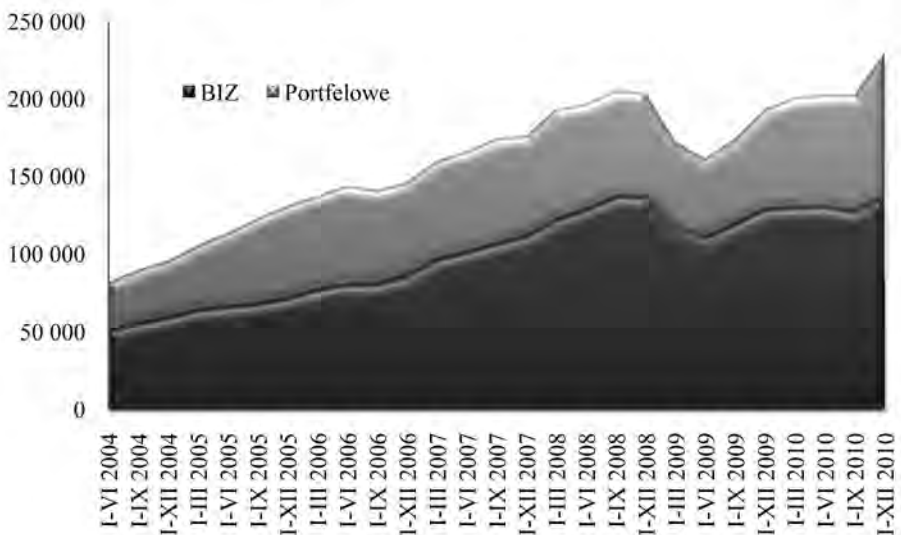


Rys. 1. Realny przyrost PKB w stosunku do poprzedniego roku

Źródło: [World Investment... 2010].

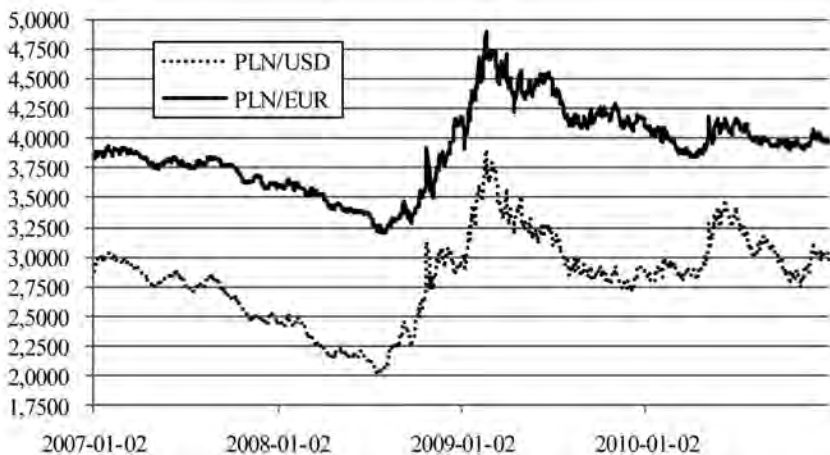
Jeśli w wyniku deregulacji na rynkach finansowych poszkodowany został sektor bankowy, spadek notowań papierów wartościowych sięga średnio 55%, realna wartość nieruchomości obniża się o ok. 35%. Awersja do ryzyka powoduje, że spadek akcji kredytowej jest bardzo silny, a po uspokojeniu rynków finansowych na ogół potrzeba minimum trzech lat ożywienia gospodarczego w sferze realnej, aby dynamika kredytów wróciła do poziomu sprzed punktu zwrotnego, który zapoczątkował fazę zniżkową cyklu koniunkturalnego. Odbudowa akcji kredytowej rozpoczynała się w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych, później (pod wpływem popytu konsumpcyjnego) – w segmencie kredytów korporacyjnych. Charakterystyczną cechą kryzysów, których źródłem były zaburzenia w sektorze bankowym, był wzrost długu publicznego sięgający 86% jego wartości sprzed recesji. Dług generowały kosztowne programy interwencyjne, realizowane w warunkach spadku wydajności źródeł zasilających budżet państwa. Następstwem kryzysów finansowych jest wzrost nieprzewidywalności reakcji inwestorów portfelowych i nasilenie spekulacji na rynkach walutowych [Debt and Deleveraging... 2010].

Kryzys, który rozpoczął się wiosną 2007 r. w Stanach Zjednoczonych, był wywołany w sferze finansowej, sprzężony z kryzysem budowlanym, a towarzyszyły mu gwałtowne ruchy „gorącego pieniądza”, które spowodowały odpływ kapitału oraz spekulacje na rynku walutowym. Dotyczyło to również Polski. Po załamaniu wzrostowego trendu kursu PLN wobec walut obcych okazało się, że niektóre polskie przedsiębiorstwa nie były w stanie obsługiwać terminowo zobowiązań z tytułu kontraktów na instrumenty pochodne zabezpieczające ryzyko walutowe. Sensacyjne doniesienia mediów o błędach i nadużyciach w zarządzaniu ryzykiem walutowym



**Rys. 2.** Polskie zobowiązania wobec nierezydentów w mln EUR z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) i inwestycji portfelowych

Źródło: [*Międzynarodowa pozycja...*].



**Rys. 3.** Kurs PLN wobec EUR i USD

Źródło: [[www.nbp.pl/statystyka](http://www.nbp.pl/statystyka)].

inspirowały środowiska naukowe do podjęcia tematu. Nie istniały jednak wiarygodne statystyki na temat strat przedsiębiorstw z tego tytułu, co utrudniało obiektywną ocenę powstałej sytuacji [Karkowski 2009 s. 22; Zając, Więckowski 2010, s. 59-60].

### 3. Kontrakty na derywaty jako ochrona ryzyka kursowego

Umowy z bankami, zabezpieczające polskie przedsiębiorstwa przed ryzykiem walutowym, były sporadycznie stosowane od początku transformacji systemowej, w większym zakresie zastosowano je po akcesji do Unii Europejskiej. W 2007 r. i w pierwszej połowie 2008 r., spodziewając się dalszego umacniania złotówki, coraz więcej przedsiębiorstw coraz bardziej angażowało się w umowy na derywaty, czego rezultatem był wzrost wartości nominalnej i bilansowej instrumentów pochodnych w aktywach i pasywach respondentów.

**Tabela 1.** Wartość instrumentów finansowych w portfelach przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu IF Instrumenty finansowe

Wyszczególnienie	2007		2008		2009	
	wartość w mln zł					
	nominalna	bilansowa	nominalna	bilansowa	nominalna	bilansowa
Instrumenty finansowe – aktywa	86 510,2	61 699,3	83 019,8	73 024,1	101 182,4	78 026,4
Dłużne papiery wartościowe wraz z naliczonymi odsetkami	8 839,0	8 841,6	6 849,6	7 187,9	12 095,8	10 398,3
Udziałowe instrumenty finansowe	22 096,5	23 879,0	22 253,5	23 879,0	22 503,0	30 216,8
Depozyty i udzielone pożyczki	7 347,7	10 326,5	9 022,2	11 667,1	15 395,8	17 336,1
Instrumenty pochodne, w tym:	39 367,6	6 746,5	37 628,6	18 238,6	43 030,6	9 011,1
kontrakty <i>forward</i>	24 510,1	4 966,1	15 869,8	6 158,7	17 140,0	5 798,3
kontrakty <i>futures</i>	395,7	353,3	586,9	183,4	345,7	350,9
opcje	4 903,6	1 120,2	13 421,4	3 133,3	8 551,2	1 205,8
kontrakty <i>swap</i> , w tym	6 111,1	298,0	7 366,0	1 285,1	16 444,4	935,2
CIRS	794,7	59,8	1 495,9	78,5	845,3	72,8
Pozostałe aktywa finansowe	8 859,3	10 913,0	7 233,5	8 999,5	8 157,4	11 064,3
Instrumenty finansowe – pasywa	70 081,6	57 631,5	104 074,1	80 269,9	96 212,8	80 924,2
Dłużne papiery wartościowe wraz z naliczonymi odsetkami	12 885,9	12 860,0	12 593,4	12 722,1	14 678,5	14 928,3
Instrumenty pochodne, w tym:	29 478,6	6 984,7	54 247,5	18 590,4	39 252,0	12 721,0
kontrakty <i>forward</i>	12 729,9	4 047,9	31 485,3	12 737,0	17 408,4	5 502,5
kontrakty <i>futures</i>	479,9	385,5	269,0	229,7	194,7	143,2
opcje	3 989,1	287,3	14 337,2	3 669,4	4 462,6	1 153,5
kontrakty <i>swap</i> , w tym:	11 457,3	1 863,3	7 803,3	1 933,6	17 015,8	3 907,4
CIRS	4 899,6	1 365,7	2 168,3	183,8	5 848,5	490,4
Pozostałe pasywa finansowe	27 717,1	37 786,8	37 233,2	48 957,3	42 282,3	53 274,9

Źródło: badania własne; dane GUS.

W przeprowadzonych w 2010 r. badaniach inwestycji portfelowych przedsiębiorstw niefinansowych ustalono, że wartość nominalna derywatów (wykazanych w bilansie jako aktywa, co obrazuje ich dodatnią wycenę) była w 2007 r. prawie sześciokrotnie wyższa od ich wartości bilansowej, w 2008 r. wyższa o 19,1%, w 2009 r. wyższa o 42,5%. Wartość nominalna instrumentów finansowych wykazanych w pasywach (tj. takich, które miały ujemną wycenę) była we wszystkich latach analizowanego okresu wyższa od wartości bilansowej: o 12,5 mld zł (o 21,6%) w 2007 r., o 23,8 mld zł (o 29,7%) w 2008 r. i 15,3 mld zł (o 18,9%) w 2009 r. W latach 2007-2008 dodatnia wycena instrumentów pochodnych (wykazywana w aktywach) prawie równoważyła wycenę ujemną (wykazowaną w pasywach); „saldo” wyniosło odpowiednio –238,2 mln zł i –351,8 mln zł, natomiast w 2009 r. ujemna wycena znacznie przeważała dodatnią („saldo” na poziomie –3710 mln zł).

**Tabela 2.** Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu IF Instrumenty finansowe

Wyszczególnienie	Nominalna wartość instrumentów pochodnych w mln zł					
	o dodatniej wycenie			o ujemnej wycenie		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Ogółem	25 541,9	19 915,1	16 751,5	20 484,6	37 053,4	22 779,0
Kontrakty <i>forward</i>	19 062,9	7 656,1	7 816,7	10 520,0	22 206,1	10 712,7
Kontrakty <i>futures</i>	276,6	149,4	136,0	383,8	280,3	131,5
Opcje	3 431,3	7 708,4	2 853,6	3 429,5	10 128,5	4 123,4
Swapy, w tym:	2 423,6	3 976,6	5 698,4	4 747,5	4 082,8	7 669,6
CIRS	342,0	483,7	121,0	1 975,5	936,0	2 209,9

Źródło: badania własne; dane GUS.

Nominalna wartość instrumentów pochodnych o dodatniej wycenie posiadanych przez rezydentów obniżyła się z 64,9% w 2007 r. do 52,9% w 2008 r. i do 44,5% w 2009 r. Było to wywołane (głównie) zmniejszeniem udziału tej grupy inwestorów w nominalnej wartości kontraktów terminowych odpowiednio z: 77,8 do 48,2 i 45,6%. Znacznym wahaniom podlegało ich zaangażowanie w opcje, mimo to udział rezydentów w nominalnej wartości umów opcyjnych o dodatniej wycenie obniżał się z 70,0 w 2007 r. do 57,4 w 2008 r. i 33,4% w 2009 r. Nominalna wartość swapów o dodatniej wycenie w umowach z nierezydentami rosła w całym analizowanym okresie, lecz wolniej niż nominalna wartość instrumentów pochodnych o dodatniej wycenie ogółem. Udział nierezydentów w nominalnej wartości swapów zmniejszył się z 39,7 w 2007 r. do 54,0 w 2008 r. i 34,7% w 2009 r. (w tym udział CIRS charakteryzował spadek głębszy odpowiednio z 43,0 do 32,3 i 14,3%).

Zmiany struktury portfela inwestycji finansowych respondentów wystąpiły także w segmencie instrumentów pochodnych o ujemnej wycenie. Udział nominalnej wartości kontraktów *forward* w całości portfela umów na derywaty wzrósł z

39,4 w 2007 r. do 59,8% w 2008 r. i ponownie obniżył się do 43,9% w 2009 r. (udział ten w transakcjach zawartych w obrocie niezorganizowanym wynosił odpowiednio: 42,6, 63,8 i 45,1%). Nominalna wartość umów na opcje o negatywnej wycenie stanowiła w 2007 r. 11,6% portfela derywatów, w 2008 r. udział ten zwiększył się do 23,5%, po czym w 2009 r. spadł do 10,8% (w obrocie niezorganizowanym odpowiednio: 12,6, 21,0 i 9,6%). Nominalna wartość umów na swapy w ogólnej nominalnej wartości umów na instrumenty pochodne wyniosła w 2007 r. 38,4% (41,5% nominalnej wartości transakcji w obrocie niezorganizowanym). Wzrost wartości kontraktów *forward* i opcji o negatywnej wycenie spowodował w 2008 r. zmniejszenie udziału swapów do 13,4% (14,3% w obrocie niezorganizowanym), a następnie – po unormowaniu sytuacji – udział nominalnej wartości umów na swapy wzrósł w 2009 r. do 43,4% (w obrocie niezorganizowanym do 44,7%). Respondenci w większości nie dysponowali materiałem źródłowym pozwalającym na ocenę stopnia ich zaangażowania w asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych. Zaledwie 23 przedsiębiorstwa przyznały, że zawierały tego typu umowy, przy czym były to przedsiębiorstwa rentowne.

**Asymetrycznie złożone umowy na opcje walutowe.** Szczególnie wielkie emocje wśród dziennikarzy, polityków i naukowców budziła sprawa asymetrycznie złożonych umów na opcje walutowe, gdyż ze względu na wysoką cenę pojedynczych opcji wiele przedsiębiorstw preferowało strategie zerokosztowe, w których nominal wystawionych opcji *call* (powodujących obowiązek sprzedaży waluty obcej po ustalonym kursie wykonania) był wyższy od nominalu kupionych opcji *put* (dających prawo do sprzedaży waluty obcej po ustalonym kursie wykonania), a w niektórych przypadkach przekraczał planowane przychody walutowe przedsiębiorstw. Co więcej, w celu uzyskania korzystniejszego kursu wykonania opcji *put* część z nich miała wbudowane bariery *knock-out*, które unieważniały te opcje w przypadku silnej aprecjacji złotego (wystawione opcje *call* pozostawały wiążące). Zdecydowana większość banków zawierających umowy opcyjne z przedsiębiorstwami jednocześnie zawierała transakcje odwrotne na rynku międzybankowym (*back-to-back hedging*), zazwyczaj z podmiotami dominującymi. W ten sposób banki ograniczały ryzyko rynkowe związane z opcjami walutowymi, lecz nadal ponosiły ryzyko kredytowe kontrahenta (zdolność przedsiębiorstw do zapłaty zobowiązań z tytułu ujemnej wyceny strategii opcyjnej), w niektórych przypadkach istotnie niedoszacowane.

Odwroćenie się aprecjacyjnego trendu kursu EUR/PLN na przełomie lipca i sierpnia 2008 r. oraz silna deprecjacja złotego w kolejnych miesiącach przyczyniły się do powstania ujemnej (z punktu widzenia przedsiębiorstw) wyceny strategii opcyjnych. Strata przedsiębiorstw z tytułu tych strategii musiała być rozliczona w dniu realizacji opcji. Ponadto w sytuacji znacznej ujemnej wyceny strategii opcyjnych banki wzywały klientów do uzupełniania depozytów zabezpieczających. Nie wszystkie przedsiębiorstwa były zdolne do ich uzupełnienia, więc część banków wypowiedziała swoim klientom umowy o opcje walutowe, a ich ujemna wycena automatycznie stawała się wymagalnym zobowiązaniem wobec banków. W rezultacie,

w IV kwartale 2008 r., na skutek rozliczania zapadających opcji i przedterminowego zamykania pozycji w tych instrumentach obserwowano silny wzrost należności banków od przedsiębiorstw z tytułu transakcji opcyjnych. Większość eksporterów zrównoważyła ujemną wycenę strategii opcyjnych przychodami walutowymi z eksportu, jednak dla niektórych przedsiębiorstw przychody te okazały się niższe od strat finansowych, wynikających z realizacji opcji. Ponadto niewielka (szacowana na 5-10% całej zbiorowości) grupa przedsiębiorstw, które wykorzystywały strategie opcyjne do spekulacji na zmiany kursu złotego, nie była w stanie spłacić zobowiązań z tytułu opcji.

#### 4. Umowy na derywaty a wyniki finansowe respondentów

Wynik (w ujęciu kasowym) na operacjach instrumentami pochodnymi, dodatni w latach 2007-2008, w 2009 r. przyniósł deficyt, przewyższający łączną wartość sum bilansowych badanych przedsiębiorstw. Największe obciążenia spowodowała spłata zobowiązań z tytułu zawartych kontraktów *forward* i *futures*, zabezpieczających transakcje w handlu zagranicznym, a nie – opcji walutowych i swapów. Należy jednak pamiętać, że większość przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu GUS już w 2008 r. utworzyła rezerwy na pokrycie przyszłych zobowiązań z tytułu umów na instrumenty pochodne. Pozwoliło to większości badanych podmiotów – za cenę pogorszenia wyniku z całokształtu działalności i przy uzyskaniu kompromisu w negocjacjach z wierzycielami – wywiązać się z płatności na rzecz banków i pozostałych kontrahentów, które były stroną umów na derywaty.

Tabela 3. Zagregowany wynik na operacjach instrumentami pochodnymi (ujęcie kasowe)

Wyszczególnienie	2007		2008		2009	
	razem, w tym	firmy rentowne	razem, w tym	firmy rentowne	razem, w tym	firmy rentowne
	w mld zł					
Ogółem	129,2	109,4	94,8	81,4	-341,7	-272,4
Kontrakty <i>forward</i>	134,8	116,4	161,3	148,3	-246,4	-204,1
Kontrakty <i>futures</i>	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Opcje, w tym:	1,7	0,3	-7,0	-0,1	-93,5	-46,8
asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych	1,6	0,1	-18,2	-1,0	-69,8	-23,5
Kontrakty <i>swap</i> , w tym:	-7,2	-7,1	-59,6	-66,9	-1,8	-21,6
CIRS	0,2	0,2	8,9	8,9	2,2	2,2

Źródło: badania własne; dane GUS.

Na koniec 2009 r. ogólna kwota zobowiązań z tytułu umów na instrumenty pochodne (mimo redukcji zobowiązań przeterminowanych) pozostała na poziomie



2008 r. Wzrosła także kwota zobowiązań spornych. Z 10 przedsiębiorstw, które podały dane na temat sytuacji prawnej w sprawie spornych roszczeń z tytułu umów dotyczących złożonych instrumentów finansowych (według stanu na koniec 2009 r.), 6 wystąpiło z pozwem do sądu powszechnego, 4 powierzyły swoją sprawę arbitrażowi Związku Banków Polskich.

W przeszłości ponad 90% ogólnej wartości wszystkich zobowiązań z tytułu umów na derywaty stanowiły zobowiązania wymagalne do 1 roku, według stanu na 31 grudnia wyniosły one 99,8% w 2007 r., 91,0% w 2008 r. i 90,1% w 2009 r. Z ogólnej liczby 665 przedsiębiorstw biorących udział w badaniu, 239 respondentów (35,9%) podało, że termin spłaty zobowiązań z umów na finansowe instrumenty pochodne przypada na koniec 2010 r.

**Tabela 4.** Zobowiązania respondentów z tytułu umów na derywaty

Wyszczególnienie	2007		2008		2009	
	razem, w tym	firmy rentowne	razem, w tym	firmy rentowne	razem, w tym	firmy rentowne
	w mln zł					
Zobowiązania wymagalne ogółem	1 005 177,3	1 486 738,3	1 287 560,5	1 000 216,8	1 239 672,8	861 510,5
do 1 roku (włącznie)	998 474,6	1 349 789,3	1 160 413,4	995 983,1	1 159 555,6	809 262,6
powyżej roku do dwu lat (włącznie)	3 999,9	11 062,4	27 326,8	3 767,9	8 169,6	6 217,7
powyżej dwu lat	2 702,8	125 886,6	99 820,3	465,8	71 947,5	46 030,3
Zobowiązania sporne	2,9	350,2	55,4	2,9	321,9	28,1
Zobowiązania przeteterminowane	0,2	0,3	171,0	0,2	0,3	2,2

Źródło: badania własne; dane GUS.

Zahamowanie tendencji spadkowej rentowności przedsiębiorstw, optymistyczne prognozy PKB odwróciły uwagę od następstw kryzysu dla polskich producentów i eksporterów. Problem strat poniesionych z tytułu umów na derywaty, gdy stracił posmak sensacji – zniknął z mediów, nie budzi większego zainteresowania opinii publicznej, przestał być przedmiotem troski polityków.

## 5. Podsumowanie i wnioski

Pogorszenie – w stosunku do 2007 r. – wyników finansowych polskich przedsiębiorstw w latach 2008-2009 wywołał kryzys w gospodarce światowej, który w pierwszej kolejności dotknął eksporterów i pozostałe firmy kooperujące z zagranicznymi partnerami. Spadek rentowności miał także związek z transakcjami zabezpieczającymi przyszłe płatności, stosunkowo rzadko – z chęcią uzyskania dodatkowych dochodów poprzez wykorzystanie efektu lewarowania. Transakcje derywatami wpłynęły

na obniżenie rentowności przedsiębiorstw z dwu powodów: po pierwsze na skutek konieczności utworzenia rezerw na wynikające stąd zobowiązania, co rzutowało na wyniki 2008 r., po drugie – na ogromne płatności, zrealizowane w 2009 r., które w ujęciu kasowym przewyższyły zagregowaną wartość sumy bilansowej respondentów. Z dostępnych informacji statystycznych wynika, że po trzech kwartałach 2010 r. rentowność obrotu netto w sektorze przedsiębiorstw poprawiła się (4,6% wobec 4,2%). Poprawa ta jest związana głównie z większą dynamiką przychodów ze sprzedaży, które wzrosły do 1 472 871 mln zł (o 4,0% w stosunku do analogicznego okresu 2009 r.) niż kosztów, które osiągnęły kwotę 1 391 377 (o 3,6% więcej niż przed rokiem). Nadal jednak istnieje zagrożenie dla wielu przedsiębiorstw, które nie uregulowały swoich zobowiązań z tytułu umów na derywaty, gdyż kwota ta nadal znacznie przekracza zdolności płatnicze wielu przedsiębiorstw.

## Literatura

- Bodie Z., Merton R.C., *Finanse*, PWE, Warszawa 2003.
- Claessens S., Kose M.A., Terrones M.E., *What happens during recessions, crunches and busts?*, IMF Working Paper 08/274, Washington 2008.
- Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences*, McKinsey Global Institute, January 2010.
- Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa lipiec 2010.
- Kaczmarek T.T., *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym*, ODDK, Gdańsk 2001.
- Karkowski P., *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*, GreenCapital.PL, Warszawa 2009.
- Kucharski M., Rączkowski S., Wierzbicki J., *Pieniądz i kredyt w kapitalizmie*, PWN, Warszawa 1973.
- Międzynarodowa pozycja inwestycyjna – dane roczne*, NBP, [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/m\\_poz\\_inwest.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/m_poz_inwest.html).
- Misztal P., *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmian kursu walutowego*, Difin, Warszawa 2004.
- Morawski W., *Historia finansów współczesnego świata od 1900 roku*, Difin, Warszawa 2008.
- Szambelańczyk J., *Refleksje o działalności kredytowej na tle globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego*, referat na spotkaniu Klubu Polska 2015+ Działalność kredytowa w dobie spowolnienia gospodarczego z perspektywy banków i przedsiębiorstw, 25 marca 2009.
- Tarczyński W., *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 2003.
- World Investment Report 2010*, UNCTAD [www.unctad.org/WIR](http://www.unctad.org/WIR).
- [www.nbp.pl/statystyka](http://www.nbp.pl/statystyka).
- Zając D., Więckowski I., *Instrumenty pochodne forward/futures jako narzędzie zabezpieczające ryzyko kursowe w przedsiębiorstwie*, „Pieniądze i Więź” 2010, nr 2.

## **LIABILITIES OF NON-FINANCIAL ENTERPRISES ON DERIVATIVES CONTRACTS IN 2007-2009**

**Summary:** In an open economy, companies need to hedge against currency risk. For this purpose, they conclude the futures contracts, currency options and CIRS. During the recent crisis in the global economy, this form of security brought negative financial results. The agreements on derivatives led to a decline in the profitability of the enterprise sector, and even to some bankruptcies of Polish companies. A survey conducted by the Central Statistical Office indicates that the worsening financial results of companies had a direct connection with the collapse of foreign trade, only sporadically – with speculation on the currency market. In 2010, the financial results of enterprises improved, but they still remained high financial obligations under the derivatives contracts, which may have repercussions in the future.