

Wykorzystanie instrumentów pochodnych w polskich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu finansowego w latach 2007-2009

*Marcin Kalinowski**

Jedną z przyczyn powstania kryzysu finansowego w roku 2007 było wykorzystanie instrumentów finansowych przenoszących ryzyko kredytowe na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej. Za ich pomocą banki obniżały własną ekspozycję na ryzyko i obniżały kryteria dla kredytobiorców.

W Polsce w okresie globalnego kryzysu finansowego pojawiły się informacje o niewłaściwym wykorzystaniu instrumentów pochodnych w przedsiębiorstwach. Informacje dotyczyły opcji walutowych i ich wykorzystania w celu spekulacji. Sprawa została nagłośniona a wśród przedsiębiorców pojawiła się niepewność dotycząca skali tego zjawiska i jego konsekwencji.

Celem rozdziału jest ocena wykorzystania instrumentów pochodnych w polskich przedsiębiorstwach w latach 2007-2009 oraz prognoza zachowań przedsiębiorstw w tym zakresie w przyszłości.

Hipotezą badawczą jest stwierdzenie, iż sprawa opcji walutowych dotyczyła pojedynczych przedsiębiorstw, a spekulacyjne inwestycje nie były kluczową przyczyną trudnej sytuacji polskich przedsiębiorstw w 2008 i 2009 roku.

Dla realizacji celu rozdziału zostaną wykorzystane dane z polskiego rynku instrumentów pochodnych oraz badań polskich przedsiębiorstw w zakresie wykorzystania w nich instrumentów finansowych.

11.1. Rozwój rynku instrumentów pochodnych na świecie

Instrumenty pochodne można scharakteryzować jako instrumenty finansowe, których wartość zależy od wartości innych aktywów, na które instrumenty

* Dr, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku.

te zostały wystawione [Czekaj, 2008, s. 13]. Instrumenty pochodne są w przedsiębiorstwach wykorzystywane do zabezpieczania na wypadek niekorzystnych zmian kursów walut, cen surowców czy wysokości stóp procentowych. Poza funkcją zabezpieczającą instrumenty pochodne mogą być wykorzystywane w firmach do spekulacji oraz wykonywania transakcji arbitrażowych.

Rynek instrumentów pochodnych jest najmłodszą częścią światowego rynku finansowego. Obrót na tym rynku został zapoczątkowany w latach 70. XX wieku. Pierwsze notowania kontraktów *futures* na waluty odbyły się w roku 1972 na giełdzie Chicago Mercantile Exchange. Ich twórcą był Amerykanin polskiego pochodzenia Leo Melamed, a konsultantem pomysłu przyszły noblista Milton Friedman [Pietrzak, 2003, s. 327]. Pierwsze procentowe kontrakty terminowe pojawiły się w 1975 roku na giełdzie Chicago Board of Trade (CBOT). Po około dziesięciu latach trzy giełdy (Philadelphia Stock Exchange, European Options Exchange, Montreal Exchange) uruchomiły obrót opcjami walutowymi. W roku 1977 Chicago Board Options Exchange zapoczątkowała natomiast handel opcjami na akcje.

W latach 80. i 90. XX wieku rynek instrumentów pochodnych rozwijał się dynamicznie. W połowie lat 80. poza obrotem giełdowym instrumentów pochodnych pojawił się rynek pozagiełdowy. Rynek ten zdominowały dwa instrumenty: *swapy* i kontrakty FRA (*Forward Rate Agreement*). W latach 1992-1993 rynek pozagiełdowy zrównał się wielkością z rynkiem giełdowym [Kalinowski, 2007, s. 79]. Od tego momentu udział rynku pozagiełdowego w rynku instrumentów pochodnych systematycznie rósł.

Rysunek 11.1. Giełdowy i pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych na świecie (procentowy udział w rynku instrumentów pochodnych w poszczególnych latach)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *BIS Quarterly Review*, sierpień 2000, wrzesień 2003, marzec 2005, wrzesień 2007, wrzesień 2008, marzec 2009, grudzień 2010; *OTC derivatives market activity in the second half of 2002*, maj 2003 oraz A. Grąt, *Ryzyko stopy procentowej i instrumenty pochodne służące zabezpieczeniu się przed nim*, „Materiały i Studia” NBP, Warszawa 2001, s. 30.

W roku 2010 wielkość pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych szacowany był na 88% całego rynku tych instrumentów na świecie. Proporcję wielkości rynków giełdowego i pozagiełdowego oraz zmianę tej struktury w latach 1992-2010 przedstawia rysunek 11.1.

11.2. Rynek instrumentów pochodnych w Polsce w latach 2007-2009

11.2.1. Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce

Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce jest bardzo młody. Pierwsze transakcje terminowe na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych zostały zawarte w roku 1998 [Pietrzak, 2003, s. 345]. Były to kontrakty terminowe na indeks WIG20.

W roku 2010 finansowe instrumenty pochodne były przedmiotem zorganizowanego obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) oraz na Warszawskiej Giełdzie Towarowej (WGT). Na GPW w obrocie znajdowały się walutowe kontrakty *futures* oraz instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji (kontrakty *futures* na akcje spółek giełdowych, indeksowe kontrakty *futures*, opcje indeksowe i jednostki indeksowe MiniWIG20). WGT oferowała kontrakty *futures* na stawki referencyjne WIBOR i krajowe obligacje skarbowe, walutowe kontrakty *futures*, a także opcje na walutowe kontrakty *futures*.

Do roku 2007 na polskim giełdowym rynku instrumentów pochodnych mieliśmy do czynienia z systematycznym wzrostem obrotów. W latach 2008-2009 obroty na giełdowym rynku instrumentów pochodnych uległy zmniejszeniu (tabela 11.1). W ciągu dwóch lat rynek ten skurczył się o ok. 25%. Główną

Tabela 11.1. Średnie dzienne obroty na polskim rynku instrumentów pochodnych w latach 2003-2009 (w mln zł)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rynek pozagiełdowy	5382	5490	7759	8481	12 932	15 331	5912
Instrumenty na stopy procentowe	3979	4178	6240	6730	10 268	12 094	3954
Instrumenty walutowe	1403	1312	1518	1751	2664	3237	1958
Rynek giełdowy	232	251,5	498	790,7	1411	1241	1060
Instrumenty na stopy procentowe	0	0	15	5,3	0,8	-	-
Instrumenty walutowe	1	0,5	0,8	0,4	0,7	14,4	23,4
Instrumenty rynku akcji	232	251	483	785	1409	1227	1036
- w tym <i>futures</i> na WIG20	226	239	449	736	1343	1185	995

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r.*, NBP Warszawa, luty 2008, s. 309.; *Rozwój systemu finansowego w Polsce*, Departament systemu finansowego NBP, styczeń 2009; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 roku*, NBP, Warszawa, listopad 2010, s. 352 (www.nbp.pl).

przyczyną takiego stanu rzeczy był kryzys na rynku finansowym, co doprowadziło do obniżenia wartości indeksu WIG20, będącego głównym instrumentem bazowym dla tego rynku. Podobnie bowiem, jak w poprzednich latach aktywność inwestorów na giełdowym rynku instrumentów pochodnych w Polsce koncentrowała się w segmencie kontraktów *futures* na indeks WIG20. Stanowiły one ponad 90% obrotów instrumentami pochodnymi na polskiej giełdzie [Sobolewski, Tymoczko, 2010, s. 371, Rocznik Giełdowy 2011, 2011, s. 126].

11.2.2. Pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce

Poza obrotem zorganizowanym transakcje instrumentami pochodnymi są zawierane w Polsce na rynku pozagiełdowym. To właśnie instrumenty tego rynku przyczyniły się do światowego kryzysu finansowego oraz do problemów finansowych polskich przedsiębiorstw w latach 2007-2009. Cechą charakterystyczną rynku pozagiełdowego jest brak standaryzacji i jawności zawieranych transakcji, co czyni te transakcje dobrze dopasowanymi do potrzeb przedsiębiorstw zabezpieczających ryzyko.

Pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych rozwijał się w Polsce w latach 2003-2008 bardzo dynamicznie (tabela 11.1). Dzielne obroty w badanym okresie wzrosły niemal 3-krotnie. W okresie światowego kryzysu finansowego (do roku 2008) zauważyć można systematyczny wzrost obrotów na rynku pozagiełdowym instrumentów pochodnych w Polsce i to zarówno w segmencie instrumentów walutowych, jak i na stopy procentowe.

Największą część pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych w Polsce w latach 2006-2009 stanowił rynek instrumentów pochodnych na stopy procentowe (prawie 80% tego rynku). W 2009 r. nastąpiło załamanie obrotów na polskim pozagiełdowym rynku derywatów (spadek o ponad 60%). Spadek obrotów nastąpił zarówno w segmencie instrumentów opartych o stopy procentowe, jak i o kursy walut. Powodem tak znacznego zmniejszenia obrotów na tym rynku były najprawdopodobniej ujawnione przypadki niewłaściwego wykorzystania instrumentów pochodnych w polskich przedsiębiorstwach w roku 2008 prowadzące do znaczących strat, a nawet upadłości przedsiębiorstw.

11.3. Kryzys finansowy 2007-2009 i jego wpływ na sytuację polskich przedsiębiorstw

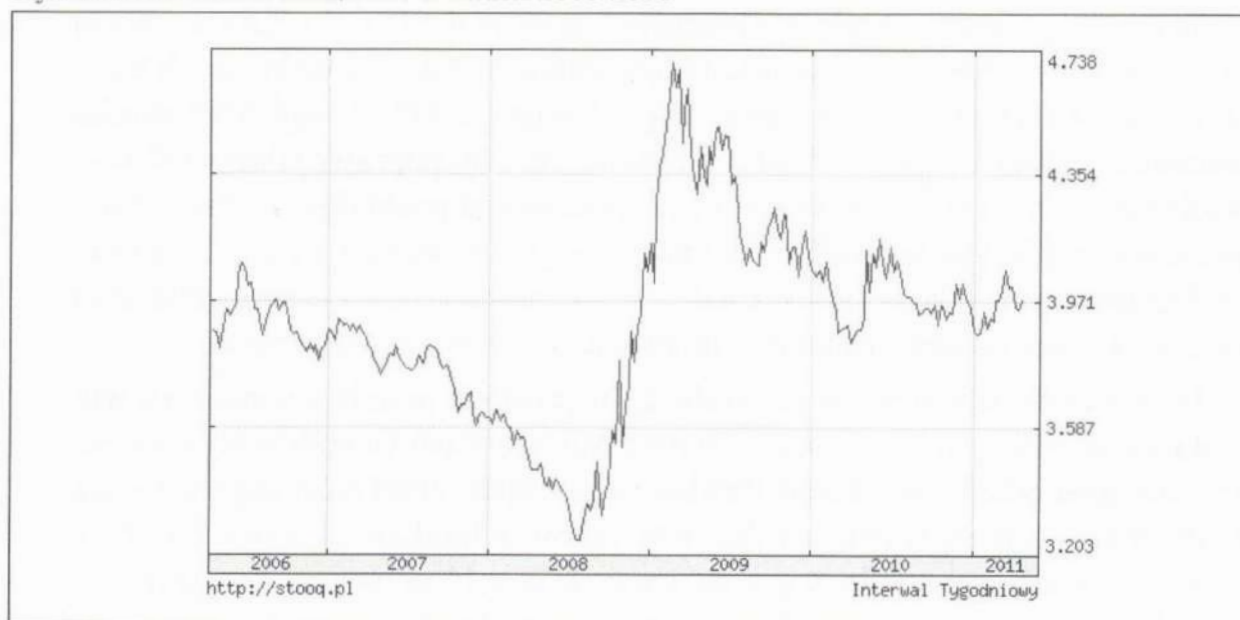
Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 roku na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych doprowadził do niepewności w globalnym systemie fi-

nansowym. Źródłem problemów stało się podejmowanie nadmiernego ryzyka. Niskie stopy procentowe na amerykańskim rynku zwiększały liczbę zaciąganych kredytów hipotecznych, prowadząc jednocześnie do wzrostu cen nieruchomości. Wzrost popytu na kredyty hipoteczne był również spowodowany liberalizacją kryteriów oceny kredytobiorców, szczególnie tych o słabej kondycji finansowej. Wiązało się to w sposób oczywisty ze wzrostem ryzyka kredytowego. Banki jednak, nie chcąc ponosić zwiększającego się ryzyka kredytowego przeprowadzały sekurytyzację, przenosząc ryzyko kredytowe na innych uczestników rynku finansowego. W latach 2006-2007 stopy procentowe w USA wzrosły, zmniejszając popyt na nieruchomości i kredyty hipoteczne. Ceny nieruchomości uległy deprecjacji, obniżając wartość zabezpieczeń hipotecznych udzielonych kredytów [Kalinowski, 2011, s. 1124-1129]. Jak sytuacja na międzynarodowym rynku finansowym wpłynęła na działalność polskich przedsiębiorstw?

Niepewność i wzajemny brak zaufania instytucji finansowych na globalnym rynku finansowym dotyczył w sposób szczególny krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W latach 2008-2009 nastąpił znaczny odpływ kapitału z polskiego rynku finansowego. Był on spowodowany doniesieniami o załamaniu gospodarek nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Powodem dość silnego odpływu kapitału z rynku polskiego był fakt, iż to właśnie Polska jest krajem, w którym w dużym stopniu inwestowane są środki, których celem jest ekspozycja na rynki tej części Europy. Odpływ kapitału w roku 2008 i 2009 spowodował ponad 30% deprecjację polskiej waluty wobec EUR i ponad 40% wobec USD.

Deprecjacja polskiej waluty wobec walut głównych partnerów handlowych zwiększyła konkurencyjność polskiego eksportu, a wywołany kryzysem

Rysunek 11.2. Kurs EUR/PLN w latach 2006-2011



Źródło: www.stooq.pl

spadek cen paliw i surowców na światowych rynkach poprawił w latach 2008 i 2009 *terms of trade* w handlu zagranicznym.

Zwiększona zmienność kursów walutowych, a przede wszystkim nagłe osłabienie kursu złotego w 2008 i na początku 2009 roku spowodowały, iż wiele polskich przedsiębiorstw miało faktycznie trudności finansowe. Trudności te jednak nie były związane jedynie z ekspozycją na ryzyko walutowe wynikające z rozliczenia eksportu i importu w walutach obcych. W tym okresie w mediach pojawiła się informacja o doradcach finansowych z banków oferujących przedsiębiorcom produkty inżynierii finansowej zwane złożonymi opcjami walutowymi.

Silne osłabienie PLN w 2008 i 2009 roku spowodowało, iż część zaangażowanych w opcje walutowe przedsiębiorstw poniosło znaczne straty (m. in. Jastrzębska Spółka Węglowa, Ciech, Cersanit, Sanwil, Forte, Zakłady Magnetyzowe Ropczyce, Katowicki Holding Węglowy, Węglokoks), a w niektórych przypadkach doprowadziło to do ogłoszenia upadłości (Odlewnie Polskie, Elwo Pszczyna, Huta Szkła Krosno).

W grudniu 2008 roku Komisja Nadzoru Finansowego w swoim komunikacie ostrzegła polskie przedsiębiorstwa przed skutkami nadmiernej ekspozycji na ryzyko związane z zastosowaniem instrumentów pochodnych [Komisja Nadzoru Finansowego, 2008].

Według danych Komisji Nadzoru Finansowego do dnia 13 lutego 2009 roku negatywna wycena rynkowa transakcji na derywatach walutowych wyniosła w polskich przedsiębiorstwach 9 mld zł dla opcji walutowych, ponad 7 mld zł dla kontraktów *forward* oraz ok. 2 mld zł dla *swapów*. KNF oszacowała, że w kwietniu tego roku zaangażowanie przedsiębiorstw w opcje walutowe wyniosło już tylko 4,5 mld zł.

W czerwcu 2009 r. zostało opublikowane stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) w sprawie dobrych praktyk w zakresie walutowych transakcji pochodnych [Komisja Nadzoru Finansowego, 2009]. Urząd KNF zarekomendował bankom podjęcie działań mających na celu poprawę jakości informowania klientów o ryzyku związanym z instrumentami pochodnymi oraz wzmocnienie mechanizmów kontroli ryzyka związanego z zawieraniem takich transakcji. Przedstawione rekomendacje miały stać się podstawą do wypracowania standardów w zakresie oferowania instrumentów pochodnych przez banki.

Do sprawy instrumentów pochodnych w polskich przedsiębiorstwach włączyło się w pewnym momencie również Ministerstwo Gospodarki. Premier, minister gospodarki Waldemar Pawlak na początku 2009 roku zaproponował unieważnienie niekorzystnych dla firm umów z bankami. Oczywiście takie rozwiązanie nie wchodziło w grę, bo transakcje były zawierane z poszanowaniem obowiązujących przepisów prawa w tym zakresie.

W jakim stopniu polskie przedsiębiorstwa zostały dotknięte rozliczeniami opcji walutowych? Która strona inicjowała zawarcie tego rodzaju transakcji? Jakie wyniki osiągnęły przedsiębiorstwa na wspomnianych opcjach walutowych? Jaka część przedsiębiorstw uczestniczyła w procederze spekulacji na kurs walutowy za pomocą opcji walutowych?

11.4. Polskie przedsiębiorstwa na rynku instrumentów pochodnych w latach 2007-2009

Główny Urząd Statystyczny przeprowadził na zlecenie Ministra Gospodarki w 2010 roku badanie polskich przedsiębiorstw dotyczące ich zaangażowania w instrumenty pochodne. W dalszej części opracowania zostanie przeprowadzona analiza wyników badań GUS.

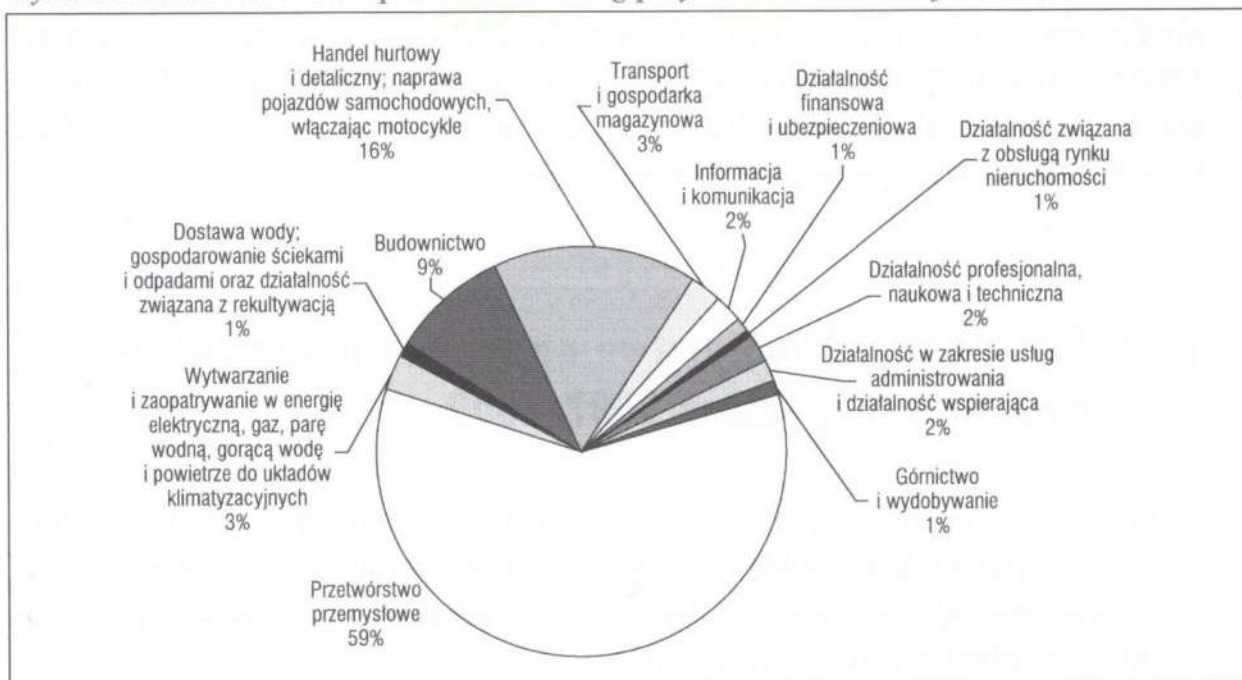
Badaniem zostały objęte przedsiębiorstwa, które w okresie od 1 stycznia 2007 roku do 30 czerwca 2009 roku wykazały w którymkolwiek kwartale obecność w swoich portfelach inwestycyjnych instrumentów pochodnych. Przedsiębiorstwa wyłoniono na podstawie informacji zawartych w sprawozdaniu Głównego Urzędu Statystycznego: RF-01 – Kwartalne statystyczne sprawozdanie o aktywach i pasywach finansowych. Z grupy przedsiębiorstw dla celów niniejszego badania wyłączono: banki, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, instytucje ubezpieczeniowe, biura i domy maklerskie, towarzystwa i fundusze inwestycyjne oraz powszechne towarzystwa emerytalne wraz z otwartymi funduszami emerytalnymi. Wyłączenia dokonano w związku z tym, że są to instytucje zaliczane do grupy inwestorów profesjonalnych, które nie są przedmiotem zainteresowania tej pracy.

W badaniu wzięło udział 665 przedsiębiorstw reprezentujących różne sekcje działalności gospodarczej (rysunek 11.3).

Z informacji pojawiających się w 2008 roku w mediach wynikało, że to banki nakłaniały nieświadomych przedsiębiorców do zawierania transakcji na instrumentach pochodnych. W przeprowadzonej ankiecie zapytano respondentów, kto inicjował zawarcie transakcji na opcje walutowe.

Jak wynika z przeprowadzonych badań, inicjatywa dotycząca zawarcia transakcji opcyjnych w latach 2007-2009 należała najczęściej rzeczywiście do instytucji finansowej. Aktywność banków wzmogła się szczególnie w roku 2008, kiedy to w ponad 55% transakcji stroną inicjującą był bank krajowy (rysunek 11.4). W tym samym czasie 27% transakcji było zawieranych z inicjatywy przedsiębiorstw. Pozostałe niespełna 18% transakcji było zawartych

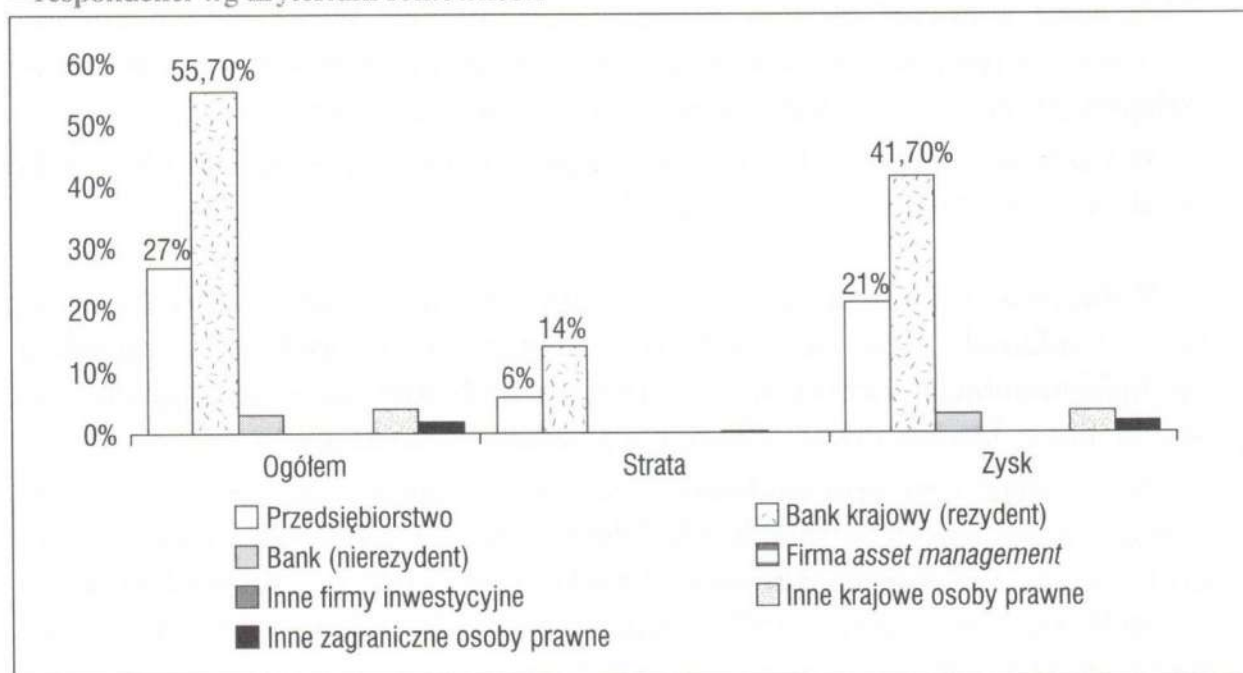
Rysunek 11.3. Struktura respondentów według przynależności do sekcji PKD 2007



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, lipiec 2010 r.

z inicjatywy innego uczestnika rynku (banku zagranicznego, firmy inwestycyjnej, firmy *asset management*, innych krajowych i zagranicznych osób prawnych). Wynik był podobny w przedsiębiorstwach wykazujących zysk, jak i stratę na prowadzonej działalności.

Rysunek 11.4. Strona inicjująca zawarcie transakcji na opcje walutowe w roku 2008 – respondenci wg kryterium rentowności



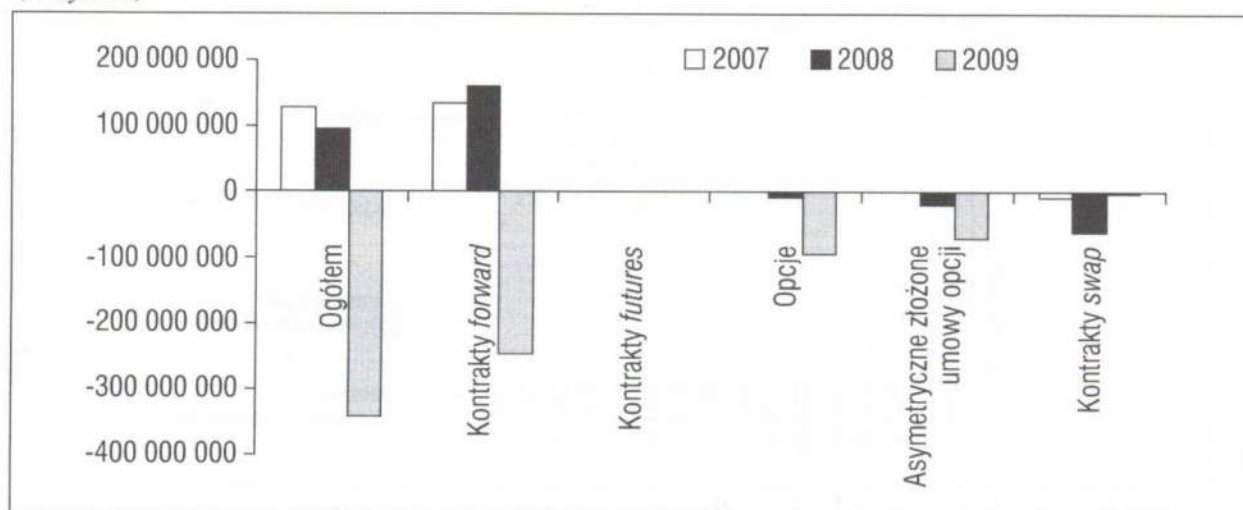
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, lipiec 2010 r.

Wynik badania wskazuje na wzmożoną działalność banków w dystrybucji instrumentów pochodnych na polskim rynku w 2008 roku. Z przeprowadzonych badań wynika, że przedsiębiorstwa – respondenci w większości (ok. 80%) są zadowoleni z rzetelności postępowania kontrahentów stanowiących drugą stronę umowy na derywaty. Nie można zatem powiedzieć, że banki nagminnie nie informowały klientów o ryzyku związanym z zawarciem kontraktów na instrumenty pochodne. Nie jest to jednak również dowód na to, że przedsiębiorstwa w pełni świadomie podejmowały decyzję o zakupach tego typu instrumentów. Jak wynika z innych badań przeprowadzonych w 2004 roku, barierą dla stosowania instrumentów pochodnych w polskich przedsiębiorstwach była cena i poziom skomplikowania tych instrumentów [Kalinowski, 2007, s. 100-109]. Pierwsza z barier została zniwelowana przez zastosowanie strategii opcyjnej zerokosztowej, w której premie opcyjnie na opcje, w których przedsiębiorca był wystawcą i opcje, w których był nabywcą, znosiły się. Oznaczało to, że przedsiębiorca nie musiał ponosić żadnych kosztów zawarcia transakcji na jej początku. Mechanizm ten był podobny do zachęt stosowanych przed wybuchem światowego kryzysu finansowego w USA w odniesieniu do kredytów hipotecznych o niskim koszcie inicjacyjnym.

Najistotniejszą kwestią z punktu widzenia przedsiębiorstwa zaangażowanego w derywaty był wynik finansowy generowany przez te transakcje. Z danych GUS wynika, że największe straty były generowane nie, jak wynikało z doniesień medialnych przez opcje walutowe, a przez kontrakty *forward*. Wiadac wyraźnie, że ujemne wyceny instrumentów pochodnych najdotkliwiej wpłynęły na wyniki finansowe firm w 2009 roku (rysunek 11.5).

Z punktu widzenia gospodarki całego kraju istotne jest pytanie, czy można wskazać na instrumenty pochodne jako przyczynę złej sytuacji w przed-

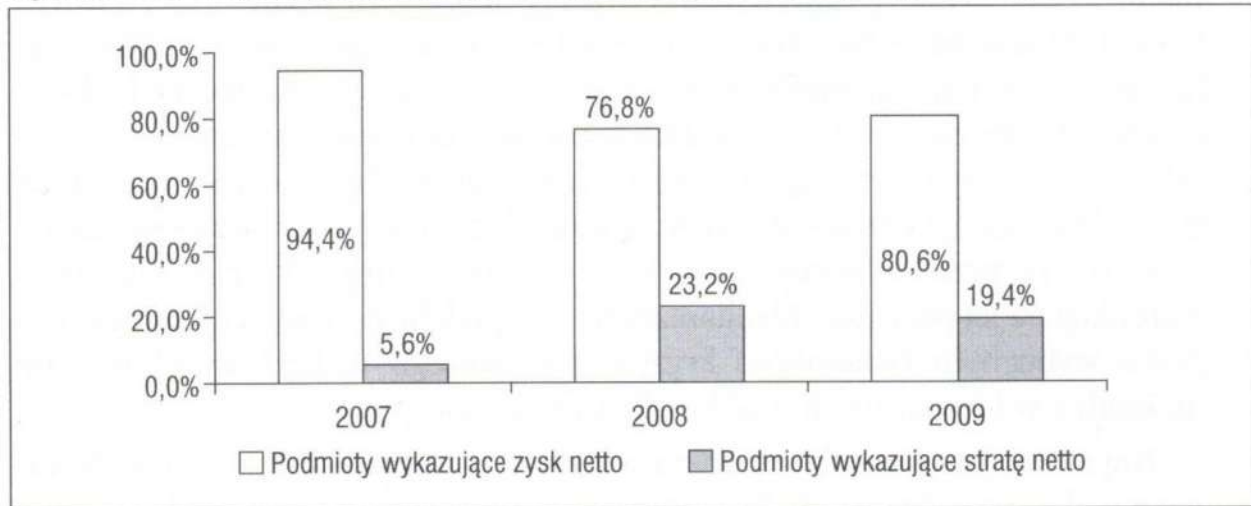
Rysunek 11.5. Zagregowany wynik na operacjach finansowych instrumentami pochodnymi (w tys. zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, lipiec 2010 r.

siębiorstwach w okresie kryzysu. Nie można odpowiedzieć na to pytanie jednoznacznie, ponieważ na sytuację firm wpływało wiele czynników, w tym sytuacja gospodarcza na świecie. Analizując jednak odsetek przedsiębiorstw generujących zysk i stratę wśród respondentów, stwierdzić można, że już w 2008 r. sytuacja przedsiębiorstw uległa znacznemu pogorszeniu (rysunek 11.6), a jak wynika z rysunku 11.4 ujemna wycena instrumentów pochodnych miała miejsce w 2009 roku.

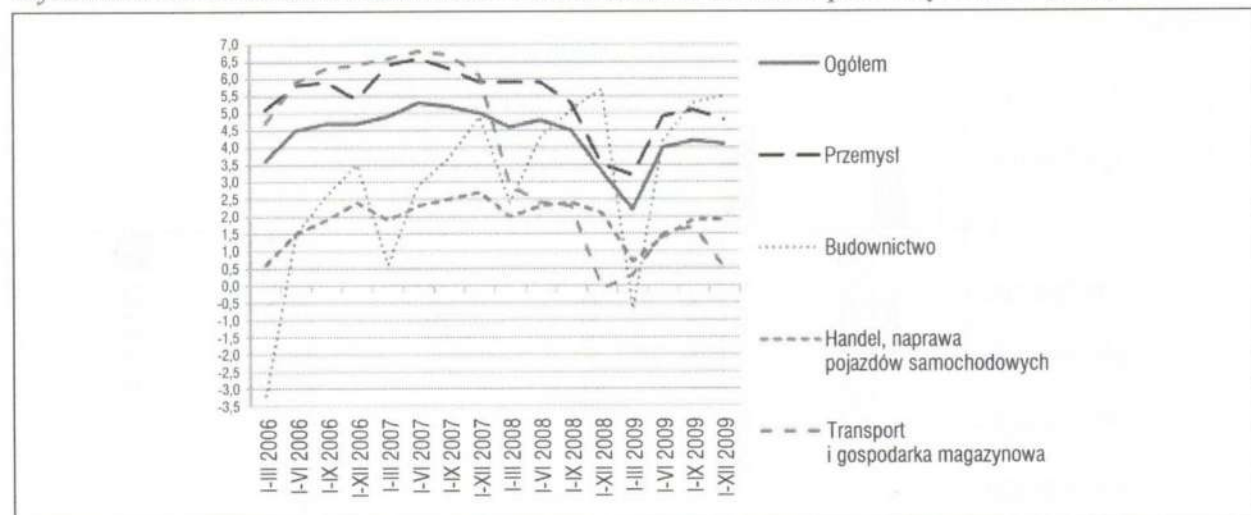
Rysunek 11.6. Przedsiębiorstwa uczestniczące w badaniu według kryterium zysku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, lipiec 2010 r.

Można zatem przypuszczać, że to sytuacja gospodarcza wpłynęła w dużym stopniu na sytuację polskich przedsiębiorstw. Warto zatem sprawdzić, jak kształtowała się rentowność obrotu w sektorze przedsiębiorstw w badanym okresie (rysunek 11.7).

Rysunek 11.7. Wskaźnik rentowności obrotu netto w sektorze przedsiębiorstw (w %)

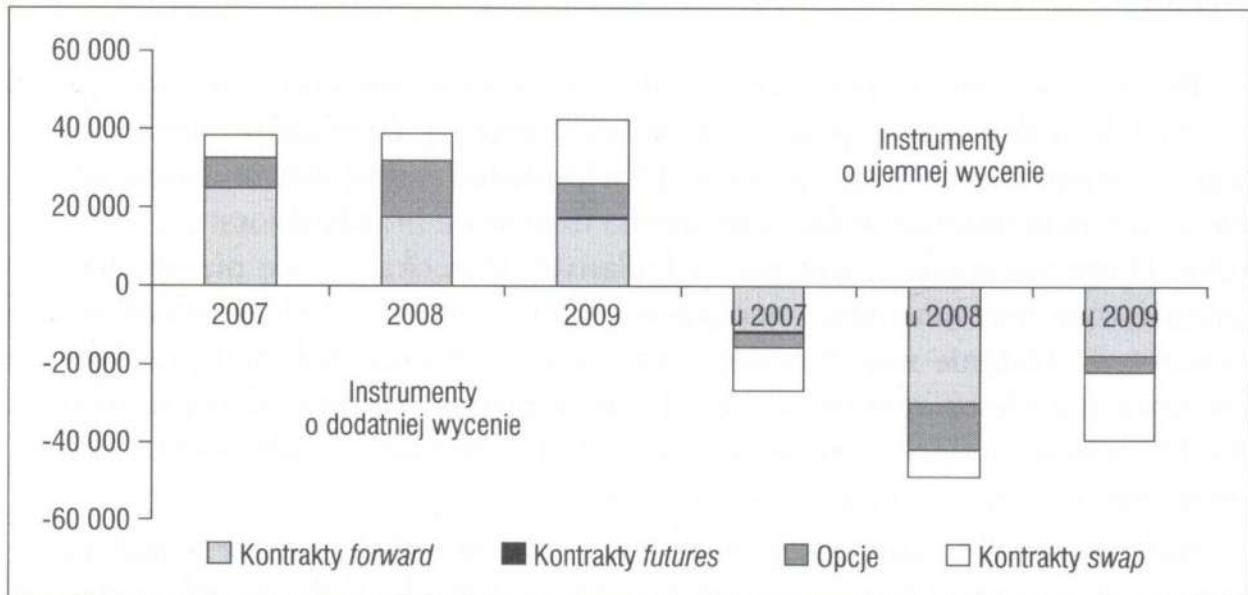


Źródło: Biuletyny Statystyczne z lat 2007-2010.

Widać wyraźnie, że na początku 2009 roku nastąpiło nagłe pogorszenie sytuacji finansowej polskich przedsiębiorstw.

Aby sprawdzić strukturę instrumentów pochodnych w polskich przedsiębiorstwach w latach 2007-2009, zbadano nominalną wartość derywatów w podziale na instrumenty o dodatniej i ujemnej wycenie. W roku 2007 największą grupą instrumentów o dodatniej wartości nominalnej były kontrakty *forward*. W kolejnym roku te same instrumenty były odpowiedzialne w największym stopniu za straty na instrumentach pochodnych w przedsiębiorstwach (rysunek 11.8).

Rysunek 11.8. Nominalna wartość kontraktów na derywaty zawartych przez respondentów (w mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, Lipiec 2010 r.

Jak wynika z przeprowadzonych badań, w latach 2007-2009 opcje zapewne nie były jedynymi czynnikami odpowiedzialnymi za zmianę wyników finansowych polskich przedsiębiorstw. Widać jednak wyraźnie, że popularność opcji walutowych wyraźnie wzrosła w 2008 roku.

* * *

Instrumenty pochodne odegrały istotną rolę w rozwoju kryzysu finansowego. Na rynku amerykańskim derywaty były nadużywane przez instytucje finansowe przenoszące ryzyko kredytowe na inne instytucje, doprowadzając w konsekwencji do wybuchu globalnego kryzysu finansowego.

W Polsce w latach 2007-2009 instrumenty pochodne stały się narzędziem medialnej walki pomiędzy przedsiębiorstwami a instytucjami finansowymi, czyli stronami zawieranych transakcji. Brak danych na temat skali problemu

dotyczącego instrumentów pochodnych w polskich przedsiębiorstwach w 2008 roku doprowadził do wzrostu niepewności na polskim rynku finansowym. Podobnie jak w przypadku kryzysu finansowego w USA brak wiedzy na temat lokalizacji ryzyka związanego z instrumentami pochodnymi doprowadził do kryzysu zaufania. W przypadku globalnego kryzysu finansowego mówić można o kryzysie zaufania instytucji finansowych. W przypadku wspomnianej sytuacji na polskim rynku kryzys zaufania dotyczył samych przedsiębiorstw.

Rentowność polskich przedsiębiorstw spadła w 2008 roku przede wszystkim w związku z sytuacją gospodarczą na świecie, ale lokalny kryzys zaufania przedsiębiorstw stał się niewątpliwie dodatkowym elementem przyczyniającym się do obniżenia zysku.

Przeprowadzone w polskich przedsiębiorstwach badania wskazują, że w portfelach derywatów polskich przedsiębiorstw w 2008 roku największą wartość stanowiły kontrakty *forward*. To właśnie ten rodzaj instrumentów pochodnych najdotkliwiej wpłynął na wyniki finansowe przedsiębiorstw w 2009 roku. Opcje walutowe w przypadku badanych firm okazały się nie być najistotniejszym instrumentem obniżającym ich rentowność. Należy jednak zaznaczyć, że badanie zostało przeprowadzone na dużych polskich przedsiębiorstwach a nie na reprezentatywnej grupie przedsiębiorstw różnej wielkości. Nie wiadomo zatem, czy badanie w małych i średnich przedsiębiorstwach potwierdziłoby wnioski z przytoczonego badania.

Nie można jednoznacznie stwierdzić, czy transakcje przeprowadzone przez badane podmioty na instrumentach pochodnych miały charakter spekulacyjny czy zabezpieczający. Przykłady przedsiębiorstw notujących relatywnie duże straty na transakcjach terminowych wskazują na spekulacyjny charakter tych transakcji.

Istotną kwestią jest fakt, iż nie należy utożsamiać negatywnej wyceny instrumentów finansowych ze stratami firm. Nie wszystkie bowiem wycenione w danym roku instrumenty wygasły w badanym okresie. Jeśli kontrakty były zawierane na dłuższe okresy, to część potencjalnych strat wskazywanych w 2008 roku zostało zniwelowanych przez aprecjację złotego w 2009 i 2010 roku.

Sprawa wykorzystania instrumentów pochodnych przez polskie przedsiębiorstwa nagłośniona w 2008 roku niesie za sobą poza bezpośrednimi konsekwencjami finansowymi pewne pośrednie konsekwencje mentalne związane z wykorzystaniem derywatów. Ponad 70% spadek obrotów na pozagięldowym rynku instrumentów pochodnych w 2009 roku wskazuje na ucieczkę przedsiębiorstw od stosowania instrumentów pochodnych. Świadczy to o nagłej zmianie nastawienia do rynku derywatów i może być tłumaczone obawami przedsiębiorców o konsekwencje zawierania transakcji na tego rodzaju in-

strumentach. Należy jednak pamiętać o istniejącej ekspozycji polskich przedsiębiorstw na ryzyko walutowe. Niezabezpieczenie tych pozycji jest równie niebezpieczne, jak spekulacyjne wykorzystanie instrumentów pochodnych.

Dodatkowym elementem wpływającym na możliwość rozwoju pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych będą zapewne nowe regulacje przygotowywane zarówno w Ameryce, jak i Europie prowadzące do zwiększenia standaryzacji i kontroli nad tym rynkiem. Będą one zapewne elementem utrudniającym dopasowanie rozwiązań zabezpieczających w przedsiębiorstwie.

Wydaje się przesądzone, iż w kolejnych miesiącach i latach polskie przedsiębiorstwa zniechęcone przykładami niewłaściwego wykorzystania instrumentów pochodnych będą eksponowały się nadmiernie na ryzyko finansowe, spekulując bez użycia instrumentów pochodnych.

Streszczenie

W okresie globalnego kryzysu finansowego lat 2007-2009 w Polsce pojawiły się informacje o niewłaściwym wykorzystaniu instrumentów pochodnych w przedsiębiorstwach. Informacje dotyczyły wykorzystania opcji walutowych w celu spekulacji. Sprawa została nagłośniona a wśród przedsiębiorców pojawiła się niepewność dotycząca skali tego zjawiska i jego konsekwencji.

Celem rozdziału jest ocena wykorzystania instrumentów pochodnych w polskich przedsiębiorstwach w latach 2007-2009 oraz prognoza zachowań przedsiębiorstw w tym zakresie w przyszłości.

Hipotezą badawczą jest stwierdzenie, iż sprawa opcji walutowych dotyczyła pojedynczych przedsiębiorstw, a spekulacyjne inwestycje nie były kluczową przyczyną trudnej sytuacji polskich przedsiębiorstw w 2008 i 2009 roku.

Główny Urząd Statystyczny przeprowadził w 2010 roku badanie polskich przedsiębiorstw dotyczące ich zaangażowania w instrumenty pochodne. Badaniem zostały objęte przedsiębiorstwa, które potwierdziły obecność instrumentów pochodnych w swoich portfelach inwestycyjnych.

Analiza wyników badań prowadzi do wniosku, że sytuacja dotycząca opcji walutowych nie spowodowała zbyt dużego zagrożenia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce, ale może się okazać niebezpieczna dla przyszłego ich rozwoju.

Summary

The use of Derivatives in Polish Enterprises During the Financial Crisis in the Years 2007-2009

There was information about the misuse of derivatives in Polish firms during the global financial crisis in the years 2007-2009. The information

concerned the use of currency options for speculation. The cases announced to entrepreneurs caused uncertainty about the scale of the failures and their consequences.

The aim of this article is assessing the use of derivatives in Polish enterprises in the years 2007-2009 and forecast the behaviour of enterprises in this regard in the future.

The research hypothesis is the statement that the cases of currency options use and speculative investments have not been the main cause of difficulties for Polish companies in 2008 and 2009.

Central Statistical Office (GUS) conducted the survey of Polish companies for their engagement in derivatives in 2010. The study was extended to companies that have derivatives in their investment portfolios.

The analysis of the research results leads to the conclusion that the situation regarding foreign currency options will not result in great danger in the enterprise sector in Poland, but may lead to dangers for their further development.

Bibliografia

- BIS Quarterly Review*, sierpień 2000, wrzesień 2003, marzec 2005, wrzesień 2007, wrzesień 2008, marzec 2009, grudzień 2010;
- Biuletyny Statystyczne* (2007-2010).
- Czekaj J. (2008), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, PWN, Warszawa.
- Grąt A. (2001), *Ryzyko stopy procentowej i instrumenty pochodne służące zabezpieczeniu się przed nim* „Materiały i Studia” NBP, Warszawa.
- Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania* (2010), Główny Urząd Statystyczny, Warszawa.
- Kalinowski M. (2007), *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa.
- Kalinowski M. (2011), *Over-The-Counter Derivatives Market in View of the Global Financial Crisis 2007-2009*, [w:] *Economics and Management*, No. 16, Kauno Technologijos Universitetas.
- Komisja Nadzoru Finansowego, Komunikat KNF z dnia 17 grudnia 2008 r. w sprawie wpływu walutowych instrumentów pochodnych na banki i spółki publiczne.
- OTC derivatives market activity in the second half of 2002*, maj 2003.
- Pietrzak E. (2003), *Rynek instrumentów pochodnych*, [w:] „System finansowy w Polsce” pod red.: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Rocznik Giełdowy 2011* (2011), GPW, s. 126.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r.* (2011), NBP, Warszawa.

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r., NBP, Warszawa.

Rozwój systemu finansowego w Polsce (2009), NBP, Warszawa.

Sobolewski P., Tymoczko D. (2010), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 roku*, NBP, Warszawa.

Stanowisko UKNF w sprawie dobrych praktyk w zakresie walutowych transakcji pochodnych – podstawowe zagadnienia opracowane na podstawie wniosków z analizy nadzorczej, (www.knf.gov.pl).