

19 grudnia 2011

## Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2011 r.

*Material został przygotowany w oparciu o dane ze sprawozdań o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz nakładach na środki trwałe F-01/I-01.*

*W III kw. br. sytuacja sektora przedsiębiorstw pozostała dobra, mimo zaobserwowanego spadku wyniku finansowego. Istotne znaczenie dla wyników miała deprecjacja kursu walutowego oraz niższe wpływy z tytułu dywidend. Były to zatem czynniki niezwiązane z fundamentami działalności sektora przedsiębiorstw. Jednocześnie nadal wyraźnie rosły wyniki na podstawowej działalności przedsiębiorstw, podobnie w dalszym ciągu powiększał się odsetek przedsiębiorstw generujących zyski. W lepszej kondycji nadal znajdowali się eksporterzy oraz duże przedsiębiorstwa. Droższy import zwiększył koszty firm importujących.*

*Odnotowano dalsze symptomy wzrostu aktywności inwestycyjnej, m.in. przyspieszenie wzrostu nakładów, w tym zwłaszcza wydatków na maszyny i urządzenia. Jednak skala realizowanych inwestycji pozostaje nadal niewielka i niższa niż w latach 2006-2008. Może to wskazywać, że realizowane w przedsiębiorstwach procesy inwestycyjne mają głównie charakter odtworzeniowy (potwierdza to rosnący r/r udział wydatków na modernizację istniejącego majątku w wartości kosztorysowej rozpoczynanych projektów).*

*Płynność sektora przedsiębiorstw lekko spadła, ale wciąż kształtuje się na bardzo wysokim poziomie. Zaobserwowano przyspieszenie tempa wzrostu zadłużenia z tytułu kredytu oraz spadek akumulacji środków pieniężnych, co łączy się w dużym stopniu z ożywieniem dynamiki inwestycji. Struktura finansowania majątku pozostaje stabilna, wskazując na niską skłonność przedsiębiorstw do korzystania z dźwigni finansowej.*

## 1. Rentowność i jej determinanty

### Przychody

Dynamika przychodów ogółem w III kw. br. utrzymała się na wysokim poziomie z poprzedniego kwartału, podobnie jak dynamika przychodów ze sprzedaży (stanowią one ok. 97,8% przychodów ogółem). Pomimo znaczącego osłabienia dynamiki pozostałych przychodów operacyjnych względem II kw. br. wciąż pozostaje ona wyraźnie wyższa niż dynamika przychodów ze sprzedaży. Bardzo wysoki wzrost zanotowały natomiast przychody finansowe, czego główną przyczyną był wzrost przychodów z dodatnich różnic kursowych wywołanych silnym osłabieniem złotego w ostatnim kwartale (por. Tab. 1).

**Tab. 1 Nominalna dynamika przychodów (r/r, dane kwartalne)**

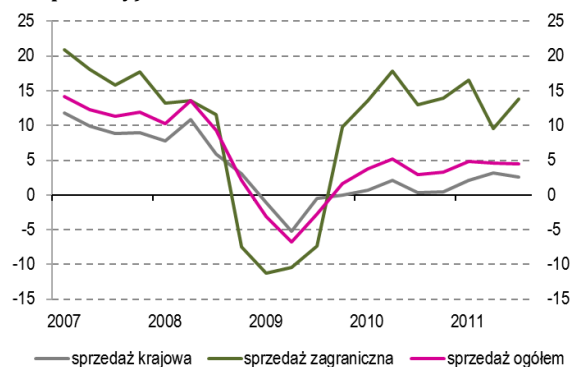
	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Przychody				
Dane kwartalne, nominalnie, dynamika roczna (r/r)				
przychody ogółem	7.6	12.0	12.2	12.4
- przychody ze sprzedaży	8.5	13.1	11.9	12.0
- pozostałe przychody operacyjne	3.0	6.2	25.3	19.9
- przychody finansowe	-34.6	-25.8	43.0	52.5

W ujęciu realnym (deflator PPI) przychody ze sprzedaży utrzymały umiarkowaną dynamikę wzrostu z poprzedniego kwartału. Złożyło się na to nieznaczne wyhamowanie tempa wzrostu sprzedaży krajowej, jak również stosunkowo silny wzrost dynamiki sprzedaży eksportowej (urealnionej PPI eksportowym) spowodowany w dużej mierze deprecjacją złotego. Tym samym III kw. br. przyniósł pogłębienie różnic między sytuacją popytową przedsiębiorstw skupionych na rynku krajowym oraz wyspecjalizowanych eksporterów oraz dalszy wzrost udziału eksportu w sprzedaży – do 21,6%.

Dane w podziale wg sekcji PKD wskazują na wysoką i stabilną dynamikę sprzedaży (dane nominalne) w handlu, przemyśle oraz transporcie. Bardzo silnego spadku tempa wzrostu sprzedaży w ostatnim kwartale doświadczyło natomiast budownictwo. W relatywnie najgorszej sytuacji znajdują się pozostałe przedsiębiorstwa usługowe – nominalna dynamika sprzedaży jest od półrocza

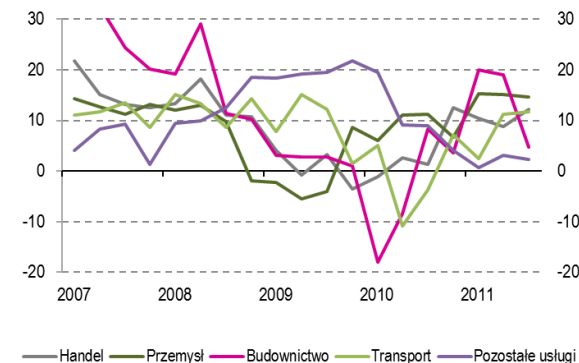
bliska zeru, co w ujęciu realnym oznacza, że popyt na usługi jest niższy niż w pierwszej połowie 2011 r.

**Rys. 1 i Tab. 2 Realna dynamika przychodów ze sprzedaży eksportowej i krajowej (r/r, dane kwartalne, deflator: odpowiednio: PPI, PPI krajowy i PPI eksportowy)**



	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Przychody ze sprzedaży				
Dane kwartalne, realnie wg PPI, dynamika roczna (r/r)				
przychody ze sprzedaży (PPI)	3.3	4.8	4.6	4.5
- sprzedaż krajowa (PPI krajowy)	0.4	2.1	3.2	2.6
- eksport (PPI eksportowy)	14.0	16.6	9.5	13.8

**Rys. 2 i Tab. 3 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale na sektory (r/r, dane kwartalne)**

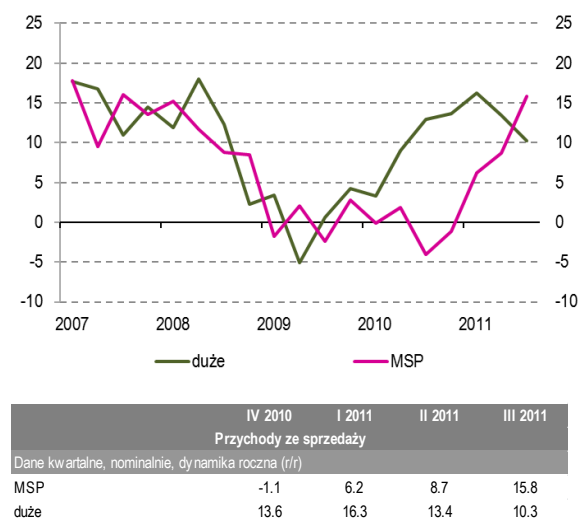


	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Przychody ze sprzedaży				
Dane kwartalne, nominalnie, dynamika roczna (r/r)				
Budownictwo	3.6	20.0	19.0	4.7
Handel	12.5	10.4	8.9	12.2
Przemysł	6.7	15.3	15.1	14.6
Transport	11.2	9.2	11.2	10.7
Usługi	7.8	7.7	0.0	1.4

W podziale według wielkości zatrudnienia istotnie przyspieszyła dynamika przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw z

sektora MSP<sup>1</sup>, podczas gdy dla przedsiębiorstw dużych uległa ona wyhamowaniu. W III kw. br. dynamika przychodów ze sprzedaży sektora MSP była wyższa od sprzedaży dużych przedsiębiorstw po raz pierwszy od ponad dwóch lat.

**Rys. 3 i Tab. 4 Nominalna dynamika sprzedaży w podziale wg wielkości zatrudnienia (r/r, dane kwartalne)**



## Koszty

W III kw. br. koszty sektora przedsiębiorstw wzrosły nominalnie o 14,2% r/r. Wzrost ten był wyższy niż wzrost przychodów (o 1,8 pp.). Dynamika kosztów wyraźnie przyspieszyła (wzrost o 3,7 pp. w relacji do poprzedniego kwartału). Wysoki wzrost dynamiki był przede wszystkim efektem wyraźnego zwiększenia kosztów finansowych.

Wśród głównych składników kosztów rodzajowych (które wzrosły w III kw. o 13,1% r/r, tj. 0,1 pp. więcej niż w II kw. br.) najbardziej zwiększyły się koszty zużycia materiałów i surowców wykorzystywanych do produkcji (o 20,1% r/r, wzrost dynamiki o 2,6 pp.). Był to jedyny składnik kosztów, który zwiększył r/r swój udział w strukturze kosztów rodzajowych (o 2,6 pp.). Wzrosły zwłaszcza koszty materiałów i surowców zakupionych za granicą

<sup>1</sup> W niniejszej notatce przez sektor MSP oznaczono przedsiębiorstwa obecne w populacji F-01/I-01, zatrudniające do 249 pracowników.

(o 23,3% r/r, wzrost dynamiki o 2,0 pp.), co było efektem zarówno wzrostu cen surowców na rynkach światowych, jak i osłabienia kursu złotego. Koszty krajowych surowców (które stanowią obecnie ok. 56% całych kosztów surowców i materiałów) zwiększyły się o 17,6% (wzrost dynamiki o 2,9 pp.). Wzrost dynamiki kosztów zużycia materiałów nastąpił w przemyśle (głównie w górnictwie i energetyce), w budownictwie dynamika spadła, zaś w usługach (poza transportowymi) zmniejszyły się same koszty zużycia materiałów. Głęboki spadek tych kosztów odnotowały branże z segmentu produkcji konsumpcyjnej trwałej (o 19% r/r). Koszty materiałów i surowców spadły również w przedsiębiorstwach działających wyłącznie na rynku krajowym

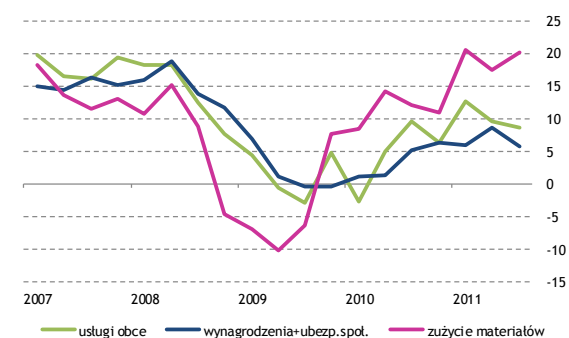


**Rys. 4 Realna dynamika przychodów i dynamika kosztów (r/r, dane kwartalne, deflator PPI)**

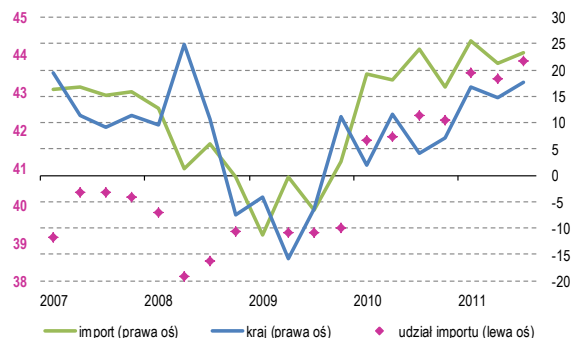
Dynamika kosztów wynagrodzeń (wraz z ubezpieczeniami społecznymi) wyniosła 5,7% r/r. (spadek o 2,9 pp.). Dynamika kosztów pracy pozostaje relatywnie niska i jej udział w strukturze kosztów rodzajowych spadł kw/kw (o 0,6 pp.) i r/r (o 1,1 pp.). Malejąca dynamika kosztów pracy była przede wszystkim efektem malejącej dynamiki płac, choć sektor przedsiębiorstw odnotował również mniejszy wzrost zatrudnienia (o 0,4% r/r). Wyższą od przeciętnej dynamikę kosztów wynagrodzeń odnotowano w górnictwie, w działalności związanej z dostarczeniem wody oraz w usługach (poza handlem i transportem). W przetwórstwie przemysłowym dynamika kosztów wynagrodzeń była na poziomie zbliżonym do przeciętnego (5,1%, spadek o 4,4 pp.).

Koszty zakupu usług obcych wzrosły o 8,7% r/r. (spadek dynamiki o 0,8 pp.). Relatywnie wysokie pozostają one w

przetwórstwie przemysłowym (10,3%, spadek o 1,7pp.).



Rys. 5 Nominalna dynamika wybranych kosztów rodzajowych: zużycia materiałów i surowców, wynagrodzeń, usług obcych



Rys. 6 Nominalna dynamika zużycia materiałów i surowców - krajowych oraz z importu oraz udział importu zaopatrzeniowego w kosztach materiałów i surowców

## RÓŻNICE KURSOWE

W III kw. br. znaczący wpływ na wyniki sektora przedsiębiorstw wywarły różnice kursowe spowodowane deprecjacją złotego. Niniejsza ramka poświęcona jest próbie odpowiedzi na pytanie, na ile możliwe jest wytłumaczenie zróżnicowania wysokości przychodów i kosztów z tytułu różnic kursowych w III kw. br. na poziomie indywidualnym w oparciu o dane dostępne w formularzach F-01/I-01. Ponieważ prosta analiza w podgrupach nie przyniosła satysfakcjonującej odpowiedzi na to pytanie, sięgnięto po narzędzia ekonometryczne (badanie dotyczy tylko III kw. 2011 r.).

Przyjęta strategia modelowania jest dwuetapowa i uwzględnia proces selekcji próby. W pierwszym etapie oszacowano prawdopodobieństwo, że przedsiębiorstwo zanotuje niezerowe przychody i koszty z tytułu różnic kursowych, a w drugim etapie podjęto próbę wyjaśnienia, dlaczego przyjmują one konkretną (dodatnią) wartość. Ze względu na ograniczoną objętość materiału zarówno opis kwestii techniczno-metodycznych, jak i sama prezentacja oraz interpretacja wyników ma charakter skrócony.

Proces selekcji próby modelowano z wykorzystaniem modelu probitowego (zastosowanie modelu logitowego dało gorsze wyniki). Zmiennymi objaśnianymi były prawdopodobieństwa, że przedsiębiorstwo zanotuje w III kw. br. niezerowe przychody i koszty z tytułu różnic kursowych. Wśród zmiennych objaśniających uwzględniono m.in. czynniki strukturalne (sekcja PKD, forma własności, forma prawna, wielkość zatrudnienia) oraz zmienne kodujące obecność przedsiębiorstwa na rynkach międzynarodowych (fakt eksportowania produktów i towarów lub materiałów, fakt importowania towarów i surowców lub materiałów) i jej intensywność (relacja eksportu do przychodów ze sprzedaży oraz do sumy aktywów, relacja importu do kosztów wytworzenia sprzedanych produktów i towarów oraz do sumy aktywów). Oszacowane modele pozwalają z ok. 80% skutecznością poprawnie zakwalifikować przedsiębiorstwo, zarówno w przypadku kosztów, jak i przychodów z tytułu różnic kursowych. W Tab. 5 przedstawiono uproszczone wyniki dla zmiennych, które okazały się statystycznie istotne na 10% poziomie istotności w co najmniej jednym z modeli.

Tab. 5 Kierunek wpływu zmiennych objaśniających na prawdopodobieństwo zanotowania przez przedsiębiorstwo dodatnich przychodów lub kosztów z tytułu różnic kursowych (. oznacza brak możliwości wskazania kierunku wpływu).

Lp.	zmienna objaśniająca	przychody z tytułu różnic kursowych	koszty z tytułu różnic kursowych
1	forma własności	.	.
2	sekcja PKD	.	.
3	forma prawna	.	.
4	fakt eksportowania produktów	+	-
5	fakt eksportowania towarów lub materiałów	+	-
6	fakt importowania surowców lub materiałów	+	+
7	fakt importowania towarów	0	+
8	eksport produktów / przychody ze sprzedaży	+	-
9	eksport towarów i materiałów / przychody ze sprzedaży	+	-
10	import surowców / aktywa	-	+
11	import towarów / koszty sprzedaży	-	-

W drugim etapie, z wykorzystaniem standardowego estymatora MNK, modelowano wysokość przychodów oraz kosztów z tytułu różnic kursowych (standaryzowanych wielkością aktywów), ale tylko wśród tych przedsiębiorstw, w których one występują. Wśród zmiennych objaśniających wykorzystano część zmiennych z pierwszego etapu, implikowane prawdopodobieństwa wystąpienia przychodów i kosztów z tytułu różnic kursowych, jak również szereg dodatkowych zmiennych opisujących strukturę wybranych aktywów oraz zobowiązań przedsiębiorstwa (standaryzowanych wielkością aktywów). Zadaniem tych zmiennych było wychwycenie tych składników majątku lub pasywów, których wycena może być szczególnie podatna na zmiany kursowe (min. należności oraz zobowiązania z tytułu dostaw i usług, należności i zobowiązania wobec jednostek powiązanych, inwestycje krótkoterminowe, zapasy, zobowiązania kredytowe itp.). W przypadku modelu dla przychodów z tytułu różnic kursowych modelowi udało się wyjaśnić ok. 20% wariacji zmiennej objaśnianej; w przypadku modelu dla kosztów – ok. 50%. W Tab. 6 przedstawiono uproszczone wyniki dla zmiennych, które okazały się statystycznie istotne na 10% poziomie istotności w co najmniej jednym z modeli.

**Tab. 6 Kierunek wpływu zmiennych objaśniających na wysokość przychodów lub kosztów z tytułu różnic kursowych.**

Lp.	zmienna objaśniająca	przychody z tytułu różnic kursowych	koszty z tytułu różnic kursowych
1	forma własności	.	.
2	sekcja PKD	.	.
3	forma prawna	.	.
4	prawdopodobieństwo wystąpienia przychodów kurs.	+	0
5	prawdopodobieństwo wystąpienia kosztów kurs.	+	+
6	eksport produktów / aktywa	+	+
7	eksport produktów / przychody ze sprzedaży	+	0
8	eksport towarów i materiałów / przychody ze sprzedaży	+	+
9	import surowców / akty a	0	+
10	import surowców / koszty sprzedaży	0	-
11	import towarów / aktywa	+	0
12	zapasy materiałów / aktywa	-	0
13	produkcja w toku / aktywa	-	0
14	zapasy towarów / aktywa	-	0
15	należności inne niż z tytułu dostaw i usług od jednostek powiązanych / aktywa	0	+
16	należności inne niż z tytułu dostaw i usług od jednostek niepowiązanych / aktywa	+	0
17	inwestycje krótkoterminowe w jednostkach powiązanych / aktywa	+	0
18	zobowiązania krótkoterminowe z tytułu kredytów i pożyczek oraz emisji papierów dłużnych / aktywa	-	-
19	zobowiązania długoterminowe z tytułu kredytów i pożyczek oraz emisji papierów dłużnych / aktywa	0	+
20	zobowiązania długoterminowe wobec jednostek powiązanych / aktywa	0	+
21	zobowiązania długoterminowe wobec jednostek niepowiązanych / akty a	-	+
22	zobowiązania z tytułu dostaw i usług wobec jednostek powiązanych / aktywa	0	+
23	zobowiązania krótkoterminowe inne niż z tytułu dostaw i usług wobec jednostek powiązanych / aktywa	0	+
24	zobowiązania z tytułu dostaw i usług wobec jednostek niepowiązanych / aktywa	-	+
25	zobowiązania krótkoterminowe inne niż z tytułu dostaw i usług wobec jednostek niepowiązanych / aktywa	+	0
26	przychody finansowe inne niż z tytułu różnic kursowych / aktywa	+	+
27	przychody finansowe inne niż z tytułu różnic kursowych / przychody og łem	-	-
28	koszty finansowe inne niż z tytułu różnic kursowych / aktywa	-	-
29	koszty finansowe inne niż z tytułu różnic kursowych / przychody ogółem	+	-

Uzyskane wyniki pozwalają na sformułowanie kilku ogólnych wniosków:

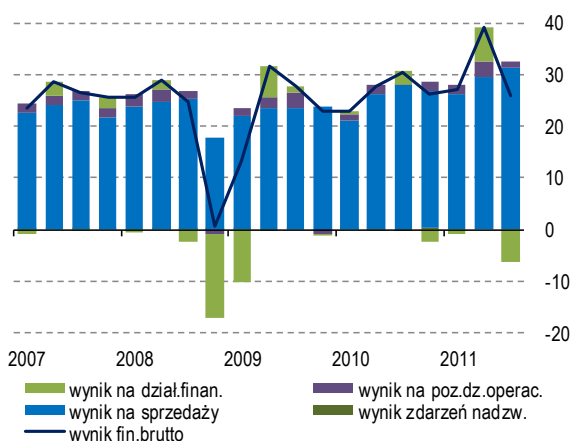
- Na podstawie danych z formularzy F-01/I-01 można z dość wysoką trafnością zidentyfikować te przedsiębiorstwa, które w III kw. br. zanotowały niezerowe przychody lub koszty z tytułu różnic kursowych. Po pierwsze, istotną rolę odgrywają czynniki strukturalne, takie jak forma własności, sekcja PKD, czy forma prawna. Po drugie, niezerowe przychody z tytułu różnic kursowych zanotowali przede wszystkim eksporterzy, podczas gdy koszty – głównie importerzy. Co istotne, skuteczność poprawnej kwalifikacji przedsiębiorstwa jest podobna w obydwu przypadkach i wynosi ok. 80%.
- O ile stosunkowo łatwo zidentyfikować przedsiębiorstwa, które zanotowały niezerowe przychody lub koszty z tytułu różnic kursowych, o tyle dużo trudniej wyjaśnić konkretny ich poziom. Co więcej, sytuacja jest niesymetryczna, bowiem wariacje kosztów udaje się wyjaśnić w ok. 50%, natomiast wariacje przychodów tylko w ok. 20%. Analiza kierunku wpływu istotnych statystycznie zmiennych objaśniających pozwala również dostrzec, że – wbrew oczekiwaniom – w przypadku większości zmiennych znaki parametrów nie są wcale przeciwne. Przykładowo, eksport zwiększał zarówno oczekiwaną wielkość przychodów z tytułu różnic kursowych, jak i kosztów. W przypadku modelowania prawdopodobieństwa taka sytuacja miała miejsce jedynie w przypadku importu surowców (zmniejszenie obydwu prawdopodobieństw).
- Prawdopodobną przyczyną obserwowanej asymetrii jest to, że za przychody z tytułu różnic kursowych odpowiadały przede wszystkim zmienne z poziomu rachunku zysków i strat (przychody z eksportu oraz przychody i koszty finansowe inne niż z tytułu różnic kursowych), podczas gdy w przypadku kosztów z tytułu różnic kursowych były to przede wszystkim zmienne bilansowe (szeroka kategoria zobowiązań). Z pewną dozą ostrożności można więc oczekiwać, że przychody z tytułu różnic kursowych mają swoje źródło w aktywnej działalności przedsiębiorstwa (sprzedaż na eksport), podczas gdy koszty z tytułu różnic kursowych wynikają w głównej mierze z efektu księgowego, polegającego na przeszacowaniu wartości zobowiązań w walutach obcych. Bardziej szczegółowa analiza ujawnia, że największe znaczenie dla wysokości kosztów z tytułu różnic kursowych miały zobowiązania długoterminowe wobec jednostek niepowiązanych oraz zobowiązania krótkoterminowe inne niż z tytułu dostaw i usług wobec jednostek powiązanych, a więc te kategorie zobowiązań, które nie są bezpośrednio związane z importem, a mogą być powiązane ze strukturą finansowania działalności przedsiębiorstwa.
- W świetle powyższej interpretacji, a także biorąc pod uwagę fakt, że łączny wynik finansowy z tytułu różnic kursowych był w III kw. 2011 r. silnie ujemny (koszty przewyższyły przychody) można przypuszczać, że przedsiębiorstwa wykazują większą skłonność do zabezpieczenia ryzyka kursowego pozycji z rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych niż pozycji bilansowych.

### ***Wynik finansowy i rentowność***

Po rekordowo dobrym pod względem wysokości wyniku finansowego oraz poziomu rentowności II kw. br. kolejny kwartał przyniósł pogorszenie wymienionych wskaźników. Pozostały one jednak na relatywnie wysokich poziomach, tak więc również kondycję ekonomiczną firm należy ocenić jako dobrą. Na

utrzymanie dobrej sytuacji pozwolił dalszy wzrost zysków na sprzedaży, czemu z kolei sprzyjała nierosnąca, ale dodatnia dynamika przychodów ze sprzedaży oraz niski wzrost kosztów pracy. Spadek wyniku finansowego brutto był efektem obserwowanej w III kw. silnej deprecjacji złotego oraz niższymi wpłatami z tytułu dywidend, co spowodowało bardzo znaczący spadek wyniku na operacjach finansowych.

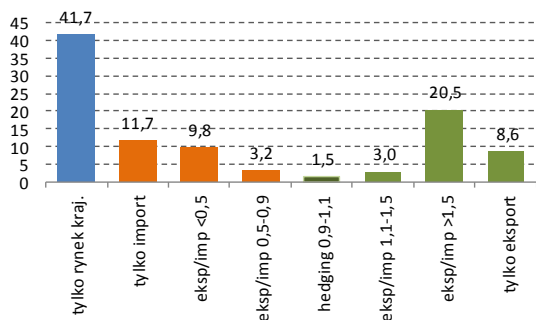




Rys. 7 Wynik finansowy brutto i jego główne składowe (dane kwartalne, w PLN)

### Wyniki na operacjach finansowych

W III kw. br. deprecjacja złotego spowodowała powstanie ujemnych różnic kursowych. Straty skoncentrowane były w grupie importerów oraz przedsiębiorstw mających zobowiązania walutowe. Warto podkreślić, że w sektorze polskich przedsiębiorstw eksporterzy to najczęściej również importerzy, jednocześnie jednak odsetek firm wykorzystujących naturalny hedging jest bardzo niski (por. Rys. 8), a relacja eksport-import na poziomie przedsiębiorstwa rzadko jest bliska jedności. Stabilizująca rola naturalnego hedgingu jest dobrze widoczna w rozkładzie wyników na operacjach finansowych przedstawionym na Rys. 9. Zagregowany wynik na operacjach finansowych w przedsiębiorstwach stosujących naturalny hedging oscyluje wokół zera.



Rys. 8 Rozkład przedsiębiorstw w zależności od wielkości relacji eksport-import (na podstawie danych za okres I-III kw.br.; na osi pionowej odsetek przedsiębiorstw w danej klasie)

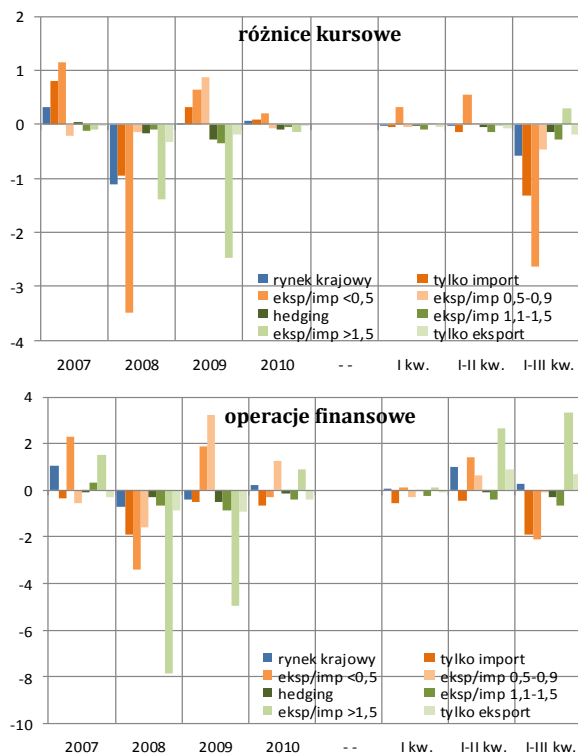
Warto przypomnieć, że w pierwszej fazie kryzysu finansowego, tj. na przełomie

2008/2009, kiedy to w związku z deprecjacją złotego odnotowano nawet wyższe straty na operacjach finansowych niż obecnie, sytuacja sektora przedsiębiorstw była odmienna. Wtedy poważne trudności odczuli przede wszystkim eksporterzy, a mniejsze problemy - importerzy. Wynikało to z innego wyjściowego poziomu kursu złotego oraz z różnic w skali i sposobie zabezpieczania się firm przed wahaniami kursu złotego. Przed wybuchem kryzysu umacniają się złoty sprawił, że wielu eksporterów sięgnęło po instrumenty finansowe zabezpieczające przed ryzykiem kursowym. W sytuacji coraz niższej opłacalności eksportu przedsiębiorstwa godziły się na ryzykowne operacje, pozwalające na obniżenie kosztów zakupu instrumentów pochodnych i realizację dodatkowych dochodów. Silna deprecjacja złotego odnotowana w II poł. 2008 r. spowodowała straty w firmach nieostrożnie stosujących te instrumenty, jednocześnie zwiększając również koszty zakupu importu. Te perturbacje sprawiły, że w latach kolejnych (2009-2011) przedsiębiorstwa rzadziej sięgały po instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem kursowym<sup>2</sup>. To właśnie najprawdopodobniej niezabezpieczone bądź niedostatecznie zabezpieczone transakcje spowodowały część strat na różnicach kursowych w III kw. br.

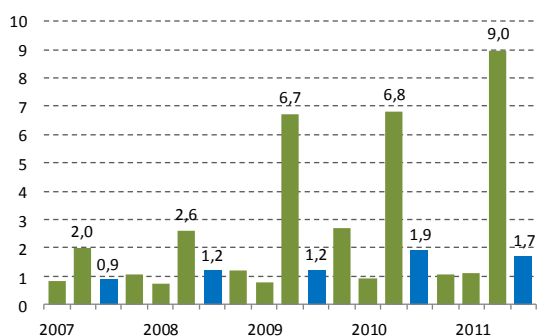
Straty na operacjach finansowych nie były jednak wyłącznie konsekwencją ujemnych różnic kursowych. W dużej części na tak gwałtowny spadek wyniku na operacjach finansowych (kw/kw) wpłynęły również niższe wpływy z dywidend. W II kw. br. przychody z dywidend wyniosły niemal 9 mld PLN i były rekordowe w okresie potransformacyjnym (wzrost przychodów z dywidend w II kw. jest typowy dla tego okresu roku). W III kw. br. wpływy te zmalały do poziomu 1,7 mld PLN. Miały one zatem stale dodatni wpływ na poziom wyniku na operacjach finansowych, niemniej ich obniżenie o 7,3 mld PLN względem II kw. wyraźnie odbiło się na poziomie wyniku z całokształtu działalności, który w II kw. dość silnie zwiększył się, by w III kw. gwałtownie

<sup>2</sup> Z badań ankietowych prowadzonych przez NBP wynika, że odsetek firm zabezpieczających się przed ryzykiem kursowym zmniejszył się z ok. 41% w latach 2006-2008 do ok. 31% w latach 2009-2011 (analizie poddano wyłącznie grupę importerów i eksporterów). Źródło danych: Szybki Monitoring NBP.

zmaleć. Trzeba dodatkowo zauważyć, że w poszczególnych branżach oraz analizowanych klasach udział dochodów z tytułu dywidend był bardzo zróżnicowany (szerzej na ten temat piszemy poniżej przy okazji omawiania zmian wyniku finansowego w klasach).



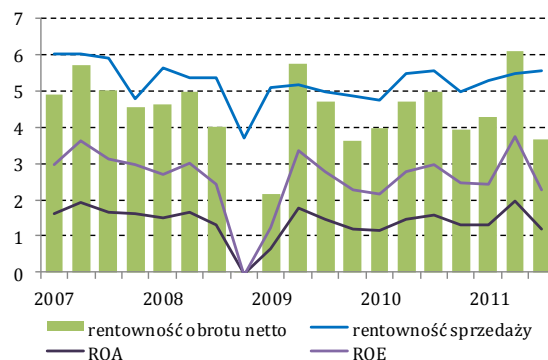
**Rys. 9 Wyniki na różnicach kursowych (górny panel) oraz wyniki na operacjach finansowych (dolny panel) w klasach skonstruowanych w oparciu o import i eksport (dane roczne za lata 2007-2010 oraz dane narastające za pierwsze trzy kwartały 2011 r.; na osi pionowej łączna suma wyników na różnicach kursowych i operacjach finansowych w danej klasie w mld PLN)**



**Rys. 10 Przychody z tytułu dywidend (dane kwartalne, w mld PLN)**

Wzrost kosztów odsetkowych (o 26% r/r), wynikający zarówno ze zwiększenia zadłużenia z tytułu kredytu, jak i z rosących na skutek deprecjacji złotego odsetek od zadłużenia w walutach obcych dodatkowo, choć już w

znacznie mniejszym stopniu niż różnice kursowe i mniejsze wpływy z tytułu dywidend, obniżył wynik finansowy brutto. Natomiast zyski z aktualizacji oraz zbycia inwestycji nieznacznie wynik podwyższyły.



**Rys. 11 Wskaźniki rentowności (dane kwartalne)**

### Wyniki na sprzedaży i pozostałej działalności operacyjnej

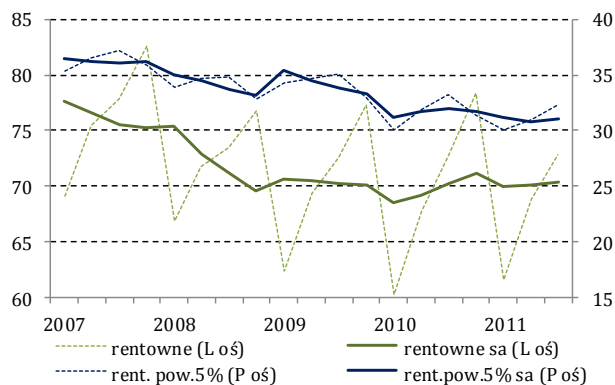
Pozytywnym zjawiskiem zanotowanym w III kw. br. był dalszy wzrost wyniku finansowego na sprzedaży. Sektor przedsiębiorstw odnotował taki wzrost zarówno względem poprzedniego kwartału, jak i III kw. ub. r. (odpowiednio o 6,2% i 11,7%); wynik na podstawowej działalności wyniósł 31,3 mld PLN i stanowił prawie 120% wyniku finansowego brutto. Pozycją obniżającą wynik brutto były opisane już straty na operacjach finansowych, które wyniosły prawie minus 6,5 mld PLN, tj. o 13,1 mld PLN mniej niż w poprzednim kwartale. Dodatni, choć niższy niż w II kw. wynik zanotowano na pozostałej działalności operacyjnej; przedsiębiorstwa wypracowały na tych operacjach 1,3 mld PLN wobec 3,2 PLN w poprzednim kwartale.

### Rentowność

Poza rentownością sprzedaży, która zwiększyła się w ujęciu kw/kw, pozostałe analizowane miary zyskowności sektora przedsiębiorstw pogorszyły się w ujęciu rocznym (niewiele) i kwartalnym (istotnie ze względu na rekordowy II kw. - por. Rys. 11). Wskaźnik rentowności obrotu netto spadł w ciągu kwartału z 6,1% do 3,7%, ROE zmniejszył się z 3,7% do 2,3%, ROA obniżył się z 2% do

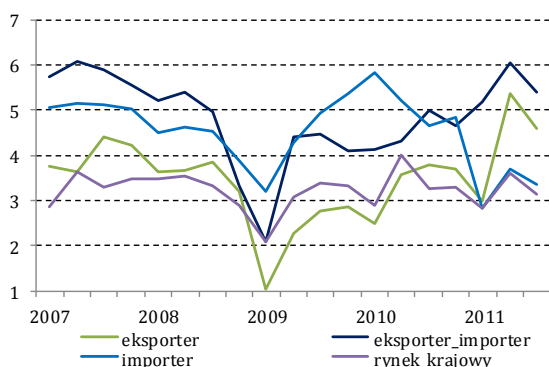


1,2%. Wszystkie trzy wskaźniki (rentowności obrotu, ROE i ROA) pozostały blisko przeciętnych poziomów z trzech ostatnich lat. Natomiast rentowność sprzedaży zwiększyła się z 5,5% w II kw. br. do 5,6%, przyjmując taki sam poziom co w III kw. ub.r.



Rys. 12 Odsetek przedsiębiorstw rentownych oraz odsetek przedsiębiorstw, w których wskaźnik rentowności obrotu netto przewyższa 5% (dane narastające)

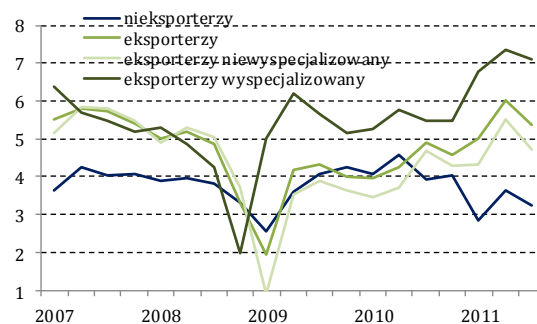
Mimo strat na operacjach finansowych analiza danych jednostkowych pokazała dalszą, choć niewielką poprawę odsetka firm wykazujących zyski. Udział firm zyskowych zwiększył się piąty kolejny kwartał z rzędu - z 72,6% w III kw. ub.r. do 72,8%. Jednocześnie jednak dalszemu obniżeniu (o 0,9 pp.) uległ udział firm z wysoką rentownością (powyżej 5%). Odsetek takich podmiotów wykazuje od 2008 r. wyraźną tendencję spadkową.



Rys. 13 Wskaźniki rentowności obrotu netto w klasach wg rynku sprzedaży i rynku zaopatrzenia (dane narastające)

### Rentowność w analizowanych klasach

Spadek rentowności zanotowały niemal wszystkie analizowane branże i klasy przedsiębiorstw, poza przedsiębiorstwami zajmującymi się dostawą wody.



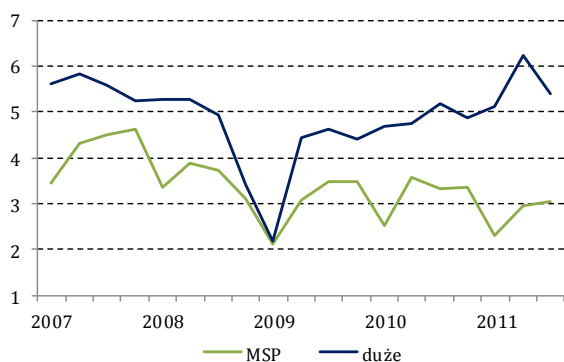
Rys. 14 Wskaźniki rentowności obrotu netto w klasach eksporterów (w tym wyspecjalizowanych i niewyspecjalizowanych) oraz nieeksporterów (dane narastające)

W klasyfikacji wg rynku sprzedaży i rynku zaopatrzenia najsilniejszy spadek rentowności (kw/kw) zanotowali eksporterzy zaopatrujący się wyłącznie w kraju. Firmy te zaobserwowały zarówno spadek rentowności sprzedaży (kw/kw), m.in. ze względu na spadek przychodów ze sprzedaży (mimo wysokiej opłacalności eksportu), jak i spadek wyniku na operacjach finansowych, będący efektem obniżenia wpływów z tytułu dywidend. W analizowanej klasyfikacji poprawę rentowności sprzedaży, przy dwucyfrowym wzroście sprzedaży, wypracowali eksporterzy importujący. Mimo tej poprawy, ze względu na znaczące straty na operacjach finansowych, wynikające zarówno z powstania ujemnych różnic kursowych, jak i spadku wpływów z dywidend, grupa ta zanotowała spadek rentowności obrotu. Taki spadek miał miejsce również w grupie importerów sprzedających w kraju, gdzie obniżeniu uległa sprzedaż oraz rentowność sprzedaży, jak też niższy był wynik na operacjach finansowych. Ten ostatni spadek przede wszystkim z powodu strat na różnicach kursowych. Wreszcie, klasa firm zaopatrujących się i sprzedających wyłącznie w kraju zanotowała spadek rentowności na sprzedaży, mimo utrzymania relatywnie wysokiego tempa sprzedaży, a także straty na operacjach finansowych, związane z niższymi dywidendami i ujemnymi różnicami kursowymi. Najbardziej rentowna w okresie I-III kw. br. pozostała grupa firm jednocześnie eksportujących i importujących; relatywnie wysoką rentowność utrzymali eksporterzy bez importu; natomiast importerzy zaopatrujący się w kraju oraz firmy obecne wyłącznie na rynku krajowym uzyskały

wyniki wyraźnie poniżej przeciętnej dla sektora przedsiębiorstw.

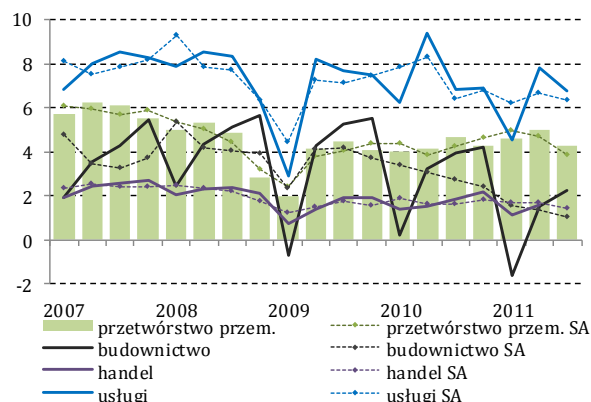
Wśród eksporterów, mimo pogorszenia sytuacji, najbardziej rentowne nadal były jednostki wyspecjalizowane w eksporcie. W grupie tej straty na operacjach finansowych były relatywnie niskie i wynikały przede wszystkim z mniejszych wpływów z dywidend, zaś rentowność sprzedaży, mimo niewielkiego spadku kw/kw, pozostała wysoka.

W III kw. br. znacznie silniejszy spadek rentowności zanotowały duże firmy, a tylko nieznacznie pogorszyła się sytuacja w sektorze MSP. Przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 249 osób zanotowały niewielki spadek rentowności sprzedaży oraz bardzo znaczące straty na operacjach finansowych (spadek z plus 6,8 mld w II kw. br. do minus 4,9 mld w III kw. br.). Spadek wyniku na operacjach finansowych był w tej grupie niemal w równym stopniu efektem pojawienia się ujemnych różnic kursowych, jak i obniżenia się wpływów z tytułu dywidend. W sektorze MSP w ślad za wzrostem dynamiki sprzedaży nieznacznie wzrosła również rentowność na tej działalności, i dlatego, mimo wzrostu strat na operacjach finansowych (do minus 1,6 mld PLN), wskaźnik rentowności obrotu w III kw. obniżył się tam tylko nieznacznie. Dane narastające za okres I kw.-III kw. br. pokazały niewielki wzrost rentowności obrotu w sektorze MSP oraz jej dość wyraźny spadek w grupie dużych przedsiębiorstw. Mimo to duże przedsiębiorstwa utrzymały swoją przewagę i znacznie wyższy poziom rentowności niż małe i średnie podmioty.



Rys. 15 Wskaźniki rentowności obrotu netto w klasie dużych przedsiębiorstw i MSP (dane narastające)

W klasyfikacji branżowej utrzymały się znaczące dysproporcje w poziomie rentowności obrotu. Górnictwo, energetyka oraz sekcja Dostawa wody utrzymały wysoką rentowność; branże usługowe (poza handlem i transportem) osiągnęły przeciętny poziom rentowności, natomiast pozostałe sekcje uzyskały niskie wartości wskaźników, w tym kolejny kwartał z rzędu najniższą rentownością obrotu odznaczał się handel.



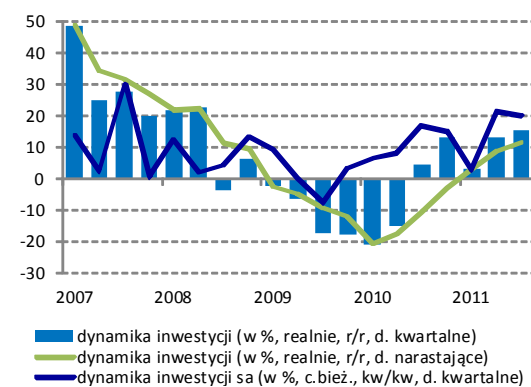
Rys. 16 Wskaźniki rentowności obrotu netto w wybranych sekcjach PKD (dane narastające)

Spadki rentowności w III kw. zanotowały wszystkie sekcje, poza Dostawą wody, w której rentowność nieznacznie podniosła się, m.in. dzięki wzrostowi rentowności sprzedaży oraz małym stratom na operacjach finansowych. Najsilniejszy spadek rentowności zanotowała energetyka oraz branże usługowe. W obu przypadkach spadki związane były z obniżeniem wyniku na operacjach finansowych, powstałym na skutek zmniejszenia wpływów z tytułu dywidend, przy czym w branżach usługowych wynik na operacjach finansowych obniżały dodatkowo straty na różnicach kursowych. W sekcjach przetwórstwo przemysłowe, handel oraz transport nastąpiła poprawa rentowności sprzedaży, której sprzyjała dwucyfrowa dynamika przychodów z tej działalności. W każdej z tych sekcji zanotowano również znaczące straty na operacjach finansowych, będące przede wszystkim skutkiem ujemnych różnic kursowych. W budownictwie zanotowano niewielki spadek rentowności sprzedaży, na co złożył się spadek dynamiki sprzedaży oraz relatywnie niewielkie straty na operacjach finansowych. W efekcie tych korekt rentowność obrotu netto w budownictwie zmniejszyła się

kw/kw również nieznacznie. Górnictwo uzyskało najwyższą dwucyfrową rentowność obrotu wśród sekcji, na co złożyły się bardzo wysokie, mimo spadku, wskaźniki rentowności sprzedaży oraz wzrost zysków z operacji finansowych. Te ostatnie były efektem dodatnich różnic kursowych. Warto zauważyć, że udział eksportu w sprzedaży w górnictwie rośnie w ostatnich latach bardzo szybko (podwoił się w ciągu dekady) i na koniec III kw. br. wyniósł 30,5%.

## 2. Aktywność inwestycyjna<sup>3</sup>

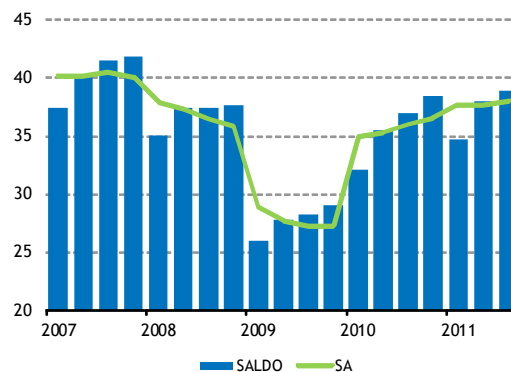
W III kw. odnotowano wzrost aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Dynamika inwestycji wzrosła do 15,6% z 13,2% (r/r, c. stałe, Rys. 17) w poprzednim kwartale. Co istotne, przyspieszenie dynamiki inwestycji, odmiennie niż we wcześniejszych kwartałach, przebiegało już przy rosnącej bazie odniesienia z poprzedniego roku (w III kw. wygasł efekt statystyczny niskiej bazy, związany z głębokimi spadkami inwestycji na przełomie 2009 i 2010 r.). Ponadto utrzymuje się wysokie tempo wzrostu inwestycji w relacji kwartalnej, jednak było ono po odsezonowaniu nieco niższe niż w poprzednim kwartale.



Rys. 17 Dynamika inwestycji

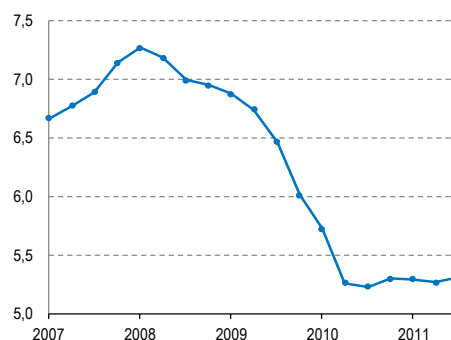
Obserwowana w sektorze przedsiębiorstw odbudowa aktywności inwestycyjnej poza wzrostem wielkości nakładów przejawia się również tym, że inwestycje realizuje coraz więcej

przedsiębiorstw (Rys. 18). Udział inwestorów rośnie niemal nieprzerwanie od początku 2010 r. (z wyjątkiem pierwszego kwartału br.) i na tle wcześniejszych danych udział ten można obecnie oceniać jako wysoki (jest on wyższy niż był w 2008 r.).



Rys. 18 Udział przedsiębiorstw realnie zwiększających inwestycje (nakłady narastająco)

Zarówno przyspieszenie dynamiki inwestycji jak i fakt, że na zwiększenie nakładów decyduje się stosunkowo duża część inwestorów wskazują na wzrost zainteresowania inwestycjami przedsiębiorstw. Niemniej jednak skala realizowanych inwestycji jest obecnie niewielka. Inwestycje są wciąż znacznie niższe niż w latach 2006-2008 np. w relacji do aktywów ogółem (choć pozytywnie należy ocenić fakt, że w 2010 r. relacja ta przestała się obniżać, Rys. 19).



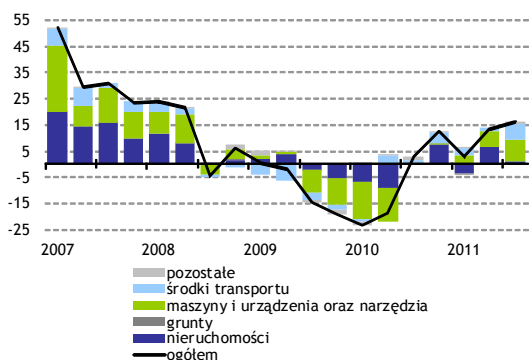
Rys. 19 Relacja inwestycji (inwestycje kwartalne annualizowane) do aktywów ogółem (w %)

Można przypuszczać, że większość procesów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach ma głównie charakter odtworzeniowy. Wskazują na to również dane nt. nowo rozpoczynanych przedsięwzięć inwestycyjnych, z których wynika, że na modernizację istniejących środków trwałych przypadają 45,4% wartości

<sup>3</sup> Termin inwestycje odnosi się w tym rozdziale do nakładów na nowe środki trwałe.

kosztorysowej inwestycji rozpoczętych (wobec 29% przed rokiem).

Zachodzą natomiast wyraźne zmiany w strukturze rodzajowej inwestycji świadczące o działaniach przedsiębiorstw w obszarze rozbudowy potencjału produkcyjnego. Wzrost inwestycji w coraz większym stopniu generowany jest bowiem przez zakupy maszyn i urządzeń i w III kw. ta kategoria zakupów była już główną pozycją nakładów na inwestycje (nakłady na maszyny i urządzenia wzrosły o 18,3% r/r, Rys. 20, Tab. 7). Przedsiębiorstwa znacząco zwiększyły również nakłady na środki transportu i dynamika wzrostu tej kategorii powróciła do dwucyfrowego poziomu (wzrost o 58,5% r/r).



Rys. 20 Dynamika nakładów na środki trwałe i składów do stopy wzrostu nakładów (w %, r/r, c.bież., d.kwartalne)

Tab. 7 Dynamika nakładów na nowe środki trwałe w podziale rodzajowym (w%, r/r, c.bież., d.kwartalne)

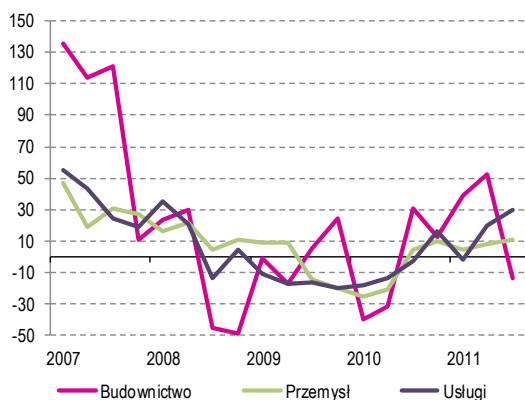
	ogółem	nieru- chomości	maszyny i urządzenia oraz narzędzia	środki transportu
2009Q4	-19,2	-13,5	-21,1	-19,4
2010Q1	-23,6	-18,3	-28,1	-8,5
2010Q2	-18,8	-22,9	-25,2	43,3
2010Q3	2,7	-0,1	1,3	10,0
2010Q4	12,3	16,9	1,4	44,5
2011Q1	2,9	-9,0	6,6	26,5
2011Q2	13,1	16,7	12,9	8,6
2011Q3	16,0	2,0	18,3	58,5

W podziale według rodzaju prowadzonej działalności po czterech kwartałach wzrostu inwestycji w grupie przedsiębiorstw budowlanych odnotowano tam silny spadek wydatków na rozwój (spadek o 13,8 r/r, Rys. 21). Jeszcze wyraźniej maleje wartość kosztorysowa nowo rozpoczynanych

przedsięwzięć w tym sektorze. Spadek aktywności inwestycyjnej w sektorze budowlanym może być związany z wyhamowaniem m.in. publicznych inwestycji infrastrukturalnych (liczba przetargów publicznych na prace budowlane zmniejsza się od początku br.) oraz stabilizującym się popytem na rynku mieszkaniowym.

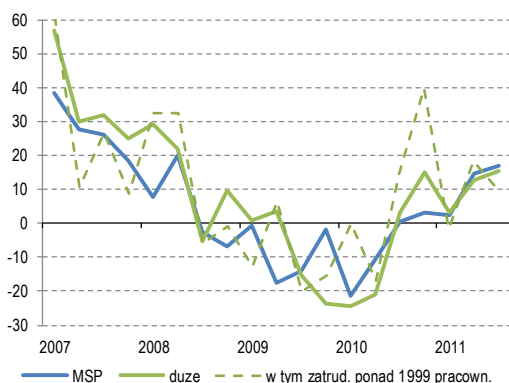
Z kolei szybciej niż w poprzednim kwartale zwiększały inwestycje przedsiębiorstwa usługowe i przemysłowe (wzrost odpowiednio o 29,8% i 10,8% r/r). Silny wpływ na kształtowanie się inwestycji przedsiębiorstw miały wydatki przedsiębiorstw transportowych (transport lądowy oraz transport rurociągowy), które w III kw. inwestowały głównie w środki transportu (1/3 rocznego przyrostu inwestycji kwartalnych związana była z inwestycjami w przedsiębiorstwach transportowych). W transporcie rozpoczynane są coraz większe przedsięwzięcia o czym świadczy wciąż bardzo szybko rosnąca wartość kosztorysowa nowo rozpoczynanych inwestycji przy stosunkowo niewielkim wzroście liczby rozpoczynanych zadań. Chociaż dynamika zakupów wzrosła bardzo wyraźnie zarówno w prywatnych jak i publicznych przedsiębiorstwach transportowych to w segmencie publicznym sektora transportowego realizowane są jednak znacznie większe inwestycje. Zakupy środków transportu publicznych firm transportowych stanowiły niemal 3/4 nakładów całego sektora transportowego przeznaczonych na środki transportu przy znacznie niższym udziale liczebnym (ok. 1/4 firm transportowych należy do sektora publicznego). Poza transportem coraz więcej inwestują także przedsiębiorstwa usługowe a także firmy w przetwórstwie przemysłowym. Natomiast w energetyce tempo wzrostu inwestycji w ostatnich kwartałach wyraźnie osłabło, choć nadal pozostaje dodatnie. Inwestycje w tej branży komplikuje nieuporządkowane otoczenie prawne i brak stabilności regulacji. Tymczasem branża ta w najbliższych latach wymaga olbrzymich nakładów niezbędnych dla zabezpieczenia podaży energii elektrycznej w przyszłości<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> „Finansowanie inwestycji energetycznych w Polsce” Maj 2011, PWC ING



Rys. 21 Dynamika nakładów na środki trwałe wg PKD (w %, r/r, c.bież., d.kwartalne)

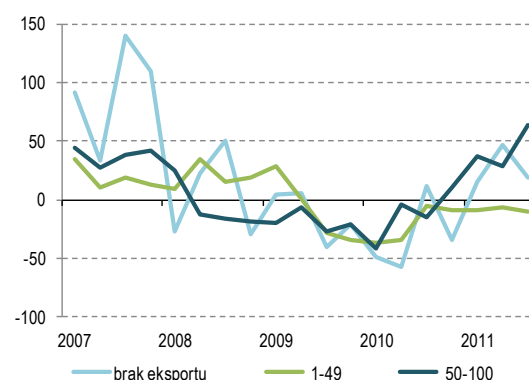
Od trzech kwartałów dynamika inwestycji kształtuje się podobnie w grupie dużych przedsiębiorstw i w sektorze MSP. W obu tych sektorach inwestycje rosną w zbliżonym tempie, ponadto w obu grupach nastąpiło przyspieszenie dynamiki wzrostu nakładów (Rys. 15). Wysokie tempo wzrostu inwestycji utrzymują największe przedsiębiorstwa (zatrudniające ponad 2000 pracowników). Ta niewielka grupa licząca około 180 podmiotów generuje 1/3 nakładów na inwestycje całego sektora przedsiębiorstw. Pewne spowolnienie dynamiki nakładów w III kw. w grupie największych przedsiębiorstw to częściowo efekt statystyczny (rok temu po raz pierwszy po dwóch latach spadku zanotowano wzrost inwestycji w tej grupie podmiotów).



Rys. 22 Dynamika nakładów na środki trwałe wg wielkości zatrudnienia (w %, r/r, c.bież., d.kwartalne)

W podziale według udziału przychodów z eksportu w przychodach zwraca przede wszystkim uwagę fakt, że wciąż nie ma inwestycji w grupie przedsiębiorstw (rozważmy tu przetwórstwo przemysłowe), dla których

eksport jest źródłem nie więcej niż połowy przychodów z działalności (od połowy 2009 r. roku inwestycje tej grupy firm nominalnie maleją). W pozostałych podmiotach widoczny jest wzrost inwestycji, przy czym najszybszą i rosnącą dynamikę nakładów odnotowano w grupie firm, dla których sprzedaż eksportowa jest podstawowym źródłem przychodów. W przedsiębiorstwach prowadzących sprzedaż wyłącznie na rynku krajowym tempo wzrostu nakładów obniżyło się w porównaniu z poprzednimi wynikami, ale nadal jest wysokie.

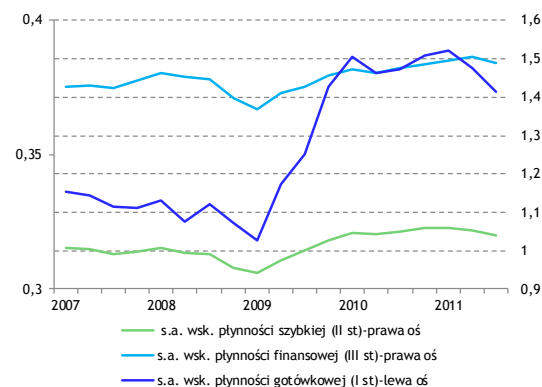


Rys. 23 Dynamika nakładów na środki trwałe w klasach wydzielonych na podstawie udziału przychodów z eksportu w przychodach ogółem (w %, r/r, c.bież., d.kwartalne). Przetwórstwo przemysłowe

### 3. Płynność, wypłacalność, kredyt

#### Płynność

W III kw. br. płynność sektora przedsiębiorstw lekko spadła. Wszystkie wskaźniki płynności osiągnęły niższe od tych obserwowanych w poprzednim kwartale, ale wciąż wysokie, poziomy.

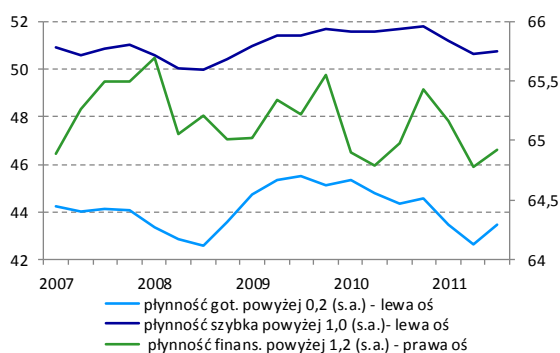


Rys. 24 Płynność finansowa (III stopnia), płynność szybka (II stopnia) i płynność gotówkowa (I stopnia)

([http://www.pwc.pl/pl\\_PL/pl/publikacje/ING-finansowanie-inwest.pdf](http://www.pwc.pl/pl_PL/pl/publikacje/ING-finansowanie-inwest.pdf))



Należy podkreślić, że spadek płynności zaobserwowano na danych zagregowanych, natomiast na poziomie jednostkowym widoczna była poprawa sytuacji płynnościowej firm.<sup>5</sup> Odsetek przedsiębiorstw posiadających płynność III st. powyżej 1,2 pozostał na relatywnie wysokim poziomie niemal 65%. Odsetek przedsiębiorstw z wskaźnikiem płynności I st. równym bądź wyższym od 0,2 wyniósł 43,5% badanej populacji (wzrósł o 0,8 pp. kw/kw), a 50,8% populacji miało wskaźnik płynności II st. powyżej lub równy 1,0 (wzrost o 0,1 pp. kw/kw).

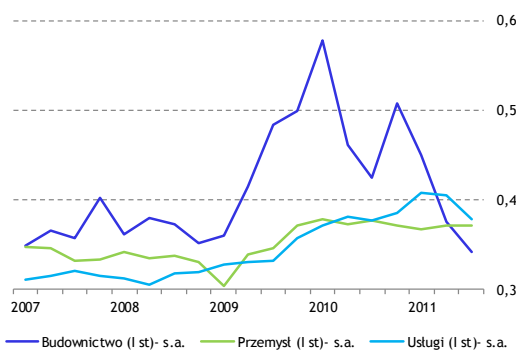


Rys. 25 Odsetek przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności przekraczającymi referencyjne poziomy

W III kw. br., po raz kolejny, firmy budowlane odnotowały istotny spadek płynności, któremu towarzyszył spadek akumulacji środków pieniężnych (spadek o 11,6% r/r) i 24,7% wzrost kredytu ogółem (r/r). Należy to łączyć z trwającą akcją inwestycyjną w tej grupie przedsiębiorstw<sup>6</sup>. Spadek płynności widoczny był również wśród firm usługowych, czemu jednak towarzyszył wzrost akumulacji środków pieniężnych i kredytu ogółem. W przemyśle płynność pozostała na poziomie sprzed kwartału. Najbardziej płynne pozostały przedsiębiorstwa energetyczne, górnictwo oraz firmy zajmujące się dostawą wody.

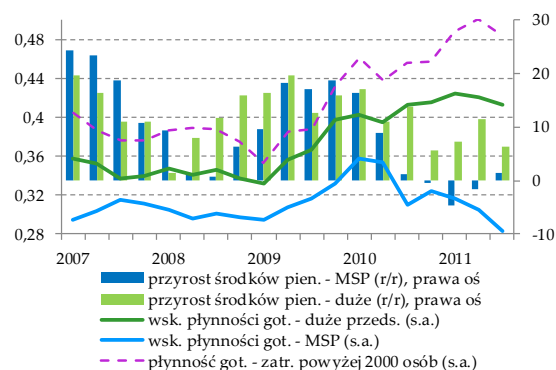
<sup>5</sup> Różnice wynikają z przyrostu odsetka przedsiębiorstw z płynnością przekraczającą wysokość referencyjną i ograniczenia płynności wśród przedsiębiorstw, które miały płynność bardzo wysoką. W efekcie, więcej przedsiębiorstw jest płynnych, przy czym mniej jest płynnych nadmiernie.

<sup>6</sup> Obserwowane silne zmiany poziomu płynności gotówkowej w latach 2009-2010 wynikały z dużo silniejszych zmian zobowiązań krótkoterminowych niż inwestycji krótkoterminowych.



Rys. 26 Wskaźnik płynności gotówkowej (I st.) przedsiębiorstw wg sekcji PKD

Płynność finansowa (III st.) przedsiębiorstw z sektora MSP obniżyła się, zbliżając się do średniej obserwowanej w całej populacji. Pozostałe dwa wskaźniki płynności również uległy obniżeniu, pozostając jednak poniżej średniej dla populacji. Za spadek płynności sektora MSP odpowiada szybszy przyrost zobowiązań krótkoterminowych w relacji do inwestycji krótkoterminowych i należności krótkoterminowych. Duże przedsiębiorstwa (w tym największe, zatrudniające ponad 1999 osób) posiadały wysokie, w miarę stabilne wskaźniki płynności. W sektorze dużych przedsiębiorstw, tylko firmy zatrudniające między 500 a 1999 osób zmniejszyły posiadane środki pieniężne (spadek o 1,2% r/r). Z kolei firmy największe, najbardziej zwiększyły posiadane środki pieniężne (o 15% r/r).

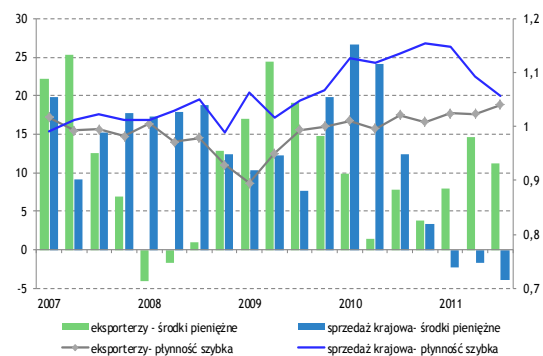


Rys. 27 Wskaźnik płynności gotówkowej (I st.) przedsiębiorstw sklasyfikowanych wg zatrudnienia i zmiana akumulacji środków pieniężnych (r/r)

Tak jak w poprzednich kwartałach firmy eksportujące miały niższą płynność niż przedsiębiorstwa nieeksportujące. Firmy



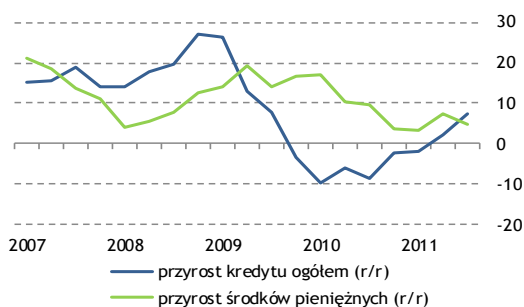
eksportujące po raz kolejny lekko poprawiły wskaźniki płynności, przy utrzymującej się jednocześnie wysokiej akumulacji środków pieniężnych (wzrost o 11,2% r/r). Z kolei firmy ze sprzedażą krajową, odnotowały obniżenie wszystkich wskaźników płynności. Obserwowanemu spadkowi akumulacji środków pieniężnych wśród firm ze sprzedażą krajową (spadek o 1,8% r/r) towarzyszyło przyspieszenie tempa nakładów inwestycyjnych.



**Rys. 28** Przyrost środków pieniężnych (r/r) i wskaźnik płynności szybkiej (II st.) wśród eksporterów i nieeksporterów

### Kredyt i środki pieniężne

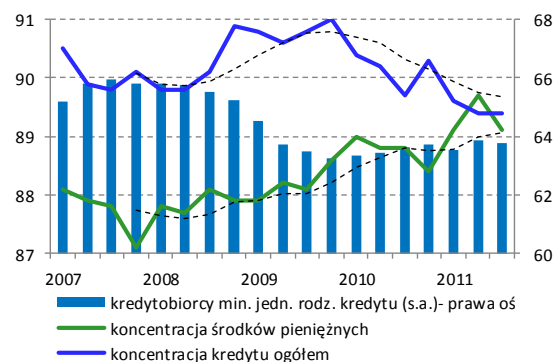
W III kw. br. zadłużenie z tytułu kredytu wzrosło o 7,5% (r/r), czemu towarzyszyło słabnące tempo wzrostu akumulacji środków pieniężnych (wzrost o 4,9% r/r).



**Rys. 29** Dynamika kredytu ogółem oraz środków pieniężnych (r/r)

W III kw. br. przyrost kredytu ogółem był największy w klasach przedsiębiorstw, gdzie inwestycje wzrosły w relacji do analogicznego kwartału poprzedniego roku o ponad 10%. Natomiast średni przyrost środków pieniężnych był największy wśród firm, których inwestycje spadły w relacji do analogicznego okresu poprzedniego roku.

Koncentracja kredytu ogółem od połowy 2009 r. znajduje się w trendzie spadkowym. Mimo to, odsetek przedsiębiorstw korzystających z przynajmniej jednego rodzaju kredytu bankowego pozostał na jednym z niższych poziomów. W III kw. br. 63,7% badanych przedsiębiorstw korzystało z kredytu długo- bądź krótkoterminowego. Zaledwie 33,6% firm korzystało z obu rodzajów kredytu jednocześnie. Odwrotnie wygląda sytuacja ze środkami pieniężnymi, których koncentracja znajduje się w długookresowym trendzie wzrostowym.

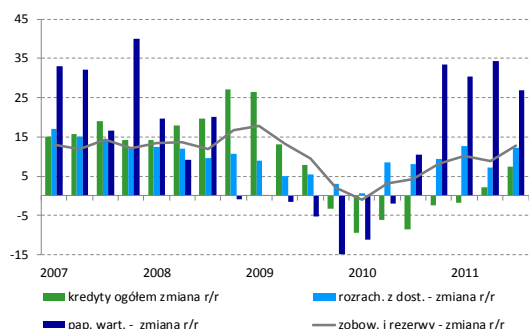


**Rys. 30** Koncentracja kredytu ogółem i środków pieniężnych oraz odsetek kredytobiorców przynajmniej jednego rodzaju kredytu bankowego (dane kwartalne)

Udział zobowiązań z tytułu kredytu bankowego w sumie zobowiązań i rezerw na zobowiązania był najniższy od początku analizowanego okresu (wyniósł 19,7%), podobnie jak w sumie bilansowej jego udział pozostaje na jednym z niższych poziomów (nieco poniżej 9,5%).<sup>7</sup> Obserwuje się wysoką korelację jednoczesnych zmian zobowiązań i rezerw na zobowiązania ze zmianami kredytu ogółem.<sup>8</sup> Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych po raz kolejny wzrosły, a ich udział w sumie zobowiązań, mimo że niski, to osiągnął jeden z wyższych poziomów w analizowanym okresie (2,1%). O wzroście zainteresowania emisją dłużnych papierów wartościowych świadczyć może rosnący odsetek podmiotów posiadających zobowiązania z tytułu papierów wartościowych (1,5%).

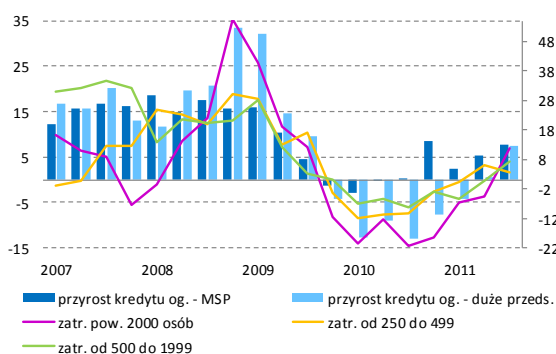
<sup>7</sup> Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania w ujęciu rocznym, wzrosły o 12,6%, czyli bardziej niż kredyt ogółem, co tłumaczy spadek udziału kredytu w zobowiązaniach.

<sup>8</sup> Współczynnik korelacji wyniósł 91%



**Rys. 31** Przyrost zobowiązań ogółem oraz wybranych ich głównych składowych (r/r)

Dynamika kredytu ogółem i jego udziału w pasywach jest zróżnicowana między klasami przedsiębiorstw. Najwyższą dynamikę kredytu ogółem odnotowały przedsiębiorstwa budowlane (24,7% r/r). Są to jednocześnie firmy, których udział kredytu w sumie bilansowej jest najwyższy i w III kw. br. sięgnął 12,5%. Z kolei, niski przyrost kredytu ogółem charakteryzował firmy przemysłowe (7,8% r/r), co przełożyło się na niski udział kredytu w sumie pasywów (kredyt stanowił tu zaledwie 8,5%).



**Rys. 32** Przyrost kredytu ogółem wg wielkości zatrudnienia (w %, r/r)

Wzrost kredytu ogółem nastąpił zarówno w sektorze MSP, jak i wśród dużych przedsiębiorstw. Największy przyrost kredytu odnotowały firmy największe, zatrudniające powyżej 1999 osób (11% r/r).

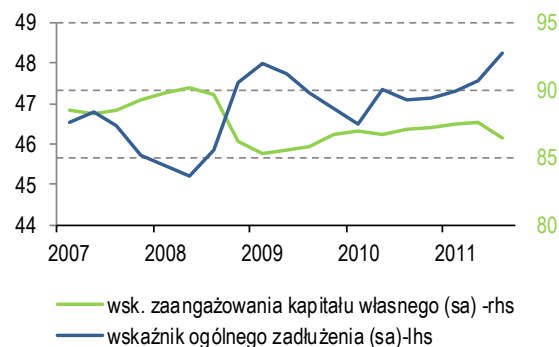
W sektorze MSP kredyt ogółem stanowił 13,1% sumy pasywów, podczas gdy tradycyjnie już najniższym udziałem kredytu ogółem w sumie pasywów charakteryzowały się największe przedsiębiorstwa. Kredyt ogółem stanowił tu niecałe 6% sumy bilansowej.

## Wypłacalność

W III kw. br. odnotowano wzrost wskaźnika zadłużenia ogólnego przedsiębiorstw. Struktura finansowania majątku przedsiębiorstw jest relatywnie niezmienna w czasie i potwierdza niskie wykorzystanie dźwigni finansowej na poziomie całej badanej populacji. Wskaźnik finansowania aktywów trwałych kapitałem własnym wyniósł 86%.

Odsezonowany wskaźnik ogólnego zadłużenia w populacji wyniósł 48,2% (wzrost o 0,7 pp. kw/kw). Około 6,7% populacji miało wskaźnik ogólnego zadłużenia przekraczający 100% (wzrost o 0,3 pp. kw/kw).

Wskaźnik zaangażowania kapitału własnego w finansowanie aktywów trwałych, mimo, że nieco spadł w relacji kwartalnej, to wciąż pozostaje na wysokim poziomie (w III kw. br. wyniósł 86,4%). Ponad 55% badanych przedsiębiorstw finansowało również aktywa obrotowe kapitałem własnym.



**Rys. 33** Wskaźniki obciążenia kapitałów własnych (dane kwartalne)

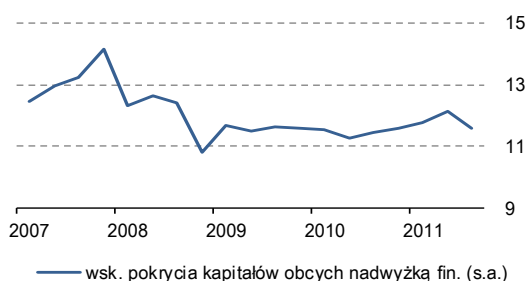
Zdolność przedsiębiorstw do obsługi długoterminowych pożyczek pozostała wysoka, mimo obserwowanego spadku (tzw. wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem niemal dwukrotnie przekraczał wartość referencyjną). Na obniżenie się wskaźnika pokrycia odsetek złożył się niższy niż w poprzednim kwartale wzrost zysku brutto i utrzymanie się tempa wzrostu zobowiązań z tytułu odsetek na poziomie z poprzedniego kwartału.



Rys. 34 Wskaźnik pokrycia odsetek zaliczonych do kosztów finansowych (dane kwartalne)

Odsezonowany wskaźnik pokrycia kapitałów obcych nadwyżką finansową utrzymuje się w tendencji rosnącej od pięciu kwartałów. W III kw. br. przedsiębiorstwa mogłyby spłacić średnio nieco ponad 11% zadłużenia ogółem zyskiem netto powiększonym o amortyzację.

W strukturze finansowania widoczne były różnice między klasami przedsiębiorstw. Najwyższe wskaźniki ogólnego zadłużenia miało budownictwo (około 65,4%), najniższe odnotowano w przemyśle (około 44%). Wśród firm przemysłowych, podobnie jak było w poprzednich kwartałach, firmy energetyczne i górnicze miały najniższe zaangażowanie kapitałów obcych w finansowanie majątku ogółem, kolejno 27,2% i 41,6%.



Rys. 35 Wskaźniki pokrycia kapitałów obcych nadwyżką finansową (dane kwartalne)

W III kw. br. najwyższy wskaźnik zadłużenia ogólnego miały firmy z sektora MSP (47,4%), a najniższy wskaźnik miały firmy zatrudniające od 250 do 500 osób (41,1%, i spadł o 3,5 pp. kw/kw). W sektorze MSP udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług w sumie bilansowej, po odsezonowaniu, wyniósł 17,6%, podczas gdy w sektorze dużych przedsiębiorstw było to 13,4%.

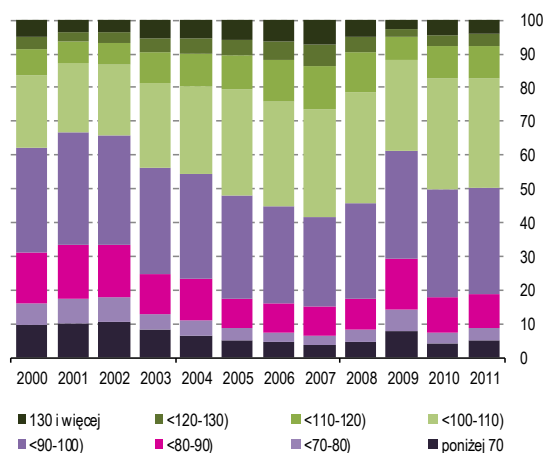
W III kw. br. przedsiębiorstwa budowlane w całości finansowały kapitałem własnym aktywa trwałe i częściowo aktywa

obrotowe (wskaźnik zaangażowania kapitałów własnych wyniósł 104%). Utrzymuje się tendencja firm usługowych do finansowania kapitałem własnym niewielkiej części aktywów trwałych. W III kw. br. wskaźnik zaangażowania kapitałów własnych wyniósł tu 78,6%.

Przedsiębiorstwa zatrudniające między 50 i 249 osób w 99,8% finansowały aktywa trwałe kapitałami własnymi. Z kolei, klasa przedsiębiorstw o zatrudnieniu powyżej 1999 osób finansowała aktywa trwałe w ponad 22% kapitałem obcym.

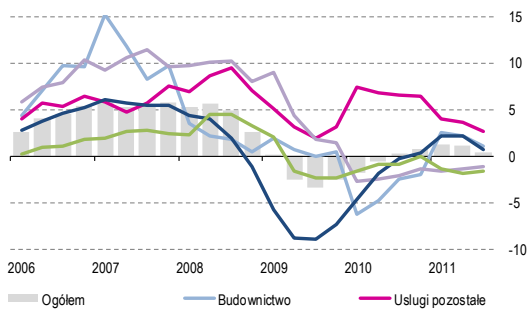
### Zatrudnienie, wydajność pracy

W połowie firm odnotowano w końcu III kw. br. wyższe zatrudnienie niż rok wcześniej (podobna sytuacja miała miejsce w III kw. ub.r.). Znaczący (co najmniej 10-procentowy) wzrost miał miejsce w 17,5% przedsiębiorstw, spadek o podobnej skali – w 18,9% firm.

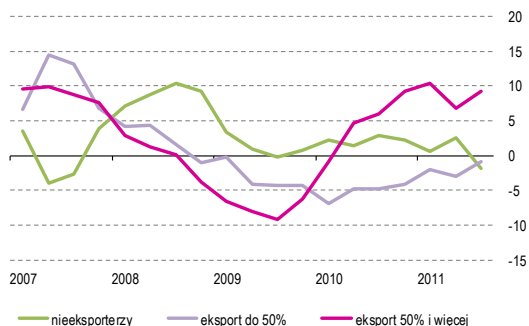


Rys. 36 Rozkład dynamik zatrudnienia (dane na koniec III kw. w kolejnych latach)

W efekcie, zatrudnienie w całej populacji firm wzrosło r/r w niewielkim stopniu (o 0,4%, co oznacza spadek dynamiki o 0,8 pp.). Największy udział w tym wzroście miały usługi (poza handlem i transportem) oraz przetwórstwo przemysłowe (nie tylko ze względu na swoją skalę – skupia blisko 40% całego zatrudnienia w próbie F01 – ale i wyższą od ogólnej dynamikę: 0,7%). Przedsiębiorstwa działające na rynku krajowym (całość bądź większość obrotów) zmniejszyły stan zatrudnienia, wzrósł on natomiast wyraźnie wśród eksporterów wyspecjalizowanych (wzrost o 9,2%, tj. o 2,5 pp. więcej niż w kw. pop.).



Rys. 37 Dynamika zatrudnienia w sekcjach PKD

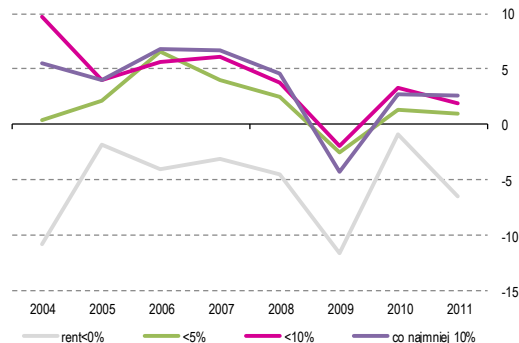


Rys. 38 Dynamika zatrudnienia w klasach wg eksportu

Tab. 8 Struktura, dynamika r/r oraz skala wpływu zmian zatrudnienia na dynamikę zatrudnienia w III kw. 2011 r.

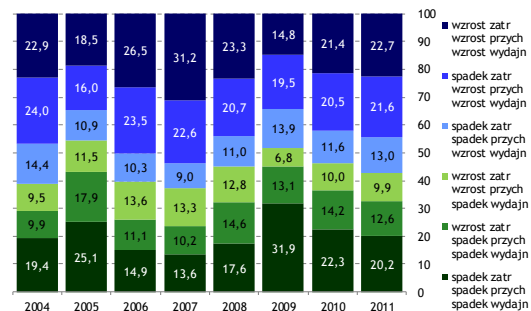
	struktura w %	dynamika	skala wpływu
<b>Ogółem</b>	<b>100</b>	<b>100,4</b>	<b>0,38</b>
Budownictwo	6,8	101,0	0,07
Przetwórstwo przemysł.	39,2	100,7	0,26
Górnictwo i kopalnictwo	4,0	99,7	-0,01
Wytw. i zaopatr. w energię	3,6	99,7	-0,10
Dostawa wody, odpady	2,1	103,3	0,07
Handel i naprawy	17,2	98,8	-0,21
Transport	9,5	98,4	-0,16
Pozostałe usługi	17,6	102,7	0,46
nieeksporter	44,0	98,1	-0,83
export do 50%	37,9	99,2	-0,32
export 50% i więcej	18,1	109,2	1,53
MSP	35,8	98,9	-0,41
duże	64,2	101,2	0,78

Zatrudnienie zmniejszają głównie firmy nierentowne, zaś firmy rentowne zwiększają liczbę pracowników (jedynie w 2009 r. zatrudnienie spadło we wszystkich klasach wg rentowności firm). W III kw. br. zatrudnienie nieco rośnie, nawet przy w przedsiębiorstwach uzyskujących niewielką (2%) rentowność.



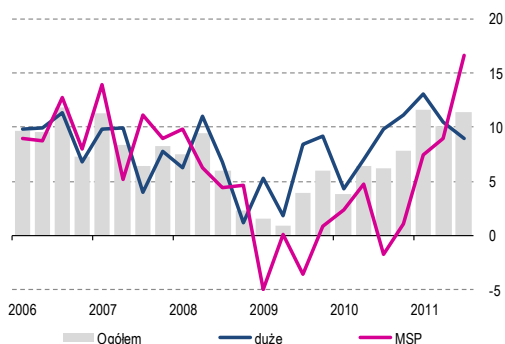
Rys. 39 Dynamika zatrudnienia w klasach rentowności (dane za wrzesień kolejnych lat)

Od ponad dwóch lat koszty wynagrodzeń rosną wolniej niż przychody ze sprzedaży (wzrost w III kw. odp. o 5,7% i 11,8% r/r), co wskazuje na wyższą dynamikę wydajności pracy niż płac. W III kw. br. wydajność pracy (mierzona wartością sprzedaży na jednego zatrudnionego) wzrosła nominalnie o 11,4%, tj. realnie o 7%. Udział przedsiębiorstw zwiększających wydajność pracy wzrasta od dwóch lat, po wyraźnym spadku w 2009 r.



Rys. 40 Klasyfikacja przedsiębiorstw wg realnych zmian wydajności, przychodów ze sprzedaży oraz zatrudnienia (r/r, dane za wrzesień kolejnych lat) – odsetek firm wg odpowiedniego profilu; próba ograniczona do podmiotów istniejących w obu porównywanych za każdym razem okresach. Kolory niebieskie oznaczają udział firm, w których realnie wzrosła wydajność, zielone – spadła

Wydajność rośnie przede wszystkim w sektorze MSP. W III kw. br. dynamika wydajności pracy spadła w przedsiębiorstwach dużych, w tym najbardziej w jednostkach największych (2000 i więcej pracowników) i znalazła się poniżej wartości dla sektora MSP.



Rys. 41 Dynamika wydajności pracy, nominalnie, w MSP i dużych przedsiębiorstwach

W podziale branżowym relatywnie wysoką realną dynamikę wydajności pracy odnotowano w przemyśle, zwłaszcza w energetyce i górnictwie, ale także w przetwórstwie przemysłowym. W branży przetwórczej wydajność wzrosła w przedsiębiorstwach będących eksporterami, w firmach działających jedynie na rynku krajowym – spadła. Niewielki spadek wydajności miał miejsce w usługach. Głębszy spadek zanotowany został w firmach wytwarzających dobra konsumpcyjne trwałe.

## Aneks

### Uwagi metodologiczne:

Notatka powstała w oparciu o dane F-01/I-01, tj. sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe. Są to sprawozdania, które przedsiębiorstwa przesyłają do GUS na koniec każdego kwartału. Obowiązek sprawozdawczy spoczywa na przedsiębiorstwach zatrudniających na koniec roku poprzedzającego sprawozdanie ponad 49 osób. Dostępne sprawozdania obejmują wszystkie sekcje PKD, poza sektorem finansowym, rolnictwem, leśnictwem i rybołówstwem.

Liczba przedsiębiorstw objętych badaniem na koniec września 2011 r. wyniosła 17173.

### Słowniczek:

*Wskaźnik rentowności obrotu netto* – relacja wyniku finansowego netto do przychodów ogółem \*100

*Wskaźnik rentowności sprzedaży* – relacja wyniku na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży \*100

*ROE* – relacja wyniku finansowego netto do kapitału własnego \*100

*ROA* – relacja wyniku finansowego netto do sumy aktywów ogółem \*100

*Płynność finansowa (III st.)* - relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 1,2. (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

*Płynność szybka (II st.)* - relacja inwestycji krótkoterminowych i należności krótkoterminowe do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 1,0 (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

*Płynność gotówkowa (I st.)* - relacja inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 0,2. (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

*Wskaźnik ogólnego zadłużenia* - relacja zobowiązań i rezerw na zobowiązania do sumy aktywów wyrażona w procentach

*Wskaźnik zaangażowania kapitału własnego* - relacja kapitału własnego do aktywów trwałych wyrażona w procentach

*Wskaźnik pokrycia odsetek* - relacja zysku brutto i kosztów odsetkowych do kosztów odsetkowych, przyjęta w notatce wartość referencyjna wynosi 4-5. (Wartość wymieniana przez różnych autorów, jako średnia dla całej populacji przedsiębiorstw. Może być różna w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i jej klasyfikacji PKD).

*Wskaźnik pokrycia kapitałów obcych nadwyżką finansową* - relacja zysku netto i amortyzacji do przeciętnego stanu zobowiązań ogółem. Pozytywną tendencją jest wzrost tego wskaźnika, oznaczający skrócenie czasu, w jakim przedsiębiorstwo mogłoby spłacić zadłużenie.

**Opracowali:**

Zofia Jankiewicz, Łukasz Postek,  
Katarzyna Puchalska,  
Agnieszka Sawicka, Izabela Tymoczko

**Akceptowali:**

Michał Gradzewicz,  
Jacek Kotłowski