

*Jerzy Dudziński**

EWOLUCJA DZIAŁALNOŚCI INWESTORÓW FINANSOWYCH NA RYNKACH TOWAROWYCH

WSTĘP

W ubiegłej dekadzie zanotowano zjawisko wzmożonej aktywności inwestorów finansowych na rynkach towarowych. Wyraźne ożywienie ich działalności obserwowano w drugiej połowie dekady, a zwłaszcza w okresie przed i kryzysowym. Zagadnienie to doczekało się obszernej literatury światowej, w której szczególnie dyskusje wywoływała kwestia skutków działalności inwestorów finansowych w sferze ruchu cen towarów. W ostatnich latach obserwujemy wyraźne przekształcenia form i strategii działalności wspomnianych inwestorów, co wiązać należy m.in. z wprowadzeniem nowych regulacji rynkowych (zwłaszcza w USA), a także z negatywnymi doświadczeniami wyniesionymi z kryzysu finansowego.

Celem opracowania jest ukazanie kierunków i skutków ewolucji działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych. Zostaną w nim przedstawione kwestie przekształcenia struktury „aktywów towarowych” (*commodity investment*), zmiany strategii inwestorów finansowych i ich skutki w sferze ruchu cen i powiązań z innymi kategoriami aktywów finansowych (akcji). W końcowej części ukazano z kolei zmiany w klasyfikacji inwestorów – dokonywane przez CFTC – co należy traktować jako próbę przystosowania się tej instytucji do zmieniającej się rzeczywistości gospodarczej.

Zakres czasowy opracowania obejmuje przede wszystkim drugą połowę ubiegłej dekady – a więc okres wzmożonej aktywności inwestorów finansowych na rynkach towarowych. W miarę możliwości uwzględniono także najnowsze dane statystyczne, sięgające pierwszego kwartału 2012 roku. Materiały źródłowe pochodzą z BIS (obroty giełdowe OTC), IMF (ceny surowców i żywności), *Barclays Capital* (wielkość i struktura „aktywów towarowych”). Wysoce przydatne okazały się raporty UNCTAD poświęcone działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych i jej skutków w sferze ruchu cen.

* Prof. dr hab., Uniwersytet Szczeciński, Katedra Handlu Zagranicznego i Międzynarodowych Stosunków Ekonomicznych.

1. KIERUNKI DZIAŁALNOŚCI INWESTORÓW FINANSOWYCH NA RYNKACH TOWAROWYCH

Wielkość zaangażowania inwestorów finansowych wyrażana jest w różny sposób. Najczęściej są to szacunki przedstawiane przez banki. *Bank of International Settlements* (BIS) publikuje w swoich kwartalnikach (*BIS Quarterly Review*) wielkości odnoszące się do zaangażowania inwestorów na rynku OTC. Dane te dotyczą instrumentów pochodnych opartych na kontraktach towarowych, w postaci tzw. *notional amounts outstanding* oraz *gross market values* i wyrażone są w USD. BIS we wspomnianym kwartalniku przedstawia również skalę zaangażowania inwestorów na zorganizowanych rynkach giełdowych (*organised exchanges*) dotyczących kontraktów *futures* i opcji. Dane te odnoszą się do tzw. *contracts outstanding* oraz *turnover* i wyrażone są w formie liczby zawartych kontraktów.

Bank *Barclays Capital* w swojej publikacji *The Commodity Investor* przedstawia z kolei skalę zaangażowania inwestorów finansowych na rynkach towarowych w postaci tzw. *Assets under Management*, ukazując tę wielkość według rodzajów produktów finansowych (*ETP*, *Medium-term notes* oraz *Barcap estimates indices*). Te ostatnie stanowią szacunki banku odnoszące się do wielkości zaangażowania tzw. CIT (czyli *Commodity Index Traders*). Wielkość zaangażowania inwestorów w omawiane aktywa przedstawiona jest w USD.

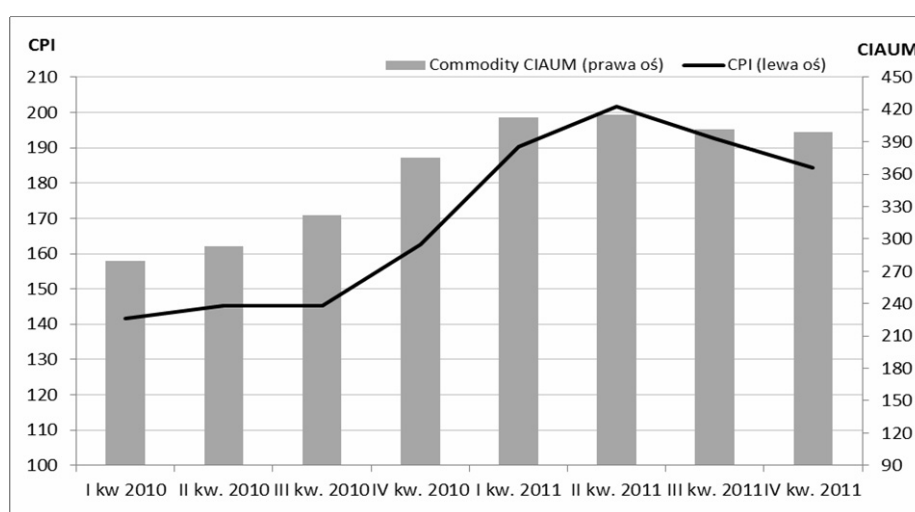
Warto zwrócić więc uwagę, że rozmiary działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych mogą być wyrażane w różny sposób. Podkreślenia wymaga też fakt, że publikowane wielkości mają charakter przybliżonych szacunków i są dość często korygowane w okresie późniejszym.

Wartość tzw. „aktywów towarowych”, obejmujących różne ich formy (zarówno wg produktów finansowych, jak i poszczególnych grup towarowych), można uznać za najlepsze odzwierciedlenie skali zaangażowania inwestorów finansowych na rynkach towarowych. W latach 2001–2012 wartość *commodity investment – assets under management* (CIAUM) wzrosła ponad pięćdziesięciokrotnie, osiągając w styczniu 2012 roku wartość 419 mld USD [Barclays Capital, 2012; Dudziński, 2011a, s. 69; Dwyer, Gardner, Williams, 2011, s. 53].

W 2011 roku zanotowano jednak spadek wielkości CIAUM (por. wykres 1)¹. Wiązało się to z wyższym bezwzględnie odpływem środków, zwłaszcza w przypadku „inwestycji indeksowych” (CIT indices), a więc realizowanych

¹ Na temat ruchu cen surowców i żywności oraz ich związku z działalnością inwestorów finansowych ukazało się bardzo dużo publikacji, por. np. [Domański, Heath, 2007; *The financialization*, 2009; Basu, Gavin, 2011; Gilbert, 2010; Tang, Xiong, 2010; Dudziński, 2009].

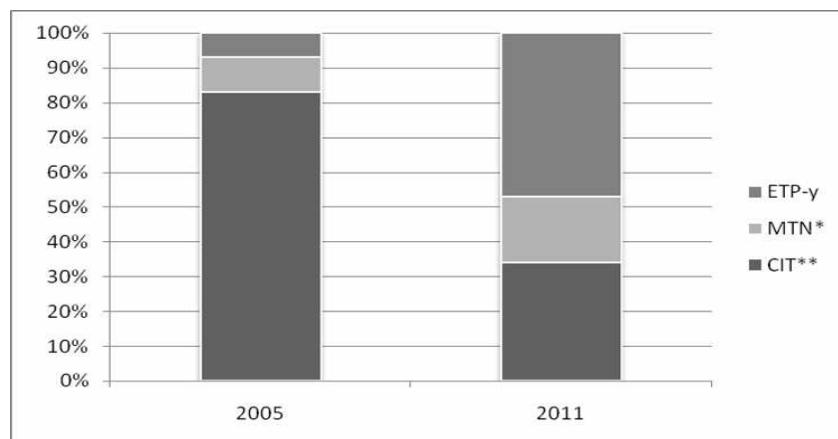
przez *index traders*. W 2011 roku do CIAUM napłynęło zaledwie 15 mln USD nowych środków inwestycyjnych, w porównaniu z 77 mld w 2009 r. i 67 mld USD w 2010 r. (Barclays Capital, 2012, s. 30). Wskazane zjawiska nasiliły więc występowanie – ukazanej wcześniej – tendencji spadku udziału „inwestycji indeksowych” realizowanych przez *index traders* z ponad 80% w 2005 r., do zaledwie około 30% w 2011 r. (por. wykres 2). Była ona wyrazem odchodzenia od pasywnych strategii inwestowania.



Wykres 1. Wielkość CIAUM oraz wskaźnik cen IMF w latach 2010–2011

Źródło: Barclays Capital oraz Commodity Price Index, Monthly Price, <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=commodity-price-index&months=240>.

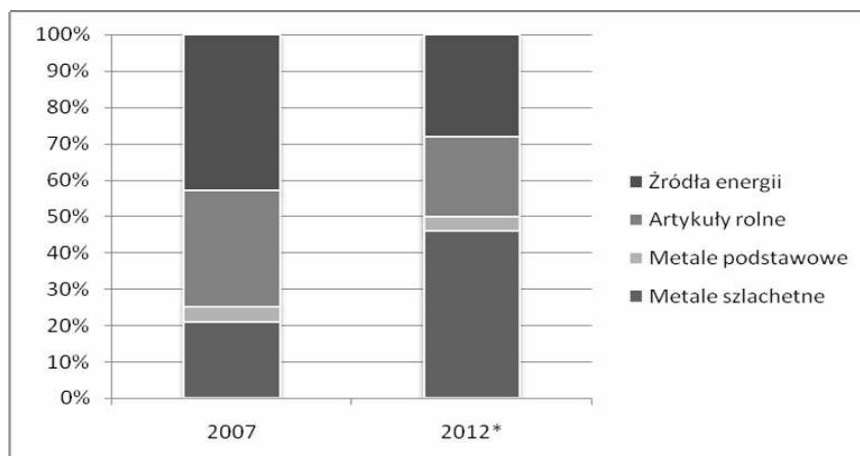
Od 2009 roku instrumentem uzyskującym duże znaczenie stały się natomiast tzw. ETP-y (*exchange traded products* – ETPs). Ich udział w łącznej wartości CIAUM wzrósł z 7% w 2005 r. do około 50% w 2011 r. Wśród ETP-ów wyróżnić można ETN-y (*exchange traded notes* – ETNs) oraz – odgrywające szczególne znaczenie – ETF-y (*exchange traded funds* – ETFs). Większość z tych instrumentów odwzorowuje stopy zwrotu z pojedynczych towarów, niektóre natomiast uwzględniają całe grupy towarów. Akcje oparte na ETP-ach mogą być przedmiotem obrotu na giełdach papierów wartościowych.



Wykres 2. Zmiany struktury CIAUM według grup aktywów w latach 2005–2011

Źródło: Barclays Capital. The Commodity Investor (różne wydania).

* Medium term Notes ** CIT – Indices



Wykres 3. Zmiany struktury CIAUM według grup towarowych w latach 2007–2012

Źródło: jak pod wykresem 2.

* I kwartał.

Część ze wspomnianych instrumentów jest dostępna dla drobnych inwestorów, podczas gdy pozostałe (o dużej wartości jednostkowej) oferowane są – jako tzw. „*large single coupons*” – dla inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne. Fundusze te tradycyjnie używają kontraktów terminowych jako zabezpieczenie swojego portfela inwestycyjnego. Istotnym *novum* w dzia-

łalności inwestorów finansowych jest zjawisko opierania niektórych ETP-ów (np. w przypadku miedzi i aluminium) na towarach fizycznych. Rosnące znaczenie ETP-ów opartych na towarach fizycznych oznacza, że w obecnych warunkach inwestorzy finansowi gotowi są ponieść koszty magazynowania towarów i stosować te ostatnie jako formę zabezpieczenia swojego portfela. W tym aspekcie niskie stopy procentowe są czynnikiem zachęcającym do stosowania instrumentów w postaci ETP-ów. Podkreślenia wymaga także fakt – na co zwracają uwagę eksperci UNCTAD – że nie wszystkie transakcje związane z ETP-ami są ewidencjonowane przez izbę rozrachunkową giełdy [*Price Formation*, 2011, s. 14].

Interesujące są przekształcenia zachodzące w strukturze CIAUM z punktu widzenia roli odgrywanej przez poszczególne grupy towarowe. Na uwagę zasługuje przede wszystkim fakt znacznego zwiększenia odsetka przypadającego na metale szlachetne. O ile bowiem w 2007 roku na tę grupę przypadало zaledwie 21% łącznych CIAUM, to w styczniu 2012 roku udział ten wzrósł do blisko połowy łącznej wartości CIAUM (46%). Wzrost ten odbył się przede wszystkim kosztem spadku udziału źródeł energii (z 43 do 28%) oraz artykułów rolnych (z 32 do 22%) – por. wykres 3.

2. STRATEGIE DZIAŁALNOŚCI INWESTORÓW FINANSOWYCH NA RYNKACH TOWAROWYCH

Przeprowadzona analiza wskazuje, że w działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych można zaobserwować pewną ewolucję form i kierunków ich zaangażowania. O ile początkowo zdecydowaną większość środków finansowych angażowano w formie strategii określanej mianem *buy and hold*, charakterystycznej dla *index traders*, to w okresie wychodzenia z kryzysu finansowego strategia ta uległa zmianie. Obecnie dominującą pozycję uzyskują *money managers* prowadzący aktywną strategię inwestycyjną.

Bardzo interesujące badania w tym aspekcie przeprowadzili eksperci UNCTAD. Wynika z nich, że zmiany cen towarów wykazują obecnie wyraźną korelację ze zmianami pozycji zajmowanych przez *money managers*. Korelacja cen ze zmianami pozycji zajmowanych przez *index traders* jest natomiast bardzo słaba lub wręcz ujemna. Przykładowo, w odniesieniu do ropy naftowej współczynnik korelacji między zmianami cen i pozycji zajmowanych przez inwestorów w okresie od czerwca 2009 do lutego 2011 roku wynosił w przypadku *money managers* 0,81, a *index traders* zaledwie 0,18. W odniesieniu do kukurydzy współczynnik ten wyniósł odpowiednio: 0,52 i 0,08, cukru 0,52 i 0,12, pszenicy 0,56 i 0,09 [*The Price Formation*, 2011, s. 18].

Money managers stosują na ogół aktywną strategię inwestycyjną, wiążącą się z wieloletnią perspektywą. Strategia ta – w odróżnieniu od *index traders*

traktujących grupę surowców i żywności jako homogeniczną kategorię aktywów – uwzględnia krótkookresowe zmiany relacji popytowo-podażowych na rynkach poszczególnych towarów, wykorzystując w tym aspekcie ewentualne różnice między ruchem cen pozostałych grup towarowych.

Jak wskazują eksperci UNCTAD istotne jest również i to, że *money managers* próbują wykorzystywać możliwości pojawiające się w następujących przypadkach:

- w fazie spadkowej rynku przez uwzględnienie „krótkich” pozycji jako uzupełnienie „długich”;
- uwzględnienie „długoterminowych” (*long dated*) pozycji *futures* w miejsce tych, które są zwykle włączone w dostępne indeksy cenowe;
- wykorzystywanie towarów rzadko wchodzących w popularne indeksy cenowe (np. soja nie jest włączona do S&P GSCI, podczas gdy kakao nie wchodzi do indeksu DJ – UBSCI);
- stosowanie tzw. podejścia *relative value*, które wykorzystuje różnice w jakości towarów (np. ropa WTI a Brent), różnice regionalne (np. Ameryka Płn. i Europa Zachodnia a Azja), zróżnicowania wewnątrztowarowe (nasiona soi a olej sojowy) oraz zróżnicowania międzytowarowe (np. oleje i zboża używane do produkcji biopaliw a inne towary żywnościowe) [*The Price Formation*, 2011, s. 19].

Wspomniani inwestorzy realizują zróżnicowane strategie, oparte na fundamentach makroekonomicznych i szczegółowych badaniach rynków towarowych. Wykorzystują jednak zarazem ogólne założenia dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, dostosowując ekspozycje na towary do zmiany cen innych aktywów, mając jednocześnie na uwadze stabilizację struktury całego portfela inwestycyjnego.

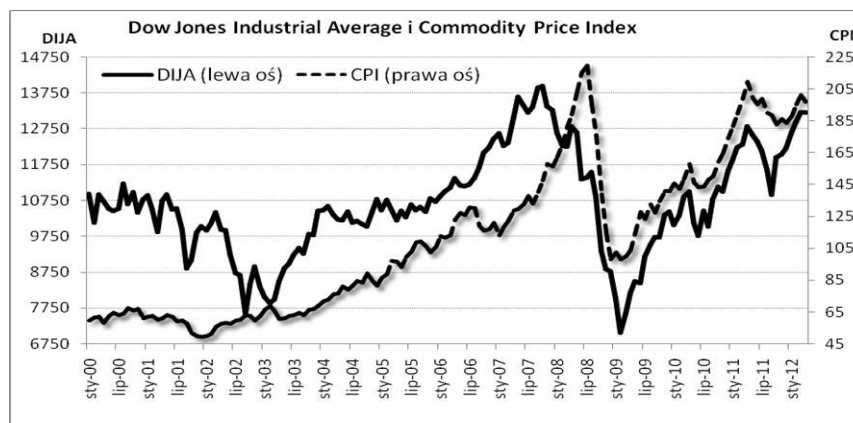
Zmianę strategii inwestorów finansowych na rynkach towarowych odzwierciedlają badania przedstawiane w literaturze fachowej. W 2005 roku podstawowym celem działalności inwestorów była chęć dywersyfikacji portfela. Cel ten wykazywało aż 65% badanych inwestorów. W 2011 roku cel ten był podstawowym motywem działalności już tylko około 40% inwestorów. Maksymalizacja stopy zwrotu z inwestycji występowała – jako naczelną cel działalności inwestorów – w 2005 roku tylko w 25%, a w 2011 roku już w 40%. [Barclays Capital, 2012, s. 32].

3. SKUTKI NOWYCH STRATEGII INWESTYCYJNYCH

W świetle dotychczasowych rozważań interesujące może okazać się zbadanie związku między cenami towarów i akcji w tych dwóch okresach, oznaczających stosowanie przez inwestorów finansowych odmiennych strategii. Analizy dokonano na podstawie badań ruchu wskaźnika cen surowców i żywności liczonego przez IMF oraz wskaźnika akcji *Dow Jones Industrial Average*.

Zjawisko początkowo dużego zróżnicowania dynamiki cen akcji i cen towarów ukazane jest na wykresie 4. Wynika z niego wyraźnie, iż do około 2005 roku obydwa wskaźniki wykazywały mały stopień skorelowania. W drugiej połowie dekady współzależność cen towarów i akcji wyraźnie wzrosła, a w okresie kryzysu finansowego i w latach następnych ruch wskaźników był wręcz identyczny. Od 2010 roku, a w szczególności w latach 2011–2012 stopień korelacji cen towarów i akcji zmniejszył się jednak, co bardzo dobitnie ilustruje wykres 5.

Bardzo interesująco wygląda kształtowanie się współczynników korelacji obliczonych na podstawie miesięcznych wskaźników cen dla tych trzech okresów². Potwierdzają one przeprowadzone wyżej rozważania oparte na obserwacji ruchu obu wskaźników. W okresie pierwszym, obejmującym pierwszą połowę ubiegłej dekady (styczeń 2000 – grudzień 2005), współczynnik korelacji między ruchem cen towarów i akcji wynosił zaledwie 0,34, co świadczyło o słabym stopniu współzależności obu wskaźników. W okresie drugim (styczeń 2008 – kwiecień 2012), a więc obejmującym lata kryzysowe i pokryzysowe współczynnik korelacji sięgał aż 0,91 (w okresie styczeń 2008 – styczeń 2010 – nawet 0,95). Ukazane zmiany można więc traktować jako wyraz omówionych wcześniej przekształceń w strategii działalności inwestorów finansowych. Zwiększenie roli *money managers* i aktywnych strategii inwestowania przyczyniło się do spadku korelacji między ruchem cen towarów i akcji (por. wykres 5). W efekcie współczynnik korelacji między analizowanymi wskaźnikami cen spadł w trzecim okresie (styczeń 2011 – kwiecień 2012) do 0,57³.

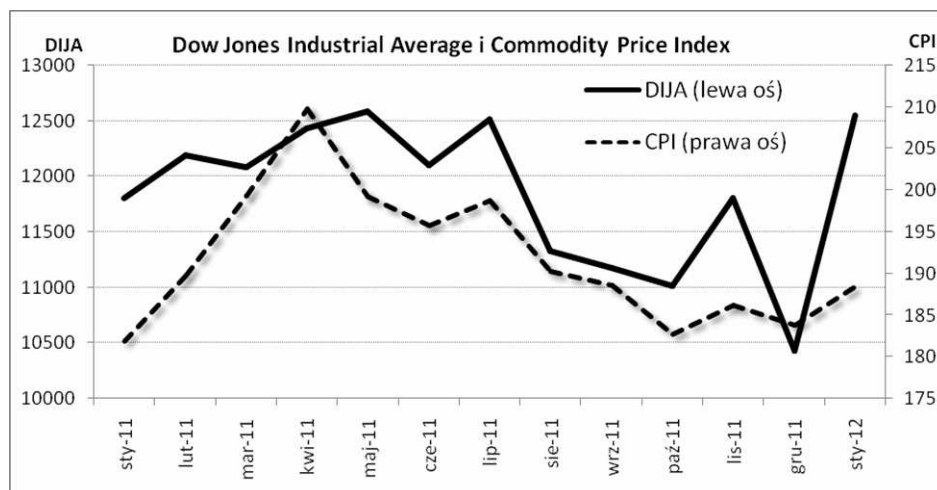


Wykres 4. Zmiany wskaźnika cen towarów i cen akcji w latach 2000–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Commodity Price Index, Monthly Price*, <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=commodity-price-index&months=240>, *Dow Jones Industrial Average, Historical Prices*, <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^dji+historical+prices>.

² Obliczenia własne na podstawie źródeł jak pod wykresem 4.

³ W kwestii osłabienia korelacji cen towarów i akcji zob. np. [Barclays Capital, 2012, s. 32].



Wykres 5. Zmiany wskaźników cen towarów i cen akcji w latach 2011–2012

Źródło: jak pod wykresem 4.

Analizowane w opracowaniu zmiany w działalności inwestorów finansowych odzwierciedliły się nie tylko w przekształceniu struktury CIAUM oraz rozluźnieniu związku między ruchem cen towarów i cen akcji, ale także w kształtowaniu się obrotów na rynku OTC oraz wielkości kontraktów na giełdach towarowych.

Kryzys finansowy przyczynił się do bardzo silnego spadku zaangażowania inwestorów finansowych na rynku OTC (por. tabela 1). Wielkość *notional value* związana z kontaktami towarowymi obniżyła się bezwzględnie z 13,2 bln USD w 2008 r. do zaledwie 2,9 bln USD w 2010 r. Wprawdzie łączna wartość obrotów (*notional value*) na rynku OTC również spadła, ale w skali znacznie mniejszej. Stąd też udział kontraktów towarowych zmniejszył się z 1,9% w 2008 r. do zaledwie 0,5% w 2010 r. Wpłynęło na to kilka czynników. Po pierwsze wystąpił silny spadek wartości surowców, na którą opiewają derywaty (*notional value*). Załamanie cen surowców w drugiej połowie 2008 r. do lutego 2009 r. o ponad 50%, wyraźnie więc zaważyło na tym spadku. Drugą istotną przyczyną był fakt, że kryzys finansowy doprowadził do większej świadomości ryzyka drugiej strony transakcji, uczulając inwestorów instytucjonalnych na ich ekspozycję wynikającą z dwustronnych umów na rynkach OTC. Po trzecie, spadek aktywności na rynkach OTC odzwierciedlał zniżkującą relatywną wagę szeroko zdywersyfikowanych pasywnych inwestycji indeksowych w surowce, w tym użycie *swapów* na rynkach OTC. Wiązało się to – jak wskazano – ze wzrostem roli bardziej wyrafinowanych strategii aktywnego handlu, kładących nacisk na kontrakty *futures*, będące przedmiotem obrotu na rynkach zorganizowanych (a więc m.in. ETP-ów).

Tabela 1. *Commodity contracts* na rynku OTC (*notional value*)^{*} w latach 2000–2011

Rok	<i>Commodity Contracts</i> (w bln USD)	OTC <i>notional value</i> ogółem (w bln USD)	Udział <i>commodity contracts</i> (w %)
2000	0,6	94,0	0,6
2005	2,9	271,3	1,0
2006	6,4	370,2	1,7
2007	7,7	516,4	1,5
2008	13,2	683,8	1,9
2009	3,6	594,6	0,6
2010	2,9	582,7	0,5
2011	3,2	707,6	0,5

* czerwiec danego roku.

Źródło: BIS Quarterly Review (różne wydania).

Wyrazem zaangażowania się inwestorów finansowych w kontrakty towarowe (surowce i żywność) jest realizacja przez nich transakcji *futures* i opcyjnych na rynkach zorganizowanych, czyli giełdach (*organised exchanges*). Działalność ta odznaczała się w ubiegłej dekadzie znaczną dynamiką. W całym okresie lat 2001–2011 skala zaangażowania inwestorów finansowych we wspomniane transakcje (*contracts outstanding*) wzrosła ponad sześciokrotnie, osiągając w 2011 r. łączną wysokość około 60 mln (kontrakty *futures* i opcje) [BIS Quarterly Review, 2012 I, s. A–127].

Jakkolwiek aktywność inwestorów finansowych w sferze transakcji *futures* i opcyjnych ustępowała – w pierwszym etapie – dość wyraźnie notowanej w przypadku rynku OTC, to jednak podkreślić trzeba fakt, iż wykazywała znacznie większy stopień stabilności. Liczba zawieranych kontraktów towarowych *futures* rosła nawet w 2009 roku, kiedy to zanotowano bardzo silny spadek aktywności inwestorów na rynku OTC. Warto zarazem podkreślić, że w 2009 roku zanotowano także bardzo wyraźny bezwzględny spadek łącznych obrotów światowego eksportu towarowego i usług, zarówno w ujęciu wolumenowym, jak i wartościowym. Na tym tle stabilność wzrostu liczby zawieranych w tym okresie towarowych kontraktów *futures* i opcyjnych wymaga szczególnego zaakcentowania. Należy także zauważyć, że liczba kontraktów towarowych zawieranych na giełdzie (zarówno *futures*, jak i opcyjnych) zmniejszyła się bezwzględnie w 2011 roku (podobnie zresztą jak w przypadku łącznych CIAU-M). Wiązało się to z relatywnym spadkiem cen dóbr podstawowych w tym okresie (por. wykres 1).

4. EWOLUCJA KLASYFIKACJI UCZESTNIKÓW RYNKÓW TOWAROWYCH

Proces rosnącej finansyzacji rynków towarowych spowodował konieczność zmian w systemie ich klasyfikacji dokonywanej przez Amerykańską Komisję ds. Handlu Giełdowego (Commodity Futures Trading Commission – CFTC). Istotnym czynnikiem były też skargi wnoszone przez tradycyjnych handlowców, dostrzegających negatywne skutki szybkiej ekspansji inwestorów finansowych oraz braku odpowiednich systemów klasyfikacji, umożliwiających większą transparentność rynków [*Price Formation*, 2011, s. 18–19].

Pierwszą klasyfikację opracowaną przez CFTC zastosowano do tygodniowych sumarycznych raportów, określanych jako: COT Reports, Commitment of Traders [*Price Formation*, 2011, s. 18–19]. W ich ramach rozróżniono dwie grupy podmiotów: *commercial* – którzy dokonywali zabezpieczenia swoich pozycji (*hedging*) oraz *non-commercial*, którzy nie zabezpieczali swoich pozycji terminowych na giełdzie. Trzeba jednak podkreślić, iż do kategorii *commercial* byli zaliczani w tej klasyfikacji także *swap dealers*, którzy – jako inwestorzy finansowi – zabezpieczali (poprzez *hedging*) swoje pozycje finansowe (zawierane na rynku OTC). Natomiast pozostałe podmioty rynkowe (np. *hedge fund*), odgrywające istotną rolę wśród inwestorów finansowych – ale otwierające swoje pozycje bezpośrednio na giełdzie (a nie poprzez *swap dealers*) – były zaliczone do *non-commercial*.

Próbując wyeliminować tę wadę CFTC wprowadziła w 2007 roku nowszą i – w zamierzeniu lepszą – kategoryzację w postaci *Supplementary Commodity Index Traders (CIT) Reports*, uwzględniającą także pozycje otwierane przez *index traders*. Uwzględniała ona jednak tylko 12 artykułów rolnych. W tej klasyfikacji pozycje *index traders* obejmowały działalność nie tylko *swap dealers*, ale także np. fundusze emerytalne czy *hedge funds*, które wcześniej zaliczono do *non-commercials*. Zgodnie z szacunkami przedstawionymi w literaturze aż 85% pozycji *index traders* w przypadku wspomnianych 12 artykułów rolnych, pochodziło z wcześniejszej kategorii *commercial*, a zaledwie 15% z *non-commercial* [Irwin, Sanders, 2010, s. 33].

Jak wyżej wspomniano, omawiana obecnie klasyfikacja CIT nie obejmowała innych artykułów niż rolne, a w szczególności paliw i metali. Wynikało to z faktu, iż w przypadku tych ostatnich produktów *swap dealers* dość często – oprócz działalności polegającej na *hedgingu* transakcji zawieranych na rynku OTC (*commodity index related OTC activity*) – prowadzili także inną działalność, np. handel na własny rachunek lub osób trzecich (*physical merchanting or dealing activity*) [Irwin, Sanders, 2011, s. 35]. W tej sytuacji trudno było więc utożsamiać cały zakres działalności *swap dealers* na rynkach metali i paliw z pojęciem *index traders*. Stąd też – jak wcześniej wspomniano – klasyfikacja CIT dotyczyła wyłącznie artykułów rolnych. Na tych ostatnich działalność *index traders* sprowadzała się bowiem prawie w całości do zabezpieczania pozycji

otwieranych na giełdzie, w związku z realizacją transakcji zawieranych na rynku OTC (*hedging of OTC commodity index traders transaction*).

Uwzględniając coraz częstsze zarzuty stawiane klasyfikacji CIT, we wrześniu 2009 r. CFTC rozpoczęła publikację tzw. *Dissagregated Commitments of Traders (DCOT)*, która zawierała również dane pochodzące od czerwca 2006 r. Istotnym jej *novum* było to, że uwzględniono w niej również rynki paliw i metali. Klasyfikację tę przedstawiono w sposób syntetyczny w tabeli 2.

Tabela 2. Podmioty rynków towarowych według klasyfikacji DCOT

Podmioty	Charakterystyka
<i>Producers, merchants, processors, users (PMPU)</i>	Podmioty zainteresowane rynkiem fizycznym i prowadzące działalność na rynku towarowym w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem cenowym
<i>Swap dealers (SD)</i>	I. Działalność związana z zabezpieczeniem transakcji indeksowych (<i>index trading</i>) II. Inna działalność
<i>Money managers (MM)</i>	Zarejestrowani <i>commodity trading advisers (CTAs)</i> Zarejestrowani <i>commodity pool advisers (CPOs)</i> Niezarejestrowane fundusze zidentyfikowane przez CFTC <i>Hedge funds</i> ETF-y „instytucjonalne” (<i>Large ETFs</i>)
<i>Other reporting traders (ORT)</i>	Podmioty zobowiązane do składania informacji (raportów), lecz nie włączone w trzy powyższe kategorie
<i>Non-reporting traders (N-RT)</i>	Podmioty nie zobowiązane do składania informacji (raportów)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [*Price Formation*, 2010, s. 18–19].

Pierwszą grupę uczestników rynku stanowią producenci, handlowcy, przetwórcy i inni użytkownicy towarów (PMPU). Są oni aktywnie zaangażowani na rynku fizycznym i stosują transakcje terminowe do zabezpieczenia ryzyka cenowego. Dwie kolejne grupy można traktować jako typowe kategorie inwestorów finansowych [*Trade and Development*, 2011, s. 126], są to bowiem: *index traders* i *money managers*.

Swap dealers można w znacznej mierze traktować jako odpowiednik *index traders* z klasyfikacji CIT. W tej grupie znajdują się bowiem podmioty realizujące zabezpieczenie transakcji zawieranych na rynku OTC (*hedging OTC index traders position*). Obejmuje ona jednak – jak już sygnalizowano wcześniej – także *swap dealers* prowadzących inną działalność, w tym także na własny rachunek. Jak słusznie stwierdzają S.H. Irwin i D.R. Sanders ta ostatnia działalność może mieć u podłoża motywy spekulacyjne [Irwin, Sanders, 2011, s. 35].

Warto w tym kontekście zauważyć, że – jak wskazują np. raporty CFTC z 2008 r. – nawet mniej niż połowa pozycji długich zajmowanych przez *swap dealers* na rynku terminowym ropy naftowej, była związana z działalnością

„indeksową” (*index fund position*). Ten fakt może więc wyjaśniać znacznie większe wahania stopnia zaangażowania *swap dealers* na rynku ropy naftowej niż artykułów rolnych [*Trade and Development*, 2011, s. 145].

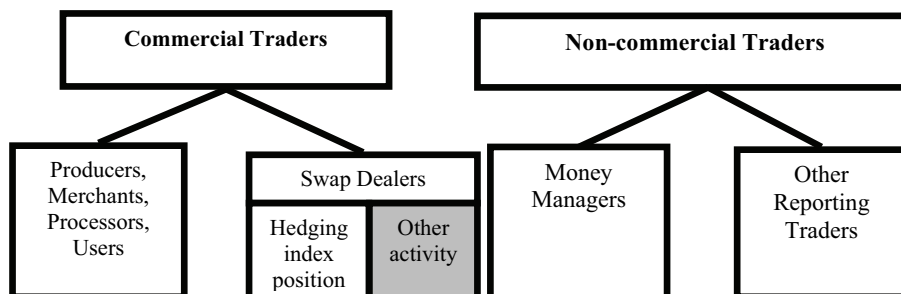
Trzecią grupę w klasyfikacji DCOT (a drugą inwestorów finansowych) stanowią *money managers*. Obejmuje ona pośredników rynkowych prowadzących handel na rachunek klientów (np. *pool operators trading advisors*), a także podmioty typu *hedge funds*. Wskazani uczestnicy rynku zaliczani są do grupy tradycyjnie określanej mianem spekulantów (*speculation traders*).

Czwartą grupę tworzą tzw. *other reportables*. Należą do niej uczestnicy rynku, którzy prowadzą na tyle znaczącą działalność, iż są zobowiązani do składania informacji (raportów) o zajmowanych pozycjach, lecz nie wypełniają w pełni kryteriów wcześniej scharakteryzowanych kategorii. Liczba pozycji zajmowanych przez tych uczestników rynku jest zwykle nieznacząca, lecz niekiedy – jak wskazują eksperci UNCTAD – na poszczególnych rynkach mogą odgrywać znaczącą rolę (np. rynku ziarna kakaowego, bawełny i soi na początku 2011 r.) [*Trade and Development*, 2011, s. 144].

Do grupy piątej – *non-reporting traders* – zaliczane są te podmioty, które nie są zobowiązane do składania informacji o prowadzonej działalności na giełdzie (raportowanie zajmowanych pozycji). Dane dotyczące tej grupy dostępne są dopiero od września 2009 r., od kiedy rozpoczęto publikacje *DCOT Reports*.

W klasyfikacji DCOT dwie pierwsze kategorie (tj. PMPU oraz SD) odpowiadają kategorii *commercials*, a dwie następne (tj. MM oraz ORT) kategorii: *non-commercials* – z wcześniejszej podstawowej klasyfikacji COT. Należy zarazem zauważyć, że kategoria *index traders* z klasyfikacji *CIT Reports* nie jest oczywiście tożsama z kategorią *swap dealers* w omawianej obecnie *DCOT Reports*. Wynika to z faktu, że – jak wskazano wcześniej – *swap dealers* prowadzą także – poza zabezpieczaniem pozycji indeksowych (*hedging index position*) – inną działalność „pozahedgingową”. Wykracza ona poza czynności odnoszone do *index traders* w *CIT Reports* (stąd ta ostatnia dotyczyła tylko do 12 produktów rolnych, w przypadku których „pozahedgingowa” działalność *swap dealers* była bardzo niewielka).

Z drugiej strony, kategoria *index traders* w *CIT Reports* obejmowała także podmioty w postaci funduszy emerytalnych i innych funduszy inwestycyjnych, otwierających pozycje bezpośrednio na giełdach towarowych. W najnowszej klasyfikacji (*DCOT Reports*) te podmioty rynkowe zostały włączone do kategorii *money managers* lub *other reporting traders* (czyli są traktowane jako *non-commercial*). Graficzną prezentację powyższych rozważań przedstawiono na wykresie 6.



Wykres 6. Porównanie klasyfikacji DCOT z COT

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Irwin, Sanders, 2011, s. 36–37 oraz *Price Formation*, 2011, s. 18–19].

W zakończeniu tej części opracowania należy podkreślić, iż obecna klasyfikacja tzn. *DCOT Reports* – mimo iż stanowi niewątpliwy postęp w stosunku do poprzednich – charakteryzuje się jednak również pewną niekonsekwencją. Włączeni zostali do niej bowiem także *swap dealers* prowadzący inną działalność niż zabezpieczanie transakcji indeksowych (*hedging index trading*). Poprzednie klasyfikacje nie uwzględniały w ogóle podmiotów prowadzących tego rodzaju działalność (a transakcje wiążące się z zabezpieczeniem pozycji *hedging* – były traktowane jako *commercial*). Można więc zaryzykować twierdzenie, że zaliczanie – w obecnej *DCOT Reports* – podmiotów prowadzących działalność noszącą znamiona spekulacji do *commercial* należy traktować jako swoistą niekonsekwencję, w stosunku do wcześniejszego stanowiska CFTC.

Należy zatem oczekiwać dalszej ewolucji systemu klasyfikacji podmiotów rynków towarowych opracowywanych przez CFTC, które polegać będą między innymi na silniejszej dezagregacji uczestników działalności giełdowej. Stworzy ona większą przejrzystość operacji dokonywanych na tych rynkach i jednocześnie pozwoli na lepszą ocenę stopnia ich finansyzacji i roli odgrywanej przez inwestorów finansowych. Na szczególną uwagę zasługuje w tym kontekście studium opracowane przez poprzedniego *CFTC Senior Econometrician* B. Büyüksani. Wyróżnił on aż 28 subkategorii podmiotów rynków terminowych. Klasyfikacja ta, określona jako *Large Trader Reporting Data (LTRD)* rozróżnia takie szczegółowe kategorie jak: *floor brokers*, *floor traders*, *hedge funds* i inne, zaangażowane w działalność spekulacyjną lub *hedging*. Studium to nie jest niestety obecnie szerzej dostępne [*Financial Investment in Commodity Markets*, 2011, s. 21].

PODSUMOWANIE

Rozważania przeprowadzone w opracowaniu pozwalają na przedstawienie kilku uwag o charakterze ogólniejszym.

Po pierwsze, kryzys finansowy przyczynił się nie tylko do zmian w skali angażowania się inwestorów finansowych na rynkach towarowych, ale spowodował także zmianę ich strategii. Po drugie, wyraźnemu przekształceniu uległa struktura „aktywów towarowych”, co wyrażało się z jednej strony w drastycznym zmniejszeniu roli rynku OTC, z drugiej zaś w rosnącym silnie znaczeniu ETF-ów. Powyższe zjawiska wynikały z malejącej roli *index traders* oraz odchodzenia od pasywnej strategii inwestycyjnej. Po trzecie, zmiana strategii inwestorów finansowych spowodowała rozluźnienie – obserwowanego wcześniej – ścisłego związku ruchu cen poszczególnych towarów w ramach grup towarowych (skutek „inwestycji indeksowych”) oraz cen innych aktywów finansowych (akcji). W ostatnich latach wspomniana korelacja występowała już ze znacznie mniejszą siłą niż dawniej. Po czwarte, wspomnianym zmianom towarzyszyły próby doskonalenia klasyfikacji inwestorów na giełdach towarowych, dokonywane przez CFTC, mające na celu uzyskanie większej transparentności rynków. Wydaje się, że próby te będą kontynuowane również w przyszłości, w związku z procesem wprowadzenia nowych regulacji rynkowych.

BIBLIOGRAFIA

- Basu P., Gavin W.T., 2011, *What Explains the Growth in Commodity Derivatives?*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February, 93(1).
- Barclays Capital. *The Commodity Investor* (różne wydania).
- BIS Quarterly Review (różne wydania).
- Commodity Price Index, Monthly Price, <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=commodity-price-index&months=240>;
- Domański D., Heath A., 2007, *Financial investors and commodity markets*, BIS Quarterly Review, March.
- Dow Jones Industrial Average, Historical Prices, <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^dji+historical+prices>
- Dudziński J., 2011a, *Motives, forms and directions of financial investors involvement in commodity markets*, Trends in the World Economy, Vol. 3.
- Dudziński J., 2011b, *Financial investors in international raw materials and food markets and price movements of those commodities*, Economics & Sociology Scientific Papers, Vol. 3, No. 1.
- Dudziński J., 2009, *Financial Factors in Price Movements of Primary Commodities on the International Market*, Folia Oeconomica Stetinensia, Vol. 8 (16).
- Dwyer A., Gardner S., Williams T., 2011, *Global Commodity Markets – Price Volatility and Financialization*, Bulletin Reserve Bank of Australia, June.

- Financial Investment in Commodity Markets: Potential Impact on Commodity Prices & Volatility*, 2011, Institute of International Finance, September.
- Financialized Commodity Markets*, 2011, in: Trade and Development Report UNCTAD, New York and Geneva.
- Gilbert Ch.L., 2010, *Speculative Influences on Commodity Futures Prices, 2006–2008*, UNCTAD Discussion Papers, No. 197, March.
- Inamura Y., Kimata T., Kimura T., Muto T., 2011, *Recent Surge In Global Commodity Prices*, Bank Japan Review.
- Irwin S.H., Sanders D.R., 2010, *The Impact of Index and Swap Funds in commodity Futures Markets*, A Technical Report for the OECD, June.
- Kosev M., Williams T., 2011, *Exchange – traded Funds*, RBA Bulletin, March.
- Mayer J., 2009, *The growing interdependence between financial and commodity markets*, UNCTAD Discussion Papers, No. 197, March.
- Ohana S., Ohana J., 2010, *The Impossible Quest for Diversification*, Commodity News, December.
- Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*, 2011, UNCTAD, New York–Geneva.
- Stoll H.R., Whaley R.E., 2009, *Commodity index investing and commodity futures prices*, Owen Graduate School of Management Vanderbilt University, Nashville, TN, September.
- Tang K., Xiong W., 2010, *Index investment and financialization of commodities*, NBER, Working Paper No. 1638 Cambridge Mass, National Bureau of Economic Research, September.
- The financialization of commodity markets*, 2009, Trade and Development Report, UNCTAD, New York.
- Trade and Development Report (2011). UNCTAD, New York.
- World Economic Outlook, 2011, IMF, September.
- Wray L.R., 2008, *The Commodities Market Bubble*, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, No. 96.

Jerzy Dudziński

EVOLUTION OF FINANCIAL INVESTORS' OPERATIONS IN COMMODITY MARKETS

The paper discusses the transformation of the structure of commodity investment, the changes in the strategies adopted by financial investors, and the effects of those changes on both price movements and the relationships between these investments and other financial assets (primarily stocks). In conclusion of the paper the changes in the CFTC classification of investors are presented, which should be considered as the institution's attempt to adapt to the new economic reality.

Based on the existing body of research it may be concluded that the financial crisis not only affected the scale of the involvement of financial investors in commodity markets but also transformed their strategies into more active ones. The structure of commodity investments underwent major changes, diminishing the role of the OTC market in favour of the ETFs. Furthermore, following the changes in the financial investors' strategies, the prices of individual commodities within commodity groups (owing to index trading) became separated rather than related to the prices of other financial assets (stocks). In response to all the above-mentioned changes, attempts have constantly been made to improve the classifications of commodity investors to ensure more transparency of their operations.