Kryzys finansowy a finansyzacja rynków towarowych

Waldemar Aspadarec[1]

Nadesłany: 11.12.12 | Zaakceptowany do druku: 02.04.13

Abstrakt

Cel: Analiza przyczyn, powiązań i skutków wpływu inwestorów finansowych na rynki towarowe w okresie przed- i pokryzysowym.
Metodologia: Badanie dominującego wpływu sektora finansowego na kształtowanie się cen na rynkach towarowych, definiowanego jako finansyzacja rynków towarowych oparto na narracyjnym podejściu metodologicznym (*narrative approach*). Polega ono na tym, że na podstawie dostępnych dokumentów historycznych, podejmowana jest próba zrekonstruowania czynników powodujących strukturalne zmiany na rynkach towarowych, skutkujące upodabnianiem się rynków towarowego i finansowego, w szczególności kapitałowego.
Wnioski: Na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzono, że globalny kryzys finansowy przyczynił się nie tylko do ogromnej zmiany w skali zaangażowania inwestorów finansowych na rynkach towarowych, ale także spowodował strukturalne jego zmiany, którym towarzyszy równocześnie wiele negatywnych konsekwencji.
Oryginalność: W wyniku przeprowadzonych badań zwrócono uwagę, że finansyzacja rynków towarowych przejawia się radykalnym zwiększeniem skali wahań cen na rynkach towarowych powodując oderwanie ich od wartości godziwej. Zaprezentowano przemiany strukturalne i towarzyszące im próby przeciwdziałania ich negatywnym konsekwencjom, polegające na wprowadzaniu regulacji zmierzających do uzyskania większej transparentności działalności inwestorów finansowych na tych rynkach.
Słowa kluczowe: kryzys finansowy, rynki towarowe, finansyzacja

Financial Crisis and the Financialization of Commodity Markets

Primary submission: 11.12.12 | Final acceptance: 02.04.13

Abstract

Purpose: Analysis of reasons, correlations and consequences following from the impact that financial investors have on commodity markets – both before and after the crisis.
Methodology: The research on the tremendous impact that the financial sector exerts on price formation in commodity markets, defined as the financialization of commodity markets, was based on a narrative approach. This approach makes use of available historical documents and attempts to reconstruct factors causing structural changes in commodity markets. As a result of these factors, commodity and financial markets (and particularly capital market) have become similar to a great extent.
Findings: Drawing upon the research, it can be stated that the global financial crisis has contributed not only to a major change in the involvement of investors in commodity markets, but also to a structural change of this involvement, which is accompanied by a number of negative consequences.
Originality: The research enables to draw certain conclusions, e.g. that the financialization of commodity markets is reflected in a radical price fluctuation in these markets due to which the prices are isolated from fair value. Structural changes are also discussed. They entail the attempt to counteract such negative consequences, e.g. regulations imposed to provide a greater transparency of the activity undertaken by investors in commodity markets.
Keywords: financial crisis, commodity markets, financialization

JEL: G15

[1] Uniwersytet Szczeciński
Adres do korespondencji: Uniwersytet Szczeciński, Katedra Finansów, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin , e-mail: goniag@poczta.fm.

 DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.56

Wprowadzenie

W obecnej dekadzie globalny wzrost podaży pieniądza stał się pierwszoplanową determinantą zmian cen w handlu międzynarodowym. Wiąże się to z nową jakościową rolą, jaką zaczął w tym w okresie odgrywać sektor finansowy w gospodarce światowej. Proces ten przybiera różne formy i przejawia się w zmianie punktu ciężkości w działalności gospodarczej ze sfery wytwórczości materialnej na sferę finansową. Wyraża się on w ogromnym wzroście znaczenia rynków finansowych i oderwaniu ich fundamentów od realnej gospodarki. Wyrazem finansyzacji jest swoista dominacja sektora finansowego w strukturze współczesnej gospodarki. Finansyzacja towarzysząca procesowi globalizacji potęguje „kruchość" gospodarki i zwiększa prawdopodobieństwo pojawienia się kryzysu finansowego.

Celem artykułu jest analiza przyczyn, powiązań i skutków wpływu inwestorów finansowych na rynki towarowe (*commodities*) w okresie przed- i pokryzysowym. Materiały źródłowe wykorzystane w pracy pochodzą z International Monetary Fund (IMF), Barclays Capital oraz Bank of International Settelment (BIS). W artykule wykorzystano także raporty UNCTAD, zawierające charakterystykę działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych.

Istota i przyczyny finansyzacji rynków towarowych

Nowe jakościowo tendencje rozwojowe gospodarki światowej znane pod pojęciem „finansyzacja rynków towarowych" są coraz częściej przedmiotem analiz w literaturze światowej (Domański i Heath, 2007). Najnowsze raporty organizacji międzynarodowych także odnoszą się do tych kwestii (Trade 2009, World 2009). Tendencje w zakresie finansyzacji wiążą się ze specyfiką ekspansji sektora finansowego w sferze funkcjonowania międzynarodowych rynków towarowych. We wcześniejszych badaniach najważniejszy czynnik determinujący ruch cen światowych przypisywany był kursowi walutowemu (Bryan i Vecchetti, 1999, s. 194). W rozważaniach odnoszono się również do kwestii oddziaływania poziomu realnej stopy procentowej determinującej popyt na towary, w tym także na wielkość ich zapasów. Analizy te dotyczyły także wpływu kursu walutowego oraz stopy procentowej, traktowanych jako wyznaczniki ceny pieniądza, na wielkość popytu o charakterze spekulacyjnym (Dudziński, 2004).

Do końca zeszłego stulecia inwestorzy finansowi, tworząc swój portfel inwestycyjny, brali pod uwagę głównie takie formy aktywów jak: akcje, obligacje, waluty, a także nieruchomości. Następnie, wraz z rozwojem *modern portfolio theory*, zaczęto uwzględniać również alternatywne instrumenty finansowe. Znaczącą rolę zaczęły odgrywać kontrakty terminowe na towary, których ceny pierwotnie wykazywały brak korelacji ze zmianami cen klasycznych aktywów finansowych. Skutkowało to znaczną różnicą w zmianach cen między cenami *commodities* a cenami klasycznych aktywów finansowych. Dotychczas ceny różnych aktywów finansowych wykazywały się ścisłą współzależnością (Tang i Xiong, 2010, s. 2–4).

Załamanie na rynku akcji w 2001 roku i publikacje na temat ujemnej korelacji między zyskami z akcji i kontraktów terminowych na towary zwróciły uwagę inwestorów finansowych na rynek terminowy w celu redukcji ryzyka portfelowego (*portfolio risk*). Wskutek tego nastąpił przepływ znacznych środków finansowych do instrumentów finansowych, związanych z kontraktami terminowymi na towary. Ekstremalne nasilenie tego procesu określane jest jako finansyzacja rynków towarowych. Jego wyrazem jest zjawisko silnego powiązania cen towarów (*commodities*) z cenami klasycznych aktywów finansowych.

Istotnym czynnikiem determinującym napływ środków finansowych do inwestycji w towary był także fakt, że w okresach rosnącej inflacji atrakcyjność klasycznych aktywów spadała, podczas gdy na towary – rosła. Te ostatnie uważane są w powszechnej opinii za dobre zabezpieczenie przed inflacją.

Czynnikiem sprzyjającym finansyzacji rynków towarowych była prowadzona od przełomu wieku polityka monetarna, nakierowana na pobudzenie koniunktury. W literaturze wskazuje się na bezprecedensowy charakter tej polityki. Szczególnie mocno wielkość globalnego agregatu pieniężnego M1 w relacji do łącznego światowego PKB zaczęła w 2008 roku w znacznym stopniu odbiegać *in plus* od historycznie notowanego trendu (Inamura, Kimata, Kimura i Muto, 2011, s. 8). Dodatkowo utrzymujące się na historycznie niskich poziomach stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych były czynnikiem wpływającym na intensyfikację tego procesu (rysunek 1).

Rysunek 1 | Wysokość stopy funduszy federalnych w latach 1954–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.stlouisfed.org.

Z danych zaprezentowanych na rysunku 2 wynika, że w latach 2001–2011 wielkość środków zaangażowanych na globalnym rynku towarowym wzrosła w przybliżeniu pięćdziesięciokrotnie

 DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.56

(Dwyer, Gardner i Williams, 2011, s. 53). Na koniec pierwszego kwartału 2012 roku wyniosła ona 419 mld USD.

Rysunek 2 | Wartość aktywów na rynku towarowym w latach 2001–2012 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Barclays Capital.

Inwestorzy finansowi na rynkach towarowych

Interesujące zmiany zaangażowania inwestorów finansowych w badanym okresie na rynku towarowym zaszły z punktu widzenia organizacji rynku. Do momentu wybuchu kryzysu finansowego w 2007 roku gwałtownie zwiększał się wzrost zaangażowania inwestorów na rynku OTC. W roku 2000 łączna wartość otwartych pozycji na towary wynosiła 0,66 bln USD, by na koniec pierwszego półrocza 2008 roku osiągnąć 13,23 bln USD.

Tabela 1 | Wartość otwartych pozycji na rynku OTC na towary i wartość otwartych pozycji na rynku OTC ogółem, w latach 2000–2012 (bln USD)

Rok	Wartość otwartych pozycji na rynku OTC na towary *Commodity Contracts* (w bln USD)	Wartość otwartych pozycji na rynku OTC ogółem (w bln USD)	Udział *commodity contracts* w wartości otwartych pozycji ogółem na rynku OTC (w%)
2000	0,66	95,2	0,69
2001	0,59	111,1	0,53
2002	0,92	141,7	0,65
2003	1,40	197,1	0,71
2004	1,44	251,8	0,57
2005	5,43	297,67	1,82

2006	7,11	414,8	1,71
2007	8,45	595,7	1,41
2008	13,23* 3,82	547,0	0,69
2009	2,94	603,9	0,49
2010	2,92	601,0	0,48
2011	3,09	647,0	0,47
2012*	2,99	638,9	0,46

* Dane na koniec półrocza.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *BIS Quarterly Review*.

Wybuch kryzysu finansowego przyczynił się do radykalnego spadku zaangażowania inwestorów finansowych na rynku OTC. Już w pierwszym roku po wybuchu kryzysu wartość ta spadła do około 3 bln USD i utrzymała się na zbliżonym poziomie do końca pierwszego półrocza 2012 roku. Wartość otwartych pozycji ogółem na rynku OTC również spadła, ale w skali znacznie mniejszej. W wyniku tego udział kontraktów towarowych w wartości otwartych pozycji ogółem obniżył się z 1,41% w 2007 roku do poziomu 0,46% w 2012 roku. Spadek ten był spowodowany kilkoma czynnikami. Najistotniejszą przyczyną był fakt, że kryzys finansowy i upadek banku Lehman Brothers uświadomił inwestorom instytucjonalnym wzrost ryzyka drugiej strony transakcji (*counterparty risk*). Ponadto wystąpił drastyczny spadek wartości surowców, na które wystawiane były instrumenty pochodne. Spadek cen surowców trwał od połowy 2008 roku do połowy 2009 roku i wyniósł około 50%. Trzecia przyczyna spadku aktywności inwestorów na rynku OTC wynikała ze spadku pasywnych inwestycji indeksowych w surowce, w tym z użyciem *swapów* na rynku OTC. Wynikało to z przeniesienia handlu na instrumenty będące przedmiotem obrotu na rynkach zorganizowanych np. kontrakty *futures* i ETF.

Rysunek 3 | Wartość wskaźnika cen surowców i żywności CPI (2005=100) oraz wartość otwartych pozycji na towary na rynku OTC (Commodity Contracts) w latach 2000–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bis.org oraz www.indexmundi.com.

 DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.56

W pierwszym etapie po wybuchu kryzysu wystąpił spadek aktywności inwestorów finansowych na rynkach zorganizowanych, podobnie jak na rynku OTC, przy czym trzeba podkreślić, że spadek aktywności na rynku OTC był znacznie większy. Już w roku 2009 liczba zawieranych kontraktów towarowych *futures* rosła, podczas gdy na rynku OTC notowano wciąż bardzo silny spadek aktywności. W przypadku pozatowarowych transakcji *futures* spadek wolumenu zawartych kontraktów *futures* ogółem wyniósł w tamtym okresie ponad 15 mln szt. (z 110 do 94 mln). Należy nadmienić, że w 2009 roku zanotowano również bardzo wyraźny bezwzględny spadek łącznych obrotów światowego eksportu towarowego i usług, w ujęciu zarówno ilościowym, jak i wartościowym (Dudziński, 2011, s. 68–69).

Proporcjonalnie mniejszy spadek aktywności inwestorów na giełdach w stosunku do rynku OTC spowodował wzrost wartości obrotów kontraktami towarowymi do łącznych obrotów derywatami zawieranymi na giełdach, szczególnie w odniesieniu do kontraktów *futures*. Udział wartości kontraktów *futures* wystawionych na towary w całkowitej wartości transakcji *futures* realizowanych na giełdach wzrósł z 10,5% w 2005 roku do 43% w roku 2011.

Konkludując, można stwierdzić, że po wybuchu kryzysu punkt ciężkości aktywności inwestorów finansowych na rynku towarowym przesunął się z rynku niezorganizowanego na giełdy. Szczególnie dotyczy to wykorzystania transakcji *futures* i ETF. Znaczna skala zaangażowania inwestorów finansowych w transakcje towarowe zawierane na giełdach miała zatem wpływ na zmiany cen towarów na rynkach. Jest to o tyle istotne, że zmiany cen towarów na giełdach przyjmowane są, zarówno w teorii, jak i praktyce gospodarczej, za najlepszy wyznacznik zmian koniunktury rynkowej. Wielkości przedstawione na rysunku 4 wskazują na znaczne podobieństwo ruchu i współzależność między liczbą zawieranych kontraktów oraz poziomem cen towarów.

Rysunek 4 | Wartość wskaźnika cen surowców i żywności CPI (2005=100) oraz wolumen transakcji towarowych futures i opcyjnych na giełdach w latach 2000–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bis.org oraz www.indexmundi.com.

Analiza zmian cen rynku akcji i towarów

Wcześniejsze rozważania pozwalają na podjęcie próby zbadania związku między cenami towarów i akcji w latach 2000–2012. Analizy dokonano w okresie przed- i pokryzysowym na podstawie badań wskaźnika cen surowców i żywności – CPI, liczonego przez IMF oraz głównego amerykańskiego indeksu akcji S&P 500. Zmiany cen akcji i cen towarów przedstawiono na rysunku 5.

Rysunek 5 | Wartość indeksu giełdowego S&P 500 oraz wartość wskaźnika cen surowców i żywności CPI (2005=100) w latach 2000–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.indexmundi.com i www.stooq.pl.

Kształtowanie się współczynników korelacji obliczonych na podstawie miesięcznych wskaźników cen dla tego okresu przedstawia się następująco. Od 2000 roku do końca 2003 roku współczynnik korelacji wynosił zaledwie 0,28, co dowodzi małej współzależności cen w tym okresie. W latach 2004–2007 współczynnik korelacji wzrósł znacznie i wynosił 0,74, a w latach 2008–2012 wynosił 0,90. Dowodzi to tezy o upodabnianiu się tendencji na rynkach towarowych do tendencji na rynku akcji.

Utrzymująca się w pierwszej dekadzie obecnego stulecia kombinacja akomodatywnej polityki monetarnej prowadzonej przez FED, charakteryzująca się utrzymywaniem nominalnych stóp procentowych na poziomie bliskim zera, w połączeniu z programami mającymi stymulować amerykańską gospodarkę doprowadziła do ujemnych realnych stóp procentowych. W wyniku działań FED nastąpił ogromny wzrost lewarowania wielkości pozycji na rynku finansowym, a dotyczyło to także rynku towarowego. Skutkowało to osłabianiem wartości amerykańskiego dolara w stosunku do większości walut (rysunek 6).

 DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.56

Rysunek 6 | Kurs walutowy EUR/USD w latach 2000–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.stooq.pl.

Oczywiście wysoka korelacja kursu USD i cen towarów, zwłaszcza ropy, nie utrzymywała się na bardzo wysokim poziomie przez całą dekadę. Wpływały na to głównie czynniki związane z dramatycznym pogorszeniem stanu finansów niektórych państw strefy euro. Zaburzenie tej korelacji jest najlepiej widoczne w momentach największego zagrożenia bankructwem krajów południa Europy. Przytoczyć tu można podobieństwa między zachowaniem cen towarów w latach 70. XX wieku i w pierwszej dekadzie obecnego stulecia. Po pierwsze, w obu okresach wzrost cen towarów poprzedza okres wzmożonego wzrostu światowej produkcji przemysłowej. Po drugie, w obu okresach nastąpiła rzeczywista deprecjacja dolara amerykańskiego. W zeszłym stuleciu realny spadek wartości waluty amerykańskiej wyniósł 50%, natomiast w latach 2001–2010 dolar osłabił się o 26% (Commodities 2012, s. 12). Deprecjacji dolara towarzyszył równoczesny wzrost cen towarów, szczególnie ropy naftowej (rysunek 7).

Rysunek 7 | Kurs kontraktu terminowego futures na ropę crude w latach 2000–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.stooq.pl.

W świetle dotychczasowych rozważań wydaje się niezbędne dokonanie analizy zmian cen dóbr podstawowych, czyli surowców i żywności w badanym okresie. Kształtowanie się zmian cen surowców i żywności na rynku międzynarodowym przedstawiono na rysunku 8.

Rysunek 8 | Zmiany wskaźnika cen surowców i żywności CPI (2005=100) w latach 2000–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www indexmundi.com.

Analizując zmiany cen dóbr podstawowych w badanym okresie, można wyróżnić trzy zasadnicze okresy dużych zmian cen. Pierwszy etap rozpoczął się wraz z obniżaniem stóp procentowych przez FED, po pęknięciu bańki internetowej w 2001 roku i trwał nieprzerwanie do lipca 2008 roku, czyli momentu uznawanego za wybuch globalnego kryzysu finansowego.

Łączny wskaźnik cen surowców i żywności CPI publikowany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy wzrósł w tym okresie o 375% (2002=100). Drugi okres to czas ogromnych zawirowań na rynkach finansowych, zwany kryzysem finansowym. Okres ten datuje się od osiągnięcia przez rynki finansowe maksimum cenowego w lipcu 2008 roku do lutego 2009 roku, kiedy to rynki osiągnęły minima. W tym okresie łączny wskaźnik cen surowców i żywności IMF spadł o 57% (lipiec 2008=100). Trzeci okres, trwający do końca 2011 roku, to etap wychodzenia z kryzysu. W tym czasie działania podjęte przez amerykański FED, polegające na zastosowaniu mechanizmu QE2[2] (luzowanie ilościowe), skutkowały silnym wzrostem cen dóbr podstawowych o 210% (luty 2009=100).

Wskutek oddziaływania przedstawionych zależności kontrakty terminowe zaczęły być traktowane przez inwestorów finansowych podobnie jak inne grupy aktywów. Rezultatem tego procesu była wysoka korelacja między cenami akcji i towarów (Tang i Xiong, 2011). W przeszłości korelacja między cenami akcji i towarów była bardzo słaba i notowano w niektórych okresach

[2] Luzowanie ilościowe (*quantitative easing*) to jeden ze sposobów niestandardowej polityki pieniężnej, stosowany przez banki centralne w celu stymulowania gospodarki. Stosowane jest w przypadku, gdy zabiegi tradycyjnej polityki pieniężnej okazują się nieskuteczne. Polega na zwiększeniu podaży pieniądza przez kupno aktywów finansowych od banków lub innych papierów z rynku.

 DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.56

wręcz ujemną zależność między analizowanymi wielkościami, np. na początku lat 90. XX wieku. W ostatnich latach, wraz z większym zaangażowaniem inwestorów finansowych, korelacja ta bardzo silnie wzrosła do 0,8 (Inamura i in., 2011, s. 7). Ekstremalnie wyraźnie rosnący proces korelacji między cenami akcji i towarów zaprezentowano na rysunku 9, na którym przedstawiono wskaźnik rynku akcji S&P 500 oraz wskaźnik cen surowców i żywności publikowany przez IMF w okresie 2008–2012.

Rysunek 9 | Wartość indeksu giełdowego S&P 500 oraz wartość wskaźnika cen surowców i żywności CPI (2005=100) w latach 2008–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.indexmundi.com i www.stooq.pl.

Warto zaznaczyć, że obie te wielkości wykazują wręcz identyczną zbieżność zmian. W okresie 2008–2012 współczynnik korelacji między cenami akcji i cenami towarów wyniósł 0,92.

Skutki finansyzacji rynków towarowych

Na podstawie przeprowadzonej analizy wyciągnąć można następujące wnioski:
Po pierwsze, nastąpiło upodobnienie się rynków towarowych do rynku finansowego. Objawiało się to podobnymi tendencjami zmian cen dóbr podstawowych na międzynarodowych rynkach towarowych i na rynkach klasycznych aktywów finansowych, w szczególności na rynku kapitałowym.

Po drugie, notowano bardzo duże zwiększenie się amplitudy wahań cen surowców i żywności. Wahania te uwidoczniły się w okresie przed- i pokryzysowym. Badania na ten temat przeprowadzone przez ekspertów UNCTAD wskazują, że amplituda wahań cenowych wzrosła wyraźnie od stycznia 2007 roku wraz z napływem inwestycji *index traders* (Gilbert, 2010, s. 17). Działalność spekulacyjna może przynosić największe zyski przy dużej zmienności cen na rynku, dlatego też rosnąca amplituda wahań mogła przyciągnąć spekulantów. Uwzględniając fakt, że *index traders*

realizują pasywną strategię inwestycyjną, można stwierdzić, że to właśnie wzmożona aktywność inwestorów finansowych na rynkach towarowych była przyczyną, a nie skutkiem powiększenia się amplitudy wahań cen surowców i żywności (The financialization, 2009, s. 70).

Po trzecie, można było zaobserwować zjawisko powiązania ruchu cen dóbr podstawowych z ogólną sytuacją gospodarki światowej, a zwłaszcza koniunkturą panującą na rynkach finansowych. Zdecydowanie mniejszą rolę zaczęła odgrywać sytuacja w poszczególnych segmentach rynku towarowego. Dotyczyło to głównie relacji popytowo-podażowych. Odbiega to niewątpliwie od założeń tradycyjnej teorii ekonomii, w tym teorii międzynarodowych stosunków ekonomicznych (Dudziński, 2010).

Po czwarte, w efekcie wzmożonej działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych i postępującego procesu ich finansyzacji zwiększyła się relacja obrotów giełdowych do wielkości rocznej produkcji i eksportu poszczególnych towarów. Przykładowo roczny obrót giełdowy ropą naftową przewyższał około 10 razy roczną produkcję tego towaru i 100 razy roczny eksport. Jeszcze większe dysproporcje zauważyć można w przypadku miedzi i złota (Dwyer, Gardner i Williams, 2011, s. 54).

Po piąte, oderwanie cen *commodities* od ich wartości godziwej było spowodowane reakcjami inwestorów finansowych na działania FED. Zabezpieczenie się przed ryzykiem cenowym stało się w tych warunkach znacznie trudniejsze niż wcześniej. Równocześnie wzrosły koszty *hedgingu*, w szczególności w przypadku producentów pochodzących z krajów rozwijających się, uzależnionych od produkcji surowców i żywności.

Po szóste, oderwane od rzeczywistych podstaw i relacji popytowo-podażowych ceny giełdowe zatraciły swoją funkcję informacyjną w przypadku podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz w zakresie kształtowania polityki zapasów. W raporcie UNCTAD zawarte jest stwierdzenie, że wskutek finansyzacji rynków towarowych działalność giełd staje się wręcz kontrowersyjna.

Po siódme, konsekwencją wzmożonej obecności inwestorów finansowych było kształtowanie się zjawiska określanego jako spekulacyjna bańka cenowa (Gilbert, 2010, s. 15). Na rynkach towarowych powstawało ono głównie przez przenoszenie spekulacyjnego popytu z rynku aktywów finansowych na rynek towarowy. Przykład powstania spekulacyjnej bańki cenowej w wyniku działalności inwestorów finansowych na rynku towarowym przedstawia rysunek 10, dotyczący notowań kontraktów terminowych na pszenicę.

 DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.56

Rysunek 10 | Kurs kontraktu terminowego futures na pszenicę w latach 2000–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.stooq.pl.

Z danych zaprezentowanych na rysunku 10 wynika, że w krótkim czasie wartość kontraktu terminowego na pszenicę zwiększyła się o około 600%, by następnie gwałtownie się obniżyć, co jest klasycznym przykładem powstawania i pękania spekulacyjnej bańki cenowej.

Gwałtowne wzrosty cen żywności w ostatnich latach spowodowały problem dostaw żywności w krajach ubogich. Zagrożenia dostaw żywności generalnie powodowane są trzema następującymi przyczynami (Lines, 2011, s. 4):

- katastrofami naturalnymi, takimi jak powodzie, susze i trzęsieniami ziemi, powodowanymi gwałtownymi zmianami klimatu;
- utratą normalnych dostaw z powodów ekonomicznych, politycznych lub wojskowych;
- wzrostem cen importowanej żywności do poziomu powodującego katastrofę żywnościową.

Szoki cenowe na światowych rynkach w wyniku ich globalizacji oddziałują praktycznie na wszystkie kraje świata, a dotyczy to przede wszystkim pszenicy, ryżu i kukurydzy. Hipotezę o wysokim poziomie spekulacji cenami pszenicy w 2008 roku potwierdza stanowisko przedstawione na posiedzeniu podkomisji Senatu Stanów Zjednoczonych (United States 2009).

Dodatkowo warto zauważyć, że pośrednio działania inwestorów finansowych na rynku towarowym przyczyniły się do zmian demokratycznych w państwach uważanych dotychczas za autorytarne. Najlepszym tego przykładem jest największy na świecie importer pszenicy, czyli Egipt.

Nowe ryzyko wynikające z niezwykle intensywnego angażowania się inwestorów finansowych na rynkach towarowych w pierwszej dekadzie obecnego stulecia wywiera wiele negatywnych skutków. Jak zawsze w okresie pokryzysowym pierwszym działaniem jest próba zaostrzenia wymogów regulacyjnych. Czynnik ten w czasie koniunktury często jest niedoceniany, mimo że jego wpływ jest widoczny po każdym kryzysie. Wydaje się, że próby te będą

kontynuowane również w przyszłości. Proces wprowadzania nowych regulacji rynkowych ma na celu uzyskanie większej transparentności rynków. W odniesieniu do prób regulacji rynków towarowych można stwierdzić, że na tym polu nastąpił proces samoregulacji w wyniku radykalnej zmiany miejsca zawierania transakcji. O ile do momentu wybuchu kryzysu duże instytucje finansowe preferowały rynek OTC, o tyle od momentu upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers w 2008 roku, w wyniku wzrostu świadomości ryzyka drugiej strony transakcji, inwestorzy zmienili swoje preferencje na rzecz rynków zorganizowanych, czyli giełd, które z definicji są bardziej transparentne dzięki funkcjonowaniu izb rozrachunkowych.

Biorąc pod uwagę, że w pierwszym półroczu 2012 roku zdarzyły się trzy skandale (MF Global, The London Whale i manipulacje stopą LIBOR przez Barclays), nie należy oczekiwać wzrostu skuteczności działań regulacyjnych. Intensywność regulacyjna nie jest jedynym pomysłem mającym na celu ograniczenie negatywnych skutków finansyzacji. Ciekawym, ale w praktyce niewykonalnym rozwiązaniem, jest przedstawiona propozycja mechanizmów stabilizacji cen. W ich ramach miałby działać na przykład system zapasów towarowych (*virtual reserve mechanizm*). Rozwiązanie to miałoby na celu ułatwienie bezpośrednich rządowych interwencji na rynkach towarowych i finansowych. Zgodnie z założeniem twórców tej koncepcji wspomniane interwencje mają pomóc uczestnikom rynku w lepszym rozpoznaniu ich fundamentów (Nissanke, 2011, s. 21).

Kolejnym administracyjnym rozwiązaniem jest kwestia wprowadzenia systemu podatków nakładanych na transakcje finansowe, co powinno osłabić aktywność inwestorów finansowych. Bardzo interesujący i istotny jest pomysł utworzenia izby rozrachunkowej (*trade depository*), w celu rejestracji kontraktów zawieranych na rynku OTC. Proponuje się wprowadzenie limitów wielkości pozycji zajmowanych przy transakcjach terminowych. Postuluje się ponadto konieczność stosowania dziennych limitów zmian cen, co umożliwiłoby zmniejszenie amplitudy ich wahań. Podkreśla się także zasadność wprowadzenia ograniczeń w wielkości zapasów towarowych, utrzymywanych przez inwestorów finansowych w celu uniknięcia manipulacji rynkiem. Niezwykle ciekawym, empirycznym skutkiem wprowadzenia administracyjnych rozwiązań w celu ograniczenia amplitudy wahań na rynku jest wprowadzona przez największą giełdę terminową świata CME Group, z końcem kwietnia 2012 roku, decyzja o radykalnym podniesieniu wielkości depozytów zabezpieczających, powodująca gwałtowne załamanie na rynkach towarowych. Zmiany cen ropy w tym okresie przedstawiono na rysunku 11.

Komisja Europejska także poświęca w swoich pracach dużo uwagi zagadnieniu finansyzacji rynków towarowych. Rozważa ona wprowadzenie limitów pozycji towarowych w formie *position limits*, co ma w zamierzeniu zlikwidować zjawisko określane jako *mega-trades*. Niezależnie od kwestii regulacji, w których skuteczność autor nie wierzy, wydaje się, że rozwiązanie leży w rękach instytucji kreującej niestabilność i ryzyka na rynku, czyli amerykańskiego FED. Delewarowanie, w wyniku zaprzestania utrzymywania przez FED ujemnych realnych stóp procentowych, całkowicie zmieni sytuację na globalnym rynku finansowym.

 DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.56

Rysunek 11 | Kurs kontraktu terminowego futures na ropę crude w okresie styczeń–wrzesień 2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.stooq.pl.

Zakończenie

Zmiany w systemie finansowym w ostatnich latach mają charakter strukturalny. Po pierwsze, są one skutkiem zjawisk globalizacyjnych. Inwestorzy finansowi rozszerzyli zakres swoich operacji międzynarodowych, zarówno przez udostępnianie usług wykonywanych w skali transgranicznej, jak i przez umiejscawianie swoich oddziałów poza granicami. Ponadto wzrosła popularność międzynarodowych inwestycji portfelowych. W rezultacie udział międzynarodowych aktywów i pasywów wzrósł znacznie w stosunku do PKB. Drugim elementem zmian strukturalnych jest urynkowienie finansów. Rozszerza się zakres aktywów, które mogą stać się przedmiotem obrotu. Jeżeli tylko aktywa są mierzalne, mogą być wyceniane, a jeżeli są wyceniane, to mogą stać się przedmiotem obrotu pod warunkiem ich dostatecznej standaryzacji. W ten sposób pojawiło się bogactwo wielu nowych instrumentów będących przedmiotem obrotu. Po trzecie, zauważalny jest szybki wzrost znaczenia nowych grup inwestorów, zwłaszcza funduszy *hedge*. Po czwarte, ważną rolę odgrywa również rozwój technologiczny, który sprzyja obniżeniu kosztów transakcji i przyczynia się do rozpowszechnienia transakcji typu HFT (*High Frequency Trading*), głównie na rynkach terminowych. Po piąte, zauważalny jest wzrost rozmiarów sektora finansowego w stosunku do gospodarki realnej. W praktyce nie ma tu znaczenia, czy relacja ta jest mierzona stosunkiem aktywów brutto do PKB, czy, w węższym spojrzeniu, stosunkiem wartości dodanej wytworzonej w sektorze finansowym do PKB. Wszystkie te czynniki przyczyniły się do ukształtowania zjawiska określanego w literaturze jako finansyzacja rynków towarowych.

Bibliografia

Bryan, M.F. i Vecchetti, S.G. (1999). Inflation and the Distribution of Price Changes, *The Review of Economics and Statistics*, May.

Domański, D. i Heath, A. (2007). Financial Investors and Commodity Markets. *BIS Quarterly Review*, March.

Dudziński, J. (2010). Finansyzacja międzynarodowych rynków surowców i żywności a ich ceny w handlu międzynarodowym. *Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego*, *28*.

Dudziński, J. (2010). Financial investors in international raw materials and food markets and price movements of those commodities. *Economics & Sociology Scientific Papers*, *3*(1).

Dudziński, J. (2011). Motives, forms and directions of financial investors involvement in commodity markets. *Trends in the World Economy*, *3*.

Dudziński, J. (2004). Nowe zjawiska w ruchu cen handlu międzynarodowego. *Bank i Kredyt*, *4*.

Dwyer, A., Gardner, S. i Williams, T. (2011). Global Commodity Markets – Price Volatility and Financialization. *Bulletin Reserve Bank of Australia*, June.

Gilbert, C.L. (2010). *Speculative Influences on commodity futures prices 2006–2008*, *197*, UNCTAD, March.

Inamura, Y., Kimata, T., Kimura, T. i Muto, T. (2011). Recent Surge In Global Commodity Prices. *Bank Japan Review*, March.

Lines, T. (2011). *The Potential Establishment of Emergency Food Reserve Funds*, UNCTAD Special Unit on Commodities working paper series on commodities and development, November.

Nissanke, M. (2011). *Commodity Markets and Excess Volatility: Au Evaluation of Price Dynamics under Financialization*, UNCTAD – Global Commodities Forum, February.

Tang, K. i Xiong, W. (2010). *Index investment and financialization of commodities*, NBER Working Paper, *1638*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, September.

Tang, K. i Xiong, W. (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York–Geneva: UNCTAD.

UNCTAD (2011). *Price Volatility in Food and Agricultural Markets: Policy Responses*, FAO, June.

UNCTAD (2012). Overview, Commodities and development report, Perenial problems, new challenges and evolving perspectives. New York–Geneva.

UNCTAD (2009). *The financialization of commodity markets. Trade and Development Report*. New York.

UNCTAD (2009). *Trade and Development Raport*. New York.

United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations, Excessive Speculation in the Wheat Market, Majority and Minority Report (2009). Washington, DC, United States Senate, June.

World Economic Situation and Prospects 2009 (2009). New York: UN.

 DOI: 10.7206/mba.ce.2084-3356.56