

Zmiany na rynkach towarowych a regulacje nadzorcze w Unii Europejskiej

Jan Żelazny*

Wstęp

Handel surowcami oraz rynki towarowe to jedne z kluczowych elementów kształtujących światową gospodarkę. W ostatnich latach na rynkach towarowych, podobnie jak na rynkach finansowych i w gospodarkach narodowych, zachodziło wiele zmian strukturalnych. W pierwszej dekadzie XXI w. można było zaobserwować dynamiczne fluktuacje cen surowców, jednocześnie inwestorzy wywodzący się z rynków finansowych coraz mocniej zaczęli się interesować handlem surowcami.

Co więcej, ceny surowców odgrywają istotną rolę, zwłaszcza w przypadku krajów rozwijających się, które często są zależne od importu podstawowych towarów, takich jak żywność czy paliwo. Dlatego też dynamiczne zmiany cen surowców mogą prowadzić do zachwiania podaży żywności, surowców energetycznych, wzrostu gospodarczego, a nawet do zwiększenia ubóstwa w tych krajach. Było to szczególnie widoczne w trakcie ostatniego kryzysu gospodarczego. W latach 2007–2008 ceny najważniejszych towarów rolnych – takich jak pszenica, ryż, kukurydza i soja – podwoiły się (FAO, 2009, s. 26–28). Ceny innych surowców kluczowych dla funkcjonowania gospodarek – metali szlachetnych, ropy naftowej czy gazu ziemnego – także się wahały. Jak podkreślają analitycy Konferencji Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju, UNCTAD, taka zmienność na rynku może prowadzić do poważnych trudności w zarządzaniu przedsiębiorstwami oraz całymi gospodarkami, przede wszystkim w przypadku najsłabiej rozwiniętych krajów świata (UNCTAD 2012).

Duża zmienność cen oraz coraz mniejsza przejrzystość rynku sprawiają, że konieczne staje się wprowadzanie nowych regulacji oraz tworzenie instytucji

* Jan Żelazny – mgr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych.

nadzorujących rynki towarowe. Celem niniejszego artykułu jest zdefiniowanie, przedstawienie oraz próba ocenienia prac i działań podejmowanych obecnie przez decydentów w Unii Europejskiej w celu ustabilizowania funkcjonowania rynków towarowych. Przejrzano inicjatywy i regulacje proponowane przez Grupę Ekspertką dotyczącą Rolnych Instrumentów Pochodnych oraz Rynków Kasowych (ang. *Expert Group on Agricultural Commodity Derivatives and Spot Markets*), powstałą przy Komisji Europejskiej, oraz Grupę Roboczą Towarowych Instrumentów Pochodnych (ang. *Commodity Derivatives Task Force*) funkcjonującą przy Europejskim Urzędzie Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych – EUNGiPW¹ (ang. *European Securities and Markets Authority* – ESMA).

Zmiany strukturalne w gospodarce światowej i na rynkach towarowych

W ciągu ostatnich dekad w gospodarce światowej zaszło wiele zmian. Rola rynków w gospodarce wzrosła, a wpływ sektora rządowego systematycznie malał. Wartość handlu światowego w latach 1980–2012 wzrosła dziewięciokrotnie – z 4,1 biliona USD do 36,9 bilionów USD². Jednocześnie stale rosło znaczenie rynków finansowych dla gospodarek, gdyż przez dwie dekady, w latach 1990–2010, całkowita wartość aktywów na rynkach akcji i obligacji zwiększyła się czterokrotnie. Wartość tych środków w relacji do światowego produktu krajowego brutto (PKB) także wzrosła. W 1990 r. wartość aktywów odpowiadała 256% światowego PKB, a w 2010 r. – już 356% światowego PKB (Roxburgh, Lund, Piotrowski 2011).

Zgodnie z literaturą światową do najważniejszych czynników kształtujących te zmiany należy zaliczyć: globalizację, neoliberalizm oraz finansjalizację. O dwóch pierwszych zagadnieniach napisano już wiele, jednak to ostatnie nadal jest relatywnie mało znane.

Zdaniem Stockhammera (Stockhammer 2010) finansjalizacja wiąże się z licznymi problemami, takimi jak rosnące zadłużenie gospodarstw domowych, zwiększanie się dochodów z operacji finansowych czy też wzrost mobilności kapitału na światowych rynkach. Falkowski (Falkowski 2011) opisuje finansjalizację jako zmianę relacji między rzeczywistym a finansowym sektorem gospodarki, w wyniku której ten drugi zaczyna pełnić funkcję przewodnią. Inną definicję finansjalizacji proponuje profesor Krippner (Krippner 2005). Jej zdaniem należy przez to rozumieć sposób akumulacji kapitału, w którym głównym mechanizmem są kanały finansowe i nowe instrumenty finansowe, a nie handel czy produkcja. Najpełniejszą definicję przedstawił jednak profesor Epstein w książce pt.: *Finansjalizacja a gospodarka światowa*. Jego zdaniem *finansjalizacja oznacza rosnącą rolę motywów finansowych, rynków finansowych, podmiotów rynku finansowego*

¹ Dla uproszczenia w dalszej części pracy będą stosowane skróty angielskojęzyczne.

² Obliczenie własne na podstawie danych Światowej Organizacji Handlu (WTO 2013).

oraz instytucji finansowych funkcjonujących i obecnych na rynkach międzynarodowych (Epstein 2005, s. 3).

Finansjalizacja dotyczy większości rynków w gospodarce światowej, także rynków towarowych, wpływając niewątpliwie na ich kształt. Rosnąca liczba inwestorów wywodzących się przede wszystkim z rynków finansowych przekłada się na nowe motywy inwestycji, jednocześnie w rynki towarowe „pompowane są” ogromne ilości kapitału. Ponadto inwestorzy w przypadku wielu transakcji wykorzystują handel wysokich częstotliwości (ang. *high frequency trading* – HFT) oraz handel algorytmiczny (ang. *algorithmic trading*), co zwiększa wahania cen surowców w krótkich okresach. Nowe realia handlu na rynkach towarowych skutkują rosnącymi kosztami hedgingu dla tradycyjnych inwestorów, tj. producentów, przetwórców. Prowadzi to do zmniejszenia przejrzystości funkcjonowania rynku (UNCTAD 2011).

Wzmoczoną aktywność inwestorów finansowych na rynkach towarowych przedstawia się często w literaturze przedmiotu m.in. za pomocą wartości aktywów w zarządzaniu (ang. *assets under management*). Pod koniec XX w. wartość aktywów w zarządzaniu kształtowała się na poziomie 10 miliardów USD, w 2011 r. było to ponad 450 miliardów USD (Institute of International Finance 2011). Jednocześnie, jak podkreślają w swoich badaniach Silvennoinen i Thorp (2010), wolumeny handlu derywatami na rynkach towarowych są obecnie 20–30 razy większe niż produkcja surowców. Ponadto, jak stwierdził Masters³ w zeznaniach przed Komisją do Spraw Wewnętrznych Senatu Stanów Zjednoczonych (Masters 2008), w latach 90. inwestorzy finansowi stanowili zaledwie ok. 25% uczestników na rynkach towarowych, podczas gdy w pierwszej dekadzie XXI w. odsetek ten wzrósł do ponad 85%, a w niektórych skrajnych przypadkach inwestorzy finansowi stanowili blisko 100% uczestników.

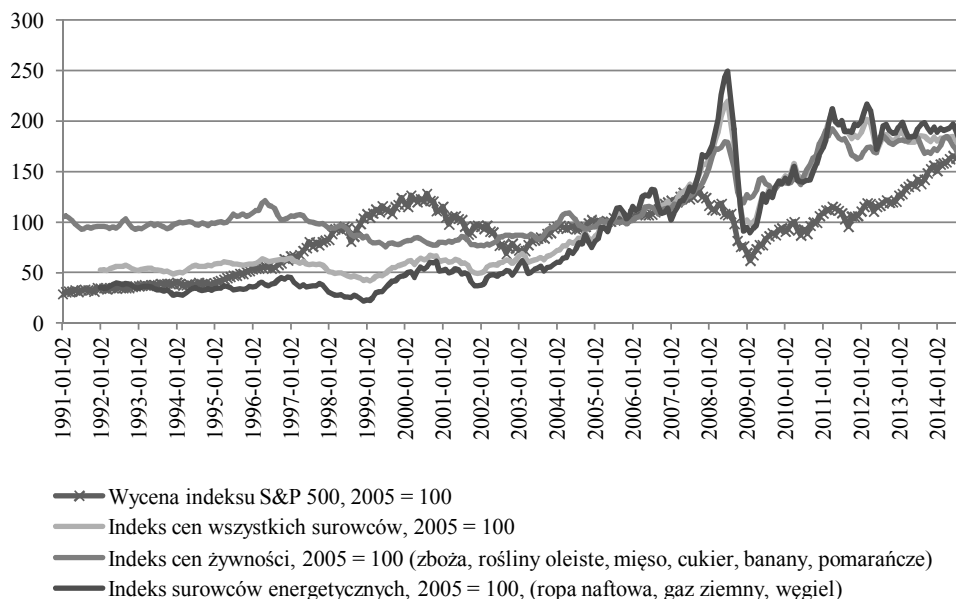
Wzrost liczby inwestorów finansowych na rynkach towarowych zainteresowanych przede wszystkim zajmowaniem długich pozycji ułatwia zarządzanie hedgingiem i usprawnia podział ryzyka na tych rynkach. Niemniej jednak inwestorzy finansowi mają także liczne krótkoterminowe strategie nastawione na szybkie osiągnięcie zysków, a co za tym idzie – zamykanie pozycji w przypadku nagłych wahań cen surowców w celu zmniejszania ryzyka inwestycji. W efekcie możliwość przeniesienia szoków zewnętrznych na rynki towarowe jest większa (Cheng, Xiong 2013, s. 2).

Napędzane finansjalizacją zmiany na rynkach towarowych są dobrze widoczne, gdy porównuje się je ze zmianami cen innych aktywów, zwłaszcza akcji. Wykres 1 przedstawia dane dotyczące kształtowania się cen indeksów surowcowych oraz wyceny indeksu giełdowego Standards & Poor's 500 (S&P 500) z giełdy nowojorskiej. Od 2005 r. można było obserwować znaczne wahania cen wszystkich aktywów, zwłaszcza surowców energetycznych. Co więcej, w początkowej

³ Michael Masters, dyrektor zarządzający funduszu inwestycyjnego Masters Capital Management, przesłuchiwany jako ekspert przez amerykańskie komisje senackie podczas prac nad Dodd-Frank Act.

fazie kryzysu, czyli w latach 2007–2008, uwidacznia się ucieczka kapitału z rynku giełdowego, m.in. w kierunku rynków towarowych. Było to jedną z przyczyn powstania ogromnych baniek spekulacyjnych w wycenie surowców.

Wykres 1. Ceny indeksów surowcowych oraz indeksu giełdowego S&P 500 w okresie styczeń 1992 – sierpień 2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (surowce) (MFW 2014) oraz bazy danych Finance Yahoo (S&P 500) (Yahoo 2014).

Jednocześnie zaczęto dostrzegać wzmożone podążanie za sobą cen surowców (ang. *comovement of commodity prices*) oraz cen surowców za innymi klasami aktywów, zwłaszcza indeksów giełd papierów wartościowych. Relacje między różnymi towarami i rynkami akcji stały się tematem licznych badań w literaturze światowej w ostatnich latach (Tang i Xiong 2010, Krätschelli Schmidt 2012, Bicchetti i Maystre 2012, Le Pen i Sevi 2013, Alquist & Coibion 2013). Zagadnienie jest istotne dlatego, że efektywny nadzór na rynkami finansowymi i towarowymi wymaga dopasowania do zachodzących na nich zmian.

Nowe regulacje w Unii Europejskiej

XXI w. rozpoczął się turbulencjami na rynkach akcji związanymi z bańką spekulacyjną, która pojawiła się w branży informatycznej (ang. *dot-com bubble*), zwłaszcza w przypadku krajów wysoko rozwiniętych. Niemniej jednak negatywne efekty

kryzysu zostały szybko zażegnane i światowa gospodarka zaczęła się dynamicznie rozpędzać. W tym okresie zainteresowanie tworzeniem nowych regulacji nadzoru nad rynkami było niewielkie. Sytuacja ta diametralnie się zmieniła wraz z nadejściem kolejnego, tym razem głębszego, kryzysu finansowego w latach 2007–2008. Podmioty nadzorujące gospodarkę zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Unii Europejskiej zmagają się z poważnymi problemami związanymi z przejrzystością i płynnością na rynkach. Aby uniknąć podobnych komplikacji w przyszłości, postanowiono przyrzeć się bliżej rynkom finansowym i towarowym. Prace nad nowymi regulacjami w Unii Europejskiej wciąż trwają, choć część rozwiązań udało się już uchwalić bądź wprowadzić w życie.

Unia Europejska jest złożoną organizacją, dlatego za przygotowanie regulacji odpowiadają dwie oddzielne agencje. Pierwszą z nich jest ciało doradcze Komisji Europejskiej w postaci Grupy Eksperckiej dotyczącej Rolnych Instrumentów Pochodnych oraz Rynków Kasowych. Drugą organizacją jest Grupa Robocza Towarowych Instrumentów Pochodnych powołana w 2011 r. przez ESMA. Wraz z nią powstały jej dwie siostrzane agencje: Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (ang. *European Banking Authority* – EBA) oraz Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (ang. *European Insurance and Occupational Pensions Authority* – EIOPA). Te trzy agencje, ESMA, EBA i EIOPA, tworzą Europejski System Nadzoru Finansowego (ang. *European Supervisory Authorities* – ESA). Co więcej, ESA wraz z Komisją Europejską oraz Radą Prezesów Europejskiego Banku Centralnego tworzą nadrzędną instytucję nadzoru w Unii Europejskiej – Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego (ang. *European Systemic Risk Board* – ESRB) (Sutcliffe 2013).

Warto podkreślić, że obie instytucje zaangażowane w prace nad nowymi regulacjami dotyczącymi rynków towarowych wymieniają się informacjami i propozycjami, aby stworzyć spójne przepisy. W tworzeniu nowych regulacji uczestniczą także niektóre prywatne oraz międzynarodowe organizacje, np. Rada Rynków Towarowych (ang. *Commodity Markets Council*) czy Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (ang. *International Organization of Securities Commissions*).

Bieżący stan prawny

W Unii Europejskiej towarowe instrumenty pochodne z fizyczną dostawą surowców (ang. *physical settlement*) oraz te rozliczane finansowo (ang. *cash settlement*) podlegają dyrektywie 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych (ang. *Markets in Financial Instruments Directive* – MiFID). Zastąpiła ona dyrektywę w sprawie usług inwestycyjnych z 1993 roku, 93/22/EWG. Dyrektywa MiFID została przyjęta w kwietniu 2004 i weszła w życie w listopadzie 2007. Nadrzędnym celem tej regulacji było polepszenie konkurencyjności rynku finansowego.

W tekście dyrektywy legislatorzy podkreślili, że *konieczne jest zapewnienie poziomu ujednoczenia niezbędnego do zaoferowania inwestorom wyższego poziomu ochrony oraz umożliwienie przedsiębiorstwom inwestycyjnym świadczenia usług w całej Wspólnocie, będącej rynkiem jednolitym, w oparciu o nadzór kraju rodzimego* (UE 2004, pkt 2 wstępu).

Dyrektywa ta miała dotyczyć handlu towarowymi instrumentami finansowymi z wyłączeniem instytucji niefinansowych. Do instytucji, które nie są objęte tą regulacją, należy zaliczyć m.in. (UE 2004, art. 2.1.a-n):

- 1) osoby, które świadczą usługi inwestycyjne wyłącznie na rzecz swoich przedsiębiorstw;
- 2) osoby świadczące usługi inwestycyjne, jeżeli taka usługa jest świadczona okazjonalnie w trakcie wykonywania działalności zawodowej;
- 3) osoby, które nie świadczą żadnych usług inwestycyjnych lub nie prowadzą działalności innej niż zawieranie transakcji na własne konto, chyba że są to animatorzy rynku, lub osoby realizujące transakcje na własny rachunek poza rynkiem regulowanym;
- 4) osoby realizujące transakcje na instrumentach finansowych na własny rachunek lub świadczące usługi w zakresie towarowych instrumentów pochodnych lub kontrakty na towarowe instrumenty pochodne.

Jak się okazało podczas ostatniego kryzysu finansowego w latach 2007–2008, regulacja ta nie zapobiegła nadużyciom na rynkach finansowych i towarowych. Polityczni liderzy na szczytach grupy G20 w Pittsburghu w 2009 r. i w Cannes w 2011 r. zapoczątkowali prace nad nowymi normami prawnymi ograniczającymi nadmierną spekulację na towarowych rynkach terminowych (*Financial markets regulatory...*, 2012). Spekulacja jest jednak nieodzowną cechą poprawnego funkcjonowania rynków towarowych – w literaturze jest to podkreślane m.in. przez wiedeńskich akademików Staritza i Küblböcka (Staritz, Küblböck 2013) – gdyż umożliwia hedging. Z drugiej strony nieodpowiedni poziom spekulacji, przewyższający zapotrzebowanie ze strony tradycyjnych inwestorów, może prowadzić do zniekształceń cen na rynku. Trzeba jednak podkreślić, że zmierzenie poziomu spekulacji nie jest łatwe, a w dodatku utrudnia je brak porozumienia co do tego, jak należałoby przeprowadzić badania.

Proponowane regulacje

Nowe regulacje opierają się na przeglądzie MiFID oraz Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (ang. *European Market Infrastructure Regulation* – EMIR). Rozporządzenie EMIR weszło w życie 15 marca 2013 r. Jego najważniejsze założenia to (EUNGiPW 2014):

- 1) centralne rozliczanie pewnych klas instrumentów w obrocie na rynku OTC;
- 2) wdrożenie technik minimalizacji ryzyka w przypadku instrumentów będących w obrocie na rynku OTC, a nie rozliczanych centralnie;
- 3) ujawnianie danych o wolumenie handlu.

Na MiFID II składają się zatem: MiFID ze zmianami (dyrektywa 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r.) oraz Rozporządzenia nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych (ang. *Markets in Financial Instruments Regulation – MiFIR*). Jak podkreślają legislatorzy, *rozwój rynków finansowych wypuklił potrzebę wzmocnienia ram regulujących rynki instrumentów finansowych, w tym również w przypadku gdy obrót ma miejsce poza rynkiem regulowanym, w celu zwiększenia poziomu przejrzystości, zapewnienia lepszej ochrony inwestorów, podniesienia poziomu zaufania, rozwiązania problemu obszarów nieregulowanych oraz zapewnienia przyznania organom nadzoru odpowiednich uprawnień do wykonywania ich zadań* (UE 2014, pkt 4 wstępu).

Zmiany w treści MiFID II dotyczą przede wszystkim wyjątków od regulacji oraz włączeń zagadnień związanych z limitami pozycji na rynku. W nowej wersji regulacji jest aż 15 przypadków, w których nie ma ona zastosowania (UE 2014, art. 2.1.a–o). Ustawodawca unijny zawęży możliwość nadmiernej spekulacji inwestorom finansowym, precyzyjnie określając wyjątki od dyrektywy. Najciekawsze wydają się art. 2.1.d oraz art. 2.1.j. Pierwszy stanowi, że treść dyrektywy MiFID II nie ma zastosowania do: *osób zawierających na własny rachunek transakcje na instrumentach finansowych innych niż towarowe instrumenty pochodne (...), chyba że osoby te:*

- 1) są animatorami rynku;
- 2) są członkami lub uczestnikami rynku regulowanego lub MTF⁴ lub mają bezpośredni dostęp elektroniczny do systemu obrotu;
- 3) stosują technikę handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości;
- 4) zawierają transakcje na własny rachunek wykonując zlecenia klientów.

Takie sformułowanie powyższego artykułu – dzięki sprawnemu zabiegowi prawniczemu – sprawia, że inwestorom finansowym nadmiernie spekulującym na rynkach znacznie trudniej jest pozostawać poza jurysdykcją przepisów nadzorczych. Artykuł 2.1.j idzie o krok dalej, gdyż dotyka tzw. działalności dodatkowej podmiotów (ang. *ancillary activity exemption*). Co prawda umożliwia osobom zawierającym na własny rachunek transakcje na towarowych instrumentach pochodnych, w tym animatorów rynku lub świadczącym usługi inwestycyjne, inne niż zawieranie transakcji na własny rachunek, na towarowych instrumentach na rzecz swoich klientów lub dostawców w ramach głównego zakresu ich działalności wyłączenie spod przepisów dyrektywy, lecz jedynie w przypadku spełnienia wszystkich następujących warunków (UE 2014, art. 2.1.j):

- 1) (...) jest to działalność dodatkowa względem głównego zakresu ich działalności oraz że główny zakres działalności nie polega na świadczeniu

⁴ Wielostronne platformy obrotu (ang. *multi-lateral trading facilities – MTF*)

usług inwestycyjnych w rozumieniu niniejszej dyrektywy czy prowadzeniu działalności bankowej mocy dyrektywy 2013/36/UE, bądź na działaniu w charakterze animatora rynku w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych;

- 2) *osoby te nie stosują techniki handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości;*
- 3) *osoby te corocznie powiadamiają odpowiedni właściwy organ o korzystaniu z tego wyłączenia i na żądanie składają właściwemu organowi wyjaśnienia dotyczące podstawy, zgodnie z którą uznają, że ich działalność (...) ma charakter dodatkowy względem głównego zakresu ich działalności.*

W MiFID II jest także wymóg co do tego, aby wystarczająco płynne standaryzowane instrumenty pochodne były przedmiotem handlu tylko w systemach obrotu takich jak rynki regulowane (ang. *regulated markets* – RMs), na wielostronnych platformach obrotu (MTF) oraz zorganizowanych platformach obrotu (ang. *organised trading facilities* – OTF). MiFID II zwiększa także wymagania co do przejrzystości handlu niefinansowymi instrumentami pochodnymi, produktami strukturyzowanymi i uprawnieniami do emisji. Konieczna jest też transparentność przed- i potransakcyjna. W pierwszym przypadku systemy obrotu dostarczają informacji o spreadzie cen kupna/sprzedaży oraz wolumenie w sposób ciągły w trakcie godzin handlu. W drugim przypadku systemy obrotu muszą upublicznić cenę, wolumen oraz czas transakcji tak szybko względem czasu rzeczywistego jak to możliwe.

MiFID II reguluje również limity pozycji oraz mechanizmy kontroli zarządzania pozycjami w zakresie towarowych instrumentów pochodnych. Limity pozycji zdefiniowane zostały jako (UE 2014, art. 57): *wyraźne progi ilościowe dotyczące maksymalnej wielkości pozycji w zakresie danego towarowego instrumentu pochodnego, jaką dana osoba może posiadać*. Z treści dyrektywy wynika także, że za ustalanie limitów odpowiada ESMA, a za wprowadzanie ich w życie odpowiadają krajowe instytucje nadzorcze. Sprawozdawczość z zajmowanych pozycji jest wymagana w przypadku:

- 1) członków i uczestników systemów obrotu (RMs, MTFs, OTFs);
- 2) systemów obrotu, które mają za zadanie sporządzać tygodniowe raporty na temat zagregowanych pozycji zajmowanych przez poszczególne kategorie inwestorów;
- 3) inwestorów: firm inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych, pozostałych instytucji finansowych.

Dodatkowo znowelizowano dyrektywę 2003/6/WE w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (ang. *Market Abuse Directive* – MAD), wydając nową dyrektywę o tej samej nazwie i numerze 2014/57/WE – MAD II wraz z towarzyszącym jej rozporządzeniem nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (ang. *Market Abuse Regulation* – MAR). Warto w tym miejscu podkreślić, że przepisy MiFID II oraz MAD II zostały opublikowane w Dzienniku Urzędowym Unii

Europejskiej 12 czerwca 2014 r., a ich planowany okres wdrożenia to 30 miesięcy. W porównaniu z poprzednią wersją dyrektywa MAD II obejmuje także (UE 2014a):

- 1) instrumenty, którymi handluje się wyłącznie na MTF oraz OTF;
- 2) instrumenty finansowe z rynku nieregulowanego OTC (ang. *over-the-counter market*) mogące mieć wpływ na ceny na rynkach instrumentów, do których się odwołują;
- 3) uprawnienia do emisji;
- 4) kasowe rynki towarowe, których ceny oraz gra popytu i podaży wpływają na terminowe rynki finansowe i vice versa.

Co więcej, MAD II wprowadza obowiązek wymiany informacji oraz kooperację między instytucjami nadzoru rynków finansowych i towarowych. Dotyczy ona m.in. raportowania nieprzejrzystych transakcji zarówno w systemach obrotu, jak i na rynkach OTC. Wymaga także od krajów członkowskich Unii Europejskiej wprowadzenia przepisów karnych za manipulowanie rynkami oraz międzynarodowe wykorzystywanie informacji poufnych (ang. *insider trading*)⁵.

Podsumowanie

W pierwszej dekadzie XXI w. doszło do wielu zmian strukturalnych na rynkach towarowych. Przyczyn finansjalizacji rynków towarowych było wiele, m.in. przekształcenia gospodarki światowej, inżynierii finansowej, łatwo dostępny kapitał oraz rosnąca chęć inwestorów finansowych do handlu towarami. Finansjalizacja doprowadziła do większej zmienności cen na rynkach oraz wyższych kosztów hedgingu, zmniejszyła też przejrzystość rynków. Zjawisko finansjalizacji bywa również obwiniane za zakłócenia w zaopatrywaniu w surowce krajów najsłabiej rozwiniętych.

Stworzenie nowych regulacji prawnych dotyczących rynków towarowych zajęło Unii Europejskiej ponad 6 lat, począwszy od ostatniego kryzysu finansowego. Przepisy, mimo że już powstały, jeszcze nie weszły w życie. Normy wprowadzone przez dyrektywy MiFID II i MAD II dotyczą bardziej precyzyjnych wykluczeń, limitów zajmowanych pozycji, sprawozdawczości z handlu oraz wielu innych. Bez cienia wątpliwości można stwierdzić, że przyjęcie nowych przepisów – trudnych do ominięcia przez nadmiernie spekulujące podmioty, a także zapewniających efektywność i płynność rynków towarowych – jest uzasadnione.

Nadchodzące lata pokażą, czy nowe ustawodawstwo będzie skuteczne. Być może kolejne regulacje okażą się konieczne, gdyż rynki towarowe – podobnie jak gospodarka światowa i rynki finansowe – ciągle się zmieniają, a kierunki ich rozwoju są trudne do przewidzenia. Niemniej jednak nowe przepisy mogą doprowadzić do przeregulowania rynków, a przywrócenie ich sprawnego funkcjonowania będzie wymagało deregulacji. Dlatego też warto prowadzić więcej badań naukowych skupiających się na ocenie skutków zmian w prawie unijnym.

⁵ Transakcje dokonywane na podstawie informacji niejawnych.

Bibliografia

- Alquist R., Coibion O. (2013), *The comovement in commodity prices: sources and implications*, IMF Working Paper, WP/13/140.
- Bicchetti D., Maystre N. (2012), *The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: evidence from high frequency data*, MPRA Paper No. 37486, Monachium.
- Cheng I-H., Xiong W. (2013), *The Financialization of Commodity Markets*, NBER Working Paper No. 19642.
- Financial markets regulatory reform in the EU: State of play (MiFiD, MAD, EMIR)*, (2012), Directorate General Internal Market and Services, for the Expert Group on Agricultural Commodity Derivatives and Spot Markets, Komisja Europejska, http://ec.europa.eu/agriculture/cereals/commodity-expert-group/index_en.htm.
- Epstein G.A., 2005, *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham.
- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych – EUNGiPW (2014), esma.europa.eu, www.esma.europa.eu/pl/page/European-Market-Infrastructure-Regulation-EMIR.
- Falkowski M. (2011), *Financialization of Commodities*, Contemporary Economics, Vol. 5, Issue 4, pp. 4–17.
- Institute of International Finance (2011), *IIF Commodities Task Force Submission to the G20: Financial, Investment in Commodity Markets: Potential Impact on Commodity Prices and Volatility*, Waszyngton.
- Krätschell K., Schmidt T. (2012), *Long-run trends or short-run fluctuations – what establishes the correlation between oil and food prices?*, Ruhr Economic Paper, No. 357.
- Krippner G.R. (2005), *The financialization of the American economy*, Socio-Economic Review, No. 3.
- Le Pen Y., Sevi B. (2013), *Futures trading and the excess comovement of commodity prices*, Aix Marseille School of Economics Working Papers, nr 01/2013.
- Masters M. (2008). *Testimony of Michael W. Masters before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*, Senat Stanów Zjednoczonych, 20.05.2008.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy – MFW (2014), IMF.org, www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx.
- Organizacja Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa – FAO (2009), *The state of agricultural commodity markets: High food prices and the food crisis – experiences and lessons learned*, Rzym.
- Roxburgh C., Lund S., Piotrowski J. (2011), *Mapping global capital markets 2011*, McKinsey Global Institute, Nowy Jork.
- Silvennoinen A., Thorp S. (2010), *Financialization, Crisis and Commodity Correlation Dynamics*. Research Paper 267, Quantitative Finance Research Centre, University of Technology, Sydney.

- Staritz C., Küblböck K. (2013), *Re-regulation of commodity derivative markets – Critical assessment of current reform proposals in the EU and the US*, ÖFSE Working Paper No. 45, Wiedeń.
- Stockhammer E. (2010), *Financialization and the Global Economy*, PERI Working Paper 240, Amherst.
- Sutcliffe C. (2013), wystąpienie ESMA Senior Officer Secondary Markets dla Expert Group on Agricultural Commodity Derivatives and Spot Markets, europa.eu, http://ec.europa.eu/agriculture/cereals/commodity-expert-group/2014-02-14/esma_en.pdf.
- Światowa Organizacja Handlu – WTO (2013), stat.wto.org, <http://stat.wto.org/Home/WSDBHome.aspx?Language>.
- Tang K., Xiong W. (2012), *Index investment and the financialization of commodities*, Financial Analysts Journal, Vol. 68, No. 6, CFA Institute.
- UE 2004, Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych.
- UE 2014, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych.
- UE 2014a, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku).
- UNCTAD (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. UNCTAD/GDS/2011/1, Nowy Jork i Genewa.
- UNCTAD (2012), *Excessive commodity price volatility: macroeconomic effects on growth and policy options. Contributions to the G20*, Commodity Markets Working Group. Genewa.
- Yahoo (2014), [finance.yahoo](https://finance.yahoo.com/), <https://finance.yahoo.com/>.

Streszczenie

W ciągu ostatnich dziesięcioleci rynki towarowe, mające duży wpływ na kształt gospodarki światowej, wielokrotnie się zmieniały pod względem strukturalnym. W wyniku coraz większej spekulacji ze strony inwestorów finansowych na rynkach towarowych ceny surowców zaczęły się wahać. Wraz z innymi czynnikami doprowadziło to do nadużyć na rynku, mniejszej przejrzystości handlu oraz nadmiernej spekulacji. Problemy te uwidoczniły się zwłaszcza w trakcie ostatniego kryzysu w latach 2007–2008 oraz bezpośrednio po nim. Ustawodawcy na świecie podjęli działania zmierzające do zmniejszenia wspomnianych efektów oraz wprowadzili nowe regulacje dotyczące rynków towarowych. Celem niniejszego artykułu było zaprezentowanie inicjatyw tego typu podejmowanych w Unii Europejskiej oraz próba ich oceny.

Słowa kluczowe: rynki towarowe, nadzór nad rynkami towarowymi, regulacje unijne, finansjalizacja

Summary

Changes on Commodity Markets and Regulation in the European Union

Commodity markets are important for the shape of the world economy and have experienced numerous structural changes over the span of the last few decades. Prices became more volatile as more and more financial investors began to speculate on commodity markets. Such a process combined with other crucial factors led to market abuses, decreasing the transparency of trade, and excessive speculation. These issues intensified and were mostly observed during the subprime mortgage crisis and in the period straight after it. The policymakers around the globe made an effort to diminish those effects and introduced new a policy framework regarding commodity markets. The aim of this paper is to define, present and review the current works and actions taken by the European Union policymakers. This has been done based on an analysis of the new legislation and its possible results.

Keywords: commodity markets, surveillance policies, European Union regulations, financialisation

JEL: D53, G14, Q02