

# Finansjalizacja rynku towarowego a regulacja rynku towarowych instrumentów pochodnych Unii Europejskiej

Jacek Tomaszewski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Prezentacja reakcji władz regulacji Unii Europejskiej na zjawisko finansjalizacji rynku towarowych instrumentów pochodnych i wstępna ocena możliwych konsekwencji tych działań dla funkcjonowania rynku.

*Metodologia badania* – Analiza tekstów źródłowych, w tym regulacji prawnych Unii Europejskiej i badań naukowych na temat procesu finansjalizacji rynków towarowych.

*Wynik* – Stwierdzono, że działania regulacyjne Unii Europejskiej mają na celu zwiększenie transparentności rynku towarowych instrumentów pochodnych i ograniczenie skali aktywności spekulacyjnej. Skutkiem regulacji może być jednak wzrost kosztów transakcyjnych i cen towarów dla użytkowników końcowych. Wnioski mają charakter wstępny ze względu na trwający proces wdrażania nowych regulacji.

*Oryginalność/wartość* – W artykule zanalizowano nowe i aktualne zjawisko reregulacji rynków finansowych Unii Europejskiej i poszerzono wiedzę na temat procesu finansjalizacji rynków towarowych.

**Słowa kluczowe:** rynek towarowy, finansjalizacja, towarowe instrumenty pochodne, nadzór na rynkiem finansowym

## Wprowadzenie

W pierwszej dekadzie XXI wieku, w szczególności w latach poprzedzających wybuch globalnego kryzysu finansowego, miał miejsce gwałtowny wzrost skali inwestycji inwestorów portfelowych w inwestycje zapewniające ekspozycje na ryzyko rynków towarowych. Napływ kapitałów portfelowych na rynki towarowe odbywał się głównie w sposób syntetyczny, w szczególności z wykorzystaniem towarowych instrumentów pochodnych.

Wzrost aktywności inwestorów finansowych na rynkach towarowych jest przez wielu ekonomistów określany mianem finansjalizacji rynków towarowych. Większość opracowań dowodzących występowania zjawiska finansjalizacji traktuje je jednocześnie jako proces szkodliwy dla gospodarki światowej, w szczególności odpowiedzialny za wieloletni trend wzrostu cen na rynkach towarowych na początku XXI wieku, skutkujący jednocześnie wzrostem ryzyka rynkowego mierzonego zmiennością cen.

---

\* dr Jacek Tomaszewski, Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Rynków Kapitałowych, e-mail: jtomas2@sgh.waw.pl.

Obawy o negatywne skutki aktywności inwestorów portfelowych na rynkach finansowych uległy dalszemu spotęgowaniu po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w roku 2007. Gwałtowne zaburzenia w światowym systemie finansowym, które wystąpiły w okresie kryzysu finansowego, wywołały nawrót tendencji do rozszerzenia skali regulacji tych rynków i zaostrzenia nadzoru nad działalnością uczestników rynków finansowych.

Unia Europejska podjęła zakrojone na szeroką skalę działania w zakresie reformy systemu organizacji i regulacji swoich rynków finansowych. Działania te obejmują również obszar obrotu towarowymi instrumentami pochodnymi. Celem niniejszego opracowania jest charakterystyka aktywności inwestorów finansowych na rynkach towarowych, ocena skutków tej aktywności oraz analiza działań regulacyjnych Unii Europejskiej w kontekście ich wpływu na aktywność inwestorów portfelowych na rynkach towarowych instrumentów pochodnych.

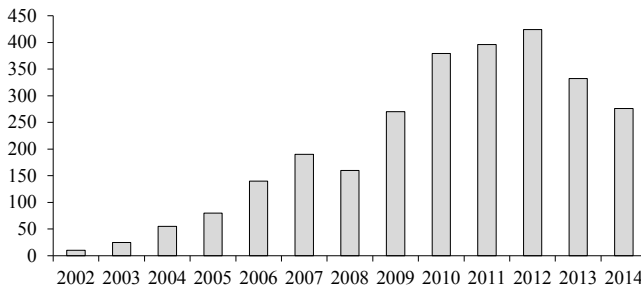
## **1. Aktywność inwestorów portfelowych na rynkach towarowych od początku XXI wieku jako przejaw procesu finansjalizacji**

Od pierwszych lat XXI wieku zaobserwować można gwałtowny wzrost aktywności inwestorów finansowych na rynkach towarowych. Za główną i pierwotną przyczynę wzrostu zainteresowania inwestorów finansowych inwestycjami na rynkach towarowych należy uznać praktyczną aplikację nowoczesnej teorii inwestycji portfelowych. Teoria ta, wywodząca się z koncepcji optymalnego portfela inwestycyjnego sformułowanej w latach 50. XX wieku przez H. Markowitza wskazuje, że możliwe jest znaczące obniżenie ryzyka inwestycji finansowych, mierzonego zmiennością stopy zwrotu z portfela, bez obniżenia stopy dochodu z portfela. Wymaga to odpowiedniej dywersyfikacji aktywów w portfelu, przy czym kluczowe znaczenie ma dobór aktywów charakteryzujących się niskimi (jeśli możliwe ujemnymi) korelacjami stóp zwrotu. Szczególnie pożądana jest sytuacja, gdy ceny takich alternatywnych składników portfeli inwestycyjnych kształtują się pod wpływem czynników istotnie odmiennych od tych, które decydują o cenach akcji czy obligacji (Tomaszewski 2013: 42).

Jedną z kategorii tak definiowanych inwestycji alternatywnych są inwestycje na rynkach towarowych. Towary (*commodities*) możemy zdefiniować jako dobra, najczęściej w formie nieprzetworzonej lub słabo przetworzonej, na które istnieje w ekonomii popyt i których podaż ma charakter jakościowo jednolity. Ten ostatni warunek oznacza, że towary to dobra charakteryzujące się cechą doskonałej lub zbliżonej do doskonałej substytucyjności, co sprawia, że mogą się one stać przedmiotem masowego obrotu.

W roku 2004 Gorton i Rouwenhorst opublikowali wyniki swoich badań dotyczących wykorzystania inwestycji towarowych do dywersyfikacji ryzyka tradycyjnych portfeli aktywów finansowych, wskazujące na znaczące korzyści wykorzystania tej klasy aktywów osiągnęte dzięki tradycyjnie niskim korelacjom stop zwrotu z towarów ze stopami zwrotu z inwestycji na głównych światowych rynkach akcji. Badania Gortona i Rowenhorsta zostały wkrótce potwierdzone przez innych badaczy (Erb, Harvey 2006; Schneeweis i in. 2008;

Kazemi i in. 2009). Obserwacje teoretyczne znalazły niemal natychmiastowe przełożenie na wzrost aktywności inwestorów portfelowych na rynkach towarowych. Według danych Barclays Capital w roku 2002 wartość aktywów inwestorów finansowych ulokowana na rynkach towarowych nie przekraczała 10 mld USD. Do roku 2007 wartość tych inwestycji wzrosła 20-krotnie do blisko 200 mld USD. Globalny kryzys finansowy tylko na krótko zahamował napływ kapitałów portfelowych na rynki towarowe, tak że w roku 2012 ich wartość osiągnęła poziom 430 mld USD. Dopiero w latach 2013–2014 odnotowano istotny spadek wartości aktywów finansowych ulokowanych w inwestycjach towarowych, co wynikało w znacznej mierze ze znaczących spadków cen złota i ropy naftowej – dwóch towarów odgrywających szczególnie dużą rolę w portfelach inwestorów finansowych. Na koniec roku 2014 wartość kapitałów portfelowych zainwestowanych na rynkach towarowych wynosiła 276 mld USD. Ewolucję skali inwestycji portfelowych na rynkach towarowych zaprezentowano na rysunku 1.



**Rysunek 1.** Wartość aktywów inwestorów finansowych ulokowanych w inwestycjach towarowych (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Barclays Capital, Bloomberg i ETF Securities.com.

Należy zwrócić uwagę, że zdecydowana większość inwestycji portfelowych na rynkach towarowych nie ma charakteru inwestycji w fizyczne aktywa. Inwestycje te mają głównie charakter syntetyczny i przyjmują postać zajmowania pozycji w giełdowych lub pozagiełdowych towarowych instrumentach pochodnych, produktach strukturyzowanych czy funduszach inwestycyjnych rynku towarowego. Szczególnie popularne okazały się przy tym produkty oparte nie na cenach poszczególnych towarów, ale na indeksach cenowych rynku towarowego. Wartość tego rodzaju inwestycji na koniec roku 2012 przekraczała 130 mld USD. Powszechne zainteresowanie inwestorów finansowych uzyskaniem ekspozycji na koniunkturę szeroko rozumianego rynku towarowego, a nie rynków poszczególnych towarów, doprowadziło do powstania nowej generacji indeksów towarowych, konstruowanych nie jako tradycyjne mierniki koniunktury, ale jako bazy do budowy strategii inwestycyjnych.

Wzmożonemu napływowi kapitałów portfelowych na rynki towarowe, zwłaszcza na rynek towarowych instrumentów pochodnych, towarzyszył dynamiczny wzrost wartości

obrotów na tych rynkach. Od końca XX wieku do wybuchu globalnego kryzysu finansowego wartość towarowego rynku transakcji futures i swap wzrosła ponad 30-krotnie (ponad 20-krotnie w cenach realnych), co obrazują dane zawarte w tabeli 2.

**Tabela 1**

Wartość globalnego rynku towarowych transakcji pochodnych w latach 1998–2014 (mld USD, dane na koniec czerwca danego roku)

	Wartość nominalna	Wartość realna w cenach w 2010 roku
1998	415	615
2000	584	813
2002	777	1094
2004	1270	1599
2006	6394	7168
2008	13229	12893
2010	2852	2852
2012	2994	2736
2014	2206	1985

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bank for International Settlements i World Bank.

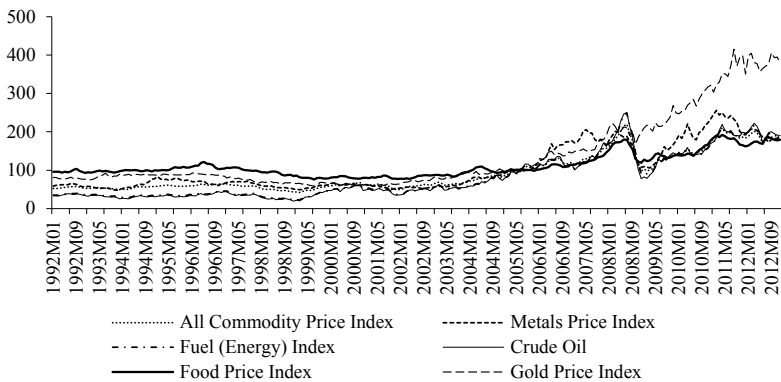
Wzrost aktywności rynków terminowych był przy tym dużo większy niż wzrost skali obrotów na fizycznych rynkach towarowych, a zjawisko to było szczególnie silnie odnotowywane na tych segmentach rynku towarowego, na których inwestorzy finansowi przejawiali największą aktywność. Przykładowo, na rynku ropy naftowej w roku 1995 przeciętna wartość obrotów rynku terminowego stanowiła ok. 150% wartości obrotów rynku gotówkowego. W roku 2005 obroty rynku terminowego stanowiły już 420% obrotów rynku gotówkowego, a w roku 2008 aż 1170% (Falkowski 2011: 7). W wymiarze całego rynku towarowego wartość pozycji na rynku towarowych instrumentów w relacji do globalnego PKB wzrosła z 2–3% na początku wieku XXI do ponad 20% w roku 2008. W roku 2010 po załamaniu skali terminowego rynku towarowego w okresie kryzysu finansowego udział ten nadal wynosił 5–6% PKB (UNCTAD 2011: 16).

Początek XXI wieku był jednocześnie okresem wykształcenia się długoterminowego trendu dynamicznego wzrostu cen większości głównych grup towarowych. Co ważne, trend wzrostowy wykształcił się na początku XXI wieku po dekadzie bardzo dużej stabilności cen towarów pod koniec ubiegłego wieku, co zaprezentowano na rysunku 2.

Tak gwałtowny wzrost cen towarów zaczął być postrzegany jako zjawisko niepożądane dla światowej gospodarki i stał się przedmiotem zainteresowania zarówno badań naukowych, jak i obserwacji regulatorów rynków finansowych i towarowych.

W szczególności zjawisko to zaczęło być interpretowane jako przejaw procesu finansjalizacji rynków towarowych, którą należy rozumieć jako wzrost znaczenia rynków, instytucji i inwestorów finansowych w funkcjonowaniu rynków towarowych, w szczególności wzrost ich wpływu na kształtowanie się cen na rynkach towarowych (Tomaszewski 2013:

240). Szczególnym przejawem finansjalizacji rynków towarowych jest znaczny wzrost korelacji cen towarów z cenami aktywów finansowych. Pojawienie się inwestorów portfelowych na rynkach towarowych otworzyło również kanały transmisji szoków cenowych pomiędzy oboma rynkami. O ile cechą szczególną tradycyjnych, profesjonalnych uczestników rynku towarowego była koncentracja na obrotach jedną grupą towarową lub niewielką liczbą towarów, o tyle inwestorzy portfelowi zajmują jednocześnie pozycje na rynkach wielu towarów i aktywów finansowych. Prowadzi to do silnego wzrostu korelacji zarówno pomiędzy rynkiem towarowym a rynkiem akcji, jak i pomiędzy różnymi segmentami rynku towarowego (Başak, Pavlova 2013: 3).



**Rysunek 2.** Indeksy cen spot głównych grup towarowych w latach 1992–2012<sup>1</sup>

Źródło: Tomaszewski (2013): 243.

O ile formalne występowanie zjawiska finansjalizacji rynków towarowych, rozumiane jako napływ kapitałów portfelowych na ten rynek i wzrost udziału inwestorów finansowych w aktywności rynków finansowych nie jest dzisiaj kwestionowane, o tyle znacznie trudniejsza wydaje się odpowiedź na pytanie o ekonomiczne konsekwencje tego zjawiska. W szczególności po wybuchu kryzysu finansowego pojawiły się hipotezy wskazujące na odpowiedzialność procesu finansjalizacji za negatywne tendencje na rynkach towarowych. Masters już w roku 2008 wyraził opinię, iż inwestorzy finansowi inwestujący w instrumenty oparte na indeksach rynku towarowego są odpowiedzialni za gwałtowny wzrost cen towarów, a poprzez „zabieranie” płynności rynku – także za wzrost zmienności cen (Masters 2008: 12). Konsekwencją wypowiedzi Mastersa były prace podkomisji dochodzeniowej Senatu USA, która wykazywała, że nadmierna spekulacja inwestorów indeksowych na rynku

<sup>1</sup> Wszystkie indeksy przyjmują wartość 100 na dzień 1.06.2015. Dane dotyczą wartości wybranych subindeksów sektorowych indeksu IMF All Commodities Price Index, z wyjątkiem indeksu cen złota, którego wartość wyznaczono z zastosowaniem metodologii IMF na podstawie cen z fixingów LBMA (London Bullion Market Association).

kontraktów futures na pszenicę wpływa destabilizująco na rynek, powodując powstanie znaczących różnic pomiędzy poziomem cen spot i futures w datach wykonania serii kontraktów terminowych (*Excessive Speculation...* 2011: 78–79). Miało to w szczególności prowadzić do zaburzenia możliwości wykorzystania kontraktów futures do zabezpieczania cen sprzedaży zbóż na rynku gotówkowym.

Również w literaturze naukowej pojawiły się badania wskazujące na negatywny wpływ inwestorów finansowych na sytuację na rynkach towarowych, w szczególności na poziom i zmienność cen. Mayer (2010), badając ceny produktów rolnych i surowców energetycznych stwierdził, że inwestycje finansowe w postaci długich pozycji inwestorów indeksowych i niekomercyjnych są źródłem fluktuacji cenowych na rynkach tych towarów. Robles i inni (2008) stwierdzili, że na rynkach produktów rolnych w latach 2006–2008 spekulacja była głównym czynnikiem odpowiedzialnym za wzrost cen. Gilbert (2010) wskazywał, że badane przez niego ceny ropy naftowej, metali bazowych i zbóż były w latach 2001–2009 determinowane przez bańki spekulacyjne i aktywność inwestorów indeksowych. Tan i Xiong (2010) dowodzili, na podstawie badań dla okresu lat 1990–2008, że główne rynki towarowe w USA wykazują rosnącą synchronizację zmian cen pomiędzy poszczególnymi grupami towarowymi, jak i pomiędzy rynkiem towarowym a rynkiem akcji, co jest bezpośrednią konsekwencją aktywności inwestorów portfelowych na rynkach towarowych. Potwierdzeniem tej tezy miały być dodatkowo spostrzeżenia, że wzrost korelacji cen towarów i akcji jest największy dla towarów wchodzących w skład głównych indeksów cenowych rynku towarowego, wykorzystywanych przez inwestorów portfelowych, jak również brak podobnego wzrostu korelacji na rynku chińskim, na którym inwestorzy finansowi nie przejawiali aktywności na rynkach towarowych.

Należy zaznaczyć, że pojawiło się również wiele badań kwestionujących decydujący wpływ inwestorów finansowych na kształtowanie cen towarów (Killian, Hicks 2009, 2013; Irwin, Sanders 2011; Miffre 2011).

Niezależnie od niejednoznaczności wyników badań, sugestie o możliwym negatywnym wpływie finansjalizacji na sytuację na rynkach towarowych wywołały zaniepokojenie regulatorów tych rynków i innych czynników politycznych, które z kolei dały podstawę do podjęcia prób stworzenia nowych ram regulacyjnych aktywności inwestorów finansowych na rynkach towarowych.

## **2. Regulacja aktywności inwestorów finansowych na rynkach towarowych**

### **2.1. Kryzys finansowy i re-regulacja rynku towarowego**

Wybuch globalnego kryzysu finansowego i poszukiwanie jego przyczyn zwróciły uwagę czynników nadzorczych i regulacyjnych na aktywność inwestorów finansowych i funkcjonowanie rynków terminowych, w tym w szczególności pozagiełdowego rynku terminowego. Już w 2008 roku podkomisja śledcza Senatu USA wniosowała o likwidację luk

w zakresie limitów wielkości pozycji dla inwestorów finansowych oraz zwiększenie transparentności i zdolności do gromadzenia danych rynkowych przez nadzór rynku na rynkach innych towarów (*Excessive Speculation...* 2011: 84). W tym samym roku UNCTAD Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation w swoim raporcie na temat finansjalizacji towarowych rynków terminowych postulował rozszerzenie zakresu danych rynkowych gromadzonych przez nadzór rynkowy (*Excessive Speculation...* 2011: 35). Szczególne znaczenie dla faktycznego wdrożenia reform regulacyjnych miała jednak decyzja szczytu G-20 z roku 2009 dotycząca skoordynowanych działań w zakresie wdrożenia kompleksowej reformy pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych.

## 2.2. Działania regulacyjne Unii Europejskiej

Pierwszym krokiem legislacyjnym Unii Europejskiej istotnym z punktu widzenia aktywności inwestorów finansowych na rynkach towarowych było wejście w życie dyrektywy *Markets in Financial Instruments Directive* (MIFID) w roku 2007. Dyrektywa ta po raz pierwszy wprowadzała definicję towarowego instrumentu pochodnego, uznając go za jeden z instrumentów finansowych regulowanych przepisami dyrektywy. Przepisom dyrektywy podlegały jednak tylko towarowe instrumenty pochodne przewidujące finalne rozliczenie gotówkowe, a w przypadku pochodnych przewidujących fizyczną dostawę towaru – wyłącznie instrumenty notowane na rynkach scentralizowanych (giełdach lub alternatywnych systemach obrotu). Należy jednak zaznaczyć, że dyrektywa MIFID była jedną z ostatnich inicjatyw legislacyjnych przedkryzysowej fazy deregulacji i liberalizacji rynków finansowych, a znaczna część instytucjonalnych uczestników rynków towarowych nie była objęta przepisami dyrektywy.

Pokryzysowe działania legislacyjne Unii wdrażające deklarację szczytu G-20 objęły nowelizację dyrektywy MIFID znaną jako MIFID II oraz uchwalenie dwóch nowych rozporządzeń wykonawczych: *Regulation on Markets in Financial Instruments* (MIFIR) oraz *European Market Instruments Regulation* (EMIR). Rozporządzenie EMIR, które weszło w życie w sierpniu 2013 roku to całkowicie nowa regulacja odnosząca się do pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych. Rozwiązania odnoszące się do rynku pochodnych towarowych obejmują:

- obowiązek raportowania wszystkich transakcji pozagiełdowych do repozytoriów transakcyjnych (prowadzonych najczęściej przez instytucje depozytowe),
- obowiązek rozliczania wskazanych w rozporządzeniu standaryzowanych instrumentów pozagiełdowych przez centralne instytucje depozytowe (Central Counterparties – CCP), w przypadku transakcji zawieranych przez instytucje finansowe i dużych inwestorów niefinansowych,
- podwyższenie standardów zarządzania ryzykiem (w tym wymaganych depozytów zabezpieczających) dla transakcji niepodlegających obowiązkowi centralnego rozliczenia, w przypadku pozycji przekraczających wartości określone w rozporządzeniu,

- jednolite przepisy określające zasady funkcjonowania CCP i repozytoriów transakcji, w szczególności wprowadzające wymogi udostępniania określonych informacji.

Dyrektywa MIFID II i Rozporządzenie MIFIR weszły formalnie w życie 2 lipca 2014 roku, jednak kraje członkowskie Unii mają czas do 2 stycznia 2017 roku na zaimplementowanie ich rozwiązań. Najważniejsze nowe regulacje wpływające na uczestników rynku towarowego obejmują:

1. Zdefiniowanie nowej (trzeciej) kategorii platform obrotu instrumentami finansowymi – Organized Trading Facility (OTF) – jako wielostronnej platformy obrotu obligacjami, produktami strukturyzowanymi, instrumentami pochodnymi (w tym towarowymi) i uprawnieniami do emisji.
2. Rozszerzenie definicji towarowych instrumentów pochodnych jako instrumentów finansowych dla potrzeb dyrektywy MIFID – nowa definicja objęła uprawnienia do emisji (EUA), towarowe instrumenty pochodne rozliczane przez fizyczną dostawę i będące przedmiotem obrotu na platformach OTF (z wyłączeniem niektórych produktów opartych na energii elektrycznej) oraz towarowe instrumenty pochodne „o cechach charakterystycznych dla innych finansowych instrumentów pochodnych”.
3. Rozszerzenie katalogu tzw. czynności uzupełniających firm inwestycyjnych (*ancillary activities*) o obrót na rachunek własny towarowymi instrumentami pochodnymi oraz świadczenie usług inwestycyjnych dla klientów w zakresie obrotu towarowymi instrumentami pochodnymi.
4. Ograniczenie wyłączeń spod działania dyrektywy MIFID dla firm obracających towarowymi instrumentami pochodnymi.
5. Upoważnienie krajowych nadzorców rynku do ustanowienia limitów wielkości pozycji netto utrzymywanych przez inwestora w towarowych instrumentach pochodnych będących przedmiotem obrotu na rynkach zorganizowanych definiowanych przez prawo unijne i ekwiwalentnych rynkach pozagiełdowych. Wyłączenie z limitów pozycyjnych jedynie dla instytucji niefinansowych, których pozycje w instrumentach pochodnych mogą być obiektywnie uznane jako zabezpieczenie ryzyka bezpośrednio związanego z podstawową działalnością takiego inwestora.
6. Obowiązek raportowania wielkości pozycji w towarowych instrumentach pochodnych. Obowiązek obejmuje publikowanie przez organizatorów rynków tygodniowych raportów o wielkości pozycji, a w przypadku firm inwestycyjnych zawierających transakcje poza rynkami zorganizowanymi – dostarczanie krajowym organom nadzoru dziennych raportów o wielkości pozycji własnych i pozycji klientów.
7. Uprawnienie ESMA do zarządzania wielkością pozycji. Rozporządzenie MIFIR upoważnia ESMA do wydania poszczególnym inwestorom poleceń ograniczenia lub likwidacji pozycji na rynku określonych instrumentów pochodnych, a w skrajnym przypadku do ograniczenia prawa inwestora do zawierania transakcji terminowych. ESMA może korzystać z powyższych uprawnień tylko w przypadku wystąpienia zagrożenia dla stabilności funkcjonowania rynku danego instrumentu lub całości



systemu finansowego Unii. W odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych jako szczególny rodzaj zagrożenia wskazane zostało zagrożenie zdolności do fizycznej dostawy towarów, będących instrumentami bazowymi kontraktów.

### 3. Rynek towarowych instrumentów pochodnych – skutki regulacji

Działania regulacyjne Unii Europejskiej w zakresie funkcjonowania rynku towarowych instrumentów pochodnych i aktywności inwestorów finansowych na tych rynkach były następstwem pojawiających się w publicznej dyskusji obaw o destrukcyjny wpływ inwestorów finansowych na stabilność rynku towarowego i w szczególności poziom cen towarów. Konkretnie działania stanowiły próbę realizacji deklaracji podjętych na szczycie G-20 w Pittsburgu w roku 2009. W tej sytuacji ogólny schemat i cele regulacji na obu rynkach są zbliżone. Podjęte działania miały na celu:

- zwiększenie transparentności rynku poprzez skanalizowanie jak największej części obrotu giełdowego zawieranego na bazie bilateralnej na rynki regulowane, lub przynajmniej wielostronne platformy obrotu, podlegające nadzorowi i zapewniające transparentność przedtransakcyjną,
- zwiększenie bezpieczeństwa obrotu poprzez poddanie znacznej części obrotu na rynku pozagiełdowym obowiązkowi rozliczania przez centralne izby rozliczeniowe,
- zwiększenie transparentności post-transakcyjnej poprzez obowiązek rejestracji transakcji zawieranych na rynkach pozagiełdowych w centralnych repozytoriach transakcji,
- ograniczenie skali transakcji spekulacyjnych i ryzyka podejmowanego przez inwestorów finansowych poprzez upowszechnienie obowiązku naliczania depozytów zabezpieczających od zawieranych transakcji,
- ograniczenie wpływu aktywności na rynku pochodnych towarowych na fizyczne rynki towarów poprzez upowszechnienie stosowania limitów wielkości pozycji na rynkach terminowych.

Pełna ocena skutków działań regulacyjnych Unii Europejskiej nie jest możliwa, gdyż większość regulacji ma bardzo krótką historię obowiązywania. Istotny wpływ na ostateczny charakter oddziaływania nowych dyrektyw unijnych będą miały regulacje niższego rzędu, w tym zwłaszcza tzw. techniczne standardy regulacji (*Regulatory Technical Standards*) znajdujące się obecnie w fazie konsultacji. Warto zaznaczyć, że większość podjętych działań regulacyjnych była inspirowana wydarzeniami z okresu kryzysu finansowego i miała na celu zapobieżenie skutkom przyszłych kryzysów. W warunkach stabilizacji pokryzysowej na rynkach towarowych i finansowych trudno jest ocenić skuteczność wdrożonych rozwiązań. Należy jednak zauważyć, że w literaturze pojawiają się głosy, iż podjęte działania, eliminując zidentyfikowane źródła ryzyka, kreują jednocześnie nowe. Przykładowo, wskazuje się, że przeniesienie zarządzania ryzykiem z banków (zawierających dwustronne transakcje na rynku OTC) na centralne izby rozliczeniowe, kreuje nowe skoncentrowane

ogniska ryzyka w systemie finansowym, mogące być źródłami niestabilności w okresach kryzysu (Singh 2012: 9).

Jedynym obszarem, na którym wpływ nowych regulacji nie ulega wątpliwości, jest aktywność wielkich banków komercyjnych na rynku towarowym, w szczególności w zakresie handlu na rachunek własny. Do połowy roku 2014 trzy z 5 banków komercyjnych o największej skali aktywności na rynkach towarowych (Barclays Bank, JP Morgan Chase & Co i Deutsche Bank) podjęły decyzję o całkowitej likwidacji lub znacznym ograniczeniu skali działalności pionów handlu towarami.

Kolejnym obserwowanym już efektem jest objęcie szerokiej grup pośredników działających na rynkach towarowych wymogami rejestracji, tak jak firm inwestycyjnych, w rozumieniu Dyrektywy MIFID II. Wymóg ten dotyczy między innymi wszystkich członków European Federation of Energy Traders (EFET) oraz przynajmniej 30% firm – członków giełdy Baltic Exchange<sup>2</sup> (Baltic Exchange 2015). Objęcie wymogami regulacyjnymi MIFID II mieć będzie daleko idące konsekwencje. EFET ocenia, że z tytułu nowych wymogów jej członkowie będą musieli zwiększyć kapitały własne nawet o 6 mld euro. Koszty finansowania podwyższonych kapitałów mogą spowodować wzrost cen hurtowych energii elektrycznej w Unii Europejskiej o 1%, co oznacza dodatkowe koszty dla nabywców energii elektrycznej i gazu w wysokości ok. 7 mld euro rocznie (EFET 2015).

Należy także zwrócić uwagę, że od chwili wybuchu kryzysu finansowego obserwować można odwrócenie wielu tendencji interpretowanych jako przejawy finansjalizacji rynków towarowych. Po roku 2008 nastąpił gwałtowny spadek skali transakcji na rynku pochodnych towarowych (tab. 1), od roku 2011 notuje się zdecydowany spadek zmienności cen większości towarów (Tomaszewski 2013: 244), a w latach 2013–2014 malała wartość kapitałów finansowych ulokowanych na rynkach towarowych (rys. 1). Zjawiska te trudno przypisać oddziaływaniu nowych regulacji prawnych, gdyż większość z nich została zapoczątkowana przed formalnym, a tym bardziej faktycznym, wejściem ich w życie.

## Literatura

- Baltic Exchange Reply form for the Consultation Paper on MIFID II/MIFIR* (2015), March.
- Başak, S., Pavlova, A. (2013), *A Model of Financialization of Commodities*, Working Paper, London Business, March.
- CFTC and EU OTC Derivatives Regulation: And Outcome-based Comparison* (2013), Deloitte, July.
- EFET Position Paper on MIFID II* (2015), June.
- Erb C.B., Harvey C.R. (2006), *The Strategic and tactical Value of Commodity Futures*, „Financial Analyst Journal” vol. 62, no. 2.
- European Financial Integration Report 2007* (2007), Commission of The European Communities, Brussels, 10.12.
- Executive Summary: Excessive Speculation in the What Market* (2011), Permanent Subcommittee on Investigations, US Senate, w: *Excessive Speculation in Agriculture Commodities, Selected Writings from 2008–2011*, IATP, Washington D.C.
- Excessive Speculation in Agriculture Commodities, Selected Writings from 2008–2011*, IATP, Washington D.C.
- Falkowski M. (2011), *Financialization of Commodities*, „Contemporary Economics” vol. 5, iss. 4.

<sup>2</sup> Giełda Baltic Exchange to największa giełda kontraktów na stawki frachtowe w transporcie morskim.

- Gilbert C.L. (2009/2010), *Commodity speculation and commodity investment*, „Commodity Market Review”, FAO, Rome.
- Gorton G., Rouwenhorst K.G. (2004), *Facts and Fantasies About Commodity Futures*, Yale ICF Working Paper no. 04-20. June.
- Irwin S.H., Sanders D.R. (2011), *Index Funds, Financialization and Commodity Futures Markets*, „Applied Economic Perspectives and Policy” iss. 33.
- Irwin S.H., Sanders D.R. (2012), *Financialization and Structural Change in Commodity Futures Markets*, „Journal of Agricultural and Applied Economics” vol. 44, no. 3.
- Kazemi H., Schneeweis T., Spurgin R. (2009), *The Benefits of Commodity Investing*, AIA Research Report, Amherst.
- Killian L., Hicks B. (2013), *Did Unexpectedly Strong Economic Growth Cause the oil Price Shock of 2003–2008*, „Journal of Forecasting” vol. 32, iss. 5.
- Masters M.W., White A.K. (2011), *How Institutional Investors Are Driving Up Food and Energy Prices, w: Excessive Speculation in Agriculture Commodities, Selected Writings from 2008–2011*, IATP, Washington D.C.
- Mayer J. (2010), *The financialization of commodity markets and commodity price volatility, w: The financial and economic crisis of 2008–2009 and developing countries*, United Nations Publications, New York.
- Miffre J. (2011), *Long-Short Commodity Investing: Implications for Portfolio Risk and Market Regulation*, EDHEC Risk Institute Working Paper.
- Price formation in financialized commodity markets: The role of information* (2011), UNCTAD Study, New York–Geneva.
- Robles M., Torero M., von Braun J. (2009), *When Speculation Matters*, IFPRI Issue Brief 57, February.
- Schneeweis T., Gupta R., Szado E. (2008), *The Benefits of Commodity Investing*, „Investment & Wealth Journal” vol. III/IV.
- Singh M. (2012), *It's time to levy the risk takers*, „Financial Times”, October 17.
- Summary of key EU and US regulatory developments relating to derivatives* (2015), Hogan Lovells, January.
- Staritz C., Küblböck K. (2013), *Re-regulation of commodity derivatives markets – Critical assessment of current reform proposals in the EU and the US*, ÖFSE Working Paper, October.
- Tang K., Xiong W. (2012), *Index Investment and the Financialization of Commodities*, „Financial Analyst Journal” vol. 68, no. 6.
- Tomaszewski J. (2013), *Instrumenty towarowe jako forma inwestycji alternatywnych w portfelach inwestorów finansowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Trade and Development Report 2009* (2009), United Nations Conference on Trade and Development, United Nations Publications.

#### FINANCIALIZATION OF COMMODITY MARKETS AND REGULATION OF EUROPEAN UNION COMMODITY DERIVATIVES MARKET

**Abstract:** *Purpose* – Presentation of the EU authorities reaction to the process of commodity derivatives market financialization and preliminary assessment of the new regulations impact on the market.

*Design/methodology/approach* – Analysis of source texts, including new EU regulations and scientific research on the subject of the commodity market financialization.

*Findings* – The article shows that the purpose of new EU regulations is to increase transparency of commodity derivative markets and curb speculative activities. New regulations may result in increased transactions cost and rises in commodity prices for final consumers. All findings are preliminary as the new regulations are only coming into effect at the time of writing.

*Originality/value* – The article analyses new and current phenomenon of financial markets re-regulation and extends knowledge about the process of commodity market financialization.

**Keywords:** commodity market, financialization, derivatives, financial market supervision

#### Cytowanie

- Tomaszewski J. (2016). Finansjalizacja rynku towarowego a regulacja rynku towarowych instrumentów pochodnych Unii Europejskiej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (79), 137–147; www.wneiz.pl/frfu.