

Ascesa e discesa della CO₂: la riforma ETS ha riaperto il parco giochi della CO₂

Dopo anni di grida al fallimento del sistema, all'inutilità di tenere in vita un mercato il cui prodotto aveva un prezzo pari a quello di un panino in una delle catene di ristorazione più importanti al mondo¹, il 2018 ci ha portato un nuovo dono: un mercato della CO₂ che funziona. Un'affermazione molto sommaria e approssimativa quanto lo è l'attuale quotazione dei permessi d'emissione europei (EUA).

Nonostante il plauso della Commissione europea e il probabile entusiasmo dei ministeri delle finanze dei 28 Paesi dell'UE che vedranno i loro introiti annui dalle aste più che duplicati quest'anno, il recente aumento del prezzo della CO₂ non è sintomatico di un mercato che funziona. Negli ultimi anni, Nomisma Energia si è cimentata², insieme ad altri centri di ricerca europei, nello sforzo di capire se l'EU ETS stesse funzionando correttamente³ o meno, e uno dei punti chiave su cui più volte si è imperniata la discussione nelle varie tavole rotonde cui il sottoscritto ha partecipato è stato: il livello del prezzo della CO₂ è sinonimo di un corretto funzionamento del mercato? Odiosa come qualsiasi domanda retorica, la risposta è evidentemente no. Anche nel mercato della CO₂ europeo, costruito delineato e concordato dai 28 Paesi membri, il livello di prezzo della CO₂ altro non indica che la scarsità del prodotto sottostante: le quote di CO₂.

Dopo anni di abbondanza di quote e prezzi depressi, negli ultimi 8 mesi abbiamo assistito ad un aumento significativo del prezzo delle quote che sono salite dagli 8 €/ton di inizio anno fino ai 25,79 € della scorsa settimana. Il prezzo è più che triplicato. Se il mercato ora funziona significa che le quote di CO₂ sono diminuite. È realmente così? Sì ma anche no. Sì perché in prospettiva, nei prossimi anni le quote saranno sicuramente di meno rispetto agli anni precedenti. No perché lo scorso 15 maggio, la Commissione europea ha quantificato in 1,65 miliardi di quote il surplus in circolazione, solo leggermente inferiore rispetto al 1,69 miliardi di quote dell'anno precedente.

Come ha fatto il mercato a sfuggire da quel pantano dei 6 €/ton in cui era intrappolato dal 2012? Il merito principale è sicuramente collegato all'approvazione della riforma dell'ETS che regolerà il funzionamento del meccanismo nei prossimi 12 anni. Elemento cardine: la riserva di stabilità (in gergo Market Stability Reserve). Meccanismo che prenderà il via nel 2019 e progressivamente drenere il mercato di quote, attingendo dalle aste quotidiane e inserendole in un fondo (la riserva appunto) che accumulerà permessi fino a che il surplus sul mercato non abbia raggiunto gli 833 milioni. Un meccanismo che è stato paragonato alle quote di

Figura 1 – Andamento del prezzo degli EUA nelle 3 fasi dell'EU ETS



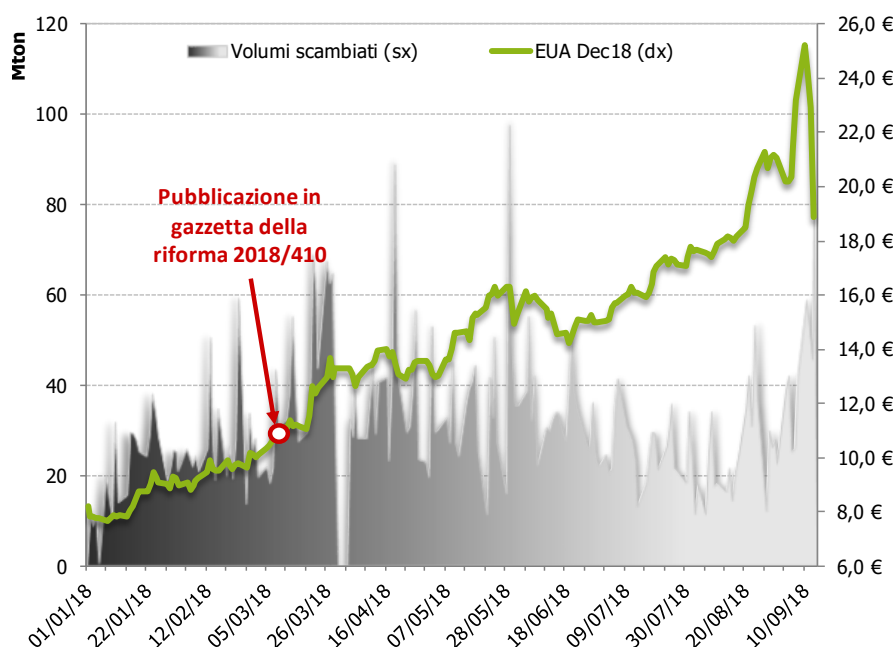
¹ Servono ben 11 parole per ottenere un sinonimo di Big Mac.

² A questo proposito sono disponibili sul sito di NE i due report: "2017 State of the EU ETS" e "2018 State of the EU ETS".

³ Correttamente: di persona o cosa che opera in modo conforme ad un insieme di norme definite e concordate.

produzione concordate dai produttori di petrolio dell'OPEC. E cosa c'è di meglio per attirare la finanza che paragonare un prodotto al petrolio?⁴

Figura 2 – Andamento prezzi EUA Dec18 e volumi scambiati, 2018



Fonte: Elaborazioni NE su dati ICE

La MSR fornisce una visibilità prospettica di quello che potrebbe essere l'equilibrio annuo di domanda e offerta di quote fino al 2030, riducendo la possibilità che si ripeta una situazione di surplus (ed eventualmente di deficit) prolungato così come accaduto negli ultimi 10 anni. Disegnata e introdotta con il primario obiettivo di rendere più flessibile l'offerta di quote, così da rispondere a variazioni improvvise e strutturali della domanda di permessi, il desideratus indiretto è la progressiva stabilizzazione del prezzo della CO₂. A 3 mesi di distanza dal suo avvio, gli eventi dell'ultima settimana, con il prezzo degli EUA che in poche ore è salito da 20 € a 25 € per poi crollare a 18 € in altrettante poche ore, non sembrano dare confortanti segni di stabilità. Cosa sta accadendo? Cerchiamo di provare a fare ordine e capire quali fattori stanno guidando il prezzo delle quote.

Ipotesi nr 1: sono finite le quote di CO₂

Nell'analizzare i perché della recente impennata degli EUA, la prima cosa da fare è ovviamente guardare ai fondamentali: domanda e offerta. Guardando alla domanda, il numero di permessi richiesti è previsto in aumento anche nel 2018 a causa di maggiori emissioni (stimate in aumento di 0,6%). L'offerta invece ha subito una contrazione quest'anno: sia il volume di quote in asta che il quantitativo di quote gratuite è inferiore rispetto al 2017; una riduzione pari al -1,74%. I fondamentali sembrano dunque rialzisti. Tuttavia andando ad analizzare i numeri, anche se il 2018 registrerà un deficit di quote, il surplus complessivo scenderà solo a 1,57 miliardi di quote, ovvero il 94% delle quote assegnate nel 2018. Un surplus che è in grado di coprire interamente l'*hedging* delle utility europee per l'intero 2019 e per oltre metà del 2020.

Se guardiamo alle aste quotidiane, per capire come si stanno muovendo utility e industriali sul mercato primario, notiamo un aumento del numero di partecipanti alle aste, saliti da una media di

⁴ Prometto che è l'ultima domanda retorica dell'articolo.

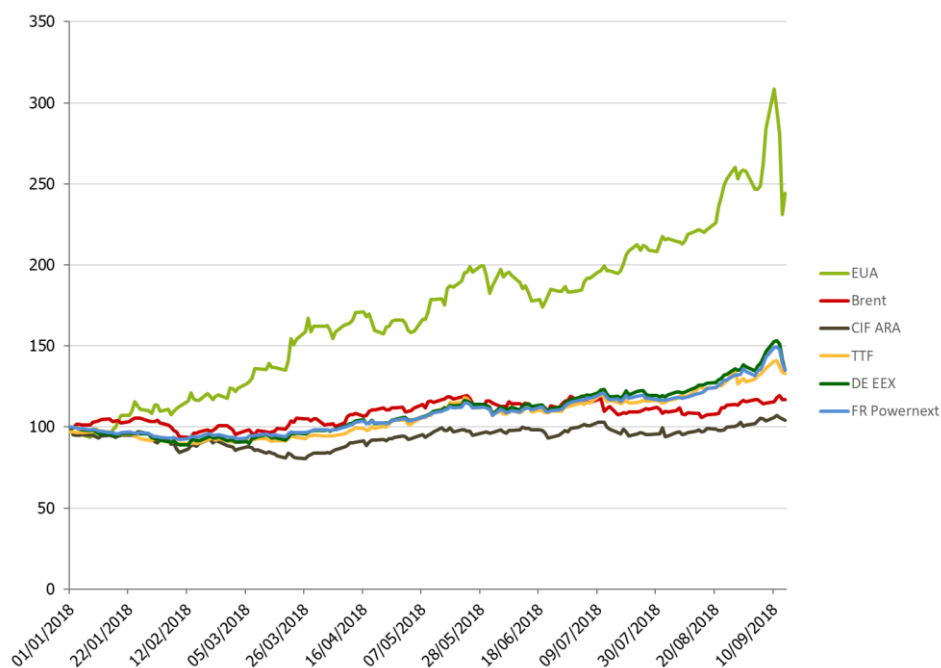
21 del 2017 a 24,5 nel 2018, ma una contemporanea diminuzione del *cover ratio*⁵, che scende da 2,8 a 2,7. Più partecipanti, meno richieste. Un'anomalia che però non sembra darci evidenza di una necessità improvvisa di quote di CO₂.

Ipotesi nr 2: stanno per finire le quote di CO₂

Analizziamo quindi se l'aumento dei prezzi rifletta o meno una scarsità prospettica. I produttori di elettricità rappresentano circa il 70% del mercato in termini di quantità di permessi che devono acquistare annualmente. Il loro profilo di acquisto però non è limitato all'anno corrente. Le utility, infatti, propendono per vendere l'energia elettrica che producono in anticipo, tipicamente fino a 2-3 anni in anticipo. A seconda del profilo di produzione e della strategia adottata, una utility ha già venduto quasi interamente la propria capacità produttiva per l'anno in corso e l'anno successivo, e in alcuni casi fino al 50-60% della propria capacità per gli anni futuri (y+2 e y+3). Quando l'utility vende energia in anticipo acquista anche il combustibile necessario per produrla e le quote di CO₂ necessarie a coprire le emissioni che verranno rilasciate.

Questa pratica, definita in gergo *hedging*, porta le utility ad acquistare EUA per gli anni successivi. L'utility non acquista però quote fisiche, quindi sul mercato spot. Bensì acquista prodotti finanziari sui mercati a termine: forward o opzioni. Il prezzo dei contratti forward sarà dettato da 2 fattori: il costo dei fattori di produzione (gas e carbone) e l'aspettativa sulla scarsità di EUA nel futuro. In merito al primo fattore, esiste una relazione lineare che ad un aumento del prezzo del gas, maggiore rispetto a quello del carbone, associa un aumento delle emissioni e quindi del prezzo delle quote di CO₂. Viceversa, un'ascesa del prezzo del carbone, maggiore di quella gas, vedrà l'opposto. Da inizio anno il prezzo forward del gas è aumentato in media del 33%, quello del carbone del 4% mentre il prezzo a termine dei permessi del 144%. Al lettore trarre le dovute conclusioni.

Figura 3 – Prezzi EUA, Brent, Carbone (CIF ARA), Gas naturale (TTF), Elettricità (EEX e Powernext), 01/01/2018 = 100



Fonte: Elaborazioni NE su dati ICE, EPEX, Icis Heren,

⁵ Indice che misura il rapporto tra volumi richiesti e volumi offerti in asta.

Guardando invece al deficit di quote atteso, il punto di partenza è chiaramente l'attuale surplus di 1,65 miliardi di EUA. Questo surplus subirà una drastica riduzione nei prossimi anni per effetto dell'introduzione della MSR che ridurrà il numero di permessi venduti nelle aste giornaliere: il surplus totale scenderà a circa 100 milioni di quote⁶ nel 2023, anno in cui la MSR inizierà a reintrodurre permessi sul mercato. Se ipotizziamo che le utility acquistino EUA sul mercato spot, il loro fabbisogno annuo inclusivo di *hedging* si aggira intorno a 1,3 miliardi di quote. Anche ipotizzando un acquisto sul mercato spot, attualmente il mercato sarebbe in grado di soddisfare ampiamente quel fabbisogno.

Come abbiamo visto, però, una utility non acquista EUA fisicamente per gli anni a venire, bensì sui mercati a termine. Quando una utility acquista un EUA forward ha bisogno di qualcuno disposto a vendere quello stesso EUA alla stessa scadenza. Così come per l'utility, anche quel qualcuno non ha bisogno di possedere il bene sottostante. Ciò che conta è l'aspettativa sulla disponibilità di quel bene in futuro e quindi sul fatto che sarà in grado di riacquistarlo ad un prezzo inferiore.

Ipotesi nr 3: le quote di CO₂ non c'entrano nulla

Cercando di tirare le somme abbiamo scoperto che non sembra esserci una scarsità immediata di quote di CO₂ né prospettica. Il surplus di quote si ridurrà progressivamente nei prossimi anni andando a riequilibrare il sistema ETS europeo in termini di domanda e offerta di permessi. Chiaramente entrano in gioco una pluralità di fattori che complicano la stima sul bisogno futuro di EUA: una forte crescita/decrecita dell'economia europea, il cambio di strategia da parte degli operatori, l'aumento della produzione rinnovabile, la chiusura repentina delle centrali a carbone, *breakthrough* tecnologici in diversi settori, etc. Tutti fattori che modificherebbero in maniera significativa i vari scenari e l'aspettativa di scarsità/eccedenza di quote nel futuro.

L'obiettivo della MSR è proprio quello di essere quel cuscinetto in grado di assorbire gli urti dovuti a cambiamenti importanti nelle condizioni di fondo che determinano il quantitativo di quote necessarie agli operatori del sistema. La MSR, nelle intenzioni del regolatore, dovrebbe fornire stabilità al meccanismo e di conseguenza agli operatori che vi operano. Tuttavia, la platea di soggetti che acquistano e vendono quote, sia spot che a termine, è molto più ampia dei singoli operatori che hanno obblighi di restituzione delle stesse. Trader, investitori e banche partecipano al mercato fornendo liquidità e facilitando l'acquisto e la vendita degli EUA ma con finalità profondamente diverse da quelle degli operatori con obbligo di restituzione, il cui obiettivo principale è minimizzare il costo di acquisto (e solo in pochi casi massimizzare quello di vendita).

È evidente che se il prezzo di un prodotto triplica nel giro di pochi mesi, dopo esser stato sostanzialmente invariato per anni, sia oggetto di un'alterazione di alcune condizioni di fondo. Abbiamo visto che l'equilibrio tra domanda e offerta è variato se lo si guarda con un orizzonte di 4-5 anni; non tale da giustificare un aumento improvviso. Il prezzo di gas e carbone è variato ma anch'esso non in misura tale da dar vita ad un rally come quello osservato. Quella che è cambiata è la composizione (e la finalità) degli attori che operano sul mercato al momento. Non è un caso che il ritorno della finanza sul mercato della CO₂ sia coinciso con un nuovo aumento della volatilità.

Quanto saliranno ancora i prezzi della CO₂?

Giunti alla conclusione dell'articolo, mi rendo conto che c'è una domanda di fondo che ho accuratamente evitato fin qui, ma che è quella che interessa i più: quanto saliranno ancora i prezzi

⁶ Stime Nomisma Energia, settembre 2018.

della CO₂? Sulla base di quanto appena detto, la risposta non può che avere con sé un elevato margine di incertezza. Incertezza che in primis è legato alla scarsità attesa di permessi nel futuro ma che nei prossimi mesi riguarderà principalmente le strategie dei nuovi operatori. Se, infatti, per le utility (e anche per alcune industrie) è possibile calcolare qual è il prezzo giusto⁷ della CO₂, lo stesso non è vero per i vari soggetti finanziari per i quali il livello di prezzo assoluto è solo un valore contingente: l'importante è la volatilità.

Il crollo di giovedì 13 settembre non sarà probabilmente un episodio isolato. Da qua all'avvio della MSR ci attendono mesi movimentati. Basta dare un'occhiata al numero di opzioni "in the money": circa 168 milioni di opzioni esercitabili entro fine anno, la cui vendita potrebbe dar luogo a profitti immediati. Ecco che la domanda interessante non è più quindi "quanto saliranno ancora i prezzi?" ma "quando questi nuovi operatori decideranno di incassare i guadagni maturati?"⁸.

La riforma porterà stabilità nel lungo termine, ma gli effetti che stiamo osservando nel breve termine vanno nella direzione opposta. Al momento, la riduzione del surplus attesa grazie alla MSR ha accelerato brutalmente la valorizzazione di una scarsità futura che fino a 9 mesi fa non era minimamente percepita. Un'accelerazione che è facilmente gestibile da trader e utility avvezzi ad operare in un contesto di variazioni dei prezzi delle commodity, ma che disorienta quella pluralità eterogenea di piccole e medie imprese abituate a vendere/acquistare permessi in pochi momenti nel corso dell'anno, potenzialmente creando loro seri problemi di budget.

Non tarderanno dunque ad arrivare nuove grida sul non funzionamento dell'ETS europeo, che verrà incriminato di essere troppo oneroso e di non dare segnali di stabilità a chi deve investire. L'ascesa del prezzo non è, e non sarà, lineare come tutti si aspettavano. Sistemi complessi come l'ETS sono sistemi pieni di interdipendenze tra molteplici attori, interni ed esterni, e in quanto tali tendono a sviluppare reazioni a catena che riducono la prevedibilità del sistema, dando vita a fenomeni strettamente non lineari. Il percorso che ci attende è probabilmente più simile ad un giro sulle montagne russe di un parco giochi che ad una passeggiata in montagna. Ancora una volta non sarà il prezzo a definire il funzionamento o meno del sistema ma l'insieme di regole che lo governano e la capacità dei singoli attori di adottare strategie di carbon management congrue alle proprie necessità.

Matteo Mazzoni

Senior Analyst, NE Nomisma Energia
matteo.mazzoni@nomismaenergia.it

Bologna
17/09/2018

⁷ Quello che rende la produzione di elettricità a più basse emissioni, o ad emissioni zero, più conveniente. Tipicamente viene utilizzato il *fuel switch* (tra carbone e gas) come indicatore, che al momento ha valori compresi tra i 22 € e i 35 € a seconda dell'efficienza della centrale.

⁸ Chi avesse la risposta non esiti a chiamarmi, rispondo anche ore pasti.