

WPŁYW SEKTORA FINANSOWEGO NA EUROPEJSKI RYNEK UPRAWNIENÍ DO EMISJI DWUTLENKU WĘGLA I POTENCJALNE ŚRODKI STABILIZUJĄCE CENY

Raport dla Polskiej Grupy Energetycznej S.A.

Fabien Roques, Guillaume Duquesne, Florian Bourcier¹

11 kwietnia 2022 r.

Robocze tłumaczenie raportu – wersja oryginalna dostępna w j. angielskim

¹ Szczególne podziękowania kierujemy do Simon Quemin oraz Luca Taschini za ich cenne spostrzeżenia w trakcie prac nad raportem.

SPIS TREŚCI

1.	WPROWADZENIE I GŁÓWNE WNIOSKI	4
2.	KRÓTKIE PODSUMOWANIE ZASAD FUNKCJONOWANIA RYNKU EU ETS	7
	2.1. System oparty na zasadzie pułapów i handlu (<i>cap and trade</i>)	7
	2.2. Pierwotny i wtórny rynek handlu uprawnieniami do emisji	7
	2.3. Uczestnicy rynku i działalność handlowa	7
	2.4. Nadzór nad rynkiem	10
3.	JAKA JEST ROLA SPEKULACJI W OSTATNIM WZROŚCIE POZIOMU CEN EUA I ICH ZMIENNOŚCI?	12
	3.1. Wzrost poziomu cen i ich zmienności był (przynajmniej częściowo) spowodowany zmianami zasad funkcjonowania rynku	13
	3.2. Rosnące znaczenie obrotu finansowego mogło również przyczynić się (i może przyczynić się w przyszłości) do zmienności i niestabilności cen EUA	16
4.	JAKIE CECHY SYSTEMU EU ETS SPRZYJAJĄ DESTABILIZACJI CEN I WYMAGAJĄ OCENY W CELU OGRANICZENIA POTENCJALNEJ SZKODLIWEJ SPEKULACJI?	19
	4.1. Nieelastyczna podaż sprzyjająca dużej zmienności cen	19
	4.2. Wpływ niepewności co do długoterminowych zobowiązań do redukcji emisji, reform systemu ETS i związanych z nimi strategii	20
	4.3. Podatność MSR na ataki spekulacyjne	21
5.	JAKIE SĄ POTENCJALNE KOSZTY I KORZYŚCI SPEKULACJI W SYSTEMIE EU ETS ORAZ KOMPROMISY W PROJEKTOWANIU RYNKU ZAPEWNIAJĄCEGO SILNY SYGNAŁ CENOWY?	23
	5.1. Obrót finansowy, a w szczególności spekulacje, odgrywają ważną rolę na rynku EU ETS i przynoszą pewną korzyść uczestnikom rynku	23
	5.2. Jednak, gdy spekulacja staje się nadmierna, zwiększa ona koszty handlu i zabezpieczania przyszłych potrzeb emitentów	23
	5.3. Wnioski z oceny kosztów i korzyści związanych ze spekulacjami	24
6.	JAKIE ŚRODKI ZARADCZE MOŻNA ROZWAŻYĆ, ABY OGRANICZYĆ RYZYKO NADMIERNEJ SPEKULACJI I USTABILIZOWAĆ CENY UPRAWNIENI DO EMISJI NA RYNKU EU ETS?	26
	6.1. Środki służące poprawie monitorowania i nadzoru rynku	26
	6.2. Środki służące ograniczeniu transakcji finansowych	27

6.3. Środki służące rozwiązaniu problemu niepewności politycznej i regulacyjnej	28
6.4. Środki strukturalne mające na celu stabilizację cen w ramach systemu EU ETS	29
6.5. Środki wyrównawcze dla podmiotów zobowiązanych do rozliczenia emisji	31
6.6. Wnioski	31
ZASTRZEŻENIE	33

1. Wprowadzenie i główne wnioski

Cena unijnych uprawnień do emisji (dalej: EUA) osiągnęła tej zimy rekordowy poziom w historii: w lutym 2022 r. było to ok. 100 euro/tCO₂.² Towarzyszy temu wzrost wahań cen EUA, którego kulminacją była zmiana cen EUA o ponad 30 EUR/tCO₂ w ciągu kilku dni na początku marca tego roku.

Ten gwałtowny wzrost cen EUA i ich zmienności występuje wraz z kryzysem na europejskich rynkach energii, przy gwałtownym wzroście cen surowców oraz dużej niepewności co do zakresu i ambicji trwającej reformy unijnego systemu handlu uprawnieniami do emisji (EU ETS).

Niedawne wydarzenia na rynku wywołały pytania dotyczące spekulacji rynkowych EU ETS. Rosnąca aktywność podmiotów finansowych na rynku EU ETS wywołała debatę na temat roli i potencjalnego wpływu spekulacji na rynek³, czy i w jakim stopniu należy ograniczyć ich udział oraz w jaki sposób.⁴ Powróciła również debata na temat potencjalnych środków stabilizacji cen EUA, ponieważ ambicje Europy, aby przyspieszyć dekarbonizację gospodarki, wymagają silnego i przewidywalnego sygnału cenowego dotyczącego emisji dwutlenku węgla.⁵

W tym kontekście niniejszy raport ma na celu:

- Przeanalizowanie ostatniego wzrostu poziomu cen EUA i ich zmienności w świetle ewolucji podstawowych czynników podaży i popytu na rynku EU ETS;
- Ocenę roli i potencjalnego wpływu spekulacji i podmiotów finansowych na rynku EU ETS: zarówno na krótkoterminową zmienność cen EUA, jak i na długoterminowy sygnał cenowy dla dekarbonizacji;
- Określenie możliwych środków stabilizacji cen EUA i/lub ograniczenia potencjalnych krótko- i długoterminowych negatywnych skutków spekulacji na rynku EU ETS.

Uważamy, że wzrost poziomu cen EUA i ich zmienności w ostatnich latach jest (przynajmniej częściowo) spowodowany zmianami uwarunkowań rynku. Podkreślamy także uzupełniające się pozycje giełdowe emitentów i uczestników finansowych na rynku EU ETS oraz rolę spekulacji finansowych dla płynności na rynku.

Choć trudno to udowodnić empirycznie na podstawie publicznie dostępnych danych, niektóre wskaźniki sugerują, że wzrost obrotów finansowych mógł również przyczynić się w pewnym stopniu do obecnego wzrostu zmienności i destabilizacji cen EUA, prowadząc do ich nadmiernej reakcji na zmiany w podstawowych uwarunkowaniach funkcjonowania rynku, zwłaszcza w okresach dużej niepewności. Na przykład ogromny spadek cen EUA, który nastąpił w marcu 2022 r., po inwazji Rosji na Ukrainę niektórzy analitycy rynku przypisują roli banków i spekulantów.

Ponadto niektóre cechy rynku EU ETS mogą w najbliższej przyszłości sprzyjać nasileniu się działań spekulacyjnych, co może mieć potencjalnie szkodliwe skutki dla krótko- i długoterminowej

² <https://www.reuters.com/business/energy/europes-carbon-price-nears-100-euro-milestone-2022-02-04/>

³ "EU ministers to discuss ETS speculation on Wednesday", October 2021, Montel News, <https://www.montelnews.com/news/1261181/eu-ministers-to-discuss-ets-speculation-on-wednesday>

⁴ "Poland calls on EU to remove 'speculators' from its carbon market", February 2022, Reuters, <https://www.reuters.com/business/energy/poland-calls-eu-remove-speculators-its-carbon-market-2022-02-15/>

⁵ F. Roques (2020), "Carbon Pricing: Main Achievements in Europe and Options for Deep Decarbonisation", <https://www.fundacionnaturgy.org/en/product/carbon-pricing-main-achievements-in-europe-and-options-for-deep-decarbonisation/>

stabilności cen. Należą do nich: nieelastyczna podaż uprawnień do emisji, brak długoterminowych zobowiązań do osiągnięcia celów klimatycznych oraz brak pewności regulacyjnej co do zakresu i ambicji trwającej reformy rynku EU ETS, a także podatność konstrukcji rynku na ataki spekulacyjne, w szczególności ze względu na obecny mechanizm rezerwy stabilności rynkowej (MSR).

Niestabilność cen EUA i brak przewidywalności mogą mieć znaczące krótko- i długoterminowe konsekwencje dla celu polityki UE, jakim jest szybkie obniżenie emisyjności, w tym wyższe koszty uczestnictwa w rynku dla podmiotów zobowiązanych do rozliczania swoich emisji oraz wyższe koszty dekarbonizacji. Konieczny jest przegląd i ewentualne uregulowanie działalności instytucji finansowych na rynku EU ETS, a także zrewidowanie niektórych cech rynku EU ETS, które sprawiają, że jest on podatny na spekulacje i destabilizację.

Zidentyfikowaliśmy kilka rodzajów środków, które mogłyby pomóc w złagodzeniu skutków nadmiernej spekulacji i wzmocnić zdolność rynku EU ETS do generowania przewidywalnego i skutecznego sygnału cenowego do dekarbonizacji:

- **Środki służące poprawie monitorowania i nadzoru rynku (*no regret option*).** Działania takie mogłyby polegać na stworzeniu dedykowanego organu regulacyjnego do usprawnienia nadzoru i oceną obrotu uprawnień i instrumentami pochodnymi, a także sprzyjania rozwojowi zintegrowanej regulacji, uwzględniającej łącznie aspekty środowiskowe i finansowe.
- Można również rozważyć wprowadzenie **środków ograniczających lub regulujących obrót finansowy** w celu ograniczenia krótkoterminowych wahań cen EUA, zwłaszcza w okresach (takich jak obecnie) znacznej niepewności politycznej lub regulacyjnej. Środki takie mogą polegać na opodatkowaniu niektórych transakcji (w celu ograniczenia wartości transakcji spekulacyjnych), minimalnym okresie posiadania papierów wartościowych (w celu ograniczenia wartości krótkoterminowych transakcji spekulacyjnych), limitach pozycji giełdowych (w celu ograniczenia wolumenu transakcji spekulacyjnych).
- Aby zapewnić bardziej przewidywalny sygnał cenowy EUA, **środki mające na celu rozwiązanie problemu długoterminowej niepewności politycznej i regulacyjnej** mogłyby zniechęcić do działalności spekulacyjnej i przynieść znaczne korzyści w zakresie optymalizacji kosztów dekarbonizacji. Środki takie mogłyby polegać na przyszłym wprowadzeniu kontraktów różnicowych na uprawnienia emisyjne, przekazaniu uprawnień regulacyjnych w zakresie systemu EU ETS niezależnemu podmiotowi, mającego realizować cele klimatyczne (np. centralnemu bankowi klimatycznemu).
- Ponadto można wdrożyć **środki strukturalne mające na celu poprawę stabilizacji cen EUA**, aby ograniczyć krótkoterminową zmienność i zniechęcić do krótkoterminowej spekulacji. Środki takie mogłyby polegać na wprowadzeniu limitów zmienności cen, górnych i dolnych progów cen, wprowadzeniu opłaty zastępczej, rewizji art. 29a dyrektywy ETS. Inną istotną zmianą może być modyfikacja parametrów MSR oraz zmiana warunków aktywacji rezerwy, tj. przejściu z mechanizmu aktywacji opartego na wolumenie obrotu na mechanizm, którego aktywacja będzie oparta na osiągnięciu konkretnego pułapu cenowego. Mechanizm taki może okazać się odpowiedniejszy dla rynku z coraz powszechniejszym handlem instrumentami finansowymi (i spekulacjami). Cena uprawnień do emisji jest bardziej właściwym odzwierciedleniem spodziewanych niedoborów uprawnień niż stosowana obecnie łączna liczba uprawnień w obiegu (TNAC), który odzwierciedla wzrost spekulacyjnych pozycji, a nie niedobory uprawnień na rynku. Uzależnienie podaży bezpośrednio od cen uprawnień, mogłoby ograniczać ryzyko nadmiernej spekulacji i w efekcie również krótkoterminowej zmienności cen.

- W perspektywie krótkoterminowej można rozważyć wprowadzenie **tymczasowych środków rekompensaty dla emitentów**, aby złagodzić wzrost kosztów uczestnictwa w rynku ETS, nie zmieniając przy tym fundamentalnych jego funkcjonowania. Środki takie mogłyby polegać na nałożeniu podatku od obrotów rynkowych (podatku od transakcji giełdowych) na podmioty, które nie są zobowiązane do zakupu i umorzenia uprawnień do emisji lub które nie prowadzą handlu na rzecz takich podmiotów.

Należy dokładnie przeanalizować koszty i korzyści wprowadzenia limitów w obrocie giełdowym, przy czym argumenty przemawiające za doraźnymi interwencjami w okresach dużej niepewności mogą być silniejsze niż te wskazujące na stały element strukturalny. W okresach reformy rynku EU ETS lub zmiany celów klimatycznych bezpośrednie środki ograniczające spekulację mogłyby przynieść większe korzyści ze względu na dużą niepewność co do przewidywanych cen. W takich okresach potencjalny negatywny wpływ ograniczenia obrotu finansowego na proces ustalania cen mógłby zostać zrównoważony przez korzyści wynikające ze stabilizacji cen.

Środki strukturalne służące rozwiązywaniu problemów związanych z długoterminową niepewnością polityczną oraz środki stabilizujące ceny są obiecujące, ponieważ mogą wzmocnić długoterminowe sygnały cenowe i stabilizują krótkoterminowe ceny nie pozbawiając przy tym korzyści płynących z transakcji finansowych. Środki te powinny być jednak starannie opracowane i wyważone, aby chronić podmioty zobowiązane przed nadmiernymi kosztami przestrzegania przepisów, a jednocześnie umożliwiać płynne reagowanie cen EUA na zmiany w podstawowych warunkach rynkowych. Ponadto, aby chronić podmioty zobowiązane bez zakłócania sygnału cenowego EUA, można stosować tymczasowe ukierunkowane środki kompensacyjne. Muszą one jednak być zgodne z unijnymi regułami pomocy państwa.

Niniejszy raport składa się z następujących części. W rozdziale 2 przedstawiono pokrótce podstawowe zasady funkcjonowania rynku EU ETS. W rozdziale 0 dokonano przeglądu najnowszych dowodów empirycznych dotyczących udziału spekulacji w niedawnym wzroście poziomu cen EUA i ich zmienności. W rozdziale 0 wskazano cechy rynku EU ETS, które mogą dodatkowo zwiększyć ryzyko nadmiernej spekulacji i destabilizacji cen. W rozdziale 0 omówiono możliwy wpływ nadmiernej spekulacji na funkcjonowanie rynku EU ETS oraz na koszt dekarbonizacji. W rozdziale 0 określono środki, które można podjąć w celu zmniejszenia ryzyka nadmiernej spekulacji, a w szerszym ujęciu w celu ustabilizowania cen EUA i poprawy funkcjonowania rynku EU ETS.

2. Krótkie podsumowanie zasad funkcjonowania rynku EU ETS

2.1. System oparty na zasadzie pułapów i handlu (*cap and trade*)

EU ETS to rynek handlu uprawnieniami do emisji (system pułapów i handlu) obejmujący emisje przemysłowe i z produkcji energii w 27 krajach UE oraz Norwegii, Liechtensteinie i Islandii. Europejscy decydenci określają cel redukcji emisji dwutlenku węgla dla każdej wieloletniej fazy ETS, co przekłada się na limit uprawnień EUA udostępnianych w każdym roku tego okresu.

W ramach pułapu uprawnienia EUA sprzedaje się na aukcji lub przydziela bezpłatnie kwalifikującym się podmiotom (tzw. bezpłatne uprawnienia do emisji). Każdego roku emitenci otrzymują do 28 lutego bezpłatne uprawnienia na bieżący rok. Emitenci muszą zgłosić swój poziom zweryfikowanej emisji za poprzedni rok do 31 marca i umorzyć wymaganą ilość EUA do 30 kwietnia. Jeśli przedsiębiorstwo wyemitowało więcej niż wynika to z posiadanych EUA, musi zapłacić karę, a także zakupić dodatkowe EUA wymagane do rozliczenia swoich zweryfikowanych emisji. EUA mają nieograniczony okres ważności, więc uczestnicy rynku mogą je przechowywać w celu pokrycia przyszłych potrzeb lub sprzedawać innym firmom.

2.2. Pierwotny i wtórny rynek handlu uprawnieniami do emisji

Pierwotny rynek EUA odpowiada codziennym scentralizowanym aukcjom, na których EUA są przekazywane na rachunek wszystkich lub niektórych państw członkowskich, zgodnie z wcześniej ustalonym kalendarzem.⁶ Aukcje odbywają się od stycznia do grudnia danego roku. W aukcji może wziąć udział każdy podmiot, który spełnia warunki dopuszczenia. Dotyczy to spółek podlegających obowiązkowi przestrzegania przepisów, wszelkich przedsiębiorstw z nimi powiązanych oraz podmiotów finansowych prowadzących transakcje w imieniu swoich klientów lub na swoją rzecz.⁷

W praktyce transakcje odbywają się na rynkach wtórnych, gdzie instrumenty pochodne EUA (kontrakty terminowe typu futures, opcje, swapy) są przedmiotem ciągłego obrotu w godzinach otwarcia rynku. Rynek kontraktów terminowych umożliwia kupno lub sprzedaż kontraktów na dostawę uprawnień EUA w przyszłości z dziennym, tygodniowym, miesięcznym i rocznym terminem wygaśnięcia. Kontrakty te mogą być przedmiotem obrotu na wszystkich platformach giełdowych oferujących te usługi i produkty, obecnie są to EEX, ICE Endex i Nasdaq Oslo⁸.

2.3. Uczestnicy rynku i działalność handlowa

Na rynkach wtórnych działa kilka rodzajów uczestników rynku. **Błąd! Nie można odnaleźć źródła odwołania.** poniżej przedstawiono rodzaje uczestników rynku i opisano ich typowe działania handlowe.

⁶ Allowances for Poland and Germany are auctioned Wednesdays and Fridays respectively, other working days are for all EU Member States except Poland. Calendar available at the current Centralised Auction Platform service provider, EEX, <https://www.eex.com/en/markets/trading-ressources/calendar>

⁷ As per Articles 18 and 19 of the EU Auctioning Regulation 1031/20102.

⁸ The proportion of Over-The-Counter ("OTC") trading activity is marginal. Hence, as opposed to other derivatives markets, the carbon secondary market is almost entirely traded on regulated markets and cleared in central counterparties. ESMA (2022), "Final report Emission Allowances and derivatives thereof", para. 12, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-its-final-report-eu-carbon-market>

Tabela 1: Rodzaje uczestników rynku w ramach EU ETS

Typ COT	Podmiot	Działalność handlowa
Podmioty zobowiązane do rozliczenia emisji i inne podmioty niefinansowe Typ COT 4 i 5	Przedsiębiorstwa energetyczne	Nabywcy uprawnień EUA w celu zapewnienia rozliczenia emisji z wytwarzania energii Strategia hedgingowa zwykle skoordynowana z terminową sprzedażą energii elektrycznej
	Przemysł	- Nabywcy uprawnień EUA w celu dopasowania do bezpośrednich emisji (niektóre sektory otrzymują bezpłatne uprawnienia do emisji) - Potencjalnie pośredni wpływ na koszt EUA poprzez ceny energii elektrycznej - Strategia hedgingowa różni się w zależności od sektora, awersji do ryzyka i sytuacji finansowej
Podmioty finansowe Typ COT 1, 2 i 3	Pośrednicy (banki, instytucje kredytowe, brokerzy, firmy inwestycyjne)	- Rola animatora rynku i dostawcy płynności - Kontrahenci w transakcjach hedgingowych lub zakupach kontraktów terminowych dokonywanych przez jednostki spełniające wymogi, zajmując uzupełniające krótkie pozycje w transakcjach carry trade - Może również angażować się w transakcje z użyciem środków własnych
	Fundusze inwestycyjne (fundusze hedgingowe/emerytalne, fundusze powiernicze, inwestorzy indywidualni)	- Nowi uczestnicy rynku realizujący transakcje z użyciem środków własnych - Strategie mogą być długoterminowe (np. strategia „kup i trzymaj”, spekulacja jednokierunkowa) lub obejmować spekulacje na krótkoterminowe zmiany cen

Uwagi: EUNGiPW dzieli przedsiębiorstwa handlowe na pięć rodzajów podmiotów zaangażowanych w transakcje (Commitment of Traders - „COT”): (1) Przedsiębiorstwa inwestycyjne lub instytucje kredytowe podlegające regulacji na mocy dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID); (2) Fundusze inwestycyjne; (3) Inne instytucje finansowe; (4) Podmioty komercyjne; (5) Podmioty objęte wymogami zgodnie z dyrektywą ETS.

Źródło: Compass Lexecon od Quemin, S. and Pahle, M. (2022), 'Financials threaten to undermine the functioning of emissions markets', Working Paper, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3985079

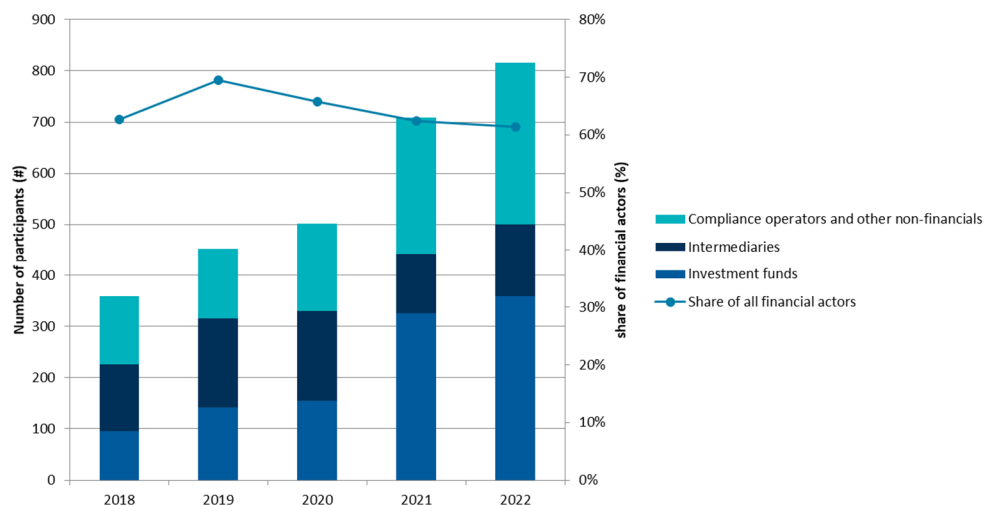
Przedsiębiorstwa energetyczne i przemysł często starają się kupować EUA na rynku terminowym, aby zabezpieczyć się przed ryzykiem związanym z cenami uprawnień do emisji zapewnić sobie wystarczającą liczbę EUA na pokrycie przewidywanych emisji. Mogą one również dokonywać krótkiej sprzedaży kontraktów terminowych na uprawnienia EUA, jeśli w poprzednim roku wyemitowały mniej niż planowały. Pośrednicy finansowi są naturalnymi kontrahentami dla potrzeb hedgingowych emitentów. Zazwyczaj starają się obracać kontraktami terminowymi na EUA w celu zapewnienia płynności swoim klientom i/lub dostępu do rynku, gdy niektóre podmioty objęte wymogami zwracają się do instytucji finansowej o prowadzenie transakcji w ich imieniu.⁹ Wreszcie, fundusze inwestycyjne mogą kupować kontrakty terminowe na EUA, aby uzyskać ukierunkowaną ekspozycję na ceny EUA. W praktyce jednak granica między różnymi rodzajami podmiotów finansowych jest nieco nieostra.¹⁰

Wykres 1 poniżej przedstawia liczbę podmiotów dla każdego rodzaju uczestników rynku na koniec każdego roku w latach 2018-2022.

⁹ This would typically be the case if they find it too complex or expensive to buy EUAs or EUA futures directly via the auction or the orderbook of an exchange.

¹⁰ The counterparty classification is initially based on a self-assessment by the counterparties themselves, which is then subject to controls by the trading venue. In the course of the preparation of this report, ESMA “has been made aware of possible difficulties and inconsistencies in the counterparty classification”, which impact the results presented in this report and that would require further investigation. ESMA (2022), para 52

Wykres 1: Liczba uczestników rynków kontraktów terminowych w podziale na rodzaje



Uwagi: (i) Koniec lutego 2022 r. (ii) Wykorzystujemy najnowszy dostępny raport tygodniowy z każdego roku zawierający liczbę uczestników w każdej kategorii uczestników CoT.

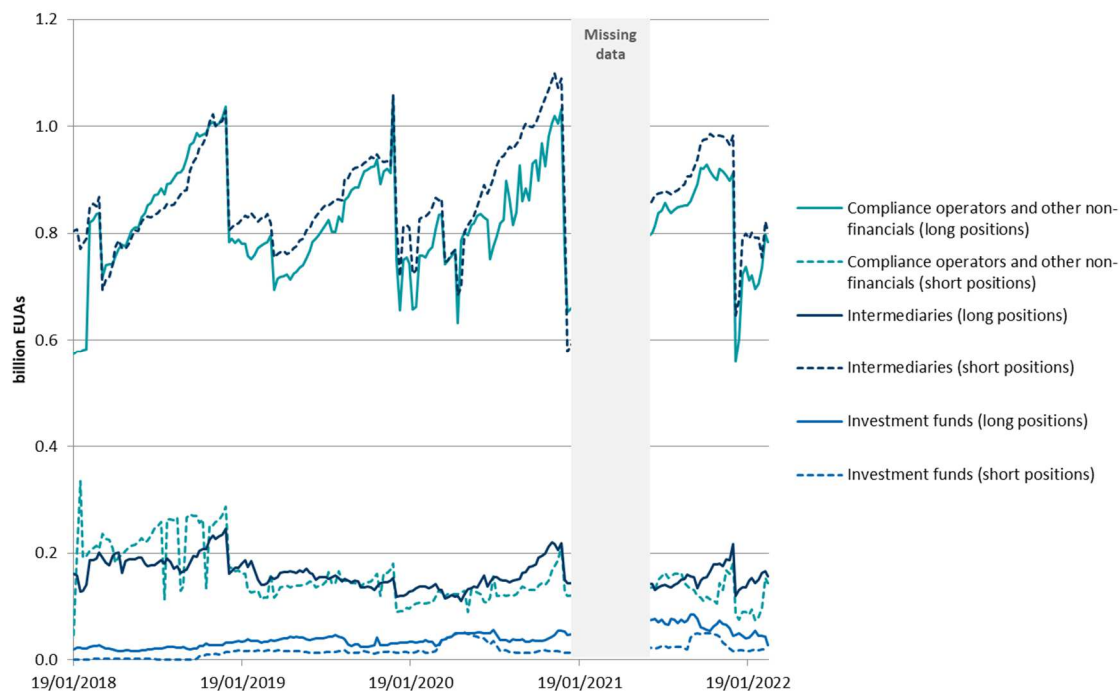
Źródło: Analiza Compass Lexecon na podstawie danych z EUNGiPW

Wykres 1 pokazuje, że od 2018 r. liczba uczestników rynku wtórnego zwiększyła się ponad dwukrotnie. Rosnąca liczba uczestników rynku wydaje się być zgodna z obserwowaną ekspansją rynku EU ETS. W rzeczywistości liczba uczestników rynku wzrosła we wszystkich kategoriach i w stosunkowo jednorodnych proporcjach. Przy podziale uczestników na podmioty finansowe i niefinansowe, proporcje byłyby stałe - średnio 65% uczestników zarejestrowanych jako podmioty finansowe.¹¹

Wykres 2 określa tygodniowe wolumeny otwartych pozycji dla każdego rodzaju uczestników rynku i dla każdego rodzaju pozycji, tzn. długich (otrzymanie EUA w przyszłości) lub krótkich (dostarczenie EUA w przyszłości).

¹¹ As mentioned in footnote 10, there are possible difficulties and inconsistencies in the counterparty classification.

Wykres 2: Względne znaczenie każdego rodzaju uczestników rynku w odniesieniu do zajmowanych pozycji dla okresu 2018-2022 (mld EUA)



Uwagi: W 2021 r. unijny rynek wtórny węgla na ICE został w pełni przeniesiony z brytyjskiego systemu obrotu ICE Futures Europe do holenderskiego podmiotu ICE Endex w czerwcu, co może wyjaśniać brak danych w CoT EMSA.
Źródło: Analiza Compass Lexecon na podstawie danych z ESMA

Wykres 2 wskazuje, że podmioty zobowiązane do rozliczenia emisji i inne podmioty niefinansowe zajmują raczej pozycje długie (ciągła linia w kolorze zielonym), natomiast pośrednicy zajmują raczej pozycje krótkie (ciemnoniebieska przerywana). Jest to zasadniczo zgodne z oczekiwanym funkcjonowaniem rynku, na którym podmioty niefinansowe kupują kontrakty terminowe na EUA, aby zabezpieczyć się przed ryzykiem związanym z cenami uprawnień do emisji, a kontrahenci finansowi działają jako pośrednicy ułatwiający handel i zapewniający płynność rynku. Mimo że wielkość pozycji zajmowanych przez wszystkie rodzaje podmiotów podlega cyklowi rocznemu, co odpowiada po części stopniowemu zabezpieczaniu potrzeb w zakresie EUA przez podmioty objęte wymogami, ogólna wielkość pozycji pozostawała w tym okresie zasadniczo stabilna.

2.4. Nadzór nad rynkiem

Istotną cechą charakterystyczną rynku EU ETS w porównaniu z innymi rynkami towarowymi jest obecność dwóch głównych organów regulacyjnych.

Z jednej strony, Komisja Europejska (KE) jest odpowiedzialna za zasady i konstrukcję całego systemu redukcji emisji i handlu uprawnieniami do nich, który kształtuje rynek EU ETS, tj. rzeczywisty pułap, harmonogram sprzedaży uprawnień na aukcji, MSR, przydział bezpłatnych uprawnień, kredyty międzynarodowe, autoryzowanych podmiotów prowadzących handel na rynku, cykl rozliczenia emisji itp.

Z drugiej strony, ciągły obrót EUA i instrumentami pochodnymi EUA jest regulowany przez szereg europejskich przepisów finansowych, takich jak dyrektywa i rozporządzenie w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II i MiFIR), unijny system zapobiegania nadużyciom na rynku (MAR) oraz rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (EMIR). Jest on nadzorowany przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA).

Konkretnie, zasady mające zastosowanie do rynków instrumentów pochodnych EUA i EUA są takie same jak zasady mające zastosowanie do większości rynków finansowych.¹²

W konsekwencji, regulacje finansowe i środowiskowe są stosowane niezależnie od siebie, a ESMA nie ma realnych uprawnień do monitorowania i nadzorowania rynku EU ETS i podejmowania na nim działań. Może to stwarzać problemy, jak to ostatnio uwidoczniło się w sposobie zaprojektowania MSR, który potencjalnie sprzyja spekulacjom i ostatecznie utrudniać spodziewany sposób funkcjonowania rynku i przewidywalność cen.¹³

¹² These rules include prohibition of market manipulation, prohibition of insider trading, transparency and simple access to information, and anti-money laundering safeguards. Adapted from European Commission's website, Ensuring the integrity of the European carbon market, accessed March 2022, https://ec.europa.eu/clima/eu-action/eu-emissions-trading-system-eu-ets/ensuring-integrity-european-carbon-market_en

¹³ Perino, G., Willner, M., Quemin, S. & Pahle, M. (2021). The Market Stability Reserve in the EU ETS: Firefighter or Fanning the Flames? Review of Environmental Economics & Policy, forthcoming.

3. Jaka jest rola spekulacji w ostatnim wzroście poziomu cen EUA i ich zmienności?

Obrót finansowy odgrywał i nadal odgrywa ważną rolę na rynku EU ETS:¹⁴

- Pomaga w ujawnianiu przyszłych cen rynkowych na podstawie rynków terminowych, zapewniając szybkie odzwierciedlenie w cenach EUA wszystkich informacji o podaży i popycie oraz ich ewentualnych przyszłych zmianach, co z kolei koryguje sygnał cenowy dla wszystkich uczestników rynku.
- Ułatwia transfer ryzyka i zwiększa płynność. Podmioty finansowe zapewniają płynność finansową podmiotom zobowiązanym do rozliczenia emisji, którzy poszukują kontrahentów do zabezpieczenia swojej ekspozycji na ceny EUA. Bez podmiotów finansowych emitenci mogliby zawierać transakcje tylko między sobą. Ostatecznie ograniczyłoby to możliwości hedgingu lub uczyniłoby go znacznie mniej opłacalnym. Nieuchronnie spowodowałoby to, że rynek EU ETS stałby się o wiele bardziej niestabilny i doprowadziłoby do wzrostu cen EUA.¹⁵

Jednak gdy spekulacja staje się nadmierna, obrót finansowy może powodować krótkoterminową zmienność i/lub długoterminową destabilizację cen, a ceny są oderwane od uwarunkowań funkcjonowania rynku.¹⁶ W tym sensie uzasadnione jest pytanie o rolę spekulacji w obecnym wzroście cen EUA i ich zmienności.

W odpowiedzi na nasilającą się w 2021 r. ogólnoeuropejską debatę, KE zwróciła się do ESMA o zbadanie wzorców zachowań handlowych na rynku EU ETS oraz potencjalnej potrzeby podjęcia ukierunkowanych działań.¹⁷ W marcu 2022 r. ESMA opublikowała swój finalny raport w którym stwierdzono, że nie ma dowodów na to, że ceny EUA nie odzwierciedlają sytuacji na rynku, tj. że na rynku EU ETS występuje nadmierna spekulacja.¹⁸¹⁹ Jednocześnie jednak ESMA stwierdziła, że

¹⁴ See for example, Kaldor, N. (1987). „Spéculation et stabilité économique (1939). Revue française d'économie, 2(3), 115-164. Newbery, D. M. (1981). The theory of commodity price stabilization: a study in the economics of risk. Schopp, A., & Neuhoof, K. (2013). Rola hedgingu na rynkach emisji dwutlenku węgla. Cludius, J., & Betz, R. (2020). The role of banks in EU emissions trading. The Energy Journal, 41(2). Daskalakis, G., & Markellos, R. N. (2008). Are the European carbon markets efficient. Review of futures markets, 17(2), 103-128.

¹⁵ The Relationship Between Commodity Futures Trading and Physical Commodity Prices, Lecture given by Dr. Henry G. Jarecki on 5 April 2011, <http://www.futuresmag.com/Issues/2011/May-2011/Documents/Jarecki-Lecture-Commodity.pdf>

¹⁶ See for example, Bohl, M., & Stephan, P., (2013), Does Futures Speculation Destabilize Spot Prices? ; Groot, T., (2012), The impact of speculation in commodity markets; Haase, M., Zimmermann, Y., (2016), The Impact of Speculation on Commodity Futures.

¹⁷ Commission (2021), Communication on Energy Prices “Tackling rising energy prices: a toolbox for action and support”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0660>

¹⁸ ESMA published its Final Report in March 2022, where it concluded that “the data analysis performed by ESMA evidences the specificities and unique characteristics of the EU carbon market, as well as the challenges of having a comprehensive view of this market and an in-depth understanding of its developments. Overall, ESMA considers that the data analysis has not unearthed any major abnormality or fundamental issue in the functioning of the EU carbon market from a financial supervisory perspective. The observed evolution of carbon prices and volatility seem to have followed market fundamentals”. ESMA (2022), p6.

¹⁹ A report analysing ESMA's conclusions by CAKE/KOBIZE pointed out possible improvements required to ensure the robustness of the analysis, such as increased involvement of ESMA in monitoring activities, extension of the analysis period to before 2018, a clearer distinction between trading activities for hedging and speculation by intermediaries, and an in-depth look at the changes in money flows due to the increased participation of investment funds in the ETS. See CAKE/KOBIZE, February 2022, Analysis of ESMA's Preliminary Report on the existence of potential speculative activities in the EU ETS.

wejście na rynek nowych graczy (funduszy inwestycyjnych, częściowo także spoza UE) i ich strategia "kup i trzymaj" uzasadnia przyszły monitoring rynku, gdyż mogą zmniejszać dostępność uprawnień dostępnych w obrocie.²⁰ Już wstępny raport ESMA z listopada 2021 wskazywał na wyzwania związane z pełnym oglądem rynku i dogłębnym zrozumieniem jego rozwoju. Raport podkreślał potrzebę pogłębienia przez ESMA analizy modelu funkcjonowania rynku.

Jak wynika z dalszej części niniejszego rozdziału, wydaje się, że wzrost poziomu cen EUA i ich zmienności w ciągu ostatnich lat był (przynajmniej częściowo) spowodowany zmianami uwarunkowań funkcjonowania rynku. Jednak, choć trudno to udowodnić empirycznie za pomocą publicznie dostępnych danych, pewne wskaźniki sugerują, że rosnące znaczenie obrotu finansowego mogło również przyczynić się (i może przyczynić się w przyszłości) do zmienności i niestabilności cen EUA.

3.1. Wzrost poziomu cen i ich zmienności był (przynajmniej częściowo) spowodowany zmianami zasad funkcjonowania rynku

Teoretycznie ceny EUA powinny odzwierciedlać obecne i oczekiwane koszty redukcji emisji dwutlenku węgla, czyli dodatkowe koszty spowodowane produkcją energii i towarów przemysłowych objętych systemem EU ETS przy użyciu alternatywnych rozwiązań obniżających emisyjność. Koszt ten określa się mianem krańcowych kosztów redukcji emisji CO₂ (lub krzywych MAC).

Jak dotąd dowody wskazują na to, że w ujęciu historycznym sektor energetyczny przyczynił się do znacznej redukcji emisji.²¹ Wraz z postępującą dekarbonizacją sektora energetycznego i zaostrzaniem pułapów ceny EUA będą coraz bardziej skorelowane z kosztami redukcji emisji w innych sektorach przemysłu objętych systemem.²² Podobnie jak w przypadku sektora energetycznego, większość procesów przemysłowych opiera się na paliwach kopalnych wykorzystywanych do produkcji ciepła, dlatego koszty obniżenia emisji w przemyśle zależą od całkowitych kosztów inwestycji niezbędnych do przejścia na zdekarbonizowane technologie, które obejmują ceny surowców kopalnych, takich jak gaz, ropa naftowa i węgiel.

W literaturze przedmiotu główne czynniki wpływające na ceny uprawnień EUA są następujące:²³ ceny gazu, węgla i ropy, wzrost gospodarczy oraz przewidywany rozwój pułapu emisji w ramach systemu handlu uprawnieniami do emisji i kształt rynku wpływający na oczekiwaną podaż uprawnień EUA.²⁴

Wykres 3 przedstawia ewolucję cen EUA od początku funkcjonowania III fazy tego systemu w odniesieniu do wydarzeń związanych z cenami surowców, ogólnym otoczeniem gospodarczym w Europie oraz reformami rynku EU ETS.

<https://www.linkedin.com/pulse/analysis-esmas-preliminary-report-existence-/?trackingId=ZOi6Spqy7Z7qZJVn%2FxCiZQ%3D%3D>

²⁰ ESMA (2022), p6.

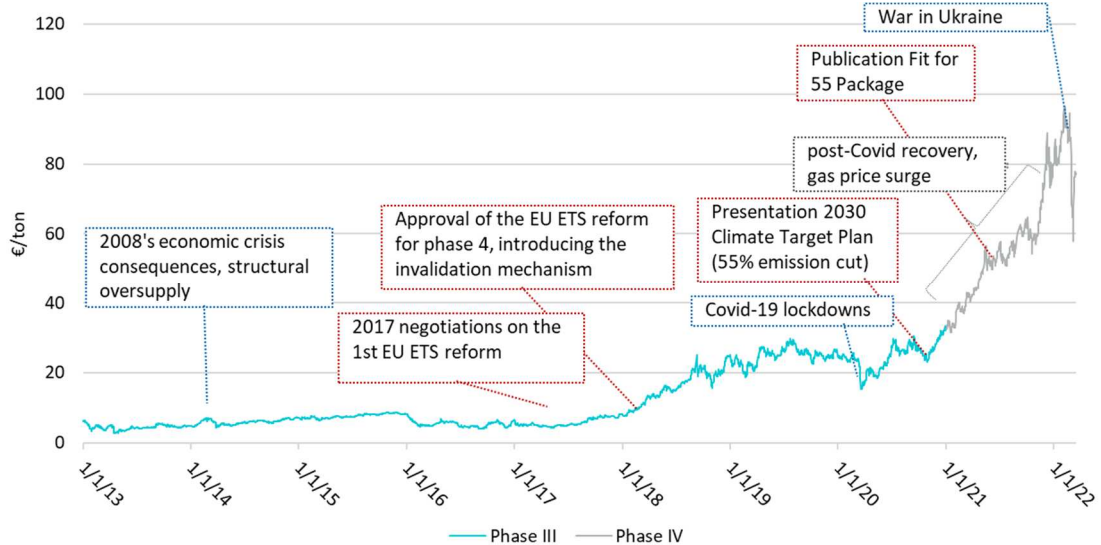
²¹ FTI-CL Energy (2016), "Wake up! Reforming the EU ETS: Comparative evaluation of the different options", https://www.businesseurope.eu/sites/buseur/files/media/reports_and_studies/2017-07-05_fti-cl_eu_ets_reform_study_-_full_report_0.pdf

²² This considers that the extension of the EU ETS market proposed in the Fit for 55 Package will implement 2 separate markets for power and industry on one side and building and transport on the other.

²³ Lovcha, Y., Perez-Laborda, A., and Sikora, I. (2021). The determinants of CO₂ prices in the EU emission trading system; Friedrich, M., Fries, S., Pahle, M. & Edenhofer, O. (2020). Rules vs. Discretion in Cap-and-Trade Programs: Evidence from the EU Emission Trading System. Working Paper 8637, CESifo.

²⁴ As further explained below, the MSR is affecting the volume of EUAs in circulation in the market and ultimately has also an (indirect) impact on prices.

Wykres 3: Kształtowanie się cen EUA w latach 2006-2022 (EUR/tCO₂)

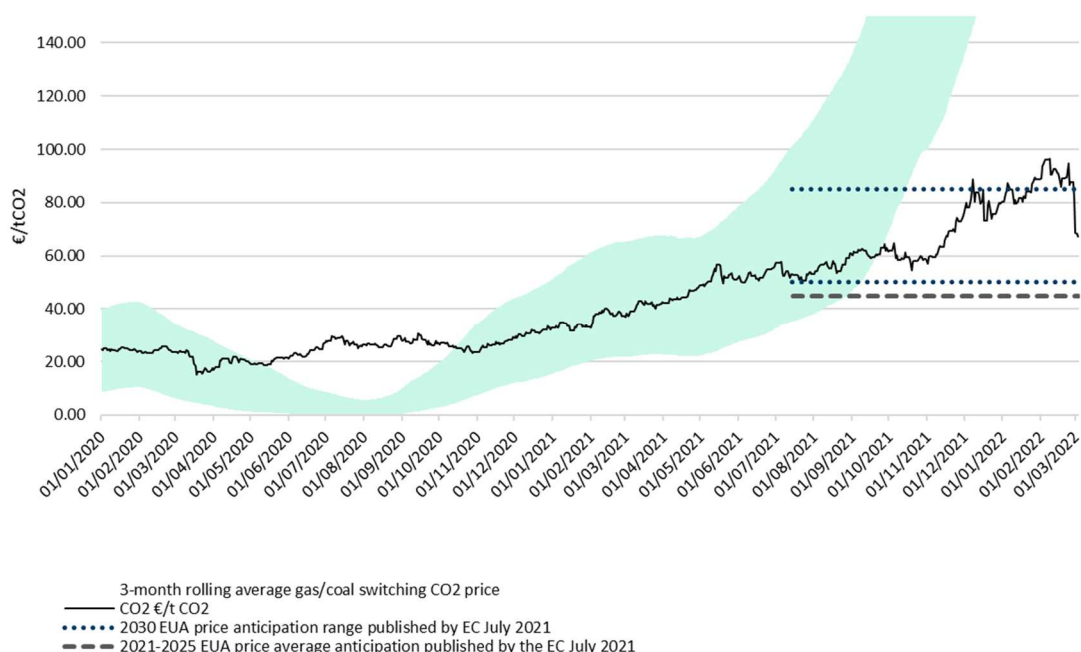


Uwagi: Czerwone ramki odnoszą się do reform w zakresie struktury rynku, niebieskie ramki odnoszą się do światowych i europejskich parametrów gospodarczych, szare ramki odnoszą się do cen towarów
Źródło: Analiza Compass Lexecon na podstawie danych z EnergyMarketPrice

Niedawny wzrost cen EUA można (przynajmniej częściowo) przypisać wysokim cenom gazu (w porównaniu z cenami węgla), które spowodowały przejście z wytwarzania energii elektrycznej z gazu na węgiel, co doprowadziło do zwiększenia emisji w sektorze energetycznym, wzrostowi zapotrzebowania na energię spowodowanemu ożywieniem gospodarczym spowodowanym zakończeniem części restrykcji związanych z pandemią COVID-19 oraz planowanej reformie systemu EU ETS, której celem jest stopniowe zaostrzenie limitu emisji gazów cieplarnianych. W dalszym ciągu trudno jest w pełni wyjaśnić bez dalszych analiz ostatnie wahania cen EUA zmianami w dotychczasowych uwarunkowaniach rynkowych.

Wykres 4 przedstawia relacje między ostatnimi zmianami cen EUA a ceną uprawnień konieczną do zamiany paliwa z gazu na węgiel, kosztami redukcji dla przemysłu oraz cenami EUA opublikowanymi przez Komisję Europejską w ocenie wpływu pakietu „Fit for 55”.

Wykres 4: Kształtowanie cen EUA, 3-miesięczna średnia krocząca ceny CO₂ związanej z przejściem z gazu na węgiel oraz zakres cen EUA publikowanych przez UE, 2020-2022 (EUR/tCO₂)



Uwagi: Cenę CO₂ przy przejściu z gazu na węgiel oblicza się jako cenę CO₂, która zrównuje krańcowy koszt produkcji elektrowni gazowej i węglowej. Zastosowaliśmy wartości normatywne dla sprawności elektrowni (51-55% dla gazu; 35-38% dla węgla) oraz wskaźniki emisji ze spalania gazu (0,183 t/MWh) i węgla (0,336 t/MWh).

Źródło: Analiza Compass Lexecon na podstawie danych z EnergyMarketPrice

Wykres 4 ilustruje niedawny silny wzrost zakładanej ceny uprawnień do emisji dwutlenku węgla przy przejściu z gazu na węgiel po gwałtownym wzroście cen gazu, który rozpoczął się pod koniec 2020 r. Już obecnie, ceny EUA przekraczają średnią cenę EUA w latach 2021-2025 przewidzianą w ocenie skutków pakietu „Fit for 55”. Ceny EUA osiągnęły górną granicę przedziału cen EUA na rok 2030, zgodnego z oceną skutków pakietu „Fit for 55” (między 60 a 85 EUR/tCO₂)²⁵, spodziewanego dopiero po wdrożeniu reformy.²⁶

Podsumowując, do niedawnego wzrostu cen EUA przyczyniły się różne czynniki, w tym spodziewana mniejsza podaż uprawnień do emisji, związana z ambitniejszymi celami klimatycznymi w UE i reformą systemu handlu uprawnieniami do emisji, silne ożywienie makroekonomiczne w miarę wychodzenia Europy z początkowych skutków pandemii COVID-19 oraz silny wzrost cen gazu i węgla. Jednak tempo wzrostu wzbudza pytania o potencjalny wpływ spekulacji. Niektórzy komentatorzy rynku zauważyli, że ceny EUA osiągnęły już poziom z 2030 r.,

²⁵ Indicative abatement costs in industry are expected to range from 69 to 250€/tCO₂, suggesting that EUA prices would likely further increase to 2050 as the ETS cap tightens. See General Commission for Sustainable Development (2016), Low-carbon transition pathways at the lowest cost, Théma, Climat, Appendices, Table 5.

²⁶ European Commission, SWD(2021) 601 final, Part 1/4, IMPACT ASSESSMENT REPORT Accompanying the document DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2003/87/EC establishing a system for greenhouse gas emission allowance trading within the Union, Decision (EU) 2015/1814 concerning the establishment and operation of a market stability reserve for the Union greenhouse gas emission trading scheme and Regulation (EU) 2015/757, page 35.

który jest niezbędny do realizacji długoterminowych celów w zakresie obniżenia emisji dwutlenku węgla.²⁷

3.2. Rosnące znaczenie obrotu finansowego mogło również przyczynić się (i może przyczynić się w przyszłości) do zmienności i niestabilności cen EUA

Choć trudno to udowodnić empirycznie, pewne wskaźniki sugerują, że podmioty finansowe mają coraz większy wpływ na rynek EU ETS, co mogło przyczynić się do wzmocnienia niektórych z ostatnich zmian w uwarunkowaniach rynkowych:

- a. Rosnąca liczba funduszy inwestycyjnych jest skorelowana ze wzrostem cen EUA;
- b. Otwarte pozycje przekraczające potrzeby w zakresie zabezpieczeń (*hedging*) wzrosły w latach 2018-2020;
- c. Zmienność cen i trendy cenowe obserwowane w czasach dużej niepewności regulacyjnej i reform rynkowych można interpretować jako budowanie pozycji spekulacyjnych;
- d. Po inwazji Rosji na Ukrainę nastąpił ogromny spadek cen o około 30 EUR/tCO₂, co niektórzy analitycy rynkowi przypisują likwidacji pozycji spekulacyjnych.

Kwestie te opisujemy szczegółowo w poniżej.

Po pierwsze, rośnie liczba funduszy inwestycyjnych posiadających pozycje na rynku EU ETS. Liczba aktywnych funduszy inwestycyjnych wzrosła ze 100 w 2018 r. do ponad 300 w 2022 r., jak pokazuje Wykres 1. Równocześnie udział uprawnień nabywanych na aukcjach przez fundusze inwestycyjne wzrósł z 37% w 2018 r. do 44% w 2020 r.²⁸ Podobnie, długie pozycje funduszy inwestycyjnych na rynku kontraktów terminowych typu futures wzrosły z około 20 mln uprawnień w 2018 r. do 30-50 mln uprawnień w 2022 r.

Co ważne, rosnący udział funduszy inwestycyjnych może nasilić presję hedgingową podmiotów zobowiązanych do rozliczenia swoich emisji (emitentów), a w efekcie – w błędnym kole – wywołać presję wzrostową na ceny EUA. Chociaż skala funduszy inwestycyjnych jest jak na razie ograniczona do niewielkiego udziału we wszystkich EUA (5% wszystkich długich pozycji utrzymywanych na rynku), ten nowy rodzaj spekulacji może nadal skutecznie wpływać na ceny, biorąc pod uwagę napiętą sytuację na rynku, i może zwiastować dalszy rozwój obrotu finansowego spowodowany pojawieniem się nowych produktów finansowych lub instrumentów inwestycyjnych.²⁹

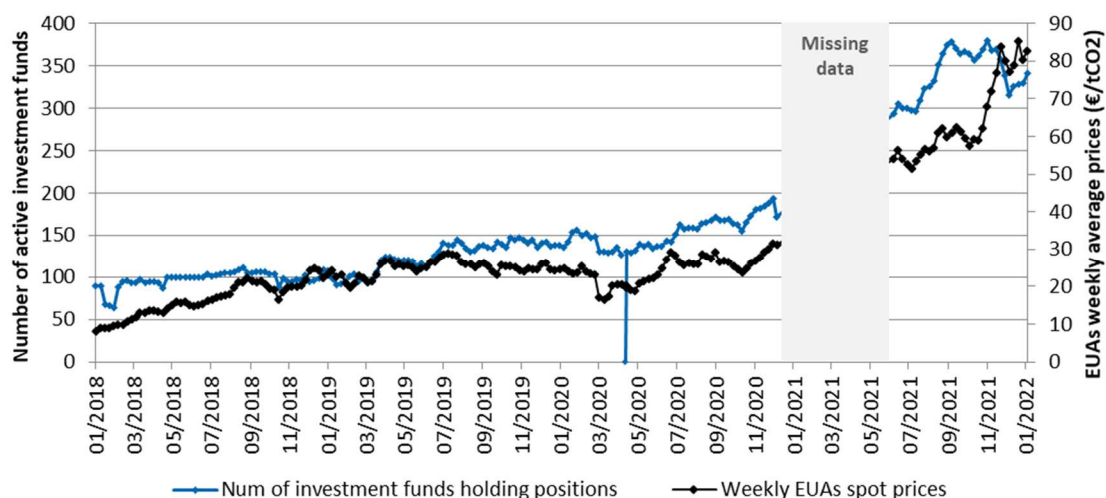
Rzeczywiście istnieje korelacja (co nie musi oznaczać jednak przyczynowości) między liczbą funduszy inwestycyjnych działających na rynku EU ETS a cenami EUA. W związku z tym Wykres 5 porównuje liczbę aktywnych funduszy inwestycyjnych na rynku kontraktów terminowych i ceny EUA w latach 2018-2022. Wykres 5 pokazuje, że ceny EUA i liczba aktywnych funduszy inwestycyjnych, zgodnie z klasyfikacją z raportów Commitment of Traders, wzrosły w skorelowany sposób.

²⁷ Carbon Pulse Daily, "POLL: Big boost for EU carbon price forecasts as several analysts", April 2021; ERCST, Wegener Center, BloombergNEF and Ecoact (2021), 2021 State of the EU ETS Report; ICIS, "European carbon market to shift gear", February 2021; Euractiv, "Analyst: EU carbon price on track to reach €90 by 2030", July 2021. All these publications use nominal carbon prices (not deflated).

²⁸ World Bank (2021), State and trends of carbon pricing 2021, page 38.

²⁹ Quemin, S. and Pahle, M. (2021), 'Financials threaten to undermine the functioning of emissions markets', Working Paper.

Wykres 5: Kształtowanie się udziału funduszy inwestycyjnych i cen EUA w latach 2018 - 2022



Uwaga: Luka w danych w 2021 r. odpowiada luce w danych w raportach CoT EUNGIPW.

Źródło: Analiza Compass Lexecon na podstawie danych z raportów EUNGIPW Commitment of Traders i EnergyMarketPrice.

Po drugie, rosnący udział podmiotów finansowych następował równoległe z budowaniem pozycji spekulacyjnych dla celów innych niż hedgingowe. Następowало to przy wzroście udziału obrotu finansowego w stosunku do potrzeb hedgingowych w latach 2018-2020, z 50% w 2018 r. do ponad 90% całkowitych potrzeb hedgingowych na początku 2020 r. (po czym nastąpiły fluktuacje od 70% do 90%)³⁰. Do pewnego stopnia spekulacja jest jednak ekonomicznie konieczna, aby istniał płynny, dobrze funkcjonujący rynek kontraktów terminowych, co utrudnia sformułowanie jednoznacznej opinii na temat adekwatności spekulacji. Wymagałoby to dogłębnego zbadania, kto i w jakim celu utrzymuje te nadmierne pozycje spekulacyjne - zadanie, którego wykonanie uniemożliwiają obecne zasady dostępności danych i przejrzystości. ESMA przyznaje, że napotkała istotne problemy próbując zidentyfikować pochodzenie uczestników rynku, co sprawia, że trudne jest uzyskanie jasnego obrazu tego jakie podmioty biorą udział w obrocie i skąd pochodzą³¹.

Po trzecie, niektóre ekonometryczne badania próbują oszacować potencjalny wpływ spekulacji na rynek EU ETS. Niezbędne są dodatkowa analizy empiryczne by to potwierdzić, jednak w niedawnej analizie ekonometrycznej przeprowadzonej przez Friedricha i in. (2021) stwierdzono, że obecna niepewność związana ze zmianą celów długoterminowych (jak ma to miejsce obecnie) może sprzyjać rozwojowi spekulacji i destabilizacji cen rynkowych. W szczególności wykazują, że wdrożenie reformy rynku EU ETS w 2018 r. wiązało się z powstaniem bańki cenowej, którą definiują jako okres nadmiernej reakcji cenowej w stosunku do

³⁰ To evidence this phenomenon, Quemin et al. (2022) suggest computing a simple measure of the size of speculative trading, i.e., position hold by financials in excess of hedging needs. In the EU ETS market, market participants are taking hedging positions to reduce their exposure to increase in EUA prices. Other positions in excess of risk-reducing positions can be considered as superfluous in balancing hedging needs. Normalizing this by total risk-reducing positions, they defined a measure of (excessive) speculation called the Working T-index. They have shown that the weekly T-Index of all market participants grew from around 50% in 2018 to 90% of total hedging needs early 2020, followed by fluctuations between 70% and 90% afterward. They conclude by highlighting that the T-Index is particularly volatile in the ETS which could be interpreted as indicative of excessive speculation. They however stress that there is "important limitations that impede clear interpretation and judgment about speculation adequacy", but explain that "yet, the above analysis is the most one can tease out from the current data granularity and reporting categorization regimes".

³¹ ESMA (2022), p7.

uwarunkowań rynkowych, związanej ze wzrostem prawdopodobieństwa załamania cen w późniejszych okresach.³²

Potwierdzają to badania Quemina i in. (2021), którzy przeanalizowali zmiany tygodniowego otwartego zainteresowania kontraktami terminowymi na koniec roku o krótkim terminie zapadalności (front-year) i dłuższym terminie zapadalności (longer-dated). Pokazują one, że schematy obrotu dla produktu o krótkim terminie zapadalności, który jest najbardziej płynny, a zatem podatny na spekulacje, drastycznie zmieniły się kilkakrotnie od 2018 r. Największe odchylenie nastąpiło w 2018 r., równoległe z przyjęciem reformy rynku i późniejszym pierwszym wzrostem cen, co według pierwszych szacunków spowodowało nagromadzenie około 350 mln ton pozycji spekulacyjnych - czyli mniej więcej jedną czwartą rocznych emisji. Podobne anomalie wystąpiły w latach 2017, 2020, 2021 i 2022.³³ Jak wyjaśniono w następnym rozdziale, nagromadzenie nadmiernych wolumenów spekulacyjnych mogło mieć istotne negatywne konsekwencje dla funkcjonowania rynku EU ETS.

Wreszcie, ogromny spadek cen, który nastąpił w marcu 2022 r., po inwazji Rosji na Ukrainę, analitycy rynku przypisali roli banków i spekulantów. Według tych analiz spekulanci mieli likwidować pozycje w obawie, że sankcje nałożone na Rosję utrudnią im to w przyszłości, oraz w celu pozyskania gotówki na pokrycie strat na gwałtownie rosnących rynkach energii.³⁴ ³⁵ Zaobserwowaliśmy istotny wzrost krótkich pozycji (niezwiązanych z redukcją ryzyka) komercyjnych przedsiębiorstw wraz z inwazją Rosji na Ukrainę (z 9,7 mld EUA na koniec lutego 2022 r. do 14,3 mld w pierwszym tygodniu marca – wzrost o 49%. Trudno jednak o definitywne rozstrzygnięcie przyczyn takiego stanu rzeczy.

Podsumowując, wydaje się, że rosnące znaczenie obrotu finansowego również przyczyniło się do niedawnego wzrostu cen EUA, a w przyszłości może przyczynić się do krótkoterminowej zmienności i długoterminowej niestabilności cen EUA, zwłaszcza w okresach dużej niepewności. W związku z tym pojawiają się pytania o wpływ rosnącego udziału podmiotów finansowych w rynku EU ETS, o to, czy i w jakim stopniu należy ograniczyć udział podmiotów finansowych, a jeśli tak, to jaki byłby najlepszy mechanizm do tego celu. Kwestie te poruszamy w dalszej części niniejszego raportu.

³² Friedrich, M., Fries, S., Pahle, M. & Edenhofer, O. (2020). Rules vs. Discretion in Cap-and-Trade Programs: Evidence from the EU Emission Trading System. Working Paper 8637, CESifo. *“First, during the price run-up period demand-side fundamentals have neither gained importance as price determinants nor do they show the same explosive behaviour as allowance prices. Second, the onset of the explosive period is time-stamped to March 2018, which is the month in which the reform was adopted. Third, the estimated crash odds of the explosive period after October 2018 are quite high, suggesting a likely price collapse within a year. All three results suggest that the reform triggered market participants into speculation about its price impacts, which likely led to an overreaction that destabilized the market.”*

³³ See Quemin et Pahle (2021), Figure 3b, page 13. In a revised version of their paper, the authors mentioned that these results could hinge on the underlying open interest metric and open the avenue for further work to detect and eventually confirm anomalies.

³⁴ Carbon Pulse, 4 March 2022, *“Not all doom and gloom”: Bloomberg analysts see EU carbon price rebound* ; Carbon Pulse, 2 March 2022, *“Euro Markets: EUAs claw back 20% price plunge to end slightly lower as energy markets rocket*” ; Montel News, 2 March 2022, *“Carbon dives to 19-week low of EUR 55/t”: “Carbon prices have lost as much as 42%, or some EUR 40, in the past five sessions as economic pressure resulting from Russia’s invasion of Ukraine has ignited a speculative selling spree. Non-compliance entities have sought to contain their losses and cover margin calls in their positions in other energy markets.”* (emphasis added)

³⁵ ESMA’s Final Report from does not provide any definitive explanations at this stage. ESMA explained that *“as far as the impact of the war on the carbon price is concerned, further analysis will be necessary in the future to determine the precise transmission channels”*. Quoting a Bloomberg article, ESMA indicated that *“there are indications that the decline in the carbon price may be associated with concerns around possible gas supply disruptions or import bans leading to a reduced need for EUAs, combined with general assumptions concerning an economic downswing and EU countries exiting fossil fuels at an earlier point in time. A more immediate reason for the decline may have also been market participants closing positions in EUAs to meet elevated margin calls, for instance, for gas contracts”*. ESMA (2022), p38.

4. Jakie cechy systemu EU ETS sprzyjają destabilizacji cen i wymagają oceny w celu ograniczenia potencjalnej szkodliwej spekulacji?

Niektóre cechy strukturalne rynku EU ETS mogą sprzyjać spekulacyjnemu handlowi z potencjalnie szkodliwymi konsekwencjami. W tym rozdziale przeanalizowano te cechy, które obejmują:

- nieelastyczna podaż sprzyjająca dużej zmienności cen;
- wpływ niepewności co do długoterminowych zobowiązań do redukcji emisji, reformy systemu ETS i związanego z nimi zestawu strategii politycznych; oraz
- podatność konstrukcji rynku na potencjalne ataki spekulacyjne.

4.1. Nieelastyczna podaż sprzyjająca dużej zmienności cen

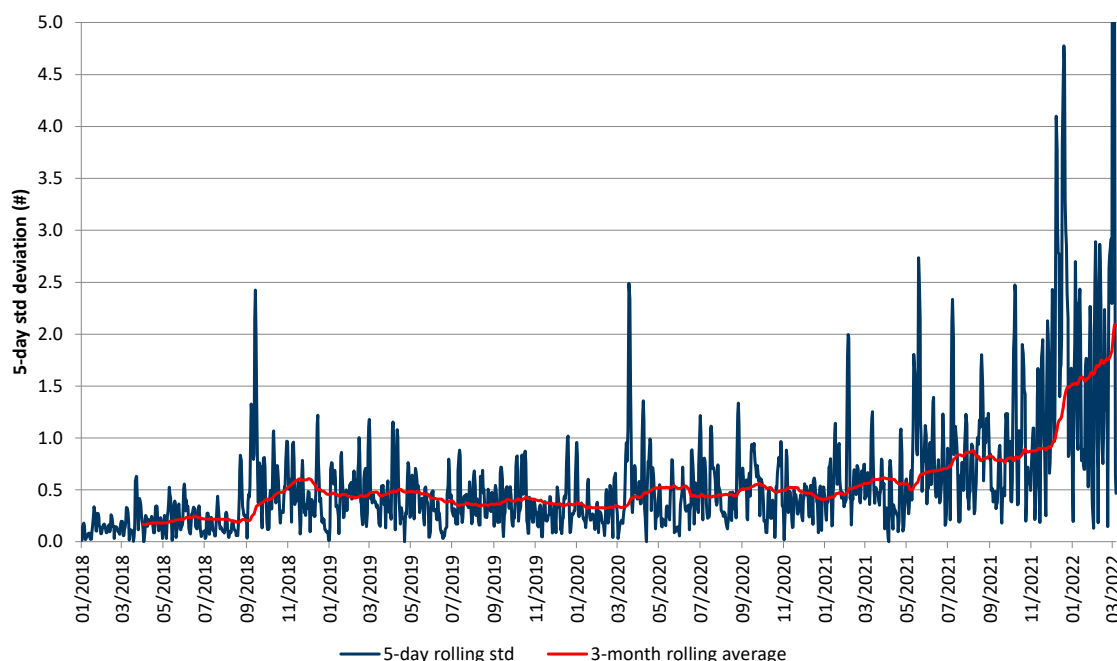
Na rynku EU ETS, w przeciwieństwie do innych rynków towarowych, liczba uprawnień EUA oferowanych na aukcji i ostatecznie znajdujących się w obiegu (na rynku lub zgromadzone na rachunkach uczestników rynku) jest ustalana na okres kilku lat i znana *ex ante*, kiedy KE wybiera limit uprawnień EUA.

Przed wprowadzeniem MSR podaż uprawnień EUA nie reagowała na warunki rynkowe, a zmiany czynników podstawowych nie przekładały się w pełni na zmiany cen uprawnień EUA. Zasadniczym celem MSR jest dostosowanie podaży EUA w celu ustabilizowania i zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku uprawnień. Odbywa się to na podstawie całkowitej liczby uprawnień będących w obiegu (TNAC). TNAC to liczba uprawnień przechowywanych przez firmy z jednego roku na następny do wykorzystania w przyszłości. Im wyższa liczba TNAC, tym mniej uprawnień MSR udostępnia w przyszłych aukcjach i odwrotnie. TNAC służy zatem za miarę niedoboru uprawnień. W praktyce MSR jest uruchamiany wyłącznie przez określone poziomy TNAC, tj. 833 mln w przypadku ściągania uprawnień z rynku i 400 mln w przypadku ich uwalniania. Ściąganie i uwalnianie EUA odbywa się w ciągu roku poprzez sprzedaż na aukcji mniejszej lub większej liczby uprawnień niż wcześniej zaplanowany roczny limit.

Niemniej jednak, ponieważ liczbę uprawnień, która ma być ściągnięta lub uwolniona na rynek, określa się raz w roku w celu dostosowania wielkości aukcji, oznacza to, że podaż pozostaje w dużym stopniu nieelastyczna. W związku z tym, w okresie między corocznymi korektami TNAC, wpływ wszelkich nieoczekiwanych wstrząsów zewnętrznych lub przewidywanych wstrząsów na popyt na EUA będzie przekładał się na zmienność cen EUA.

W związku z tym, poniżej przedstawiono zmienność cen EUA w latach 2018-2022. Wykres 6 pokazuje, że zmienność cen EUA wzrosła zarówno w wyniku zmian regulacyjnych, takich jak reforma EU ETS z 2018 r., jak i wstrząsów zewnętrznych, takich jak kryzys Covid-19 w 2020 r., a następnie ożywienie gospodarcze, wzrost cen gazu i wreszcie wojna rosyjsko-ukraińska w 2022 r. Taki wzrost zmienności cen sprzyja rozwojowi spekulacji.

Wykres 6: Kształtowanie się zmienności cen spotowych, 2018-2022



Uwagi: Niniejsza analiza powiela ocenę zmienności zawartą we wstępnym raporcie EUNGiPW, ale rozszerza okres analizy zarówno na okres poprzedzający pierwszą reformę EU ETS, jak i na najnowsze zmiany na rynku w 2022 r.

Źródło: Analiza Compass Lexecon na podstawie danych o cenach kasowych z EnergyMarketPrice i raportów Commitment of Traders z EUNGiPW

4.2. Wpływ niepewności co do długoterminowych zobowiązań do redukcji emisji, reform systemu ETS i związanych z nimi strategii

Wartość EUA zależy w dużej mierze od zasad kształtowania rynku, wsparcia politycznego i wiarygodności systemu.³⁶ W uproszczeniu, ceny EUA są kształtowane przez oczekiwania dotyczące zobowiązań politycznych w zakresie redukcji emisji, znaczenia systemu ETS jako środka do osiągnięcia tych redukcji, jego struktury rynkowej oraz nakładania się z innymi politykami, które zaspokajają popyt na EUA poprzez bezpośrednie zachęty do realizacji inwestycji w dekarbonizację.

Wynika z tego, że zmiany polityki, struktury rynku i postrzeganego zaangażowania w realizację celów klimatycznych przełożą się na zróżnicowane oczekiwania cenowe uczestników rynku. Ta długoterminowa niepewność związana ze stosunkowo niskimi wolumenami uprawnień EUA (a w przyszłości jeszcze niższymi w miarę obniżania liczby corocznie kierowanych na rynek uprawnień) sprzyja samorealizacji oczekiwań, w ramach której spekulanci starają się przewidzieć strategie innych spekulantów, zamiast opierać się na podstawowych danych rynkowych. Te same powody sugerują, że te cechy systemu ETS mogą prowadzić do kształtowania się cen charakteryzujących się znacznymi wahaniami, jeśli niektórzy uczestnicy rynku posiadający wystarczająco duże pozycje zmieniają swoje oczekiwania.

Dlatego też połączenie spekulacji i niepewności regulacyjnej, zwłaszcza w okresach reformy struktury rynku lub zmian ambicji klimatycznych, może spowodować destabilizację cen uprawnień

³⁶ Lewis, M. (2020), 'Deep decarbonisation: green hydrogen, net zero and the future of the EU-ETS', BNP Paribas, https://www.icef.go.jp/pdf/2020/program/plenary_session/MarkChristopherLewis_P.pdf

EUA. Ryzyko to jest obecnie szczególnie duże w związku z programem Europejskiego Zielonego Ładu i dyskusjami wokół pakietu „Fit for 55”.^{37, 38}

W związku z tym, jak wspomniano powyżej, wpływ niepewności politycznej na ceny uprawnień EUA został ostatnio zbadany przez Friedricha i in. (2020), którzy przeanalizowali zmiany w polityce EU ETS. W szczególności przyjrzeni się rozwojowi MSR w 2018 r., aby sprawdzić jego wpływ na stabilność cen uprawnień do emisji przy jednoczesnym uwzględnieniu zmian w innych podstawowych czynnikach wpływających na ceny. Stwierdzili oni, że „*niedawna reforma EU-ETS skłoniła uczestników rynku do spekulacji, co prawdopodobnie doprowadziło do nadmiernej reakcji, która zdestabilizowała rynek*” (podkreślenie dodane).³⁹ Idąc dalej, należy zwrócić szczególną uwagę na możliwość spekulacji (i w efekcie manipulacji rynkowych) poprzez samospełniające się oczekiwania w okresach stosunkowo dużej niepewności politycznej i regulacyjnej.

4.3. Podatność MSR na ataki spekulacyjne

W świetle wzrostu obrotów finansowych i spekulacji w ramach EU ETS, niektóre cechy MSR mogą ostatecznie stać w sprzeczności z jego podstawowym celem, jakim jest stabilizacja cen, i sprzyjać ich destabilizacji lub nawet manipulacji rynkowej.

Na wstępie należy dokonać rozróżnienia między spekulacją a manipulacją rynkową. Manipulacje rynkowe są nielegalne i jednoznacznie zakłócają funkcjonowanie rynku. Unijne rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku (tzw. rozporządzenie MAR) zabrania wykorzystywania informacji poufnych, bezprawnego ujawniania informacji poufnych oraz manipulacji na rynku.⁴⁰

Niemniej jednak, nawet bez dowodów na istnienie manipulacji na rynku ETS, należy stwierdzić, że konstrukcja MSR jest podatna na ataki spekulacyjne. Wynika to z faktu, że uzależnienie uwalniania i kierowania uprawnień do MSR, celem ich dalszego kasowania od osiągnięcia konkretnego parametru TNAC może prowadzić do niezamierzonych i niepożądanych skutków rynkowych. Na przykład, jeśli przewidywany niedobór miałby się zwiększyć, firmy mogłyby zareagować, gromadząc więcej uprawnień, aby przywrócić równowagę między obecnymi i przyszłymi kosztami redukcji emisji (co obniży emisje w krótkim okresie), zabezpieczyć przyszłe wzrosty cen lub oczekując dodatkowego zysku. Ponieważ we wcześniejszych okresach funkcjonowania ETS zgromadzono na rachunkach uczestników obrotu w ramach systemu ETS więcej uprawnień, są one nadal uwzględniane przy wyliczaniu TNAC, w związku z czym MSR reaguje, absorbując więcej

³⁷ Most importantly, vast changes to the structure of demand could stem from the gradual phasing-out of free allowances which would expose industrials to fully cover their emissions with allowances from the market. As this phasing-out is conditional to the implementation of the carbon border adjustment mechanism (CBAM) whose complexity and competitive impacts on EU industrials make it one of the most contentious issues of the proposed reforms, uncertainty ensues. See Carbon Pulse, March 2022, “France’s attempted deal on CBAM narrows as ‘hot potato’ issues sidelined”.

https://carbon-pulse.com/152885/?utm_source=CP+Daily&utm_campaign=030352babd-CPdaily07032022&utm_medium=email&utm_term=0_a9d8834f72-030352babd-110365270

³⁸ European Commission (2021), ‘Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending Directive 2003/87/EC establishing a system for greenhouse gas emission allowance trading within the Union, Decision (EU) 2015/1814 concerning the establishment and operation of a market stability reserve for the Union greenhouse gas emission trading scheme and Regulation (EU) 2015/757’, COM(2021) 551 final, 14 July.

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/revision-eu-ets_withannex_en_0.pdf.

European Commission (2021), ‘Proposal for a Decision of the European Parliament and the Council amending Decision (EU) 2015/1814 as regards the amount of allowances to be placed in the market stability reserve for the Union greenhouse gas emission trading scheme until 2030’, COM(2021) 571, 14 July.

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/revision-market-stability-reserve_withannex_en.pdf.

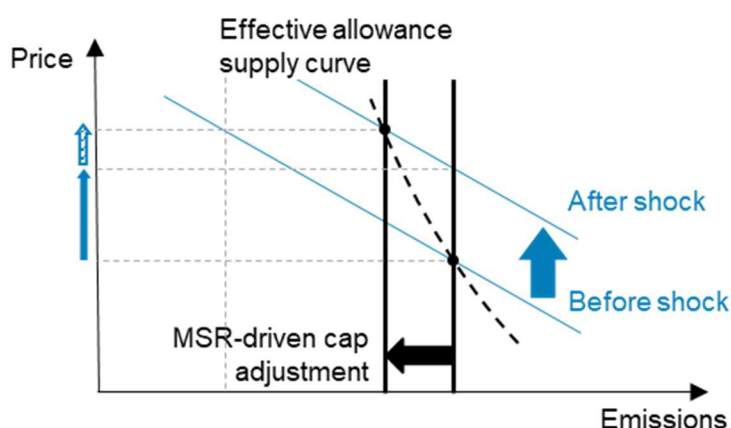
³⁹ Friedrich, M., Fries, S., Pahle, M. and Edenhofer, O. (2020), ‘Rules vs. Discretion in Cap and-Trade Programs: Evidence from the EU Emission Trading System’, Working Paper.

⁴⁰ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council on market abuse (market abuse regulation), <https://eurlex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN>

uprawnień, co jeszcze bardziej zwiększa niedobór. Elastyczność spowodowana MSR przynosi skutki odwrotne do zamierzonych, zwiększając, a nie tłumiąc wpływ przewidywanych wstrząsów na ceny uprawnień do emisji.⁴¹

Ilustruje to poniższy Wykres 7. Przewidywany niedobór, jako następstwo zewnętrznego wstrząsu może zwiększyć potrzeby hedgingowe, a w rezultacie gromadzenie EUA na rachunkach. Oznacza to wzrost popytu na uprawnienia (niebieska linia) i wzrost TNAC. W odpowiedzi na wzrost TNAC, MSR zmniejsza liczbę uprawnień sprzedawanych na aukcjach, prowadząc do zmiany w podaży EUA (czarna pionowa linia). Spowodowałoby to większe spodziewane niedobory uprawnień (i wyższe ceny), tworząc w ten sposób błędne koło.

Wykres 7: Przykładowy wpływ MSR na destabilizację cen



Źródło: Compass Lexecon na podstawie Perino, G. i in. (2021).

Obecna konstrukcja MSR może również sprzyjać samorealizacji oczekiwań co do wysokich cen i spekulacji. Gdyby spekulanci gromadzili dużą liczbę EUA w oczekiwaniu na wyższe ceny na rynku w przyszłości, zwiększyliby TNAC, jednak nie w celu rozliczenia emisji. To z kolei może spowodować uruchomienie MSR, a tym samym doprowadzić do oczekiwanego wzrostu niedoborów uprawnień na rynku i wyższych cen EUA.

Podsumowując, obecne okoliczności rodzą pytania dotyczące tego, czy TNAC jest nadal właściwą miarą, która pozwala ocenić niedobór na rynku EU ETS (i uruchomić MSR). Biorąc pod uwagę rosnącą rolę graczy finansowych, którzy potencjalnie mogą utrzymywać długie/krótkie pozycje spekulacyjne, postulujemy dodatkowe przeanalizowanie konsekwencji stosowania tej miary dla odporności MSR na spekulację, a szerzej - dla stabilności cen EUA.

⁴¹ Perino, G., Willner, M., Quemin, S. & Pahle, M. (2021). The Market Stability Reserve in the EU ETS: Firefighter or Fanning the Flames? Review of Environmental Economics & Policy, forthcoming.

5. Jakie są potencjalne koszty i korzyści spekulacji w systemie EU ETS oraz kompromisy w projektowaniu rynku zapewniającego silny sygnał cenowy?

Obrót finansowy, a w szczególności spekulacje, odgrywały i nadal odgrywają ważną rolę na rynku EU ETS, zapewniając temu rynkowi także korzyści. Jednak gdy spekulacja staje się nadmierna, może prowadzić do szkodliwej krótkoterminowej zmienności lub długoterminowej destabilizacji cen. Niniejszy rozdział omawia relacje pomiędzy tymi kosztami i korzyściami oraz odnosi go do obecnej sytuacji systemu ETS, w której występuje znaczna tymczasowa niepewność co do ewolucji zakresu, pułapu i kształtu systemu ETS.

5.1. Obrót finansowy, a w szczególności spekulacje, odgrywają ważną rolę na rynku EU ETS i przynoszą pewną korzyść uczestnikom rynku

Jak krótko omówiono w punkcie 0, obrót finansowy, a w szczególności spekulacje, odgrywały i nadal odgrywają ważną rolę na rynku EU ETS, przynosząc korzyści jego uczestnikom. W krótkim okresie obrót finansowy zwiększa płynność na rynku, umożliwiając uczestnikom znalezienie kontrahentów i zabezpieczenie swojej ekspozycji na ceny EUA. Ten wzrost płynności przekłada się na zmniejszenie kosztów transakcji mierzonych różnicą (spreadem) bid-ask. Jest to różnica między najwyższą ofertą kupna a najniższą ofertą sprzedaży i mierzy ukryty koszt zawierania transakcji bez opóźnień. Większa płynność wiąże się zazwyczaj z węższą rozpiętością między ceną kupna a sprzedaży, co zwiększa prawdopodobieństwo realizacji transakcji i obniża koszty transakcyjne ponoszone przez uczestników rynku.

W dłuższej perspektywie oczekuje się, że transakcje finansowe będą sprzyjały ujawnianiu przyszłych cen rynkowych na podstawie rynków terminowych. Ujawnianie cen rynkowych na podstawie rynków terminowych pomaga w dostarczeniu pewnego sygnału, tzn. ujawniającego oczekiwaną ewolucję uwarunkowań rynkowych w przyszłości. Te kluczowe informacje pozwalają innym uczestnikom rynku opracować najbardziej odpowiednie strategie reagowania na oczekiwania dotyczące przyszłych interakcji między popytem a podażą, wstrząsów zewnętrznych, a ostatecznie cen EUA.

5.2. Jednak, gdy spekulacja staje się nadmierna, zwiększa ona koszty handlu i zabezpieczania przyszłych potrzeb emitentów

Udział podmiotów finansowych może jednak w pewnych okolicznościach zwiększyć koszty udziału w rynku ETS dla emitentów oraz koszty dekarbonizacji, co ostatecznie może zniweczyć oczekiwane korzyści omówione powyżej.

W perspektywie krótkoterminowej nadmierna spekulacja może zwiększyć zmienność cen EUA oraz podnieść koszty obrotu i zabezpieczania pozycji dla emitentów.⁴² Już wstępny raport ESMA ujawnił strukturalny wzrost zmienności cen od początku 2020 r., choć częściowo z powodu wybuchu pandemii (zob. Wykres 6). Ponadto nadmierna zmienność cen EUA może sprawić, że krótkoterminowy sygnał cenowy nie będzie miał wpływu na decyzje operacyjne.

W dłuższej perspektywie ceny EUA odgrywają kluczową rolę w stymulowaniu inwestycji w czyste technologie oraz alternatywne źródła energii, które są niezbędne do złagodzenia skutków zmian klimatycznych oraz do realizacji zobowiązań wielu rządów i przedsiębiorstw dotyczących całkowitej redukcji emisji dwutlenku węgla. W związku z tym nadmierna spekulacja, która doprowadziłaby do zwiększonej zmienności i destabilizacji sygnału cenowego EUA, zwiększyłaby koszty dekarbonizacji (zniechęcając do inwestycji), i finalnie zaszkodziłaby jej zwiększając koszt jej przeprowadzenia.

Brak przewidywalności sygnałów cenowych może osłabić tempo realizacji inwestycji i prowadzić do uzależnienia technologicznego od technologii paliw kopalnych i ryzyka powstawania aktywów osieroconych oraz nieefektywnych sygnałów inwestycyjnych w zakresie odnawialnych źródeł energii i technologii niskoemisyjnych. Przykładowo, ryzyko związane z cenami EUA wpływa na decyzje inwestycyjne w zakresie technologii odnawialnych, zwiększając koszt kapitału i ostatecznie uzasadnienie biznesowe dla inwestycji w odnawialne źródła energii. Wiele publikacji wskazuje, że przewidywalność trajektorii cen EUA sprzyja bardziej efektywnym inwestycjom międzyokresowym i poprawia dynamiczną efektywność rynku, co jest szczególnie ważne w następnej dekadzie, kiedy europejska gospodarka będzie musiała inwestować w obniżenie emisyjności.⁴³

Ponadto, jak wyjaśniono powyżej, rynki uprawnień do emisji mogłyby szybko zostać opanowane przez duży napływ kapitału od podmiotów niebędących emitentami, ponieważ wielkość rynku jest niewielka w porównaniu z innymi, np. z rynkiem ropy naftowej, a podaż uprawnień będzie się z czasem zmniejszać. Łatwiejsze może stać się zgromadzenie wystarczającej liczby pozycji, aby w niewłaściwy sposób wpływać na kształtowanie się cen EUA. Na kształtowanie się cen coraz większy wpływ mogą wywierać wskaźniki czysto handlowe i programy algorytmiczne.

5.3. Wnioski z oceny kosztów i korzyści związanych ze spekulacjami

Konkludując tę część raportu, warto zwrócić uwagę, że poziom udziału finansowego, który jest akceptowalny lub optymalny, będzie zależał od stopnia dojrzałości rynków – a więc może zmienić się w czasie.

W początkowej fazie rozwoju rynku EU ETS ważne było zapewnienie płynności, dlatego też sensowne było umożliwienie szerokiego i nieograniczonego uczestnictwa w tym rynku dla instytucji finansowych. W obecnej sytuacji, biorąc pod uwagę koszty i korzyści związane ze spekulacją, może zaistnieć potrzeba ponownego podejścia do realizacji tych ustaleń, ponieważ obecnie rynek jest bardziej dojrzały i rozwinięty, a istnienie przewidywalnego sygnału cenowego EUA ma decydujące znaczenie dla podejmowania długoterminowych decyzji inwestycyjnych w kierunku dekarbonizacji w sektorach końcowego wykorzystania energii. Istnieje znacząca korzyść związana z przewidywalnym sygnałem cenowym dla emitentów w momencie, gdy podejmują oni decyzje w sprawie długoterminowych inwestycji.

⁴² Friedrich, M., Mauer, E.-M., Pahle, M. & Tietjen, O. (2020). From Fundamentals to Financial Assets: The Evolution of Understanding Price Formation in the EU ETS. Working Paper, ZBW – Leibniz Information Centre for Economics.

⁴³ FTI CL Energy (2018), "A climate and socio-economic study of a multi-member state carbon price floor for the power sector", <https://www.fticonsulting.com/insights/articles/study-carbon-price-floor-european-countries>, F. Roques (2018), "Study on the Impact of a Carbon Price Floor on the European Power Markets", http://www.ceem-dauphine.org/assets/dropbox/FTI-CL_Energy_-_CEEM_Seminar_Carbon_Price_Floor%2C_Paris_Dauphine_08Nov18.pdf

Oznacza to, że potencjalne korzyści ze stabilizacji cen wzrosły w stosunku do początkowych faz rynku ETS.

Dodatkowo, kompromis między kosztami i korzyściami wynikającymi z dopuszczenia spekulacji różni się w zależności od tego, czy system handlu uprawnieniami do emisji znajduje się:

- w stanie stabilnym, tzn. w fazie handlu, po ustaleniu zasad i złagodzeniu niepewności strukturalnej dotyczącej popytu; lub
- w fazie przejściowej, tzn. gdy ambicje dotyczące redukcji emisji i/lub reguły rynkowe są przedmiotem dyskusji, a tym samym niepewność strukturalna kształtująca oczekiwania dotyczące podaży jest wysoka (tak jak w obecnej sytuacji).

W takiej fazie przejściowej korzyści związane z ujawnianiem cen w wyniku spekulacji są znacznie bardziej ograniczone, a zamiast tego opisane wcześniej cechy EU ETS mogą prowadzić do potencjalnych dużych ruchów cenowych i/lub manipulacji rynkowych, w związku z czym uzasadnione może być ograniczenie lub/i ściśle monitorowanie obrotu finansowego.

6. Jakie środki zaradcze można rozważyć, aby ograniczyć ryzyko nadmiernej spekulacji i ustabilizować ceny uprawnień do emisji na rynku EU ETS?

Krótko- i długoterminowe negatywne skutki nadmiernej spekulacji mogą skłonić do ograniczenia lub zniechęcenia do spekulacji na rynku EU ETS.⁴⁴ W związku z tym niniejszy rozdział ma wnieść wkład w debatę i opisać różne rodzaje środków, które mogłyby pozwolić na złagodzenie negatywnych skutków nadmiernej spekulacji, a także, w szerszym ujęciu, poprawić funkcjonowanie rynku i zapewnienie bardziej stabilnych cen:

- Środki mające na celu poprawę monitorowania i nadzoru rynku są opcją, która niesie ze sobą same korzyści, bez kosztów, których nie należałoby ponieść ("no regret" option);
- Można również rozważyć dodatkowe środki ograniczające lub regulujące obrót finansowy w celu ograniczenia krótkoterminowych wahań cen EUA, zwłaszcza w okresach dużej niepewności regulacyjnej;
- Zasadniczo, w celu zapewnienia bardziej przewidywalnego sygnału cenowego EUA, należy wprowadzić środki mające na celu rozwiązanie kwestii długoterminowych polityk i niepewności regulacyjnej, które mogą zniechęcać do długoterminowego handlu spekulacyjnego i przynieść znaczne korzyści w celu optymalizacji całkowitych kosztów dekarbonizacji;
- Dodatkowo, środki strukturalne mające na celu poprawę stabilizacji cen EUA mogą zostać wdrożone w celu zmniejszenia krótkoterminowej zmienności, tym samym zniechęcając do krótkoterminowego handlu spekulacyjnego;
- Wreszcie, należy rozważyć środki mające na celu zrekompensowanie podmiotom zobowiązanym do zakupu uprawnień w celu złagodzenia wzrostu kosztów zakupu uprawnień w celu ich umorzenia, co mogłoby mieć miejsce bez zasadniczej zmiany funkcjonowania rynku EU ETS.

W dalszej części raportu omawiamy zalety i ograniczenia tych środków.

6.1. Środki służące poprawie monitorowania i nadzoru rynku

W szczególności rosnący udział instytucji finansowych w rynku ETS i instrumentów pochodnych EUA może uzasadniać utworzenie specjalnego organu regulacyjnego. Jak wspomniano powyżej, rynki instrumentów pochodnych EUA są regulowane przez szereg przepisów finansowych UE,

⁴⁴ Carbon Pulse (2022), 'Key EU lawmaker plans to propose steps to curb carbon market "manipulation"', 14 January. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-01-14/key-eu-lawmaker-plans-measures-to-curb-carbon-price-manipulation>

takich jak MiFID, i nadzorowane przez ESMA. W rezultacie przepisy finansowe i środowiskowe pozostają rozdzielone, choć w coraz większym stopniu się pokrywają.

Zadania tego specjalnego organu regulacyjnego mogłyby być dwojakie. Po pierwsze, , można mu powierzyć wspólną perspektywę w zakresie nadzoru i oceny adekwatności obrotu uprawnieniami oraz instrumentami pochodnymi, w szczególności zwiększając przejrzystość na rynku. Po drugie, może ściśle współpracować z decydentami, aby zapewnić prawdziwie zintegrowany charakter regulacji, tzn. wspólnie uwzględniać aspekty środowiskowe i finansowe. Oprócz zarządzania podażą uprawnień w czasie, wspólna perspektywa rozwoju i projektowania rynku miałaby szczególnie istotne znaczenie dla rozwiązania kwestii, czy potrzebne są ograniczenia spekulacji, takie jak pułapy pozycji, oraz jak najlepiej je zaprojektować.

Środki te zwiększają przejrzystość rynku i jego spójność, w pewnym stopniu nawiązują do rekomendacji ESMA, by zwiększyć przejrzystość i monitoring unijnego rynku ETS. ESMA uważa, że środki takie dostarczyłyby uczestnikom rynku i opinii publicznej więcej informacji nt. rynku emisji i pomogłyby utrzymać rozwój uporządkowanego rynku. Umożliwi to odpowiednie funkcjonowanie EU ETS, który jest kluczowy dla transformacji energetycznej UE⁴⁵.

6.2. Środki służące ograniczeniu transakcji finansowych

Poniższe bezpośrednie środki mogą ograniczyć lub wykluczyć spekulację:

- Opodatkowanie określonego rodzaju transakcji ograniczy spekulacyjny obrót i krótkoterminową zmienność cen.⁴⁶ Przykładowo, podatek ten mógłby objąć jedynie czysto finansowe transakcje, tj. takie, w które nie są zaangażowani emitenci lub instytucje działające na ich rzecz. Wymagałoby to jednak całościowego sklasyfikowania różnego rodzaju uczestników rynku, a także identyfikacji przez instytucje finansowe transakcji które mają miejsce na rzecz podmiotów zobowiązanych do rozliczenia swoich emisji.
- Wprowadzenie minimalnego okresu posiadania uprawnień przez instytucje finansowe (nie działające w imieniu emitentów). Ograniczyłoby to możliwość zajmowania spekulacyjnych pozycji dla wykorzystania krótkoterminowych zmian w cenach EUA. W praktyce oznaczałoby to, że uczestnik rynku nie mógłby kupować i zbywać uprawnień w krótkim przedziale czasu. Ograniczyłoby to ograniczenie transakcji o wysokiej częstotliwości i/lub handlu algorytmicznego, krótkoterminowej spekulacji i ograniczyłoby nadwrażliwość cen na zmiany w uwarunkowaniach rynkowych.
- Wprowadzenie limitów na pozycje giełdowe ograniczyłoby skalę spekulacji i wynikającą z niej destabilizację cen. Można to osiągnąć wprowadzając limity ogólne i indywidualne dla instytucji finansowych (nie działających w imieniu emitentów). W praktyce, określony nabywca nie mógłby zakupić więcej niż określony procent oferowanych uprawnień w ramach pojedynczej aukcji. W przypadku przekroczenia ogólnego limitu wszystkie instytucje finansowe nie mogłyby kupować uprawnień na aukcji. Limity mogłyby dotyczyć także rynku wtórnego – limity mogłyby dotyczyć jedynie pozycji niezwiązanych z hedgingiem. Przykładowo, ograniczenia byłyby wprowadzone wobec liczby uprawnień w obiegu na rachunkach instytucji finansowych.
- Ograniczenie transakcji finansowych tak, by byli do nich dopuszczeni jedynie emitenci i/lub instytucje finansowe działające na ich rzecz.

⁴⁵ ESMA (2022), p8.

⁴⁶ Financial Transaction Taxes are widely used in Europe. <https://taxfoundation.org/financial-transaction-taxes-europe-2021/>

Środki te nie rozwiążą źródeł nadmiernej spekulacji (patrz: Rozdział 4), ale bezpośrednio ograniczą transakcje finansowe i zniechęcą do podejmowania działań o czysto spekulacyjnym charakterze.

Warto zauważyć, że całkowity zakaz obrotu finansowego nie jest odpowiednim rozwiązaniem, biorąc pod uwagę jego istotną rolę w kwestii płynności i ujawniania cen. Generalnie ograniczenie obrotu finansowego mogłoby wprowadzić ograniczyć zmienność cen i powstawanie baniek cenowych, ale mogłoby również ograniczyć ujawnianie cen, przeniesienie ryzyka i płynność, ze szkodą dla prawidłowego funkcjonowania rynku. Warto zwrócić uwagę, że w Korei Południowej i Chinach organy regulacyjne otworzyły krajowe rynki uprawnień do emisji dla (licencjonowanych) podmiotów finansowych, aby złagodzić istniejące problemy związane z brakiem płynności.⁴⁷⁴⁸ Niemniej jednak w chińskim rynku ETS nie mogą partycypować inwestorzy zagraniczni, a na koreańskim obowiązują ograniczenia dotyczące liczby uprawnień, które można nabyć na aukcji na pojedynczy rachunek.

Należy dokładnie przeanalizować koszty i korzyści wprowadzenia wspomnianych rozwiązań, przy czym argumenty przemawiające za tymczasowymi interwencjami w okresach dużej niepewności mogą być silniejsze niż te wskazujące na stały element strukturalny. W okresach reformy rynku EU ETS lub zmiany celów klimatycznych bezpośrednie środki ograniczające spekulację mogłyby przynieść większe korzyści ze względu na dużą niepewność co do przewidywanych cen. W takich okresach potencjalny negatywny wpływ ograniczenia obrotu finansowego na proces ujawniania cen mógłby zostać zrównoważony przez korzyści wynikające z ich stabilizacji.

6.3. Środki służące rozwiązaniu problemu niepewności politycznej i regulacyjnej

Powinno rozważyć się także bardziej zasadnicze środki, które zmniejszyłyby długoterminową niepewność co do politycznych zobowiązań dot. dekarbonizacji, nakładania się różnych polityk (np. różne polityki utrudniające redukcję emisji).

Środkami wzmacniającymi wiarygodność politycznych zobowiązań redukcji i zapewniającymi odporność EU ETS i możliwość adaptacji do różnych szoków mogą być np. kontrakty różnicowe na uprawnienia do emisji (Carbon Contracts for Difference - CCfD) – zobowiązanie do odkupienia EUA po określonej cenie w przyszłości, a także: przekazanie uprawnień regulacyjnych w zakresie systemu EU ETS niezależnemu podmiotowi, któremu powierzono by realizację celów klimatycznych (np. centralnemu bankowi klimatycznemu). Rozwiązania te omówiono poniżej.

Po pierwsze, CCfD dają gwarancję co do przyszłego kursu cen uprawnień do emisji w postaci stałej ceny za osiągnięcie określonej redukcji emisji.⁴⁹ CCfD stanowią zabezpieczenie przed cenami EUA dla niektórych emitentów. Podmioty z zawartymi CCfD otrzymałyby wyrównanie, jeśli zapłaciłyby za EUA więcej niż określona cena i byłyby zobowiązane dopłacić, jeśli nabyłyby uprawnienia po niższych cenach. CCfD mogą zatem obniżyć koszty inwestycji w czyste technologie i pobudzić

⁴⁷ Carbon Pulse (2021). China Carbon Futures Trading Likely to Go Ahead After Government Nod. November 8, 2021. Carbon Pulse (2021). South Korea to Open ETS to Financials this Month. December 1, 2021.

⁴⁸ In South Korea, in Phase 1 (2015-2017) of the Korean ETS, only liable entities were able to participate, in Phase 2 (2018–2020) only liable entities and a selection of market makers were allowed to trade, in Phase 3 (2021-2030), participation will be widened to individuals and financial companies. Sungwoo Lee, Kyeongah Ahn, and Younghyun Lee from the Greenhouse Gas Inventory and Research Center of Korea (GIR) declared to ICAP: "As the introduction of market makers helped revitalize the K-ETS and improve market functioning in Phase 2, we expect similar effects from the introduction of derivative products and third-party transactions in Phase 3. The participation of securities companies and individuals in financial institutions other than the covered entities will be allowed. Within a certain limit, financial institutions will be able to trade themselves, while individuals will be allowed to trade on consignment. In addition, by introducing futures trading, the aim is to enhance price discovery and expand the predictability of the market." See. ICAP. (2021). Emissions Trading Worldwide: Status Report 2021, Berlin: International Carbon Action Partnership, Page 18.

⁴⁹ In particular, CCfDs cover the difference between a variable reference price (the price of EUAs) and a fixed competitive strike price. When the allowance price falls below the strike price, the CCfD is triggered, resulting in a payment from the contracting party (typically a national government) to the beneficiary. Although the ideal strike price differs between and within industrial sectors,

działania w zakresie dekarbonizacji, co w przeciwnym razie nie miałoby miejsca ze względu na zbyt niskie lub niestabilne ceny EUA. Ceny EUA określone w CCfD mogłyby zostać wyznaczone na podstawie ścieżki cenowej na 2030 r. przewidzianej w ocenie wpływu pakietu Fit for 55.

Kontrakty CCfD muszą jednak zostać starannie zaprojektowane i skalibrowane. Należy również jasno określić kryteria dla dopuszczenia do nich emitentów. Przykładowo, CCfD mogą zostać zawarte z określonymi emitentami, by umożliwić im planowanie długoterminowych inwestycji. CCfD musiałyby jednak zostać starannie zaplanowane, by uniknąć zakłóceń rynku, np. kontrakty te mogłyby zwiększyć podaż uprawnień (jeśli ich nadmiar nie zostanie ściągnięty z rynku przez MSR) i obniżyć ich cenę. W rezultacie, emitenci nieobjęci kontraktami różnicowymi mogliby opóźnić swoją redukcję emisji.

Innym rozwiązaniem, zmniejszającym niepewność dot. zmian w polityce regulacyjnej, to przekazanie uprawnień niezależnemu podmiotowi, który posiadałby mandat do działań na rzecz osiągnięcia celów klimatycznych. Stanowiłoby to zasadniczą zmianę w stosunku do obecnej organizacji i rozwiązałoby jeden z podstawowych problemów długoterminowej stabilności cen na rynku EU ETS, tj. niepewności związanej z politycznymi zobowiązaniami, a także mogłoby pośrednio spowodować zmniejszenie szkodliwych skutków nadmiernej spekulacji.

Jednak skuteczność tego rozwiązania zależałaby od wiarygodności i niezależności nowego podmiotu i szczegółów mandatu, jaki by otrzymał. Porównując to z rolą banków centralnych, odpowiadających za politykę monetarną, niektórzy eksperci analizują zagadnienia związane ze stworzeniem centralnego banku emisyjnego. W kwestii spekulacji i stabilizacji cen, zasadniczą kwestią jest, czy mandat takiego banku ograniczałby się do zapewnienia że UE rzeczywiście dąży do osiągnięcia celów klimatycznych, czy też polegałby również na zapewnieniu, że ceny uprawnień mieszczą się w określonych limitach (podobna debata trwa w sprawie tego, czy banki centralne powinny zajmować się jedynie inflacją, czy też również innymi sprawami, jak np. wzrost gospodarczy)⁵⁰.

6.4. Środki strukturalne mające na celu stabilizację cen w ramach systemu EU ETS

Dodatkowe mechanizmy stabilizacji rynku EU ETS mogą być oparte na cenach, aby bezpośrednio stabilizować ceny EUA, lub na wolumenie, aby robić to pośrednio, poprzez dostosowanie podaży EUA. Dzięki stabilizacji cen EUA środki te poprawiłyby odporność rynku i zmniejszyłyby zmienność cen EUA. To z kolei ograniczyłoby możliwości nadmiernej spekulacji.

W rzeczywistości na rynkach emisji dwutlenku węgla na całym świecie coraz częściej stosuje się środki zapewnienia stabilności rynkowej w celu poprawy funkcjonowania rynku, radzenia sobie z nieoczekiwanymi wstrząsami i przeciwdziałania nadmiernej zmienności cen. W ostatnim przeglądzie przeanalizowano środki proponowane lub wdrożone w ośmiu jurysdykcjach, a mianowicie w UE, Korei Południowej, Kalifornii i Quebecu, północno-wschodnich stanach USA w ramach Regionalnej Inicjatywy na Rzecz Gazów Ciepłarnianych (RGGI), Australii, Nowej Zelandii, chińskich regionalnych rynkach emisji oraz na rynku emisji miast Tokio-Saitama. Z przeglądu wynika, że wszystkie rynki ETS zawierają mechanizm stabilizacji cen i że są one w większości oparte na cenach.⁵¹

⁵⁰ Grosjean, G., Acworth, W., Flachsland, C. & Marschinski, R. (2014). After Monetary Policy, Climate Policy: Is Delegation the Key to EU ETS Reform?, Mercator Research Institute on Global Commons and Climate Change, MCC Working paper 1/2014, May 2014.

⁵¹ Vivid Economics, Market Stability Measures, Design, operation and implications for the linking of emissions trading systems, February 2020, https://ec.europa.eu/clima/system/files/2020-06/study_market_stability_measures_en.pdf

Wśród najczęściej omawianych mechanizmów stabilności cen identyfikujemy:

- W celu ograniczenia dziennej zmienności można rozważyć wprowadzenie limitów (a dokładniej limitu dziennych wahań cen), a nawet „automatycznych wyłączników”.⁵² Środek ten nie poprawiłby ogólnego funkcjonowania rynku, a jedynie ograniczyłby obrót w przypadku poważnego, krótkotrwałego kryzysu (np. podczas paniki). Jest on stosowany na wielu giełdach, np. kontrakty terminowe na giełdzie nowojorskiej podlegają limitom zmienności.⁵³
- Wprowadzenie dolnego progu cenowego (ze stopniowym wzrostem w czasie) mogłoby pomóc w zmniejszeniu krótkoterminowej zmienności cen EUA i zapewnić większą przewidywalność sygnału cenowego dla inwestorów i podmiotów zobowiązanych do rozliczenia swoich emisji, a także stymulować inwestycje w czyste technologie.⁵⁴ Z drugiej strony wprowadzenie pułapu cenowego (ze stopniowym wzrostem w czasie) mogłoby pomóc w zapobieganiu krótkoterminowym nadmiernym kosztom udziału w rynku przez emitentów.⁵⁵ Wprowadzenie górnego/dolnego limitu cen wymagałoby nie tylko ich określenia, ale także tego, w jakim stopniu ograniczy to ceny i ich zmienność. Przykładowo, dolna cena mogłaby być oparta na prognozach Komisji Europejskiej zawartych w ocenie wpływu sporządzonej dla pakietu Fit for 55. Możliwe jest także wprowadzenie opłaty zastępczej, uzależnionej od kosztów rozwoju nowych technologii. Mogłaby ona być oparta na dyrektywie ETS i przewidzianej w niej karze wobec podmiotów, które nie zdołają pokryć swoich emisji zakupionymi uprawnieniami (kara 100 euro za tonę niepokrytych emisji plus stopa inflacji), która zostałaby zastąpiona ww. opłatą. Miałaby ona podobny skutek co górna granica cen i ograniczyć ich krótkoterminową zmienność. Z drugiej strony, mogłoby to zmniejszyć płynność rynku, jeśli jego uczestnicy zamiast handlu emisjami zdecydowaliby się płacić opłatę zastępczą.
- Zmiana MSR może poprawić odporność rynku EU ETS i pomóc w stabilizacji cen.⁵⁶ Obejmuje to zmianę obecnych parametrów MSR (np. współczynnika poboru, mechanizmu unieważniania, częstotliwości aktywacji itp.) oraz ewentualną zmianę warunków aktywacji, tj. przejście z mechanizmu opartego na TNAC na mechanizm aktywacji oparty na cenie. MSR uwalniałaby lub ściągała uprawnienia z rynku, w zależności od ceny EUA. Wielkość uwolnionych/ściągniętych wolumenów również byłaby uzależniona od cen uprawnień, np. w przypadku wyższych cen, większy wolumen EUA byłby uwalniany. MSR obecnie dostosowuje podaż EUA na podstawie nieodpowiedniego wskaźnika niedoboru, jakim jest TNAC. Korekta podaży oparta na TNAC destabilizuje rynek emisji i może być przedmiotem ataku spekulacyjnego, jak wyjaśniono powyżej. W naszej ocenie mechanizm elastyczności oparty na cenach mógłby być bardziej odpowiedni na rynku, na którym rośnie obrót finansowy (i spekulacje). Cena uprawnień EUA jest prawdopodobnie bardziej wiarygodnym wskaźnikiem oczekiwanych zmian niedoboru niż TNAC (która może odzwierciedlać wzrost

⁵² Hache, F., (2021). 2021: a carbon market odyssey, Policy report on the EU ETS review. Volatility limits would limit trading within price bands, e.g. +/- 10% of the opening price, and circuit breakers would halt trading for a given time period in case of excess volatility according to a given threshold.

⁵³ <https://www.nyse.com/markets/nyse/trading-info#luld>

⁵⁴ https://www.greens-efa.eu/files/assets/docs/positionpaperets_print_4.pdf

⁵⁵ Typically, auctions are cancelled until the carbon value reaches the floor and corresponding allowances are transferred to a dedicated reserve (the “Price Corridor Reserve (PCR)”). Allowances are released from the PCR when the carbon value is higher than the ceiling.

⁵⁶ See for instance, proposition in Perino, G., Willner, M., Quemin, S. & Pahle, M. (2021). The Market Stability Reserve in the EU ETS: Firefighter or Fanning the Flames? Review of Environmental Economics & Policy, forthcoming. Centre for Climate and Energy Analyses (2022), “Reform of the market stability reserve in the Fit for 55 packages”, https://climatecake.ios.edu.pl/wp-content/uploads/2022/01/CAKE_MSR_Report_31-01-2022.pdf

otwartych pozycji spekulacyjnych, a nie niedobór na rynku). Uzależnienie podaży od cen mogłoby wtedy zmniejszyć ryzyko nadmiernej spekulacji, a ostatecznie ograniczyć krótkoterminową zmienność cen. Zmiana MSR miałaby bardziej ograniczony wpływ na długoterminowe sygnały cenowe, ponieważ MSR nie zmienia równowagi podaży i popytu w długim okresie, gdy nadwyżka została usunięta (ale jeśli jest połączona z mechanizmem unieważniania).

- Zmiana art. 29a dyrektywy ETS w celu umożliwienia wcześniejszej interwencji w przypadku szybkiego wzrostu cen.⁵⁷ Art. 29a nie został dotychczas nigdy wykorzystany, a warunki jego zastosowania (jeżeli przez ponad sześć kolejnych miesięcy cena przekroczy 300% średniej ceny z dwóch minionych lat) dotyczą obecnie tylko ekstremalnych przypadków. By mechanizm ten był skuteczny, jego zastosowanie powinno zależeć od osiągnięcia konkretnych poziomów cenowych. Współdziałanie art. 29a i MSR powinno zostać dokładnie przeanalizowane, by uprawnienia uwolnione na rynek na podstawie art. 29a nie uruchomiły MSR. Uruchomienie art. 29a powinno być ostatecznością i mieć miejsce tylko w wypadku poważnych zaburzeń rynku. Jeśli zmiany w aktywacji MSR i/lub wprowadzenie mechanizmu opartego na ceny by nie nastąpiły, art. 29a mógłby być wykorzystany by dostosować ilość uprawnień w obrocie, bazując na poziomie ich niedoboru, mierzonego cenami EUA (a nie wskaźnikiem TNAC),

6.5. Środki wyrównawcze dla podmiotów zobowiązanych do rozliczenia emisji

Można rozważyć zastosowanie środków mających na celu zrekompensowanie i/lub redystrybucję części dochodów podmiotów finansowych na rzecz podmiotów niefinansowych. Obniżenie nadmiernych kosztów spekulacji mogłoby polegać na nałożeniu podatku od obrotów rynkowych (podatku od transakcji giełdowych) na podmioty, które nie są emitentami lub które nie prowadzą handlu w ich imieniu.

Środek ten nie rozwiązałby podstawowych przyczyn nieprawidłowego funkcjonowania rynku, ale umożliwiłby zrekompensowanie niefinansowym podmiotom rynkowym wzrostu kosztów transakcyjnych wynikającego z nadmiernej spekulacji. Taki środek musiałby być zgodny z unijnymi ramami pomocy państwa.⁵⁸

6.6. Wnioski

Ostatni wzrost cen EUA oraz ich zmienność odnowiły debatę nt. spekulacji rynkowych oraz środków by im przeciwdziałać – tym bardziej, że realizacja ambitnych celów klimatycznych UE wymaga silnych i przewidywalnych sygnałów cenowych. Ich brak oraz brak stabilności może mieć poważny krótko- i długoterminowy wpływ na dekarbonizację w UE, wyższe koszty dekarbonizacji oraz uczestnictwa w rynku przez emitentów. Wymaga to przeanalizowania i uregulowania zasad uczestnictwa instytucji finansowych w rynku ETS oraz rozwiązania strukturalnych problemów tego rynku oraz MSR, które przyczyniają się do niestabilności cen.

⁵⁷ Art 29a of the EU ETS Directive was included in Directive 2009/29/EC to address excessive price fluctuations. Zgodnie z art. 29, jeżeli przez okres dłuższy niż sześć kolejnych miesięcy cena uprawnień jest ponad trzykrotnie wyższa od średniej ceny uprawnień z dwóch poprzednich lat, KE zwołuje posiedzenie Komitetu ds. This is just a just a first condition for the Art29a to be triggered. As a second condition, the EC Climate Change Committee has to determine that the excessive price fluctuations do not correspond to market fundamentals, while no definition of market fundamentals is given by the legislator. Only if both conditions are met, the Article 29a is triggered. If this is the case, there are two tools available to Member States: (1) a measure which allows to bring forward the auctioning of a part of the quantity of allowances to be auctioned; (2) a measure which allows to auction up to 25% of the remaining allowances in the New Entrants Reserve. So far, the Article 29a has never been triggered.

⁵⁸ Jeszke, R., & Lizak, S., (2021). Reflections on the Mechanisms to Protect Against Formation of Price Bubble in the EU ETS Market, Institute of Environmental Protection, Sciendo Vol. 32 No 2(88): 8-17.

Zidentyfikowaliśmy szereg koniecznych zmian zasad funkcjonowania rynku, jak np. poprawa monitoringu i nadzoru. Ponadto, środki rozwiązujące kwestię długoterminowej niepewności regulacyjnej i politycznej mogą wzmocnić przewidywalność sygnału cenowego i zoptymalizować koszty dekarbonizacji.

Środki te powinny zostać uzupełnione o bardziej strukturalne zmiany rynkowe wzmacniające stabilizację cen i nadmierną, krótkoterminową zmienność. Powinny one jednak zostać starannie dobrane, by chronić emitentów przed nadmiernymi kosztami uczestnictwa w rynku ETS i jednocześnie pozwolić EUA reagować na zmiany rynkowe.

Zidentyfikowaliśmy także potrzebę krótkoterminowych środków, ograniczających obrót giełdowy przynajmniej w okresach większej niepewności. Koszty i korzyści możliwych interwencji ws. tych ograniczeń powinny zostać przeanalizowane, gdyż argumenty na rzecz doraźnych środków w okresach niepewności i reform ETS (tak jak obecnie) mogą być silniejsze niż na rzecz stałych środków strukturalnych. Dodatkowo, wyrównanie kosztów dla emitentów może być użyte by je chronić i jednocześnie nie zakłócać sygnałów cenowych na rynku.

Zastrzeżenie

Poniższy raport został przygotowany przez Compass Lexecon (FTI Consulting SAS) dla Polska Grupa Energetyczna S.A. zgodnie z warunkami przewidzianymi w umowie z Klientem. FTI nie bierze żadnej odpowiedzialności lub zobowiązań (oprócz tych przewidzianych wobec Klienta zgodnie z treścią umowy) wynikających z treści raportu. FTI nie bierze odpowiedzialności za konsekwencje dla jakiejkolwiek osoby/podmiotu (z wyłączeniem Klienta na podstawie ww. warunków) działających lub powstrzymujących się od działania w związku z poniższym raportem, ani też odpowiedzialności za decyzje oparte na poniższej pracy. Raport zawiera informacje uzyskane z różnych źródeł. FTI nie bierze odpowiedzialności za weryfikację lub ocenę wiarygodności tych źródeł i podawanych przez nie informacji. Żadna część tego raportu nie może być uznana za poradę inwestycyjną, prawną, księgową czy podatkową lub za wnioski/rekomendacje dot. jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej lub strategicznej. FTI nie daje żadnemu podmiotowi żadnej bezpośredniej lub domniemanej gwarancji (poza tą dla Klienta, przewidzianą w umowie) dot. dokładności i rzetelności poniższego raportu. Wszelkie prawa autorskie i inne prawa własności związane z tym raportem pozostają zastrzeżone i należą do FTI.

Kontakt

Fabien Roques
Executive Vice President
FRoques@compasslexecon.com

Guillaume Duquesne
Vice President
GDuquesne@compasslexecon.com

Florian Bourcier
Economist
FBourcier@compasslexecon.com

Berlin

Kurfürstendamm 217
Berlin, 10719

Brussels

23 Square de Meeûs
Brussels, 1000

Copenhagen

Bredgade 6
Copenhagen, 1260

Düsseldorf

Kö-Bogen
Königsallee 2B
Düsseldorf, 40212

Helsinki

Unioninkatu 30
Helsinki, 00100

London

5 Aldermanbury Square
London, EC2V 7HR

Madrid

Paseo de la Castellana 7
Madrid, 28046

Milan

Via San Raffaele 1
Milan, 20121

Paris

22 Place de la Madeleine
Paris, 75008

Singapore

8 Marina View
Asia Square Tower 1
Singapore, 018960

Tel Aviv

Yigal Alon Street 114
Toha Building
Tel Aviv, 6744320

This report has been prepared by Compass Lexecon professionals. The views expressed in this report are the authors only and do not necessarily represent the views of Compass Lexecon, its management, its subsidiaries, its affiliates, its employees or clients. The report is based on information available to Compass Lexecon at the time of writing of the report and does not take into account any new information. We accept no responsibility for updating the report or informing any recipient of the report of any such new information. This report and its contents may not be copied or reproduced without the prior written consent of Compass Lexecon. All copyright and other proprietary rights in the report remain the property of Compass Lexecon and all rights are reserved. UK Copyright Notice © 2021 Compass Lexecon (a trading name of FTI Consulting LLP). All rights reserved