

13 settembre 2021

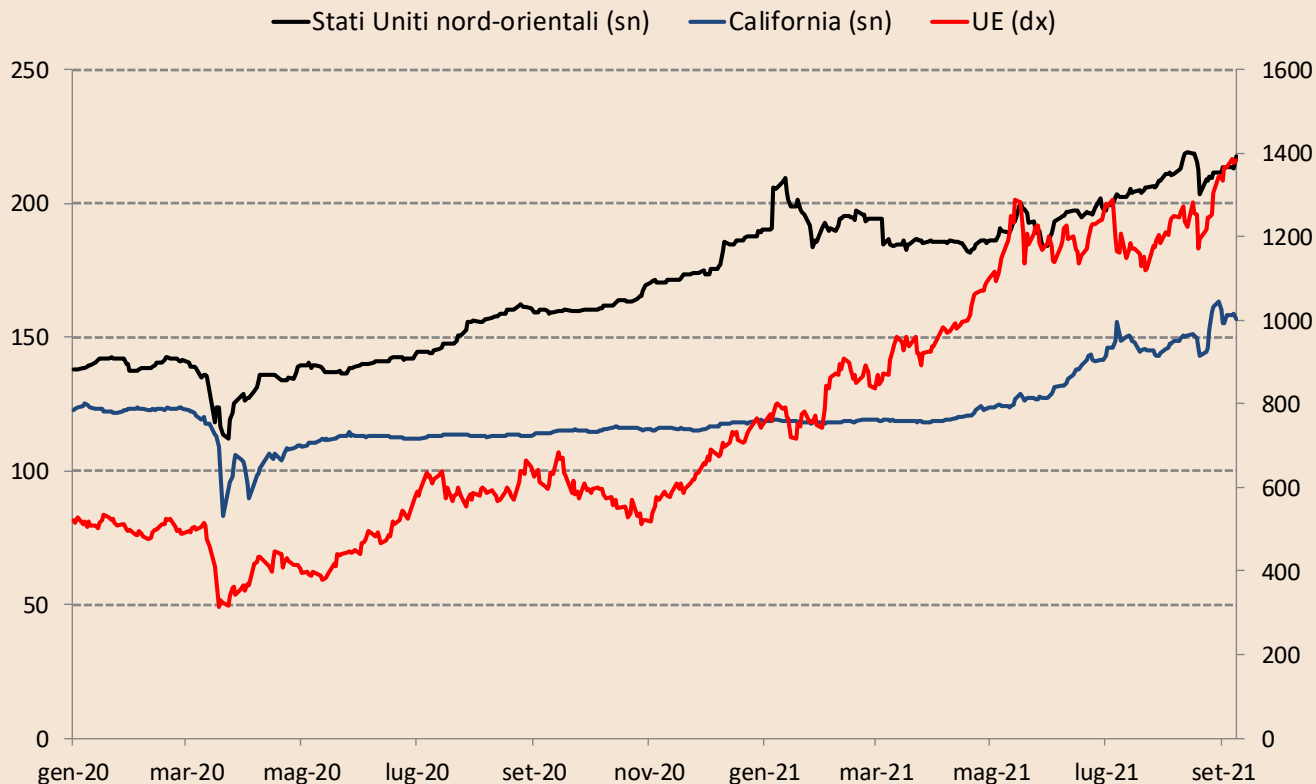
IL NUOVO BUSINESS DELLE QUOTE DI EMISSIONE

di Marcello Minenna

Tra gli alti e bassi del *Bitcoin* e delle altre cripto-valute, quest'anno un altro *asset* (non cripto) sta attirando sempre più l'attenzione degli investitori. Si tratta dei certificati di emissione di anidride carbonica (CO₂) come mostra l'andamento degli indici del mercato intercontinentale, l'ICE, basati sui *futures* relativi ai certificati delle principali aree geografiche (cfr. *Figura 1*).

Figura 1

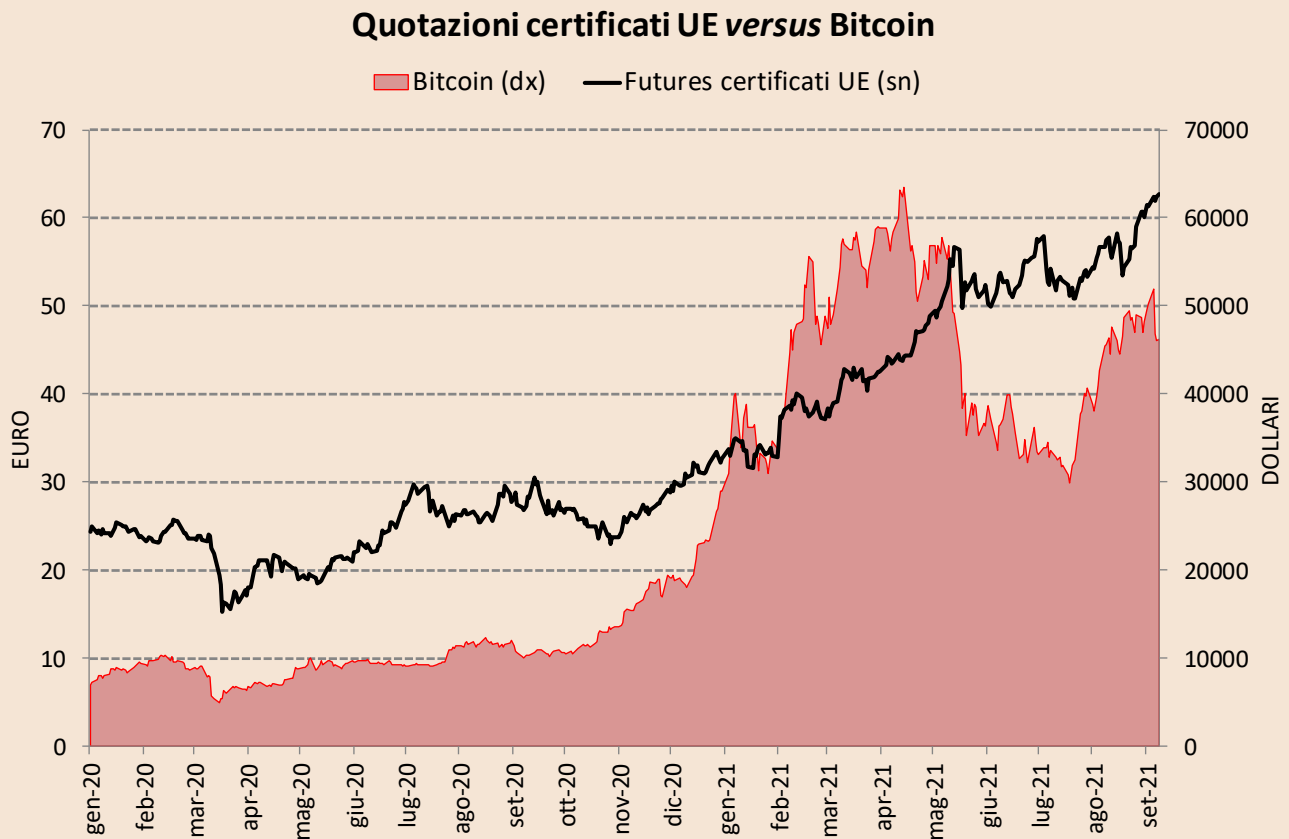
Andamento Indici ICE futures sui certificati di emissione nei principali mercati



Fonte: Bloomberg

A guidare il *rally* sono i prezzi delle quote di emissione dell'UE (c.d. EUA, acronimo di *European Allowances*) che nei primi 8 mesi del 2021 sono saliti da € 33 a € 62, registrando un apprezzamento di oltre l'80% che ha superato addirittura il +62% del *Bitcoin* (cfr. *Figura 2*).

Figura 2

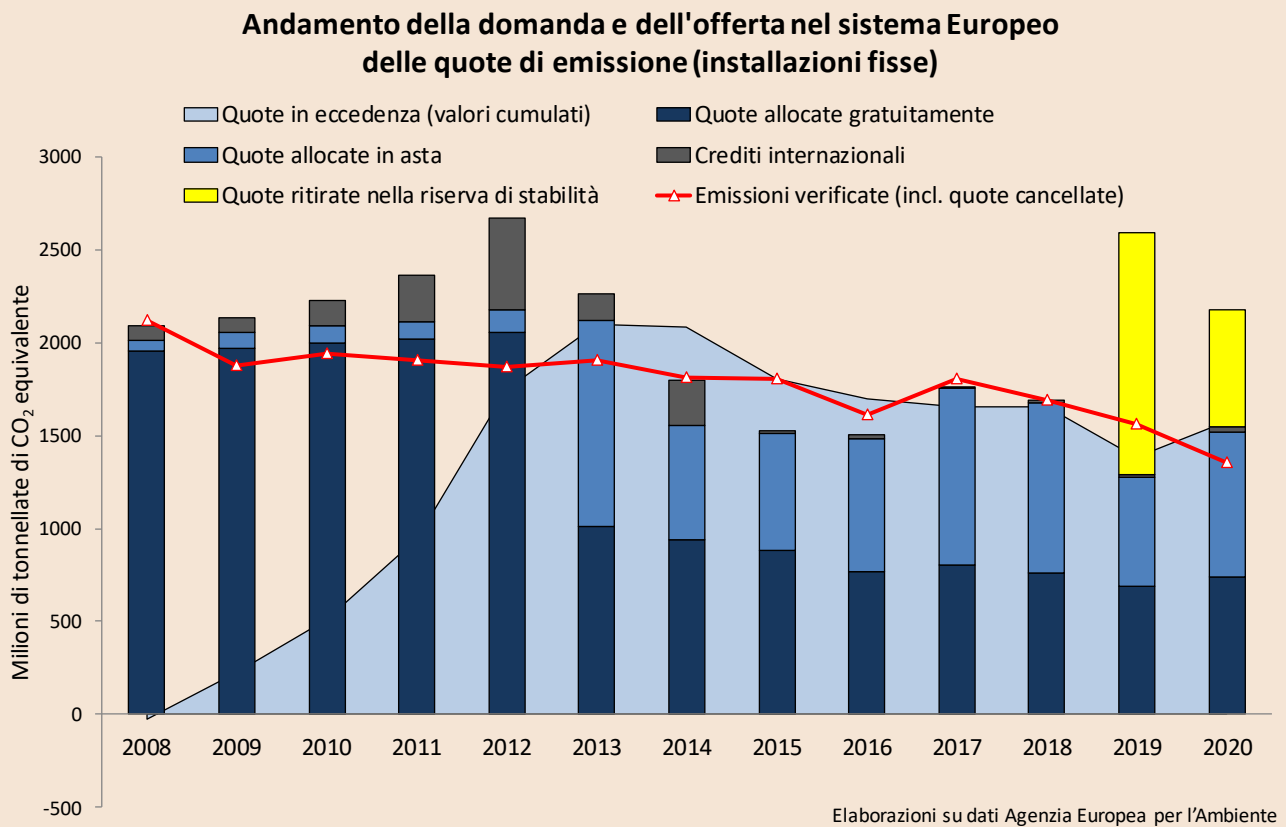


Fonte: Bloomberg

Nato nel 2005, il sistema europeo delle quote di emissione (*Emissions Trading System* o ETS) opera secondo una logica *cap & trade*, in cui si stabilisce un tetto (*cap*) al numero di quote che vengono messe a disposizione ogni anno per gli operatori appartenenti ai settori assoggettati (oltre 15000 installazioni fisse e, dal 2012, anche l'aviazione commerciale). Dato tale vincolo, ogni operatore deve restituire annualmente un numero di quote pari alle emissioni prodotte per evitare pesanti multe. Chi si trova in deficit, può acquistare le quote mancanti in asta (da uno degli Stati membri dell'UE) o sul mercato da operatori che si trovino in surplus o da soggetti terzi abilitati.

Fino al 2012 il sistema ha faticato a decollare per via della crescita costante dei certificati in eccedenza (molti dei quali peraltro assegnati a titolo gratuito) e del *cap* troppo alto. Dal 2013 (inizio della Fase 3, conclusasi nel 2020) il mercato ha cominciato ad ingranare principalmente a causa del ridimensionamento dell'offerta (specie quella di quote a titolo gratuito) e della previsione di una riserva di stabilità che dal 2019 assorbe il 24% delle quote in eccedenza (cfr. *Figura 3*).

Figura 3



Proprio la riserva di stabilità ha contribuito al rincaro verificatosi nel triennio 2018-2020 (gli operatori hanno infatti cominciato a tesaurizzare i certificati in anticipo rispetto all'inizio effettivo della riserva), durante il quale il prezzo è passato da € 8 a € 32.

L'impennata dei certificati UE

Alla base della straordinaria performance di quest'anno c'è invece la decisione dell'UE (aprile 2021) di alzare dal 40% al 55% il target sulla riduzione di gas serra entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990 (anno di riferimento del protocollo

di Kyoto). Per perseguire questo ambizioso obiettivo lo scorso 14 luglio la Commissione Europea ha presentato una proposta normativa (c.d. *fit-for-55*) che – oltre a prevedere lo stop completo alle auto inquinanti dal 2035 – contiene un ricco pacchetto di misure che darebbero un'ulteriore stretta all'ETS europeo.

La proposta di Bruxelles prevede l'estensione del sistema delle quote al settore del trasporto marittimo e l'innalzamento dell'obiettivo di riduzione delle emissioni dei settori interessati dal 43% al 61% entro il 2030 rispetto ai livelli del 2005, anche tenuto conto che in pratica il target del 43% è stato già raggiunto con 10 anni di anticipo. A tal fine, il *fit-for-55* propone di abbassare ulteriormente il limite massimo alle quote offerte annualmente ai settori ETS durante la Fase 4 del mercato iniziata nel 2021. A partire dall'anno successivo all'entrata in vigore della nuova regolamentazione il ritmo di riduzione annuale del *cap* (pari all'1,74% nella Fase 3) dovrebbe essere portato al 4,2% rispetto al 2,2% originariamente previsto. Inoltre vi dovrebbe essere anche una riduzione *una tantum* del *cap* per fare in modo che l'effetto finale della riforma sia lo stesso che si sarebbe avuto se fosse partita quest'anno.

Negli ultimi tempi il surriscaldamento dell'ETS Europeo ha cominciato ad attirare anche operatori estranei ai settori coperti dal sistema. Si tratta di investitori e trader (specie quelli specializzati in *commodities*) che assumono posizioni lunghe nell'aspettativa di conseguire profitti. Tra questi ci sono colossi come Royal Dutch Shell e Glencore, quest'ultima in cerca di rivalsa dopo che nel 2020 ha dovuto rivedere al ribasso di quasi 1 miliardo di \$ il valore delle proprie attività in Colombia per via del ridimensionamento della domanda di carbone dell'UE.

Un mercato globale in forte espansione

Il business delle emissioni fa gola a molti anche perché non è limitato alla sola UE. Paesi come Nuova Zelanda, Corea del Sud, Canada e California hanno i propri sistemi di scambio delle quote già da diversi anni e molti altri si sono appena affacciati sul mercato o meditano di farlo a breve. Dopo il divorzio dall'Unione Europea, il Regno Unito ha avviato un proprio sistema di trading e

dallo scorso maggio sono iniziate le negoziazioni di *futures* legati ai certificati UK, con quotazioni che per ora seguono a stretta distanza quelle dei certificati UE. A luglio anche la Cina ha lanciato il proprio mercato nazionale delle quote di emissione che si aggiunge (e forse soppianderà) a quelli operativi da diversi anni in varie regioni del paese. E anche negli USA – che con Biden sono rientrati nell’Accordo di Parigi sul clima – potrebbe arrivare presto la svolta verso un sistema federale per il trading delle quote.

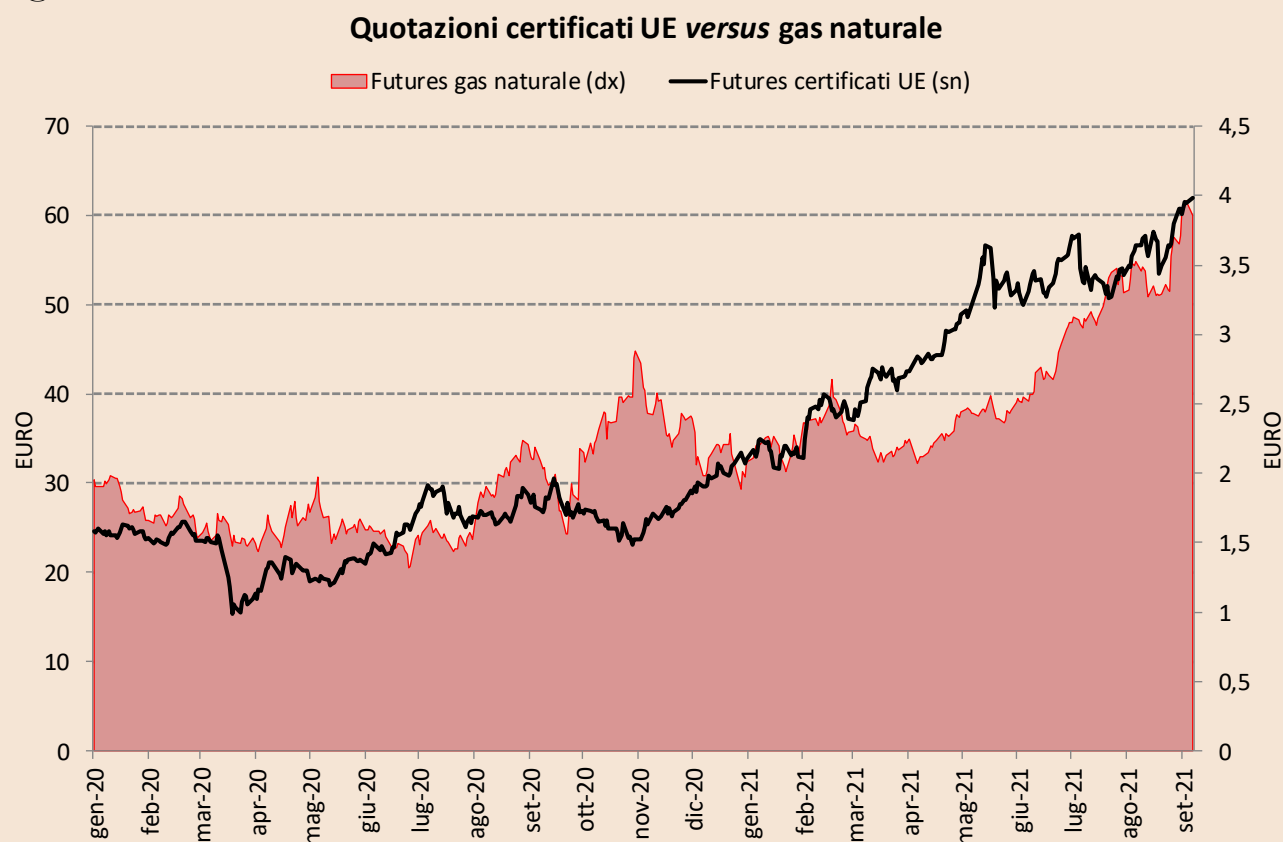
Le prospettive per il mercato globale dell’anidride carbonica sono estremamente favorevoli: nel 2020 il suo valore ha raggiunto i 238 miliardi di € (+23% su base annuale) e i volumi scambiati sono arrivati a 10,3 miliardi di tonnellate di certificati contro gli 8,7 del 2019. Secondo alcuni analisti per il 2050 questo mercato raggiungerà la cifra *monstre* di 22 mila miliardi di € e dovrebbe sorpassare quello del mercato del petrolio già entro fine decennio.

Al momento il mercato UE risulta il più liquido e sviluppato (rappresentando quasi il 90% del valore globale) e sull’onda della stretta proposta dalla Commissione Europea i prezzi delle quote potrebbero raggiungere i 90-100 € entro il 2030, o probabilmente prima. Nel 2020 a causa della pandemia le emissioni UE sono crollate dell’11% rispetto all’anno precedente ma già per quest’anno ci si attende un rimbalzo significativo con la ripartenza delle attività economiche. Considerando anche il progressivo calo dell’offerta, il numero di quote in eccedenza rischia di prosciugarsi rapidamente specie se quelle accumulate nella riserva di stabilità dovessero essere cancellate in tutto o in parte.

In teoria, in un mercato ben funzionante, il prezzo dei certificati dovrebbe convergere verso il costo-opportunità delle emissioni pari alla differenza tra il costo di produrre una data quantità di energia con fonti “pulite” e quello di produrre la stessa quantità di energia coi combustibili fossili. Ciò spiega peraltro il recente boom di investimenti nelle tecnologie di *carbon capturing & storing* che consentono di catturare e conservare l’anidride carbonica imprigionandola nel sottosuolo per diversi secoli.

Resta da capire se e come si verificherà questa convergenza. Gli interessi in gioco sono numerosi – come sempre accade quando si parla dell’energia – e si intrecciano con le dinamiche di mercato delle diverse fonti energetiche. Ad esempio, la recente *escalation* delle quotazioni del gas naturale – un combustibile che genera circa il 50% di CO₂ in meno del carbone – risulta ampiamente sovrapponibile a quella dei certificati UE, perché la preoccupazione per un inasprimento delle regole nell’ETS europeo sta favorendo un riposizionamento verso il gas naturale proprio in un momento in cui ci sono restrizioni nell’offerta proveniente dalla Russia e le scorte appaiono sottodimensionate a poca distanza dalla stagione fredda (cfr. *Figura 4*).

Figura 4



Fonte: Bloomberg

Intanto la rapida ascesa dei prezzi dei permessi di emissione sta permettendo ai paesi UE di incrementare le entrate realizzate con le aste. Tra il 2012 e il 2017 gli introiti sono stati pari a € 21 miliardi e sono cresciuti sensibilmente nel

triennio successivo arrivando intorno a 14 miliardi sia nel 2018 che nel 2019 e a 19,2 miliardi nel 2020 per un totale cumulato di quasi 70 miliardi. In prospettiva un ulteriore incremento degli incassi potrebbe venire dalla creazione (anch'essa proposta lo scorso luglio) di un sistema separato di scambio delle quote di emissione per settori ancora non coperti come quello della distribuzione del carburante per il trasporto su strada e per gli edifici.

Il problema di una transizione equa

Nelle intenzioni della Commissione Europea queste somme dovranno essere usate per mitigare l'effetto dei costi della transizione *green* sui cittadini più vulnerabili, le piccole imprese e gli utenti dei trasporti attraverso la creazione di un Fondo Sociale per il Clima e per aumentare la capacità di fuoco di fondi già esistenti incluso quello per la modernizzazione degli Stati membri a basso reddito.

I paesi più dipendenti dai combustibili fossili come la Polonia, la Repubblica Ceca o l'Ungheria sono anche tra i maggiori beneficiari dei fondi stanziati da *Next Generation EU*, la cui dotazione sarà destinata almeno per il 37% (pari a € 268 miliardi) proprio al perseguimento degli obiettivi climatici dell'UE.

Ciononostante, le risorse complessivamente allocate ai paesi dell'est Europa potrebbero non bastare a garantire un deciso impegno dei relativi governi per arrivare ad azzerare le emissioni entro il 2050. Del resto, anche gli altri Stati membri dovranno sopportare un notevole onere socio-economico in nome del *green deal*, dall'aumento della bolletta energetica (pensiamo al movimento dei *gilet gialli* scatenato dall'ipotesi di un aumento delle tasse sul carburante in Francia) allo svantaggio competitivo di molte industrie europee rispetto a concorrenti di paesi meno virtuosi in materia di clima.

La *carbon tax* europea

Proprio su quest'ultimo tema si innesta un'altra misura contenuta nel piano *fit-for-55*. Si tratta dell'istituzione di una tassa sulle importazioni UE di elettricità, cemento, alluminio, fertilizzanti e prodotti siderurgici (c.d. *carbon border adjustment mechanism* o CBAM). Lo scopo principale è tutelare i settori Europei assoggettati all'ETS dallo svantaggio competitivo derivante dalle politiche climatiche più ambiziose adottate dall'Europa rispetto ai paesi extra-UE. In gergo, si parla di '*carbon leakage*' per indicare la possibilità che i beni UE siano sostituiti da beni esteri più convenienti anche se più inquinanti, ma anche l'eventualità che le aziende UE trasferiscano oltre confine la produzione inquinante per bypassare i vincoli sulle emissioni.

Operativamente ogni anno gli importatori Europei dovrebbero acquistare una quantità di certificati CBAM (il cui prezzo dipenderebbe ovviamente da quello delle EUA) corrispondente all'anidride carbonica incorporata nei beni da loro importati l'anno precedente, deducendo però la parte che è stata già pagata nei paesi produttori in cui esiste una *carbon tax*. Il meccanismo dovrebbe entrare in vigore nel 2026 e sostituirebbe progressivamente le quote assegnate gratuitamente agli operatori domestici proprio per prevenire il *carbon leakage*, che saranno dismesse tra il 2026 e il 2035.

Come prevedibile molti partner commerciali dell'UE (tra cui la Cina che è il maggior esportatore di beni verso l'Europa oltre che il 1° paese al mondo per emissioni di CO₂ con una quota prossima al 30% del dato globale) non hanno gradito la proposta di Bruxelles e l'hanno etichettata come una misura protezionista sottolineandone l'incompatibilità con le regole dell'Organizzazione Mondiale del Commercio.

In realtà, almeno nel disegno attuale, lo schema elaborato dalla Commissione Europea non appare particolarmente penalizzante per gli Stati extra-UE. La deducibilità dell'eventuale tassa sul carbone pagata nei paesi produttori rende l'imposta Europea facilmente aggirabile. Ad esempio, un'azienda di Stato cinese potrebbe versare al proprio governo (e, quindi, sostanzialmente a se stessa) la

tassa locale sulle emissioni permettendo all'importatore UE di ridurre o persino azzerare i propri oneri fiscali da CBAM. Anche tralasciando simili forme di elusione, occorre inoltre considerare il pericolo concreto che la tassa venga traslata sui consumatori europei tramite aumento dei prezzi dei beni finali. Uno studio recente dei due *think tank* climatici Sandbag e E3G conclude che proprio per questo motivo i costi netti per i paesi extra-UE sarebbero trascurabili, nell'ordine di poche decine di milioni di euro l'anno per gli USA e qualche centinaio per la Cina.

Queste considerazioni mettono in luce la difficoltà di affrontare seriamente il problema della riduzione/eliminazione delle emissioni di sostanze inquinanti attraverso iniziative unilaterali. In relazione alla *carbon tax* europea è auspicabile una riflessione approfondita per approdare a una soluzione che permetta di minimizzare le esternalità negative su imprese e consumatori. Da un punto di vista più ampio è poi evidente che gli sforzi dell'Europa (responsabile dell'8% delle emissioni mondiali) non basteranno ad affrontare adeguatamente il problema del cambiamento climatico se non ci sarà un'azione coordinata a livello globale.

Un *floor* al prezzo della CO₂

A [ribadirlo](#) è stato lo scorso giugno anche il Fondo Monetario Internazionale, evidenziando come il *carbon pricing* sia al centro delle sue discussioni coi paesi membri in materia di politiche climatiche e come esso debba «*essere supportato da un più ampio pacchetto di misure per migliorarne l'efficacia e l'accettabilità*». In questa prospettiva il Fondo propone l'adozione di un nuovo accordo internazionale (in affiancamento a quello di Parigi) per fissare un valore minimo (*floor*) al prezzo dell'anidride carbonica così da favorirne la convergenza verso il livello di equilibrio stimato per il 2030 (almeno \$ 75 a tonnellata). Una simile iniziativa dovrebbe partire dai maggiori emittenti di anidride carbonica (Cina, USA, India e UE) in modo da avviare un'azione collettiva di contrasto al cambiamento climatico capace di mettere sotto controllo le preoccupazioni per la competitività e che potrebbe gradualmente estendersi ad altri paesi. L'idea è la

stessa alla base dell'ipotesi di introduzione di un'[aliquota minima globale sui redditi d'impresa](#), e come quest'ultima scaturisce dalla progressiva presa d'atto che per assicurare alla globalizzazione quel livello di equità indispensabile a renderla sostenibile è necessaria un'armonizzazione internazionale sull'entità di determinate variabili economiche.

Mancano ormai poche settimane alla prossima Conferenza sul Clima delle Nazioni Unite dove sicuramente si discuterà del recente apprezzamento dei certificati di emissione e della proposta del FMI. L'auspicio è che i *policy-makers* dei vari paesi arrivino a una posizione condivisa per evitare che la questione climatica si tramuti in speculazione e in un aumento delle disparità sociali ed economiche e per non perdere di vista il vero obiettivo che ha molto a che fare con la vita e la stessa sopravvivenza nostre e delle generazioni future.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e Monopoli
@MarcelloMinenna
Le opinioni espresse sono strettamente personali