



ANALIZA SKUTECZNOŚCI PROGRAMU „MAKER-TAKER”

OKRES OD 1 STYCZNIA DO 30 CZERWCA 2019 R.

Towarowa Giełda Energii S.A. (TGE) uruchomiła z początkiem stycznia 2019 r. pilotażowy program wspierania płynności w obrocie instrumentami terminowymi z dostawą energii elektrycznej. Program ten był elementem szerokiej oferty w ramach nowego modelu wspierania płynności obrotu giełdowego, opartego przede wszystkim o nowy model animowania rynku. Było on również wynikiem konsultacji prowadzonych przez TGE z uczestnikami obrotu.

Poprawa płynności obrotu kontraktami terminowymi z dostawą energii elektrycznej miała zostać w ramach Programu „Maker-Taker” (dalej: program) osiągnięta poprzez doprowadzenie do zawężenia różnic pomiędzy najlepszymi zleceniami sprzedaży i kupna (spreadów rynkowych). Miało do tego prowadzić zwiększenie aktywności uczestników obrotu, dla której motywacją było zmniejszenie opłat transakcyjnych o 50%, o ile tylko dany podmiot był w danej transakcji inicjatorem, tj. złożył lub zmodyfikował zlecenie prowadzące do transakcji jako pierwsza spośród dwóch stron tej transakcji. Obniżenie opłat transakcyjnych uzupełnione zostało analogicznym obniżeniem opłat za rejestrację pozycji w Izbie Rozliczeniowej Giełd Towarowych S.A. (opłaty rozliczeniowe).

Program obowiązywał w pierwszej połowie br. dla obrotu instrumentami terminowymi na energię elektryczną w notowaniach ciągłych i z ograniczeniem do działalności na rachunek własny. Jego skuteczność miała zostać oceniana w okresach kwartalnych i opierać się na analizie następujących statystyk:

- a) wolumenu obrotu - łącznego oraz poszczególnych uczestników - z uwzględnieniem efektywności obowiązku publicznej sprzedaży energii elektrycznej,
- b) udziału procentowego wolumenu transakcji zawieranych jako inicjator dla poszczególnych uczestników,
- c) średnich spreadów rynkowych dla poszczególnych instrumentów.

Kluczowym aspektem analizy miało być porównanie średnich spreadów i wolumenów obrotu dla poszczególnych instrumentów w okresie obowiązywania programu z analogicznymi statystykami dla tych samych serii instrumentów w analogicznym okresie roku 2018. Oznaką skuteczności programu miało być współwystępowanie w roku obowiązywania programu niższych średnich spreadów i wyższych wolumenów obrotu względem analogicznego okresu roku 2018, ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów o najwyższym wolumenie obrotu. W przypadku, gdyby niższe wolumeny obrotu były uzasadnione przez inne czynniki rynkowe, oczekiwaną oznaką skuteczności programu miało być samo obniżenie średnich spreadów.

W związku ze ścisłym związkiem, w jakim należy rozpatrywać statystyki z punktów a) i c), podsumowanie ich analiz zostało przedstawione łącznie w części 1. W części 2 przedstawione zostało podsumowanie analiz statystyk z punktu b), a w części 3 podsumowanie całej analizy programu wraz z informacją o decyzji TGE co do jego przyszłości.

Najważniejszą statystyką służącą do oceny skuteczności programu jest zgodnie z jego Regulaminem średni spread rynkowy. Był on przez TGE obliczany zgodnie z metodologią Agencji ds. Współpracy Organów Regulacji Energetyki (ACER), tj. m.in. przy maksymalnym czasie pomiędzy kolejnymi analizowanymi tabelami zleceń wynoszącym maksymalnie 15 minut. Interwał ten był w analizach TGE znacznie krótszy i wynosił 60 sekund. Spread za okres dłuższy niż dzień wyznaczany jest w tej metodologii jako średnia arytmetyczna spreadów dziennych, natomiast spread dzienny jako średnia arytmetyczna spreadów w poszczególnych tabelach zleceń na sesji.

Analiza przygotowana przez Towarową Giełdę Energii obejmuje zarówno spready bezwzględne (w zł/MWh), jak i względne (procentowe - różnica cen podzielona przez cenę najlepszego zlecenia kupna). Ujęcie względne ma znaczenie szczególnie w kontekście wzrostów cen w roku ubiegłym, lecz za ważniejsze uznajemy porównanie bezwzględne, które jest zgodne z interpretacją spreadu jako kosztu.

Regulamin programu nakazuje zbadanie współwystępowania niższych średnich spreadów i wyższych wolumenów obrotu względem analogicznego okresu roku 2018, ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów o najwyższym wolumenie obrotu. Warunki te spełnia naszym zdaniem analiza grupy siedmiu najważniejszych serii instrumentów RTT energii elektrycznej, nazwanej na użytek niniejszej analizy „7s”. Poprzez tę grupę zagregowane zostały zmiany średnich spreadów dotyczące ok. 95% wolumenu obrotu na rynku instrumentów terminowych na energię elektryczną notowanych na TGE. Poziom ok. 95% dotyczy zarówno okresu pierwszej połowy roku bieżącego, jak i pierwszej połowy oraz całego roku 2018. W każdym z tych trzech okresów lista owych siedmiu serii instrumentów, dla których odnotowano najwyższy wolumen obrotu na RTT energii elektrycznej, zawierała te same serie - pierwsze dwie serie typu BASE_Y, pierwsze trzy BASE_Q, pierwsze serie BASE_M i PEAK5_Y+1.

Analizując grupę „7s” przy wykorzystaniu udziałów poszczególnych serii w rynku w całym roku 2018 jako wag dla obliczenia średniego spreadu, uzyskano porównywalne dla różnych okresów wartości średnich spreadów, które stanowią jednocześnie statystykę podsumowującą ogół rezultatów funkcjonowania programu w zakresie zawężenia spreadów.

Podsumowanie analiz „7s”, wraz ze zmianami wolumenu obrotu na całym RTT energii elektrycznej, przedstawia poniższa tabela. Zmiany wolumenu obrotu wyrażone są w MWh bądź procentowo, a zmiany średnich spreadów w zł/MWh (kolumny z lewej strony) bądź w liczbie punktów procentowych (kolumny z prawej strony).

okres	zmiana wolumenu obrotu		zmiana spreadu „7s”		zmiana wolumenu obrotu „7s”	
Q1	2 482 546	7,5%	1,87 zł	0,47	4 177 195	14,2%
Q2	-3 769 399	-7,8%	-1,03 zł	-0,63	-4 554 359	-9,9%
H1	-1 286 853	-1,6%	0,44 zł	-0,07	-377 164	-0,5%

Średni spread bezwzględny (w zł/MWh) wzrósł dla grupy „7s” w odniesieniu do całego półrocza o 0,44 zł/MWh, do poziomu 2,48 zł/MWh. Spread ten został zawężony r/r w drugim kwartale, na co istotny wpływ miały jednak naszym zdaniem zmiany w animowaniu rynku, które zaszły na przełomie pierwszego i drugiego kwartału tego roku, a także w drugim kwartale roku ubiegłego. Obniżenie spreadu w drugim kwartale nie doprowadziło ponadto do zwiększenia w tym czasie wolumenu obrotu r/r (spadek wolumenu dla „7s” o 9,9%, a dla całego RTT energii elektrycznej o 7,8%).

Dalsza ocena zmian spreadów i wolumenów obrotu zawarta została w części 3 analizy.

CZĘŚĆ 2

PODSUMOWANIE ANALIZY ZMIAN W INICJOWANIU TRANSAKCJI DLA POSZCZEGÓLNYCH CZŁONKÓW GIEŁDY

Przeciętna zmiana udziału „Maker” (udział wolumenu transakcji inicjowanych w całości wolumenu transakcji zawartych dla danego konta ewidencyjnego Członka Giełdy) była (w liczbie punktów procentowych) dodatnia zarówno dla porównania z pierwszym półroczem roku 2018 (+1,5), jak i dla porównania z całym rokiem ubiegłym (+0,5). Wskazuje to na wzrost inicjowania transakcji głównie wśród podmiotów o mniejszym udziale w rynku. Potwierdzają to dane widoczne w poniższej tabeli, gdzie udział „Maker” zestawiono z udziałem w wolumenie obrotu RTT energii elektrycznej w danym z trzech okresów:

udział w rynku	udział „Maker” w I-VI 2019	udział „Maker” w I-VI 2018	udział „Maker” w I-XII 2018
do 3%	58,6%	49,9 %	45,5%
<3%;6%	41,0%	40,0%	50,4%
6% i więcej	52,6%	55,1%	53,5%

Wśród 10 podmiotów, dla których odnotowano największy wzrost udziału „Maker” r/r, 7 miało udział w rynku niższy niż 3%, z czego dla 5 udział ten był niższy niż 1%. Dwa z tych dziesięciu przypadków dotyczyły działalności maklerskiej, której program nie dotyczył.

Powyższe dane wskazują na brak dużych zmian w strukturze inicjowania transakcji w podziale na Członków Giełdy. Najważniejszą zmianą jest zauważalny wzrost inicjowania rynku po stronie podmiotów o stosunkowo niewielkim udziale w obrocie giełdowym, co może wskazywać na większą motywację tych uczestników do obniżania opłat transakcyjnych i rozliczeniowych poprzez większą aktywność na rynku.

CZĘŚĆ 3

PODSUMOWANIE ANALIZY SKUTECZNOŚCI PROGRAMU

Analiza skuteczności programu „Maker-Taker”, rozumianej jako analiza jego wpływu na płynność obrotu giełdowego przeprowadzona ze szczególnym uwzględnieniem analizy zmian średnich spreadów rynkowych dla instrumentów o najwyższym wolumenie obrotu, określona została jako podstawa dla decyzji Zarządu TGE o rezygnacji z programu, przedłużeniu jego funkcjonowania lub jego modyfikacji.

Średnie spready istniejące na instrumentach objętych programem w pierwszym półroczu br. nie uzasadniają tezy o skuteczności programu. W pierwszym kwartale zmiany w zakresie spreadów były wyraźnie negatywne, lecz stopniowo następowała w tym zakresie poprawa, czego świadectwem były pozytywne zmiany r/r w drugim kwartale oraz nieznaczna poprawa spreadu względnego w perspektywie całego pierwszego półrocza. Zmiana spreadu wyrażonego w zł/MWh była jednak w tym ujęciu negatywna, stąd porównanie podstawowej statystyki nie pozwala ocenić programu istniejącego w kształcie z pierwszego półrocza br. jako skutecznego.

Zmiany spreadów należy rozpatrywać w kontekście zmian wolumenu obrotu, które powinny być z nimi - tj. ze zmniejszeniem spreadów - skorelowane pozytywnie. Korelacja ta nie jest jednak widoczna w perspektywie całego rynku, tj. grupy „7s” w okresach kwartalnych. Pomimo wzrostu spreadów r/r w kwartale pierwszym osiągnięto wzrost wolumenu obrotu, który to zmalał w kwartale drugim, kiedy zmiany średnich spreadów były z kolei pozytywne. Negatywna ocena korelacji

pomiędzy spreadami a obrotem dokonana na podstawie danych kwartalnych nie spowoduje jednak automatycznie zarzucenia przez TGE starań o obniżenie spreadów rynkowych. Statystyka ta należy do kluczowych wskaźników obrazujących płynność obrotu, a umiarkowana korelacja pomiędzy nią a wskaźnikami obrotu daje się zauważyć w wybranych okresach również dla najważniejszych instrumentów notowanych na TGE.

Analiza zmian wolumenu obrotu powinna być zgodnie z Regulaminem programu dokonywana z uwzględnieniem efektywności obowiązku publicznej sprzedaży. Obecnie brakuje wszystkich informacji potrzebnych do oceny zmian efektywnego poziomu tego obowiązku, lecz zmiany w prawie dokonane w tym zakresie w drugiej połowie roku 2018 powinny doprowadzić naszym zdaniem do jego wzrostu. Rzetelna ocena zmian w obrotach wymaga także uwzględnienia takich czynników jak niepewność co do innych zmian w prawie czy też znaczna zmienność cenowa w obliczu wzrostów cen w roku ubiegłym. Nie mniej jednak wnioskując na podstawie wszystkich powyższych czynników, uważamy oczekiwanie wzrostu obrotów r/r za uzasadnione.

Innym czynnikiem wpływającym na płynność obrotu giełdowego, wraz z którym należy oceniać skuteczność programu, jest animowanie rynku. Czynnik ten oceniamy obecnie jako pierwszorzędny w tym zakresie, choć ocena jego wpływu jest utrudniona m.in. przez istotne zmiany w tym zakresie na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy. Poniższa tabela pokazuje średnie miesięczne statystyki dotyczące spreadów w grupie „7s” oraz wolumenu obrotu na RTT energii elektrycznej.

okres	średni miesięczny spread "7s" (zł/MWh)	wolumen obrotu RTT (TWh)
2018.01-2019.06	2,79	15,48
animowanie	1,72	13,73
brak animowania	3,64	16,88
2019.01-2019.06	2,45	13,38

Statystyki te dotyczą średnich z wartości miesięcznych, stąd zauważyć można drobną różnicę względem wartości dla „7s” dla całego półrocza łącznie wskazanej w części 1 (2,45 vs. 2,48 zł/MWh). Obliczanie średnich z poszczególnych średnich miesięcznych związane jest z miesięcznym rozliczeniem wypełniania obowiązku animatora rynku na TGE. W kategorii „animowanie” uwzględniono tylko te miesiące, w których przynajmniej jeden animator rynku działający na RTT energii elektrycznej wypełnił swój obowiązek w tym zakresie. Warto zauważyć również, że statystyka uwzględniająca także dni wolne od animowania jeszcze pogłębiłaby różnicę pomiędzy kategorią „animowanie” a „brak animowania”. Nawet bez uwzględnienia tychże dni wolnych widoczny jest w okresie ostatnich 18 miesięcy spread ponad dwukrotnie niższy w warunkach animowania w porównaniu do miesięcy bez niego. Przez uwzględnienie w analizie drugiego półrocza 2018 roku widoczny jest także stosunkowo wąski spread średni w ostatnich sześciu miesiącach br., kiedy obowiązywał program „Maker-Taker”. Różnica ta jest jednak znacznie mniejsza niż przy porównaniu miesięcy z i bez animowania. Należy przy tym dodatkowo uwzględnić fakt, iż w pierwszym kwartale, tj. bez animowania rynku, spread był szerszy zarówno r/r, jak i w porównaniu do całego roku 2018.

Analiza wskazuje zatem, iż animowanie rynku jest znacznie skuteczniejszą metodą poprawy płynności niż program „Maker-Taker”, o ile analizujemy sytuację na rynku w ostatni 18 miesiącach oraz o ile skupiamy się na 7 instrumentach stanowiących ok. 95% wolumenu obrotu. Rezultaty lepsze z perspektywy oceny skuteczności programu daje analiza zmian spreadów w odniesieniu do liczby serii instrumentów RTT energii elektrycznej, które zobrazowaliśmy w poniższej tabeli:

okres	udział serii ze zmniejszonym spreadem w zł/MWh	udział serii ze zmniejszonym spreadem względnym
Q1	9,8%	39,0%
Q2	91,8%	95,9%
H1	69,4%	87,8%

Na podstawie analizy zmian spreadów w zakresie liczby instrumentów wśród wszystkich 72 notowanych serii można, uwzględniając fakt negatywnej oceny skuteczności programu w zakresie grupy „7s”, ocenić program jako skuteczny w zakresie zawężenia spreadów dla mało płynnych serii instrumentów terminowych. Ocena ta wymaga potwierdzenia w okresie dłuższym niż sześć miesięcy, stąd program może być kontynuowany wyłącznie na czas określony i przy planach kolejnych cokwartalnych analiz służących weryfikacji jego skuteczności.

Analiza grupy „7s”, obejmującej instrumenty o najwyższym wolumenie obrotu, w dużej mierze dotyczy także serii o najwyższej płynności, mierzonej m.in. średnią dzienną liczbą zawartych kontraktów czy też udziałem sesji, w trakcie których doszło do zawarcia transakcji. Wnioskujemy o niskiej skuteczności programu w odniesieniu do serii instrumentów o wyższej płynności, a zarazem o istotnym potencjale programu w zakresie poprawy płynności pozostałych serii. Ma to związek z trudnością pozyskania obecnie animatorów rynku działających na mało płynnych instrumentach. Poprawa tego aspektu będzie również celem działań TGE w zakresie modyfikacji modelu animowania rynku, lecz obecnie to w tym obszarze widzimy przestrzeń dla programu „Maker-Taker”. Animowanie traktujemy obecnie przede wszystkim jako potencjalny lub realny czynnik poprawy płynności w obrocie instrumentami o wyższej płynności.

Na podstawie niniejszej analizy TGE decyduje o modyfikacji programu „Maker-Taker” poprzez wyłączenie wybranych serii instrumentów, zgodnie z nowym Regulaminem programu. Opłata transakcyjna dla strony inicjującej zgodnie z nowym regulaminem zostanie obniżona do 25% opłaty podstawowej. Program w zmodyfikowanym kształcie obowiązywał będzie w okresie od 1 sierpnia do 31 grudnia 2019 r.

