

- Uprawnienia najdroższe od lipca, osiągają poziom 75 EUR/t
- Gaz w trendzie bocznym powyżej 31 EUR/MWh

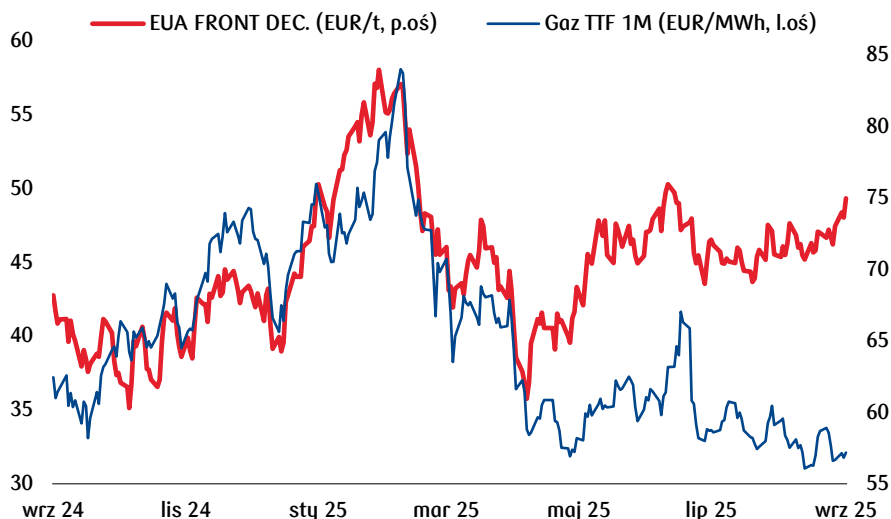
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

Uprawnienia do emisji CO₂ (EUA) zakończyły sierpień na poziomie 73 EUR/t, w ujęciu m/m zanotowały symboliczny wzrost (poniżej 1%, podobnie jak np. indeks STOXX Europe 600). Od czerwca do sierpnia benchmark Dec'25 oscylował wokół 200-dniowej średniej kroczącej, przebiegającej ostatnio na poziomie 71,8 EUR/t. Korelacja notowań CO₂ i gazu, zazwyczaj pozytywna, była w minionych tygodniach zmienna: benchmark TTF 1M w sierpniu potaniał o ponad 10% i ustanowił tegoroczne minimum na poziomie 30,3 EUR/MWh. Rynek po spotkaniu D. Trumpa z W. Putinem osłabiły oczekiwania co do powrotu jeszcze w tym roku dostaw paliwa gazociągami z Rosji do Europy.

Na początku września uprawnienia zdrożały do 75 EUR/t, jednak nadal poruszają się w granicach rozpoczętego niemal cztery miesiące temu trendu bocznego 68,7-76,8 EUR/t. Według specjalistów z LSEG (dawny Reuters) do aprecjacji mogły się przyczynić zakupy „last minute” ze strony sektorów przemysłowego i transportu morskiego. Ocenia się, że większość instalacji objętych systemem EU ETS już zabezpieczyła swoje pozycje przed upływającym 30 września terminem rozliczenia emisji za rok 2024. Wrzesień przez minione trzy lata zresztą był spadkowy – nawet roku temu, mimo przesuniętego z 30 kwietnia terminu rozliczenia emisji, benchmark EUA stracił w tym miesiącu niemal 7% (gaz był na minusie 2%).

Ożywienie notowań CO₂ po spokojnym sierpniu, osiągnięty – nadal w ramach trendu bocznego – poziom 75 EUR/t

Wykres 1 – Notowania uprawnień do emisji CO₂ i gazu TTF, giełda ICE Endex



Źródło: LSEG Workspace

Pojawiają się opinie uczestników rynku, że w kolejnych miesiącach notowania CO₂ mogą wzrosnąć do 80 EUR/t. Najbardziej ewidentnym czynnikiem wspierającym taki scenariusz jest prognozowany np. przez zespół LSEG systemowy niedobór uprawnień w kolejnych latach (m.in. z powodu transferu EUA do Rezerwy Stabilności Rynkowej – w lipcu Komisja Europejska zrewidowała w dół wolumen aukcyjny 2025/26). Niektórzy gracze rynkowi spodziewają się ponadto wzrostu emisji przemysłowych w związku z m.in. planowanym przez

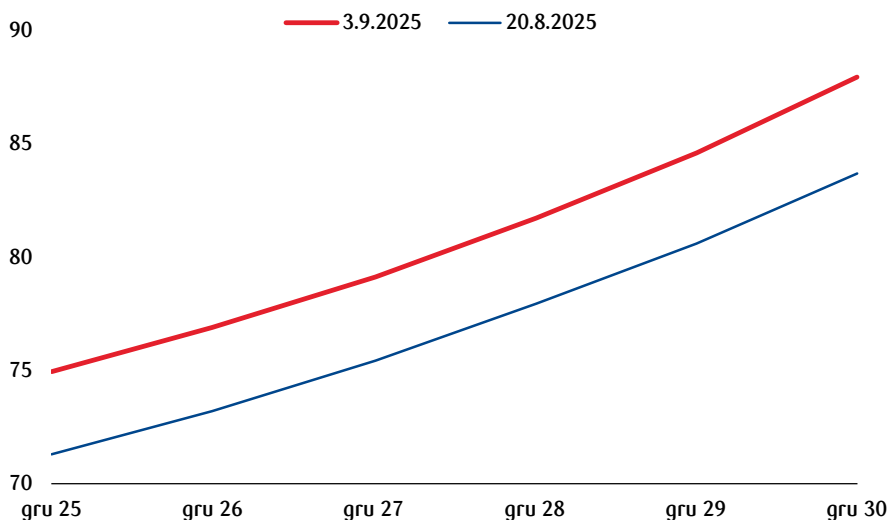
Możliwa aprecjacja EUA w związku z perspektywą niedoboru uprawnień

państwa Unii Europejskiej zwiększeniem wydatków na obronę oraz infrastrukturę. Być może nastawienie utrzymują fundusze inwestycyjne z giełdy ICE Endex, których pozycja długa netto osiągnęła poziom najwyższy od marca br.

Dodatkowym katalizatorem wzrostowym mogą być notowania gazu. Od przełomu sierpnia cena paliwa oscyluje w przedziale 31-33 EUR/MWh, wsparta obniżoną z powodu prac konserwacyjnych podażą z Norwegii. Unijne magazyny gazu są jednak wypełnione dopiero w 78% (rok i dwa lata temu już przekraczały 92%), a notowania paliwa może dodatkowo wywindować konieczność rywalizacji o LNG z Azją. Zdaniem niektórych uczestników rynku tegoroczny dołek cenowy jest za nami, a w trakcie najbliższego sezonu zimowego notowania TTF mogą wzrosnąć do 40 EUR/MWh.

Ewentualny wzrost notowań gazu może wesprzeć rynek uprawnień

Wykres 2 – Notowania grudniowych kontraktów EUA (ICE Endex, w EUR/t)



Źródło: LSEG Workspace

Z punktu widzenia analizy technicznej wybicie kursu uprawnień górą z konsolidacji w zakresie 70-73,5 EUR/t, zgodnie z tym co wskazywaliśmy w ostatnim materiale, otworzyło drogę do mocniejszego ruchu kierunkowego, z pierwszym celem usytuowanym w pobliżu 77 EUR/t. W okolicach tego poziomu znajduje się lokalny szczyt z połowy czerwca br. W naszej opinii dopiero zachowanie kursu względem tego szczytu może pokazać nam perspektywy trendu na rynku uprawnień w nieco dłuższym horyzoncie czasowym. Bazując na długoterminowym technicznym obrazie trendów uważamy, że na ten moment możliwe są dwa scenariusze. Pierwszy zakłada rozbudowywanie średnioterminowego trendu bocznego z górnym ograniczeniem w okolicy 77 EUR/t i dolnym w pobliżu strefy 67-69 EUR/t. Drugi scenariusz, to kontynuacja krótkoterminowego trendu wzrostowego z potencjalnym atakiem na długoterminową linię trendu spadkowego, która obecnie biegnie w okolicy 79 EUR/t. W naszej opinii obecny układ techniczny (struktura ruchów, układ historycznych cykli) daje nieco większe szanse na realizację pierwszego z ww. scenariuszy. To sugeruje, że potencjał do dalszych wzrostów notowań uprawnień do emisji CO₂ byłby już ograniczony. Technicznym sygnałem, który zwiększyłby prawdopodobieństwo realizacji pierwszego scenariusza, byłby spadek notowań poniżej 73 EUR/t, gdzie obecnie widzimy najbliższe, techniczne wsparcia.

Z perspektywy analizy technicznej prawdopodobna jest rozbudowa średnioterminowego trendu bocznego

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa

t: 22 580 32 39

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

dr Mirosław Budzicki

Tomasz Marek

dr Sławomir Bembenik

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

slawomir.bembenik@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

Tomasz Marek

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

Tomasz Marek – analiza techniczna

tomasz.niewinski@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5% wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.