

Uprawnienia w okolicach 80 EUR/t, najdroższe od lutego; analitycy przewidują aprecjację EUA w kolejnych latach

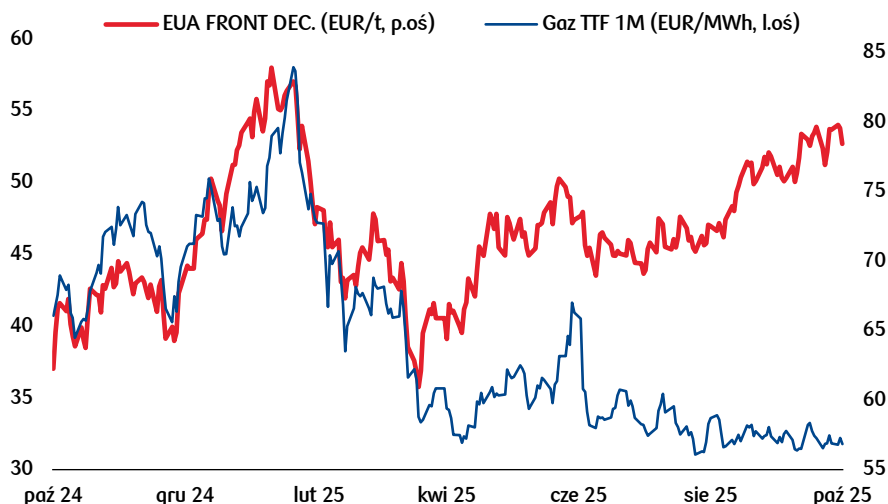
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

Notowania uprawnień do emisji CO₂ wzrosły w październiku o 3,6% do 78,5 EUR/t. Na początku miesiąca benchmark EUA Dec'25 wybił się z konsolidacji w okolicach 75 EUR/t i 6 października – śledząc drożący gaz – naruszył poziom 80 EUR/t po raz pierwszy od lutego. Podczas sesji 10 października został ustanowiony lokalny szczyt 80,4 EUR/t (+17% względem lipcowego minimum 68,9 EUR/t). W połowie miesiąca realizacja zysków i spadek ceny gazu przejściowo sprowadziły notowania EUA do 76,7 EUR/t. Już 16 października cena uprawnień wróciła w pobliże działającego jak magnes poziomu 80 EUR/t. W trzeciej dekadzie miesiąca notowania EUA oscylują w wąskim przedziale 78,15-79,99 EUR/t.

Od końca sierpnia popytowa stronę rynku wspierają fundusze inwestycyjne, których pozycja długa netto w minionym tygodniu osiągnęła na giełdzie ICE Endex rekordowe 94,7 mln ton. Całkowita liczba pozycji długich *smart money* wzrosła do 123 mln ton (17% LOP) i również ustanowiła historyczny szczyt. Na początku roku wynosiła 53 mln ton, uprawnienia od tego czasu zdrożały o 7,5%. Niektórzy uczestnicy rynku powątpiewają, czy „bycze” zaangażowanie funduszy inwestycyjnych będzie nadal rość. Bez udziału instalacji objętych systemem EU ETS (pozycja długa netto w trendzie bocznym) dalsza aprecjacja CO₂ stoi pod znakiem zapytania.

Fundusze inwestycyjne zwiększają „bycze” zaangażowanie, cena CO₂ rośnie w okolice 80 EUR/t

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



Źródło: LSEG Workspace

Ewentualnym katalizatorem pro wzrostowym mogą być ceny gazu. Notowania surowca od tygodni konsolidują się w przedziale 30,7-33,6 EUR/MWh, wynik MTD wynosi +1,1%. Bazowy scenariusz firmy konsultingowej ICIS dla okresu październik 2025 – marzec 2026 zakłada średnią notowań TTF 1M na poziomie 33,1 EUR/MWh. ICIS przewiduje, że w przypadku łagodnej aury gaz będzie kosztował 27,3 EUR/MWh, natomiast bardzo zimna pogoda wywinduje notowania paliwa do 42,9 EUR/MWh. Z kolei firma doradcza Frontier Economics w prognozie dla Unipera ostrzega przed wzrostem ceny gazu w Niemczech

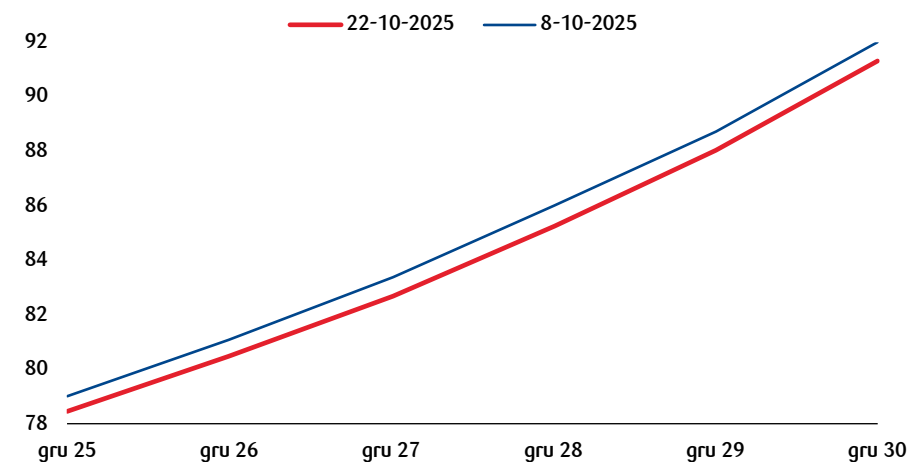
Stabilizacja ceny gazu, ryzyko skoku notowań surowca w przypadku bardzo mroźnej zimy

powyżej 150 EUR/MWh do końca roku w przypadku nietypowo niskich temperatur lub zakłóceń podaźowych, przy założeniu zapasów surowca na poziomie 75%. W bazowym scenariuszu gaz będzie kosztował poniżej 50 EUR/MWh. Na początku tygodnia magazyny paliwa w Niemczech były wypełnione w nieco ponad 75%.

Według przeprowadzanej co trzy miesiące ankiety rynkowej Reutersa, średnia notowań EUA w Q4'25 wyniesie 79 EUR/t (+3,3% względem wcześniejszego sondażu), a w Q1'26 83 EUR/t. Konsensus dotyczący średniej ceny uprawnień w latach 2026-2028 wynosi odpowiednio 91 EUR/t, 107 EUR/t oraz 110 EUR/t. Do aprecjacji CO₂ ma się przyczynić ewentualny deficyt uprawnień wynikający ze spadku zarówno podaży EUA jak i limitów emisji. Uprawnienia YTD kosztują średnio 73 EUR/t, niemal 10% więcej niż w 2024 r. Prognozy na 2026 r. (10 ankietowanych) mieszczą się w przedziale 80-109 EUR/t.

Uczestnicy rynku w długim terminie spodziewają się wzrostu notowań EUA z powodu niedoboru uprawnień

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



Źródło: LSEG Workspace

W pierwszych dniach października kurs EUA dotarł do średnioterminowej linii trendu spadkowego (okolice 79 EUR/t) i od tego czasu konsoliduje się wokół istotnego technicznie poziomu. Ten, póki co, lokalny trend boczny wydaje się rozwojowy i na obecnym etapie nie nosi znamion formacji kontynuacji ani odwrócenia. Nie daje to dodatkowych wskazówek co do dalszego kierunku rynku. Naszym zdaniem w krótkim horyzoncie czasowym kontynuacja tej lokalnej konsolidacji jest scenariuszem najbardziej prawdopodobnym, co oznacza, że notowania będą się poruszać w strefie 76,5–80 EUR/t w perspektywie najbliższych sesji. Dopiero opuszczenie tego przedziału byłoby sygnałem do silniejszego ruchu kierunkowego. Ewentualne wybiecie ponad 80 EUR/t otworzyłoby drogę do kolejnych technicznych oporów w strefie 84,5–85,5 EUR/t. W przypadku zwrotu rynku w dół strefa wsparć przebiega w przedziale 75–76,5 EUR/t; jego dolne ograniczenie wyznaczają minima korekty budującej się w drugiej połowie września. Pokonanie tej strefy byłoby pierwszym sygnałem potencjalnego zakończenia całej sekwencji wzrostowej, budowanej od kwietniowego minimum.

Z perspektywy analizy technicznej prawdopodobnie buduje się trend boczny wokół średnioterminowej linii trendu spadkowego

Podsumowując, próby przełamania średnioterminowej linii trendu spadkowego nie zakończyły się sukcesem, a wokół tej linii prawdopodobnie buduje się trend boczny, który jest w początkowych stadiach. Dalszy kierunek notowań CO₂ zostanie określony po wybieciu z tego trendu bocznego, co stanie się faktem po przełamaniu okolic 80 EUR/t lub strefy 75-76,5 EUR/t.

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 wydzieloną jednostką 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.