

- Uprawnienia testują techniczne wsparcie 75 EUR/t
- Gaz najtańszy od sierpnia, w okolicach 31 EUR/MWh

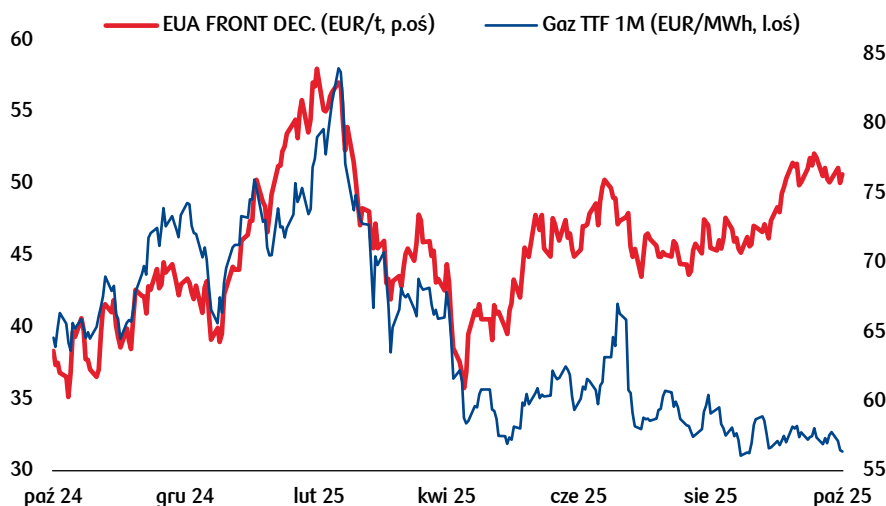
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

We wrześniu uprawnienia do emisji CO₂ zdrożały o 3,7% i trzeci miesiąc z rzędu były na plusie. Po ustanowieniu 17 września lokalnego szczytu na poziomie 78,5 EUR/t benchmark EUA zszedł pod koniec miesiąca w pobliże 75 EUR/t. Notowania gazu, po słabym sierpniu (-10,4% m/m), ustabilizowały się w przedziale 31-34 EUR/MWh (-0,7% m/m). Techniczny opór we wrześniu stawiała 50-dniowa średnia krocząca przebiegająca w okolicach 33 EUR/MWh. Pod koniec miesiąca zanikła pozytywna zazwyczaj korelacja EUA-TTF. Niewielkiego wsparcia rynkowi uprawnień udzieliły wzrosty na europejskich parkietach akcyjnych – indeks STOXX Europe 600 zyskał we wrześniu 1,5% m/m.

Do aprecjacji uprawnień w minionym miesiącu mogły się przyczynić zakupy EUA przez instalacje objęte systemem EU ETS oraz fundusze inwestycyjne. Pierwsze, z powodu upływającego 30 września terminu rozliczeń emisji za ubiegły rok, a drugie przewidując bardziej napięty rynek CO₂. Według raportu Commitments of Traders z giełdy ICE Endex z 24 września fundusze inwestycyjne, tzw. *smart money*, zwiększyły pozycję spekulacyjną netto do poziomu najwyższego od 4 lat. Tydzień później nieco ją zmniejszyły, ale pozycje długie utrzymały się powyżej 100 mln ton CO₂, natomiast krótkich od drugiej połowy sierpnia wciąż ubywa.

Uprawnienia we wrześniu drożeją mimo stabilnych notowań gazu, rynek wsparty zakupy EUA m.in. przez fundusze inwestycyjne

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



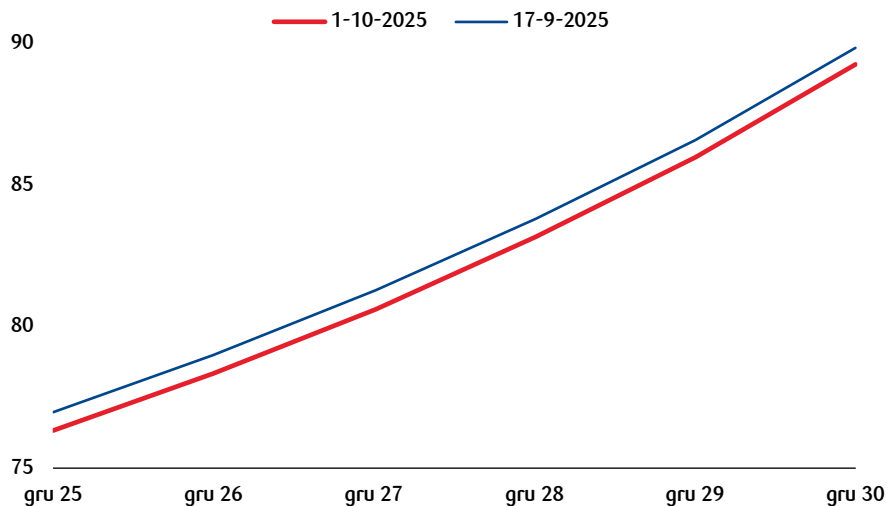
Źródło: LSEG Workspace

Podczas sesji 1 października notowania benchmarku EUA Dec'25 po raz pierwszy od początku września zeszły poniżej 75 EUR/t. Negatywnym katalizatorem był gaz, który w przypadku kontraktu TTF 1M stanął do 30,7 EUR/MWh – w pobliże tegorocznego minimum z sierpnia (30,3 EUR/MWh). Rynek osłabiły rosnące zapasy surowca w Unii Europejskiej, poprawa dostaw z Norwegii (gdzie prace konserwacyjne przed sezonem zimowym dobiegają końca) oraz przygaszony popyt na paliwo w Chinach. Zdaniem niektórych uczestników rynku TTF w Q4'25 będzie średnio kosztował 35-38 EUR/MWh, a w przyszłym roku 29-33 EUR/MWh (średnia YtD wynosi 38,4 EUR/MWh). Do rozluźnienia

W odleglejszym horyzoncie czasowym możliwe wzrosty notowań CO₂ z powodu ewentualnego deficytu uprawnień

fundamentów rynkowych ma się przyczynić m.in. obniżone zapotrzebowanie Azji na surowiec oraz globalny wzrost podaży skroplonego gazu, w tym dostawy z rosyjskiego zakładu Arktyczny LNG 2 do Chin. W przypadku rynku CO₂ pojawiają się natomiast prognozy wzrostu ceny EUA do 85-95 EUR/t w horyzoncie 0-3M, a w przyszłym roku do średnio 115 EUR/t m.in. z powodu strukturalnego deficytu uprawnień. W 2025 r. uprawnienia kosztują średnio 72,7 EUR/t.

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



Źródło: LSEG Workspace

Analiza techniczna: Druga połowa września br. na rynku uprawnień przyniosła powolne osuwanie ich notowań w kierunku wskazywanych przez nas w poprzednim materiale technicznych wsparć (75 EUR/t), a próby pokonania tego poziomu zakończyły się niepowodzeniem. Schłodzeniu uległy jednak wskaźniki impetu i to zarówno te szybsze jak i te reagujące na zmiany notowań wolniej. Obecny układ tych wskaźników jest charakterystyczny dla finalnych faz korekt w trendach wzrostowych, co biorąc pod uwagę fakt, że na wykresie notowań ostatnie osuwanie miało raczej korekcyjną strukturę, może to generować próby kontynuacji średnioterminowego trendu. Ten natomiast pozostaje wzrostowy. Dopóki jednak nie zostaną pokonane istotne technicznie poziomy oporu (linia długoterminowego trendu spadkowego biegnie w okolicy 79 EUR/t), potencjał dla ewentualnego ruchu w górę będzie w naszej opinii ograniczony. Dodatkowo sprawę komplikuje układ historycznych cykli, których oddziaływania można odszukać na wykresie notowań uprawnień ale także występująca wyraźna, historyczna sezonowość. Pierwsze z ww. narzędzi sugeruje obecnie większe szanse na kontynuację długoterminowego trendu, a ten jest spadkowy. Z kolei historyczna sezonowość wspiera kontynuację średnioterminowego trendu wzrostowego. Podsumowując, ostatnie tygodnie nie przyniosły wyjaśnienia sytuacji technicznej na rynku uprawnień do emisji CO₂, choć bilans szans i zagrożeń w krótkim terminie zmienił się na wpierający wyższe poziomy notowań. Dopóki jednak nie zostanie wyraźnie pokonany poziom 79 EUR/t, realizować się może scenariusz z rozbudową trendu bocznego pomiędzy ww. oporem, a nieco bardziej oddalonym wsparciem na 72 EUR/t.

Z perspektywy AT bilans szans i zagrożeń w krótkim terminie zmienił się na wpierający wyższe poziomy notowań, istotnym oporem 79 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.