

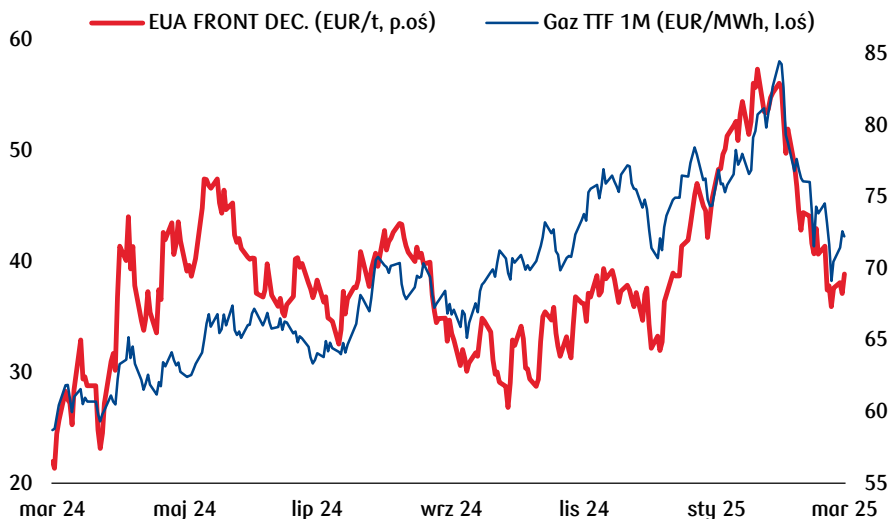
- Odreagowanie na rynkach EUA i TTF po głębokiej korekcie – notowania uprawnień wracają w pobliże 70 EUR/t, gaz powyżej 42 EUR/MWh

Tomasz Niewiński  
tomasz.niewinski@pkobp.pl  
t: 22 521 81 65

Pod koniec ubiegłego miesiąca przygasła zapoczątkowana 11 lutego przecena na rynku uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>. Zarówno do stabilizacji, jak i wcześniejszych spadków, przyczynił się gaz: benchmark TTF 1M od dwuletniego szczytu osiągniętego 11 lutego (59,4 EUR/MWh) do lokalnego dołka z 26 lutego (40,8 EUR/MWh) stracił 31%. Osłabienie rynku paliwa wywołały zainicjowane przez USA rozmowy pokojowe z Rosją, realizacja zysków, rewizja temperatur do góry oraz zwiększona podaż LNG w Europie. Technicznego wsparcia udzieliła 200-dniowa średnia krocząca (SMA), przebiegająca w pobliżu 41 EUR/MWh. Uprawnienia, powiązane z notowaniami TTF mechanizmem *coal switching*, staniały równolegle o 16%, schodząc z ponad 84 EUR/t do 70,7 EUR/t. W dniach 27-28 lutego podejmowały (nieskuteczne) próby powrotu powyżej 73,5 EUR/t, co było pochodną odbicia ceny gazu, wyhamowanego w okolicach 46 EUR/MWh przez 100D SMA. Przyczyną wzrostu notowań paliwa był miks czynników technicznych i fundamentalnych: silne wyprzedanie rynku (RSI poniżej 30 pkt.), prognozy spadku temperatur w Europie oraz obawy o podaż LNG. Benchmarki TTF i EUA obsunęły się w lutym o odpowiednio 17% i 15%.

Dwucyfrowe spadki w lutym na rynkach CO<sub>2</sub> i TTF wskutek m.in. zainicjowanych przez USA rozmów pokojowych; końcówka miesiąca przynosi techniczne odbicie

Wykres 1 – Notowania uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> i gazu TTF, giełda ICE Endex



Źródło: LSEG Eikon

Na początku kolejnego miesiąca korekta pogłębiła się: 7 marca gaz kosztował intraday 36,4 EUR/MWh, najmniej od września ub.r., a uprawnienia zeszyły do 66,8 EUR/t, poziomu z grudnia. Przecena od lutowych szczytów wyniosła odpowiednio 39% i 21%. Nie brakowało czynników przemawiających za spadkami: łagodna aura, solidna generacja solarna i wzrost podaży LNG w Europie; perspektywa złagodzenia unijnych wymogów względem zasobów surowca oraz spadek popytu Azji na LNG. Ponadto Komisja Europejska ponownie odroczyła termin wstrzymania importu rosyjskich węglowodorów, zaś w unijnym gronie intensywnie omawiano temat powrotu dostaw gazu przez Ukrainę. Dodatkowo nastroje rynkowe popsuł raport Commitments of Traders, według

Łagodna aura w Europie i perspektywa luźniejszych zasad uzupełniania unijnych zasobów surowca przyczyniają się do powrotu spadków ceny gazu i uprawnień na początku marca

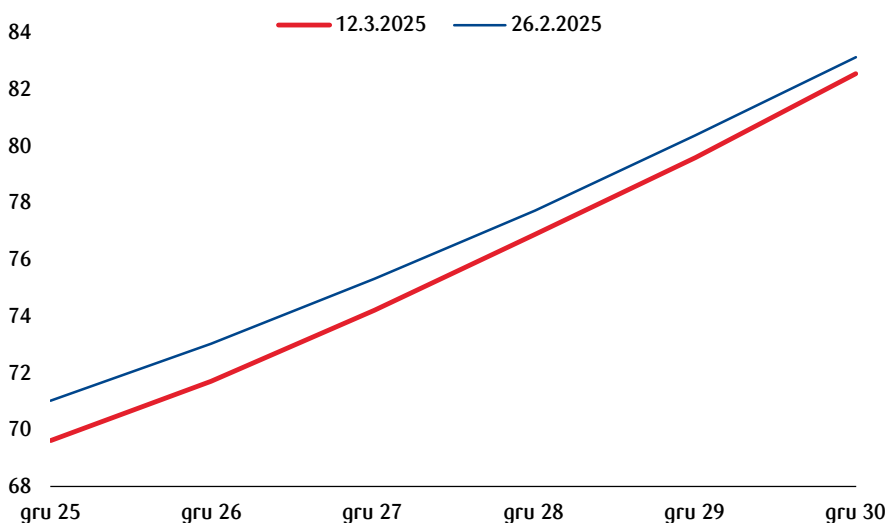
którego fundusze inwestycyjne w lutym znacznie przymknęły pozycje długie absolutne i netto. Analogiczny trend był w minionych tygodniach obserwowany na rynku CO<sub>2</sub>.

Do kolejnego odbicia notowań paliwa (jeszcze 7 marca TTF przekroczył intraday 41,5 EUR/MWh) przyczyniły się rosyjskie ataki na ukraińską infrastrukturę gazową w warunkach silnie wyprzedanego rynku. W drugiej dekadzie marca cena surowca oscylowała w przedziale 40,7-43,8 EUR/MWh, wsparcia udzielała 200D SMA. Uprawnienia zanotowały niewielkie odbicie, w okolice poziomu 70 EUR/t, poniżej którego 200D SMA stawiała opór. Krótkoterminowo rynki uprawnień i gazu może umocnić prognozowane w Europie ochłodzenie. Aktualne poziomy notowań CO<sub>2</sub>, zwłaszcza poniżej 70 EUR/t, mogą z kolei przez część inwestorów być postrzegane jako atrakcyjne („łapanie dołków”), czego potwierdzeniem jest podwyższony wskaźnik pokrycia na ostatnich aukcjach uprawnień „polskich” i „niemieckich”. Zdaniem firmy doradczej ClearBlue Markets benchmark EUA zakończy Q1'25 w okolicach 70 EUR/t. W średnim terminie, fundamentalnie, notowania uprawnień pozostaną pod istotnym wpływem trendów na rynku gazu, którego bilans może pozostać napięty m.in. ze względu na konieczność odbudowy unijnych zapasów. Perspektywa powrotu rosyjskiego surowca do Europy w następstwie rozmów pokojowych jest mglista.

**W drugiej dekadzie miesiąca silnie wyprzedane uprawnienia wracają w pobliże 70 EUR/t śledząc odbicie ceny gazu; sytuacja na rynku paliwa pozostaje napięta**

Z punktu widzenia analizy technicznej zatrzymaniu spadków poniżej 67 EUR/t na początku marca sprzyjała bliskość średnioterminowej linii trendu wzrostowego (okolice 66 EUR/t) oraz wyprzedanie rynku mierzone technicznymi wskaźnikami impetu. W minionych dniach notowania CO<sub>2</sub> zaczęły wyraźnie zwężkować, a skala tego odreagowania i struktura ostatnich spadków w naszej opinii sugerują, że możemy korygować cały ruch w dół trwający od 3 lutego br. Przy takim założeniu w krótkim horyzoncie czasowym (perspektywa kilkunastu sesji) pierwszym celem obecnej korekty mogą być okolice 73,5 EUR/t, a maksymalnym strefa 75,7-77,8 EUR/t. W średnim i długim terminie podtrzymujemy nasze oczekiwania, wedle których szczyt notowań uprawnień z przełomu stycznia i lutego br. zakończył średnioterminową korektę wzrostową trwającą od lutego 2024 roku, co w takim horyzoncie sugeruje niższy poziom notowań uprawnień niż ten, który został osiągnięty 6 i 7 marca br.

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



Źródło: LSEG Eikon

## BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

### PKO Bank Polski S.A.

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

### Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

### Rynek Stopy Procentowej

dr Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Tomasz Marek

t: 22 521 75 99

tomasz.marek@pkobp.pl

### Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

t: 22 521 68 91

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Tomasz Marek

t: 22 521 75 99

tomasz.marek@pkobp.pl

### Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

t: 22 521 81 65

tomasz.niewinski@pkobp.pl

Tomasz Marek – analiza techniczna

t: 22 521 75 99

tomasz.marek@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem 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.