

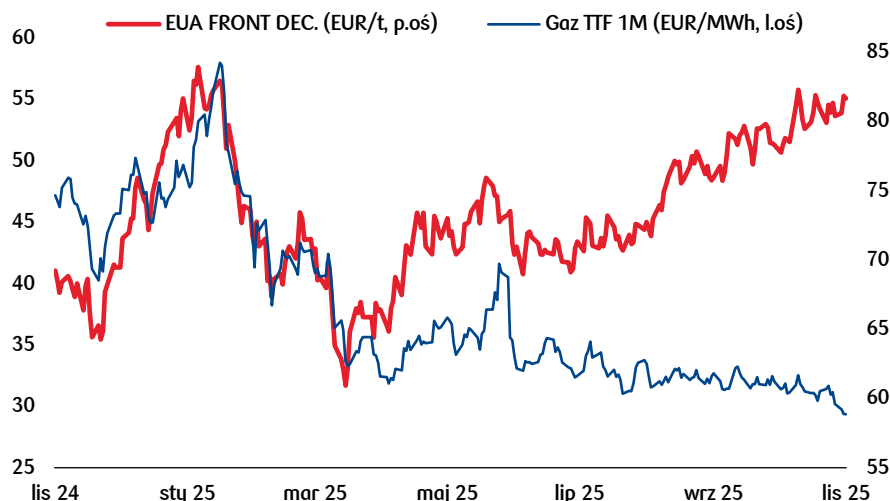
- Rynek uprawnień w trendzie bocznym
- Gaz poniżej 30 EUR/MWh, najtańszy od maja ubiegłego roku

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

Od 3 listopada, gdy na dobre pękła bariera 80 EUR/t, rynek uprawnień do emisji CO₂ rozpoczął fazę kolejnej konsolidacji, tym razem w przedziale 78,9-82,8 EUR/t. Lokalny szczyt, najwyższy od lutego, ustanowiony został 13 listopada. Do aprecjacji przyczyniły się m.in. prognozy spadków temperatur w Europie Zachodniej, ekstremalnie bycze nastawienie funduszy inwestycyjnych z giełdy ICE Exend oraz rekordowy poziom indeksu STOXX Europe 600 (rynk akcji i CO₂ bywają pozytywnie skorelowane). Nastroje inwestycyjne mogło też poprawić przyjęcie przez Parlament Europejski celu dekarbonizacyjnego na rok 2040 w wysokości 90%. Nieco rozwodnionego, gdyż międzynarodowe kredyty węglowe mogą stanowić 5% redukcji. W listopadzie średnia cena EUA sięga 81 EUR/t i jest najwyższa od października 2023 r.

W listopadzie notowania CO₂ oscylują wokół 80 EUR/t, średnia cena jest najwyższa od ponad 2 lat

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



Źródło: LSEG Workspace

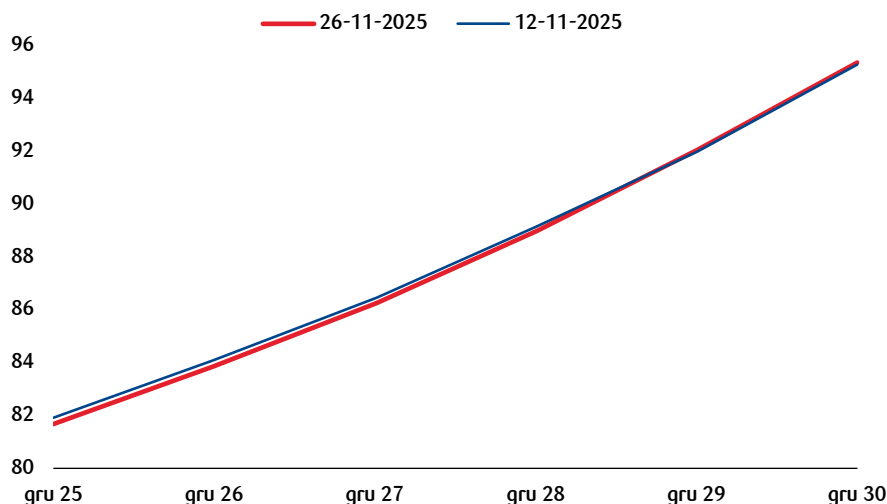
Rynek uprawnień oparł się spadkom ceny gazu, który 25 listopada kosztował niecałe 29 EUR/MWh, najmniej od maja 2024 r. Przecenę wywołała prognoza wzrostu temperatur w Europie Zachodniej oraz wznowione rozmowy pokojowe w sprawie Ukrainy. Opinie odnośnie do ewentualnego zwiększenia przez Rosję dostaw paliwa do Europy są podzielone, powrót wolumenów w skali sprzed inwazji na Ukrainę wydaje się jednak mało prawdopodobny. Głównym katalizatorem zmian rynkowych w kolejnych tygodniach powinna być pogoda. Mimo względnie łagodnej aury nie dają powodów do optymizmu zapasy paliwa, które w Unii Europejskiej wynoszą 78% (-9,6 pp r/r), a w Niemczech niecałe 70% (-22,5 pp r/r). Pojawiają się przewidywania, że w przypadku umiarkowanej zimy niemieckie zapasy gazu mogą spaść poniżej 15% do połowy lutego 2026 r. Osłabienie notowań TTF, oczekiwane w związku z globalnym wzrostem podaży LNG, może być stopniowe – niektórzy gracze z Wall Street w przyszłym roku prognozują średnią cenę gazu w okolicach 29 EUR/MWh, a w 2027 r. w przedziale 20-25 EUR/MWh.

Gaz najtańszy od ubiegłego roku, spada poniżej 30 EUR/MWh m.in. z powodu wznowionych negocjacji pokojowych w sprawie Ukrainy

Tymczasem kolejni uczestnicy rynku widzą na horyzoncie trzycyfrowe poziomy notowań CO₂ w związku z deficytem EUA. Jeden z brokerów w 2026 r. przewiduje średnią cenę uprawnień na poziomie 106 EUR/t, a niedobór EUA szacuje na 175 mln ton przy popycie – według obliczeń LSEG – rzędu 1,16 mld ton. Firma doradcza Redshaw Advisors w kolejnych dwóch latach spodziewa się „znacznego niedoboru” uprawnień i notowań powyżej 100 EUR/t w przyszłym roku. Z kolei ICIS w latach 2026-2027 oczekuje deficytu EUA w wysokości 150 mln ton rocznie i prognozuje wzrost ceny uprawnień do 100 EUR/t w Q1'26. Krótkoterminowo rynek będzie wspierała przerwa w aukcjach EUA na giełdzie EEX od 16 grudnia 2025 r. do 6 stycznia 2026 r. Nastroje inwestycyjne na rynku CO₂ może także poprawić ewentualny postęp w negocjacjach pokojowych z Rosją. Na początku grudnia należy się liczyć ze wzrostem zmienności rynkowej z powodu wygaśnięcia kwartalnych opcji na giełdzie ICE Endex.

Pojawiają się bycze prognozy notowań CO₂, wzrostu powyżej 100 EUR/t w przyszłym roku

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



Źródło: LSEG Workspace

Analiza techniczna: Na sesji z 10 listopada br. notowania uprawnień do emisji CO₂ przetestowały górną część wskazywanej przez nas w poprzednim materiale strefy wsparć (77,5-79 EUR/t). Następnie rynek zawrócił i testował ostatnie maksima, pod którymi do dzisiaj buduje się kolejny, lokalny trend boczny. Tym samym notowania utrzymały się ponad przełamaną, średnioterminową linią trendu spadkowego (obecnie biegnie na poziomie 77,2 EUR/t), co oznacza, że sygnał zmiany trendu został utrzymany. Budujący się obecnie trend boczny nie ma znamion formacji odwrócenia, a obecne położenie technicznych wskaźników impetu jest w naszej opinii takie, jak w początkowych fazach kolejnego impulsu w górę. Tym samym w perspektywie najbliższych dni mamy asymetrycznie większe szanse na kontynuację trendu wzrostowego, czego sygnałem byłoby wybiecie ponad 82,5 EUR/t, gdzie znajduje się górne ograniczenie ww. trendu bocznego. Takie wybiecie otworzyłoby drogę w kierunku strefy 84,5-85,5 EUR/t, gdzie widzimy kolejne techniczne opory. Dla nas sygnałem podważającym scenariusz wzrostowy byłby ewentualny spadek notowań uprawnień poniżej 79,5 EUR/t, gdzie widzimy najbliższe, lokalne wsparcia. Przy obecnym, całościowym obrazie technicznym jest to jednak w naszej opinii scenariusz mniej prawdopodobny.

Obecny, całościowy obraz techniczny wspiera scenariusz kontynuacji trendu wzrostowego notowań CO₂

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.