

- Przełom roku pod znakiem wzrostów – cena uprawnień przekracza 76 EUR/t w ślad za drożącym gazem
- TTF powyżej 50 EUR/MWh po raz pierwszy od 2023 roku

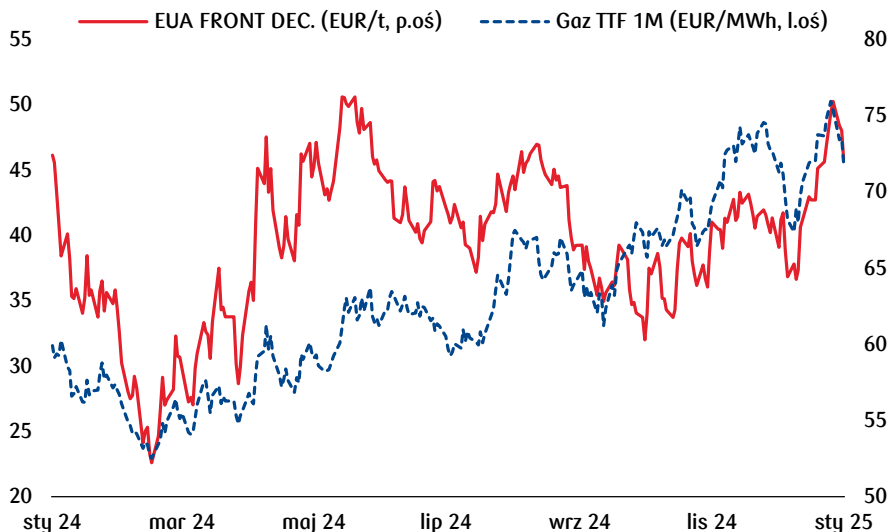
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl
t: 22 521 81 65

Cena uprawnień do emisji CO₂ (EUA, grudniowy benchmark) obniżyła się w 2024 roku o 9,2% do 73 EUR/t. Średnia notowań wyniosła 66,5 EUR/t; spadek r/r przekroczył 22% (z 85,3 EUR/t). Ostatni kwartał ubiegłego roku przyniósł solidne odbicie – uprawnienia, wsparte drożącym gazem (mechanizm *coal switching*), zyskały ponad 11%. Cena błękitnego paliwa skoczyła w Q4'24 o ¼, zaś w całym minionym roku surowiec zdrożał o ponad 50% do niemal 48,9 EUR/MWh.

Podczas sesji 31 grudnia notowania benchmarku TTF 1M wzrosły do najwyższego od października 2023 r. poziomu 50,6 EUR/MWh i jedyny raz w ubiegłym roku przekroczyły barierę 50 EUR/MWh. 2 stycznia cena surowca ustanowiła lokalny rekord na poziomie 51 EUR/MWh, notując od połowy grudnia wzrost o ponad 31%. Do aprecjacji gazu na przełomie roku przyczyniły się prognozy ochłodzenia w Europie Zachodniej oraz napięty bilans rynkowy: dostawy rosyjskiego surowca przez Ukrainę faktycznie w 2025 r. ustały, obniżyła się podaż LNG z Norwegii w związku z awarią kompresora w zakładzie Hammerfest. Unijne zapasy paliwa wynoszą 69,3% wobec 84,6% rok temu.

Mimo dwucyfrowego skoku notowań w Q4'24 uprawnienia kończą ubiegły rok pod kreską, na poziomie 73 EUR/t

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



Źródło: LSEG Eikon

Uprawnienia podążyły za gazem – 3 stycznia cena EUA wzrosła do 76,4 EUR/t, poziomu najwyższego od czerwca ub.r. Od lokalnego dołka z 16 grudnia aprecjacja wyniosła niemal 22%. Dodatkowego wsparcia udzieliła strona podażowa w związku z trwającą do 6 stycznia przerwą w aukcjach EUA na giełdzie EEX. 8 stycznia notowania CO₂ zeszyły do 71,9 EUR/t – ponownie w ślad za gazem, którego cena spadła w pobliże 45 EUR/t. Sytuację na rynku paliwa uspokoiła perspektywa nietypowo wysokich sezonowo temperatur w Europie Zachodniej w drugiej połowie miesiąca. Spadek eksportu surowca z Norwegii z powodu awarii w zakładzie Kollsnes był na dalszym planie.

Na przełomie roku cena gazu rośnie do 51 EUR/MWh, poziomu najwyższego od października 2023 r.; uprawnienia przekraczają 76 EUR/t

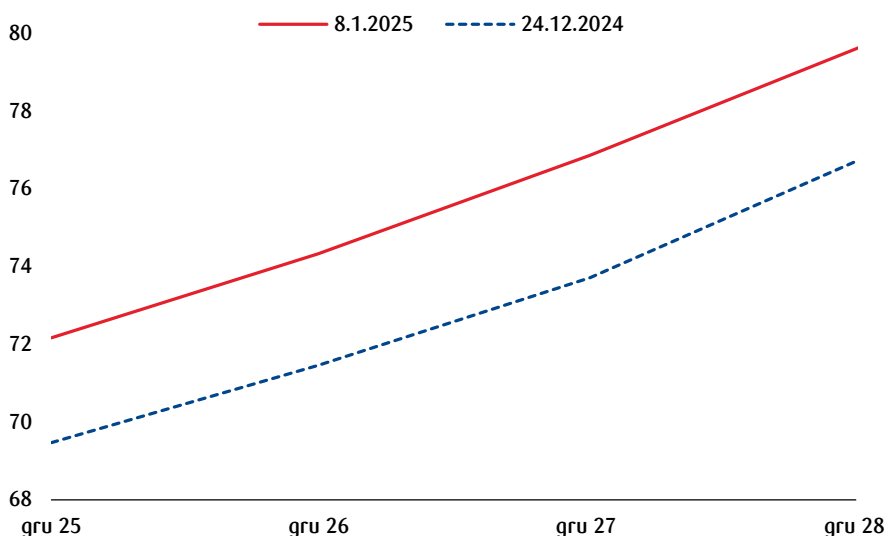
Rynek w średnim terminie dyskontuje napięte fundamenty – notowania TTF do września utrzymują się powyżej 45 EUR/MWh, zejście poniżej 40 EUR/MWh to perspektywa wiosny 2026 r. Jeden z największych graczy z Wall Street widzi podwyższone ryzyko wzrostu ceny paliwa w nadchodzących miesiącach do przedziału *oil switching*: 63-84 EUR/MWh.

W grudniowej ankiecie firmy analitycznej Montel średnia zebranych prognoz cenowych benchmarku EUA na 2025 r. wyniosła 78,9 EUR/t. Oczekiwania mieszczą się w przedziale 71-95 EUR/t. Najniższą prognozę przedstawił BloombergNEF, spodziewający się rekordowo niskich emisji CO₂ oraz dodatkowej podaży EUA (wg. EEX wyniesie ona 680 mln ton vs 593 mln ton w ub.r.). Autorem najwyższej prognozy była firma Veyt, która spodziewa się aprecjacji EUA w związku z perspektywą bardziej napiętego bilansu rynkowego od roku 2026. Podobnie argumentuje dostawca danych ICIS, według którego do końca 2025 r. cena CO₂ przekroczy poziom 110 EUR/t. Jednym z byczych czynników może być nasilająca się integracja sektorów transportu morskiego i lotniczego z systemem EU ETS.

Konsensus prognoz cenowych benchmarku EUA na 2025 r. wynosi 78,9 EUR/t; w średnim terminie istotnym czynnikiem rynkowym pozostanie gaz

Od naszego grudniowego raportu sytuacja techniczna na wykresie notowań uprawnień do emisji CO₂ uległa znaczącej zmianie, gdyż przełamana została średnioterminowa linia trendu spadkowego poprowadzona od szczytu z lutego 2023 r. Przełamanie takiego trendu może oznaczać spowolnienie jego tempa, przejście rynku w trend boczny lub też może być sygnałem rozpoczęcia trendu wzrostowego. Nie wchodząc w techniczne meandry uważamy, że dopóki nie zostanie pokonany najbliższy średnioterminowy szczyt (z maja 2024 r.), który znajduje się na poziomie 78,1 EUR/t, bardziej prawdopodobna jest realizacja jednego z dwóch pierwszych ww. scenariuszy. Przy takich założeniach potencjał wzrostowy notowań uprawnień byłby już co najmniej ograniczony. W naszej opinii możliwość zakończenia wzrostów (przynajmniej w perspektywie kilku/kilkunastu sesji) może sygnalizować dynamika spadków oglądanych na przestrzeni ostatnich trzech sesji. W przypadku ich kontynuacji pierwszych technicznych wsparć szukalibyśmy w strefie 67-70,6 EUR/t. Z drugiej strony najbliższe, istotne opory rozciągają się między 76,6 a 78,1 EUR/t.

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

Marek Jezierski

t: 22 521 75 99

marek.jezierski@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

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.