

- Majowe wzrosty na rynkach EUA i TTF; uprawnienia drożeją do poziomów z marca, w pobliżu 74 EUR/t

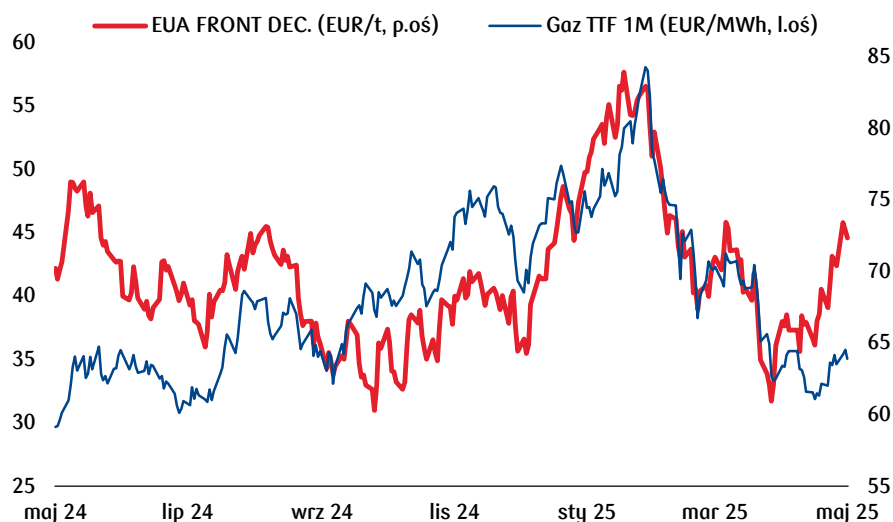
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl
t: 22 521 81 65

Kwiecień na rynku uprawnień do emisji CO₂ (EUA) zamknął się na poziomie 66,6 EUR/t wynikiem -2,1%. Wydarzenia makro, a zwłaszcza wojny celne Trumpa, przesunęły uwagę inwestorów z trendów na rynku gazu, z którym uprawnienia bywają pozytywnie skorelowane poprzez mechanizm *coal switching*, w kierunku zachowania rynków akcji – proxy przyszłej kondycji gospodarki i jej emisyjności. Benchmark TTF 1M obsunął się w kwietniu o ponad 20%, podczas gdy indeks STOXX Europe 600 stracił zaledwie 1,2%. Gdy pod koniec ubiegłego miesiąca rynki uprawnień i akcji odrabiały straty, gaz ustanawiał tegoroczny dołek w pobliżu 31 EUR/MWh, osłabiony łagodną aurą w Europie Zachodniej i perspektywą złagodzenia unijnych wymagań dotyczących minimalnych zapasów paliwa przed sezonem grzewczym.

W maju Parlament Europejski zaakceptował propozycję obniżenia progu wypełnienia magazynów surowca z 90% w terminie 1 listopada do 83% w okresie 1 października – 1 grudnia. Dopuszczalne będzie odchylenie od celu w przypadku niekorzystnych warunków rynkowych takich jak zakłócenia podaży lub wysoki popyt, jednak nawet wówczas zapasy muszą wynieść co najmniej 75%. Negocjacje między Parlamentem, Komisją i Radą UE – reprezentowaną przez Polskę z tytułu prezydencji – mają zakończyć się w czerwcu i nowe przepisy, poza latami 2026-27, prawdopodobnie obejmą także najbliższy sezon grzewczy.

EUA w kwietniu na małym minusie, analogicznie do rynków akcji; TTF ustanawia dołek YTD z powodu m.in. prac nad złagodzeniem wymagań dot. zapasów paliwa w UE

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



Źródło: LSEG Eikon

Ewentualne osłabienie popytu zostało przez rynek gazu zdyskontowane jeszcze w kwietniu. Wzrost zapotrzebowania na paliwo w Europie wywołane spadkiem temperatur i silnym wyprzedaniem rynku (RSI <30 pkt.) przyczyniły się do odbicia notowań TTF powyżej 36 EUR/MWh pod koniec pierwszej dekady maja (+16% od niedawnego dołka). Przejściowego wsparcia udzieliły też obniżone dostawy surowca z Norwegii do Wielkiej Brytanii i awaria w amerykańskim zakładzie Freeport eksportującym LNG. Długoterminowo byczym katalizatorem są unijne deklaracje rezygnacji z importu rosyjskiej energii do końca roku 2027

Silnie wyprzedany gaz notuje w maju dwucyfrowe odbicie, rynek wspierają zakłócenia podażowe, UE planuje rozwój z rosyjskim surowcem

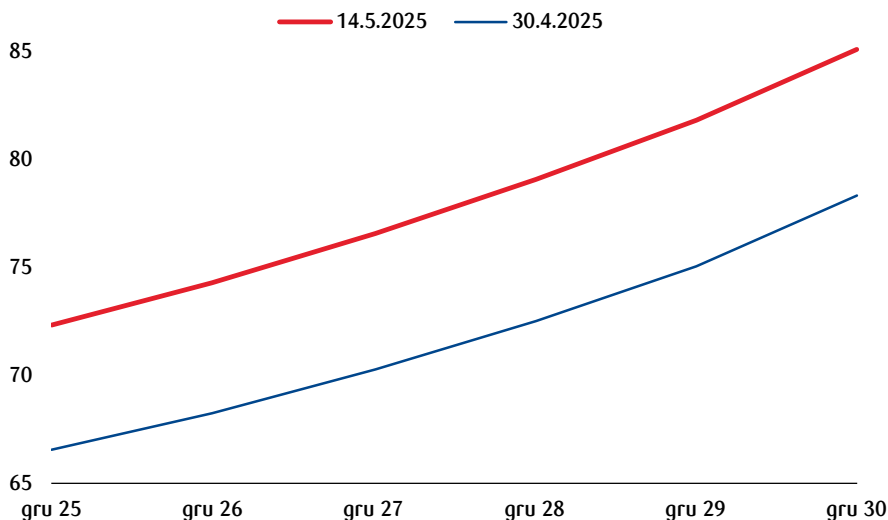
oraz potencjalna deeskalacja wojny handlowej USA-Chiny. Zdaniem jednego z największych graczy rynkowych w pozostałej części roku średnia cena TTF wyniesie 38 EUR/MWh na bazie rywalizacji Europy m.in. z Państwem Środka o ładunki LNG, związanej z koniecznością odbudowy zapasów.

Drożejący gaz pociągnął za sobą uprawnienia – 13 maja notowania CO₂ ustanowiły lokalny szczyt, najwyższy od trzeciej dekady marca, na poziomie 73,8 EUR/t. Skok od tegorocznego minimum sprzed miesiąca wyniósł niemal 23%. W maju benchmark EUA pokonał 50-, 200- i 100-dniową średnią kroczącą, ostatnią położoną najwyżej – w pobliżu 72,4 EUR/t. Do aprecjacji przyczynił się m.in. wzrost zainteresowania opcjami kupna z cenami wykonania 75 EUR/t i 80 EUR/t. Nastroje rynkowe poprawiło zwiększenie przez fundusze inwestycyjne, tzw. *smart money*, pozycji długiej netto na giełdzie ICE Endex. Branżowa firma doradcza Energy Aspects widzi w Q2'25 średnią cenę CO₂ na poziomie 72 EUR/t. Prognozę na 2026 rok podniosła o 7 euro do 103 EUR/t na podstawie zaktualizowanego szacunku liczby uprawnień w obiegu (TNAC).

Uprawnienia najdroższe od marca, wsparte gazem rosną w pobliżu 74 EUR/t; zdaniem niektórych uczestników rynku *fair value* w Q2'25 wynosi 72 EUR/t, z perspektywy AT rynek znajduje się na rozdrożu

Warto odnotować, że 6 maja giełda ICE Endex rozpoczęła obrót kontraktami futures EU ETS2. Wejście systemu handlu w życie i pierwsze aukcje uprawnień zaplanowane są na rok 2027. ETS2 ma objąć m.in. emisje generowane przez spalanie paliw w budynkach i transporcie drogowym (rozliczani będą ich dostawcy). Najbliższy kontrakt wygasa 18 grudnia 2028 r., liczba otwartych pozycji na całym rynku wynosi 5 – właśnie na benchmarku Dec'28, jedyna transakcja została zawarta 6 czerwca rano po cenie 73,6 EUR/t.

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



Źródło: LSEG Eikon

Z punktu widzenia analizy technicznej pokonanie oporów na poziomie 67 EUR/t z jednej strony otworzyło drogę do kontynuacji wzrostu rozpoczętej 10 kwietnia br., z drugiej zaś wskazało, że ww. wzrost nie jest lokalną korektą, ale w naszej opinii ruchem znośzącym całą, trwającą w okresie 3 lutego – 9 kwietnia 2025 r. falę spadkową. Uwzględniając ryzyko materializacji takiego scenariusza w poprzednim materiale z 29 kwietnia wskazaliśmy kolejną ważną strefę oporów (72-74 EUR/t), gdzie ta wyższego stopnia korekta mogłaby się zakończyć. Strefa ta została osiągnięta w czasie minionych sesji, po czym rynek zaczął się cofać. Naszym zdaniem na obecnym etapie jest jeszcze za wcześnie, aby stwierdzić, że rozwijający się od 10 kwietnia ruch korekcyjny został już zakończony. Więcej w

w ww. kwestii powie nam dynamika ewentualnych dalszych spadków (im większa, tym większe szanse na rozpoczęcie nowej fali spadkowej) oraz zasięg tego ruchu w dół, a konkretnie to, czy pokona on najbliższe wsparcia. Wsparcia te znajdują się dość daleko, bo dopiero w okolicy 64 EUR/t.

Podsumowując, w naszej opinii trwające od 10 kwietnia wzrosty są korektą fali spadkowej zapoczątkowanej w pierwszych dniach lutego br., korekta ta osiągnęła już modelowe, techniczne cele i rynek zaczął się cofać. To może sugerować rozpoczęcie nowej, średnioterminowej fali w dół, czego technicznym sygnałem byłoby pokonanie wsparcia na poziomie 64 EUR/t. Należy w tym momencie dodać, że technicznym sygnałem negującym scenariusz rozwoju kolejnej średnioterminowej fali spadkowej byłoby naszym zdaniem pokonanie okolic 82 EUR/t, gdzie widzimy kluczowy opór.

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 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.