

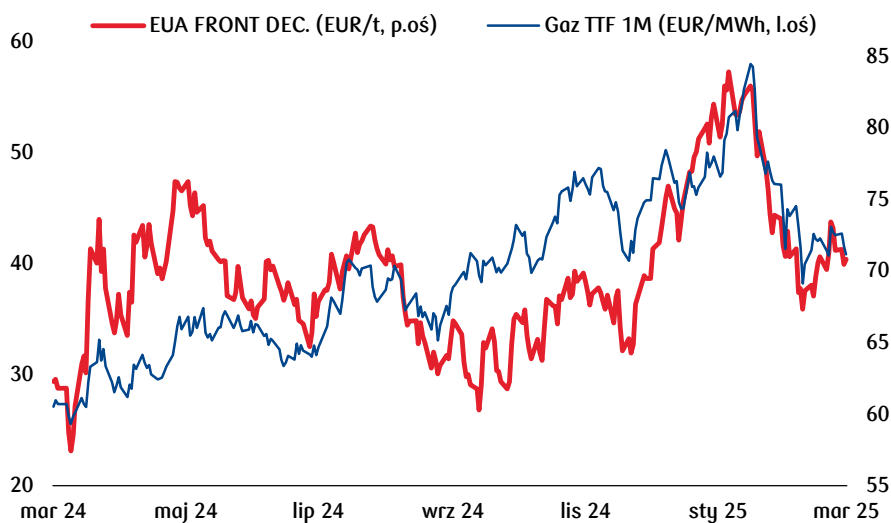
- Wygasa odbicie ceny uprawnień, benchmark EUA ponownie w okolicach 70 EUR/t
- Oznaki stabilizacji na europejskim rynku gazu, notowania TTF utrzymują się powyżej 40 EUR/MWh

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

W połowie marca notowania uprawnień do emisji CO₂ odbiły się w pobliżu 72 EUR/t po zejściu w pierwszej dekadzie miesiąca do 66,8 EUR/t; poziomu najniższego od grudnia ub.r. Do aprecjacji przyczynił się ruch powrotny na silnie wyprzedanym rynku gazu w następstwie ostrzału ukraińskiej infrastruktury energetycznej przez Rosję. 19 marca uprawnienia pokonały 100-dniową średnią kroczącą, stawiającą opór w pobliżu 72 EUR/t i przez trzy sesje przebywały intraday w okolicach 74,2 EUR/t, najwyższej od niemal miesiąca. Przyczyną był ponownie gaz, który zareagował wzrostami najpierw na ograniczony postęp negocjacji pokojowych w sprawie Ukrainy (co oddalało perspektywę powrotu rosyjskiego paliwa do Europy), a następnie z powodu doniesień o pożarze stacji pomiaru gazu Sudża w obwodzie kurskim. Podczas sesji 21 marca benchmark TTF 1M zdrożał do 45,5 EUR/MWh notując w 2 tygodnie skok o 25%. Uprawnienia w tym samym czasie zyskały 11%.

Pod koniec drugiej dekady marca uprawnienia drożęją do 74 EUR/t, wsparte skokiem ceny gazu

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



Źródło: LSEG Eikon

W kolejnych dniach notowania gazu zeszły w okolice 40,5 EUR/MWh, a uprawnień naruszyły poziom 70 EUR/t za sprawą łagodniejszej aury oraz poprawy generacji wiatrowej i fotowoltaicznej w Europie. Niedźwiedzim czynnikiem było też uzgodnienie 30-dniowego zawieszenia broni w Ukrainie obejmującego infrastrukturę energetyczną, które obniżyło rynkową premię za ryzyko geopolityczne. 26 marca, w dniu wygaśnięcia kwartalnych opcji EUA na giełdzie ICE Endex (m.in. pokaźne wolumeny „putów” z ceną wykonania 70 i 75 EUR/t), wsparcia udzieliły techniczna bariera 70 EUR/t oraz przebiegająca nieco niżej 200-dniowa średnia krocząca, a notowania CO₂ odbiły się intraday w pobliżu 72 EUR/t. Pewnym zastrzykiem optymizmu był raport Commitments of Traders z giełdy ICE Endex według którego fundusze inwestycyjne, po tygodniach

Uprawnienia zawracają w kierunku 70 EUR/t za sprawą łagodniejszej aury w Europie, poprawy generacji OZE i spadku ceny gazu wskutek uzgodnienia częściowego rozejmu w Ukrainie

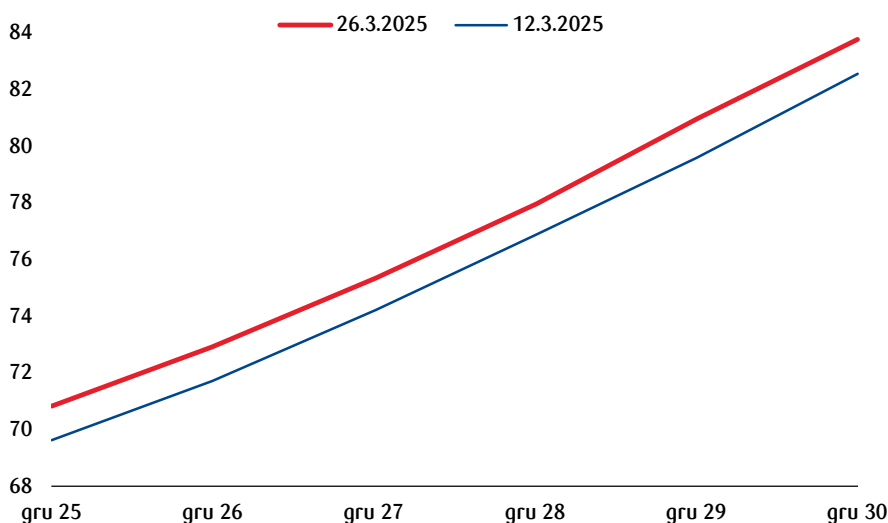
redukcji, nieco odbudowały zaangażowanie długie netto poprzez zwiększenie długich oraz przymknięcie krótkich pozycji.

Głównym katalizatorem zachowania ceny uprawnień najprawdopodobniej pozostanie gaz ze względu na mechanizm *coal switching* (swoisty efekt substytucyjny na bazie bardziej emisyjnego węgla). Zdaniem niektórych uczestników rynku odbudowa europejskich zapasów błękitnego paliwa może wymagać notowań surowca powyżej poziomu 40 EUR/MWh aby przyciągnąć odpowiednie wolumeny LNG; solidną podaż zapewniłby przedział 45-50 EUR/MWh. Pojawiają się prognozy trendu bocznego ceny CO₂ w Q2'25 w przedziale 70-75 EUR/t, który z perspektywy hedgingu może być postrzegany jako *fair value* – poniżej aktywizują się „łapacze dołków”, powyżej przygasa popyt. Zagrożeniem dla prognoz może być odbicie generacji fotowoltaicznej przy sezonowym spadku zapotrzebowania na energię elektryczną w Europie. Nabierające tempa wojny celne mogą ponadto pogorszyć kondycję europejskiego przemysłu i przyczynić się do spadku lokalnych emisji CO₂.

Odbudowa europejskich zapasów gazu może wspierać notowania paliwa i pośrednio CO₂; fundamentalnie możliwy trend boczny, technicznie dalsze spadki na rynku uprawnień

W ostatnich tygodniach korekta wzrostowa na rynku uprawnień podniosła ich notowania do pierwszych technicznych oporów usytuowanych w pobliżu 73,5 EUR/t, od których to rynek dynamicznie zawrócił. W poprzednim raporcie wskazywaliśmy, że maksymalnym celem korekty mogłaby być strefa 75,7-77,8 EUR/t, do której notowania nawet się nie zbliżyły. Na gruncie analizy technicznej trudno z obecnej perspektywy jednoznacznie wskazać, czy rynek uprawnień jest tak słaby i stać go było tylko na test pierwszych technicznych oporów, czy też budujący się ruch korekcyjny będzie kontynuowany. W naszej opinii, dopóki notowania CO₂ będą utrzymywać się powyżej 66,3 EUR/t, gdzie obecnie biegnie linia średnioterminowego trendu wzrostowego (poprowadzona od minimum z lutego 2024 r.), ostatniego z ww. scenariuszy nie można wykluczyć. Jeśli jednak wskazany wyżej trend wzrostowy zostałby złamany, pierwszych celów dla notowań uprawnień szukalibyśmy w okolicy 61-63 EUR/t, gdzie widzimy kolejne, techniczne wsparcia. Średnioterminowo nasze postrzeganie rynku się nie zmieniło i zakładamy kontynuację spadków notowań EUA w takim horyzoncie czasowym na co wskazuje np. układ dominujących, historycznych cykli.

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.