

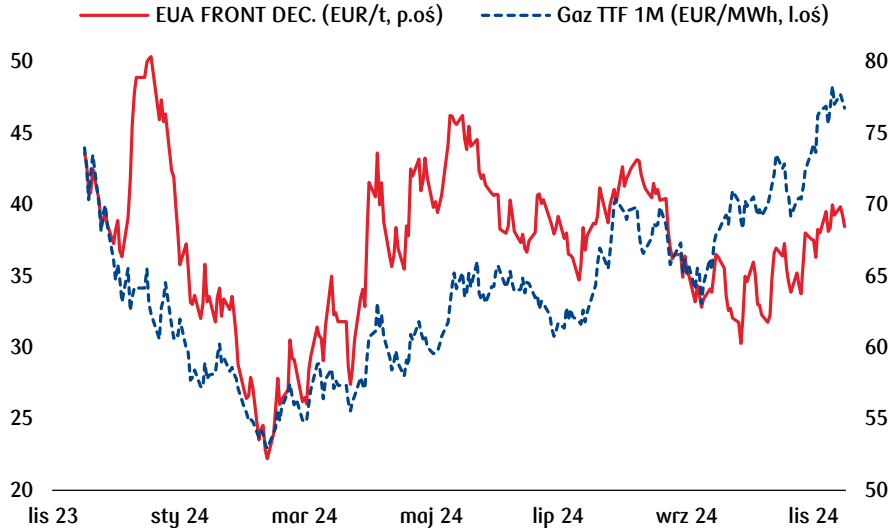
- Gaz najdroższy od ponad roku, TTF coraz bliżej 50 EUR/MWh
- Aprecjacja surowca wspiera rynek uprawnień do emisji CO₂

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

Notowania grudniowego benchmarku EUA podczas sesji 25 listopada dotarły do 71,54 EUR/t; poziomu najwyższego od końca sierpnia. Aprecjacja liczona od lokalnego dołka z 9 października – 59,95 EUR/t – przekroczyła 19%. Po uprzednim, kwietniowym spadku ceny CO₂ poniżej 60 EUR/t także nadeszło odbicie; katalizator w obu przypadkach był ten sam – drożący gaz. Notowania paliwa i uprawnień są zazwyczaj pozytywnie skorelowane ze względu na mechanizm *gas-to-coal switching*, skutkujący zwiększonym popytem ze strony energetyki na bardziej emisyjny węgiel w przypadku nieproporcjonalnie silnej aprecjacji gazu (nie bez znaczenia jest też koszt CO₂). Notowania TTF, aktualnie w okolicach 47 EUR/MWh, znacznie przekraczają średni poziom *coal switching price*, wynoszący według obliczeń analityków LSEG ok. 36 EUR/MWh. W minionych tygodniach poprawiły się marże generacji *clean dark spread* elektrowni węglowych np. w Niemczech, do czego przyczynił się symboliczny spadek ceny węgla (API2 2M -0,7% MTD) wobec ewidentnej aprecjacji CO₂ (+6%) i TTF 1M (+15%), z którym powiązana jest cena energii elektrycznej.

Drożący gaz ciągnie do góry notowania EUA za sprawą mechanizmu *gas-to-coal switching*, cena uprawnień rośnie powyżej 71,5 EUR/t

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



Źródło: LSEG Eikon

22 listopada notowania gazu wzrosły do 49,55 EUR/MWh, poziomu najwyższego od ponad roku. Zwyżka z drugiej połowy miesiąca była pochodną m.in. spadku temperatur na Starym Kontynencie, eskalacji wojny w Ukrainie, wstrzymania dostaw paliwa przez Gazprom dla austriackiego OMV (w tle przegrana rosyjskiego koncernu przed Międzynarodową Izbą Handlową) oraz nałożenia sankcji na Gazprombank przez USA. W kolejnych dniach rynek surowca nieco się uspokoił, a ceny przejściowo zeszły poniżej 46 EUR/MWh, na co uprawnienia zareagowały spadkiem do 67,7 EUR/t. Zawieszenie broni między Izraelem a Hezbollahem zredukowało premię za ryzyko geopolityczne. Dostawy surowca z Rosji do Europy Środkowej nitką przez Ukrainę pozostają mimo wszystko

TTF przekracza 49,5 EUR/MWh; osiąga poziom najwyższy od ponad roku z powodu spadku temperatur w Europie i obaw o adekwatne zaopatrzenie Starego Kontynentu w surowiec

stabilne, wolne wolumeny znajdują nabywców. Podwyższone ceny gazu w Europie powinny skutkować zwiększonym napływem LNG.

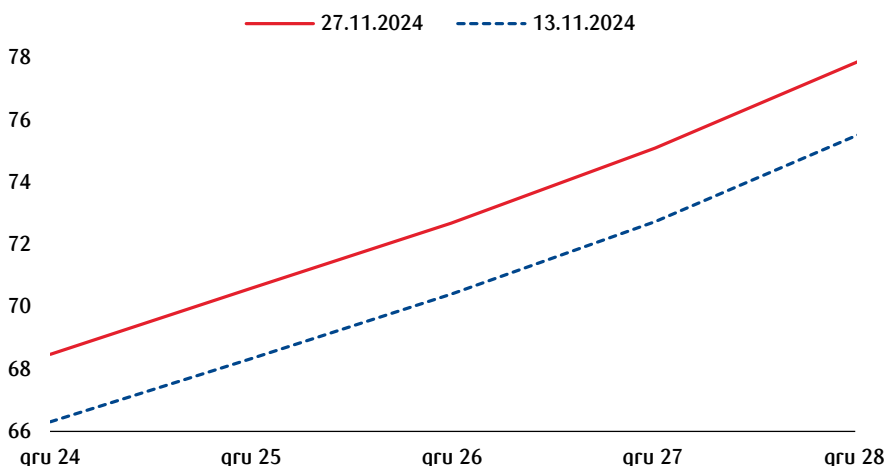
Przed głębszą przeceną rynek chronią zakłócenia w produkcji skroplonego paliwa w Australii (zakład Pluto) i obawy o adekwatne zaopatrzenie Starego Kontynentu w surowiec – aktualny poziomu zapasów gazu w państwach Unii Europejskiej wynosi 87,4% wobec 97,6% rok temu. Wg prognozy EC46 po pogodowych zawirowaniach na przełomie listopada temperatury w Europie Zachodniej wrócą od drugiej dekady grudnia do pasma ograniczonego od góry 10-letnią, a od dołu 30-letnią średnią. Wśród uczestników rynku pojawiły się prognozy średnich notowań TTF na 2025 r. mieszczące się w przedziale 39-42 EUR/MWh. Tegoroczna średnia cena benchmarku wynosi 33,6 EUR/MWh.

Rynek uprawnień będzie krótkoterminowo wsparty przez przerwę w aukcjach EUA na przełomie roku. Byczo została zinterpretowana decyzja Komisji Europejskiej o pozostawieniu bez zmian wolumenu aukcji do sierpnia 2025 r. W związku ze spadkiem ceny CO₂ część inwestorów spodziewała się rewizji do góry podaży EUA w ramach finansowania planu REPowerEU. Nastroje rynkowe poprawiła ponadto zmiana w listopadzie zaangażowania *smart money* – funduszy inwestycyjnych – na giełdzie ICE Endex, których sumaryczna pozycja netto po raz pierwszy od lipca ub.r. jest długa. Konferencja COP29 w Baku, co nie powinno być zaskoczeniem, okazała się rynkowym non-eventem. W 2025 r. jeden z największych graczy z Wall Street w scenariuszu bazowym spodziewa się średniej ceny CO₂ na poziomie 73 EUR/t; skrajne scenariusze obejmują zakres 60-90 EUR/t. Średnia notowań YTD sięga 66,4 EUR/t.

Rynek uprawnień będzie wspierała zmniejszona podaż EUA na przełomie roku, poprawiają się nastroje inwestycyjne; możliwy wzrost średnich cen TTF i EUA w 2025 r.

Spoglądając na rynek EUA przez pryzmat analizy technicznej należy wskazać, że przełom ubiegłego i obecnego tygodnia przyniósł poważny test średnioterminowej linii trendu spadkowego, która jednak pomimo kilkukrotnego jej naruszenia nie została pokonana. Tym samym obowiązujący trend nie zmienił się, pozostaje spadkowy, a ważnym dla jego utrzymania poziomem są okolice 71,5 EUR/t. Z drugiej strony najbliższe techniczne wsparcie widzimy w okolicy 64,8 EUR/t, gdzie biegnie dolne ograniczenie budującego się od ok. 9 października br. lokalnego kanału wzrostowego. Ewentualne pokonanie ww. poziomu, z punktu widzenia analizy technicznej, otworzyłoby drogę w kierunku okolic 56 EUR/t, gdzie rozpoczyna się – wskazywana już przez nas w poprzednich materiałach – średnioterminowa strefa wsparć.

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

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.