

Uprawnienia do emisji CO₂

Analizy Rynkowe

8 stycznia 2026



Centrum
Analiz

W SKRÓCIE:

- Uprawnienia w pobliżu 89 EUR/t, najdroższe od sierpnia 2023
- Rynek wsparty prawdopodobnym deficytem EUA

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl
www.centrumanaliz.pkobp.pl

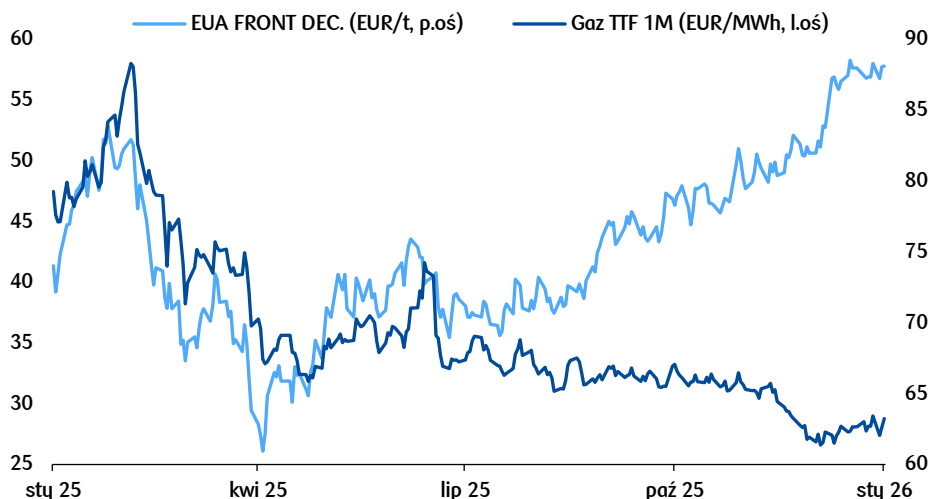
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

Po stabilizacji z początku grudnia w okolicach 82 EUR/t notowania uprawnień wznowiły kurs na północ. Benchmark z 2025 w dniu wygaśnięcia, 15 grudnia, przekroczył poziom 85 EUR/t. Do aprecjacji przyczyniła się typowa, świąteczna przerwa w aukcjach uprawnień (wróciły 7 stycznia) oraz aktualizacja przez giełdę EEX kalendarza ofert na 2026. W związku z rozliczeniem emisji transportu morskiego wolumen EUA zrewidowano w dół o prawie 9% (ok. 52 mln uprawnień). Fundusze inwestycyjne, antycypując strukturalnie napięty rynek CO₂, wywindowały w trzecim tygodniu grudnia pozycje długie absolutne i netto do rekordowych poziomów. Na przełomie roku ten trwający, z przerwami, od sierpnia byczy trend przygasa i nieco wzrosła liczba krótkich pozycji. W kolejnych latach część uczestników rynku spodziewa się deficytu uprawnień z powodu m.in. spadającego limitu emisji CO₂ oraz zakończenia aukcji EUA w ramach programu REPowerEU. Według różnych źródeł tegoroczny niedobór przekroczy 120 mln ton.

Po małej realizacji zysków pod koniec grudnia rynek CO₂ zakończył 2025 na poziomie 87,4 EUR/t wzrostem o 19,7% r/r. Średnia cena uprawnień r/r była wyższa o 12,6% (74,9 EUR/t w 2025 vs 66,5 EUR/t w 2024). Ubiegłoroczny szczyt notowań ustanowiony został 23 grudnia na poziomie 88,88 EUR/t, uprawnienia tak drogie były ostatnio w sierpniu 2023. Historyczny rekord pochodzi z 21 lutego 2023 i wynosi 101,25 EUR/t.

Uprawnienia na poziomie z sierpnia 2023, droższą do niemal 89 EUR/t; w ubiegłym roku zyskały prawie 20%

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



Źródło: LSEG Workspace

Na początku 2026 wróciła pozytywna, krótkoterminowa korelacja notowań CO₂ i gazu. Cena paliwa przejściowo przekroczyła 29 EUR/MWh, a uprawnienia oscylowały wokół 88 EUR/t. Rynek TTF wsparty spadki temperatur w Europie, które do drugiej dekady stycznia mogą utrzymać się poniżej 30-letnich średnich. Od połowy ubiegłego roku rozluźniły się jednak zazwyczaj zbieżne trendy cenowe na

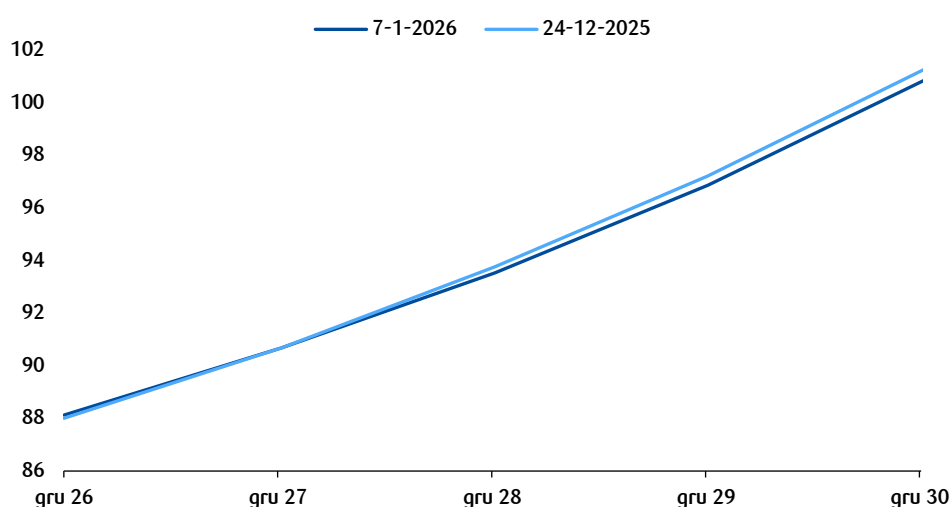
Gaz notuje w 2025 spadek o ponad 40%, na przełomie roku rynki TTF i CO₂ wspiera silne ochłodzenie w Europie

rynkach EUA i gazu – benchmark TTF 1M stanął w 2025 o ponad 42% pod presją m.in. rosnącej podaży LNG. Uniezależnienie się notowań CO₂ od ceny paliwa jest też do pewnego stopnia pochodną zaawansowanej dekarbonizacji sektora wytwarzania energii elektrycznej. Wzrost o prawie 17% w ubiegłym roku zanotował natomiast indeks STOXX Europe 600. Nastroje z lokalnych parkietów akcyjnych okresowo przefiltrowują się na rynek CO₂.

W ankiecie rynkowej serwisu Montel z pierwszej połowy grudnia konsensus względem średniej ceny EUA w 2026 wyniósł 92 EUR/t. Według kolejnego sondażu, którego wyniki opublikowano 22 grudnia, 29% respondentów spodziewa się w przyszłym roku średniej notowań uprawnień poniżej 90 EUR/t, a 27% powyżej 100 EUR/t. Największa grupa – 44% ankietowanych – widzi w tym roku średnią cenę CO₂ w przedziale 90-100 EUR/t.

Według ankiety Montela w 2026 prawdopodobna jest aprecjacja uprawnień, konsensus mieści się w przedziale 90-100 EUR/t

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



Źródło: LSEG Workspace

Analiza techniczna: W II połowie grudnia 2025 trend wzrostowy notowań uprawnień do emisji CO₂ przyspieszył, w wyniku czego „z marszu” pokonana została strefa technicznych oporów znajdująca się między 84,5 a 85,5 EUR/t. Co istotne, pomimo znaczącego technicznego wykupienia rynku widocznego np. na wskaźnikach impetu, które miało miejsce po dotarciu do okolic 89 EUR/t, realizacja zysków miała relatywnie płytki zasięg, przybrała postać trendu bocznego i nie zbliżyła się nawet do pokonanych ww. oporów. Ten trend boczny nie ma naszym zdaniem znamion formacji odwrócenia, co oznacza, że jest on jedynie korektą w obowiązującym trendzie, a ten pozostaje wzrostowy. W wyniku rozbudowy tej lokalnej korekty wyraźnemu schłodzeniu uległy wskaźniki impetu, a ich obecny układ, w połączeniu z dość sporym zaawansowaniem tego trendu bocznego, sugeruje, że w perspektywie najbliższych dni rynek może podjąć próbę kontynuacji wzrostów. Sygnałem zakończenia korekty byłoby wybicie ponad poziom 88,9 EUR/t, gdzie znajduje się górne ograniczenie ww. konsolidacji. Jeśli takie wybicie nastąpi, to z punktu widzenia analizy technicznej droga w kierunku strefy 92,2-93,4 EUR/t, gdzie obecnie znajdują się średnioterminowe opory, zostałaby otwarta. W naszej opinii osiągnięcie tych poziomów może wypełnić co najmniej istotną część ostatniego impulsu wzrostowego, a to oznacza, że ryzyko rozwinięcia przynajmniej większego ruchu korekcyjnego znacząco się wówczas zwiększy. Warto dodać, że najbliższe krótkoterminowe wsparcia widzimy w okolicy 86,6 EUR/t, a te bardziej istotne w pobliżu 85 EUR/t.

Budujący się przez ostatnie tygodnie trend boczny jest w naszej opinii korektą, a jej zaawansowanie łącznie ze schłodzeniem wskaźników impetu sugeruje, że rynek może wkrótce podjąć próbę kontynuacji trendu wzrostowego

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biurowy Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy, analiza techniczna CO ₂)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Materiał został ukończony 7 stycznia 2026.

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. Świętokrzyska 36, 00-116 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.