

Uprawnienia do emisji CO₂

Analizy Rynkowe

26 marca 2026



Centrum
Analiz

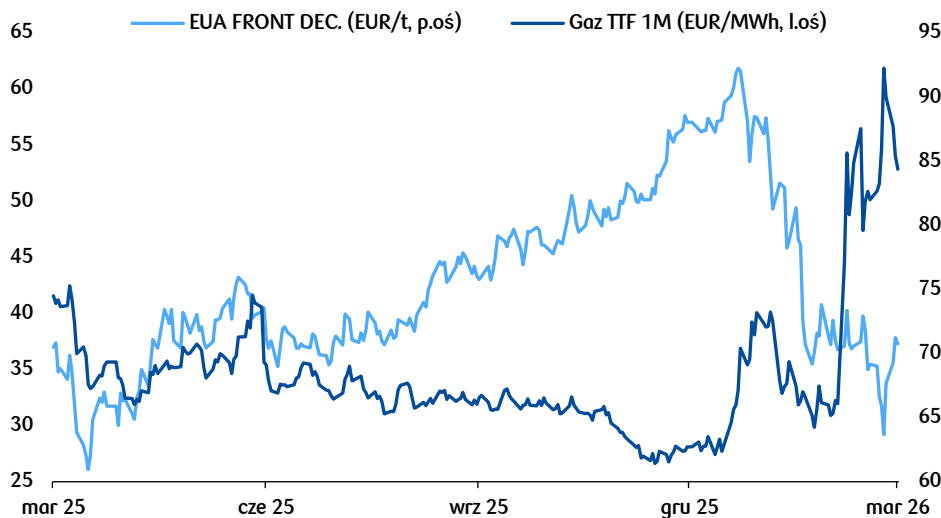
W SKRÓCIE:

- Odbicie ceny CO₂ – maleje ryzyko regulacyjne, EU ETS czeka „fine tuning”
- Na dalszym planie silny wzrost notowań gazu

19-20 marca cena uprawnień do emisji CO₂ zeszła do 63,1 EUR/t; poziomu z kwietnia 2025. Korekta od tegorocznego szczytu 93,8 EUR/t z 15 stycznia wyniosła 33%. Nastroje inwestycyjne pogorszyły się w ślad za spadkami europejskich indeksów akcyjnych – STOXX Europe 600 był najniższy od listopada ub.r. Rynekowi CO₂ ciążyło ryzyko spowolnienia unijnej dekarbonizacji.

W trzeciej dekadzie miesiąca notowania uprawnień odbiły się do 73,2 EUR/t (+16% od niedawnego dołka). Odreagowanie rozpoczęło się już 20 marca, na silnie wyprzedanym rynku (RSI poniżej 30 pkt.). Wbrew oczekiwaniom niektórych interesariuszy posiedzenie Rady Europejskiej z 19-20 marca nie przyniosło przełomu – EU ETS czeka raczej ewolucja niż rewolucja.

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



Źródło: LSEG Workspace

Przedstawione zmiany nawiązywały do propozycji wysuwanych w ubiegłych miesiącach przez unijnych oficjeli i objęły m.in. rewizję zasad działania Rezerwy Stabilności Rynkowej (MSR) oraz utworzenie funduszu w wysokości 30 mld euro wspierającego technologie niskoemisyjne. Reforma rezerwy ma m.in. służyć „obniżeniu cen energii elektrycznej i zaradzeniu nadmiernej zmienności w perspektywie krótkoterminowej”. Z kolei fundusz, „investment booster”, zasili 400 mln uprawnień prawdopodobnie z bufora międzysektorowego współczynnika korygującego CSCF. Ponadto możliwe jest m.in. obniżenie liniowego współczynnika redukcji emisji, odroczenie terminu wycofania bezpłatnych uprawnień dla przemysłu oraz zwiększenie ich puli kosztem oferty aukcyjnej w obecnej fazie handlu. 25 marca Financial Times donosił, że Bruksela pracuje nad „hamulcem awaryjnym”, mającym na celu ograniczenie skoków cenowych EUA poprzez zmniejszenie wolumenu unieważnianych uprawnień.

Biuro Strategii Rynkowych

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

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

Po osłabieniu do 63 EUR/t, poziomu z 2025, uprawnienia notują dwucyfrowe odbicie – wracają powyżej 70 EUR/t

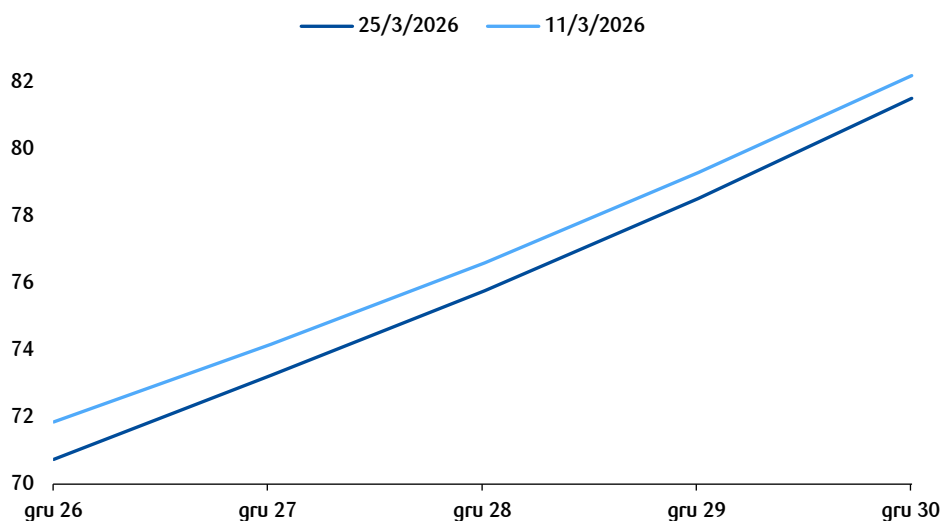
Posiedzenie Rady Europejskiej bez przełomu – EU ETS czeka „fine tuning”, mający na celu m.in. ograniczenie skoków cenowych

Uczestnicy rynku są podzieleni co do wpływu proponowanych zmian na bilans EU ETS, zwłaszcza w kwestii pochodzenia 400 mln uprawnień. Dodatkowa podaż może negatywnie odbić się na cenie CO₂. Wnioski z przeglądu ETS mają się pojawić do lipca 2026, część propozycji – np. w odniesieniu do MSR – Komisja Europejska zamierzała przedstawić w perspektywie dni.

Zachowanie rynku gazu na razie pozostaje na drugim planie. 19 marca notowania TTF skoczyły do 74 EUR/MWh, poziomowi najwyższego od ponad 3 lat, po odwiecie Teheranu za izraelski atak na instalacje gazowe. Uderzenie Iranu w katarski zakład Ras Laffan ograniczyło możliwości produkcyjne kompleksu o 17%, czyli ponad 3% światowej podaży skroplonego gazu. Naprawy mogą potrwać 3-5 lat, ograniczenia dotkną dostawy m.in. do Włoch, Belgii, Korei Południowej i Chin. Zdaniem części specjalistów rynkowych Europa jest lepiej przygotowana na niedobór surowca niż w 2022. W ubiegłym roku Katar odpowiadał za niecałe 4% gazu sprowadzonego do Unii Europejskiej i skoki lokalnych notowań paliwa powinny być niższe niż 4 lata temu. Istotnym katalizatorem rynkowym będzie zachowanie azjatyckiego benchmarku JKM, który obecnie jest notowany z premią wobec TTF. Pojawiają się przewidywania, że w przypadku przeciągającej się wojny w Iranie europejski gaz może zdrożeć do 85-120 EUR/MWh. Niektórzy uczestnicy rynku zrewidowali do góry prognozy cenowe TTF i JKM do 2029; słychać głosy, że w horyzoncie 3-letnim globalna nadwyżka LNG jest mało prawdopodobna. W marcu TTF zdrożał o 65%, JKM zyskał 86%, a uprawnienia są na symbolicznym plusie.

Drożejący gaz pozostaje na drugim planie, notowania surowca wskutek spadku podaży z Bliskiego Wschodu mogą się utrzymać „wyżej na dłużej”

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



Źródło: LSEG Workspace

Analiza techniczna benchmarku EUA: Na przestrzeni ostatnich tygodni kurs uprawnień do emisji CO₂ wybił się dołem ze wskazywanej w poprzedniej analizie konsolidacji (74,5–67 EUR/t) i przełamał średnioterminową linię trendu wzrostowego poprowadzoną od minimum z lutego 2024, a następnie nastąpił dynamiczny wzrost kursu negujący te wybicia. Taka sekwencja zdarzeń z punktu widzenia analizy technicznej sugeruje, że ostatnia fala spadkowa uległa wypełnieniu. W naszym przypadku oznacza to wypełnienie fali w dół trwającej od 15 stycznia br. do 19 marca 2026. Przyjęcie takiej tezy wskazuje, że ostatnie wzrosty notowań uprawnień to początek średnioterminowego ruchu korekcyjnego. Za takim scenariuszem przemawia naszym zdaniem szerszy obraz techniczny tego rynku, który opisywaliśmy w ostatnich analizach, ale także impulsowy charakter budujących się od połowy stycznia br. spadków. Uwzględniając powyższe założenia i argumentację, możemy wskazać, że pierwszym celem trwającej od 20 marca br.

Na gruncie analizy technicznej zachowanie notowań CO₂ z ostatnich sesji wskazuje, że 20 marca br. rynek ten rozpoczął średnioterminową korektę, której pierwszym celem mogą być okolice 74,5 EUR/t, a w wariancie optymistycznym strefa 78,5–82 EUR/t

korekty mogą być okolice 74,5 EUR/t, gdzie widzimy najbliższe ważne techniczne opory. W scenariuszu optymistycznym (odnośnie do zasięgu korekty) wskazałobyśmy strefę 78,5–82 EUR/t jako możliwy cel obecnych wzrostów. Otwarte pozostaje jednak pytanie o charakter czy strukturę oczekiwanego przez nas ruchu korekcyjnego, a dokładnie to, czy będzie on jedną dynamiczną wyżką, czy też bardziej złożoną strukturą mającą charakterystykę trendu bocznego. Poziomem obrony dla przedstawionej wyżej koncepcji są minima z 19 marca, które znajdują się w okolicy 63 EUR/t.

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

Biuro 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 25 marca 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.