

Uprawnienia do emisji CO₂

Analizy Rynkowe

17 września 2026

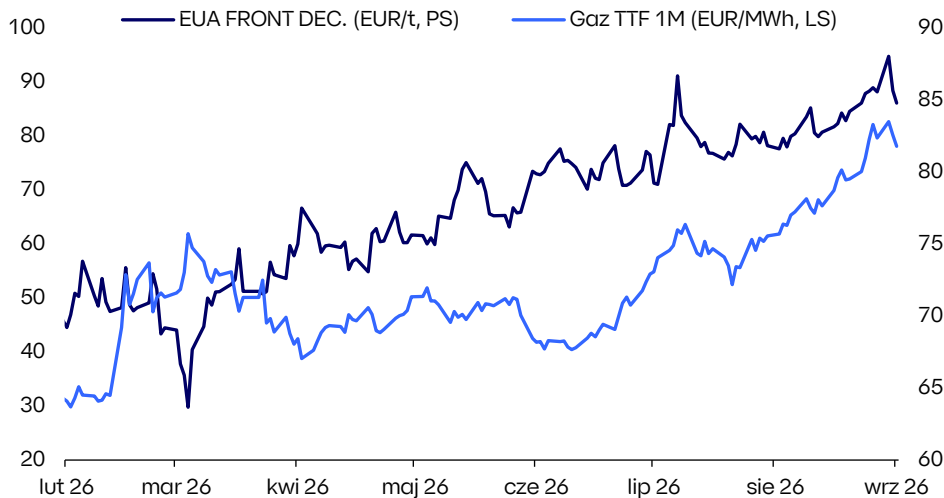
W SKRÓCIE:

- Uprawnienia ustanawiają lokalny szczyt cenowy powyżej 88 EUR/t
- Gaz najdroższy od 2022, rosną marże elektrowni węglowych

Uprawnienia do emisji CO₂ (DEC'26 EUA) zdrożały od początku miesiąca o 2% do 84,7 EUR/t. 14 września ustanowiły lokalny szczyt cenowy na poziomie 88,5 EUR/t, najwyższym od stycznia br. Aprecjacja liczona od tegorocznego dołka z marca (63,1 EUR/t) przekroczyła 40%. Wskaźnik siły względnej RSI sygnalizował pierwsze od lipca silne wykupienie rynku.

Dominującym katalizatorem wzrostowym był w pierwszej połowie miesiąca europejski gaz, którego notowania osiągnęły poziom najwyższy od grudnia 2022. Z powodu eskalacji konfliktu USA-Iran i przerwanych dostaw LNG z Kataru benchmark TTF 1M ustanowił 14 września tegoroczny rekord cenowy drożąc do 84,5 EUR/MWh. W kolejnych dniach rynek się uspokoił, lecz MTD gaz zyskuje solidne 12%. W 2026 cena paliwa wzrosła o 177%, podczas gdy uprawnień spadła o 3%.

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



Źródło: LSEG Workspace

Pozytywna korelacja notowań TTF i CO₂, która uwidoczniła się w minionych tygodniach, nie jest regułą. Wiosną br. rynki były najczęściej negatywnie skorelowane – drożący gaz potrafił tłumić zapotrzebowanie na uprawnienia z powodu obaw o przyhamowanie aktywności gospodarczej przez rosnące równoległe ceny energii elektrycznej (np. DE Baseload Q1 +10% MTD i +140% YTD). Od przełomu sierpnia prawdopodobnie jednak ożywił się popyt na EUA ze strony zachodnioeuropejskich producentów energii elektrycznej z węgla, zachęconych do hedgingu poprawą marż *Clean Dark Spread* dzięki m.in. relatywnie ograniczonej aprecjacji surowca (API2 2M +5% MTD i +49% YTD). Sytuacja może się powtarzać w nadchodzącym wielkimi krokami sezonie grzewczym biorąc pod uwagę brak gazu z Kataru i obowiązujący od 2027 unijny szlaban na import rosyjskiego LNG (o ile notowania CO₂ i węgla nie zaskoczą w górę, a gaz i energią będą drogie). Istnieje szansa, że z pomocą przyjdzie zjawisko Super El Niño, dzięki któremu zima w Europie może być wyjątkowo ciepła i wietrzna.

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl
www.centrumanaliz.pkobp.pl
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl
Tomasz Marek
tomasz.marek@pkobp.pl

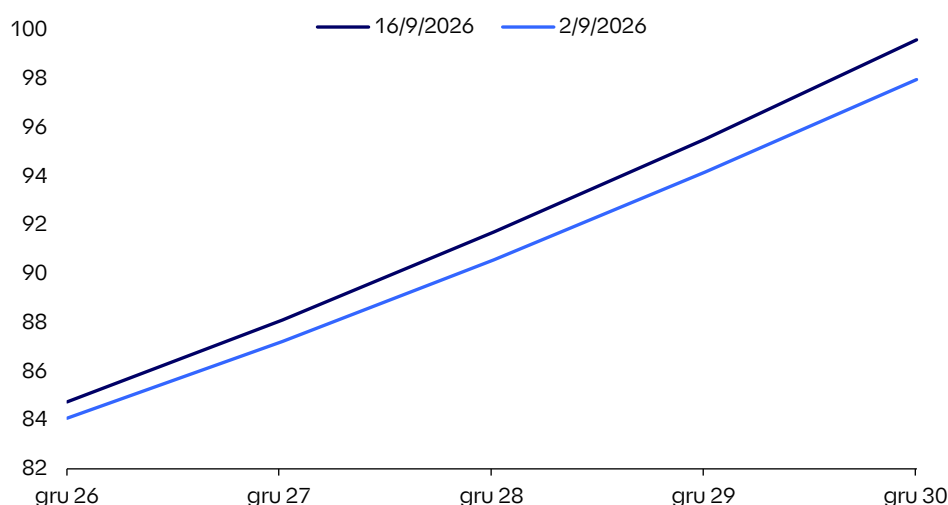
Uprawnienia we wrześniu na niewielkim plusie, ustanawiają lokalny szczyt notowań za sprawą skoku ceny gazu

Popytową stronę rynku CO₂ prawdopodobnie wsparli producenci energii elektrycznej z węgla, sytuacja może się powtarzać w nadchodzącym sezonie grzewczym

Krótkoterminowo rynek CO₂ mogą wspierać zakupy „last minute” przez instalacje objęte ETS przed upływającym 30 września terminem rozliczenia emisji za 2025. Średnioterminowo, poza Bliskim Wschodem i cenami energii, w centrum uwagi inwestorów będą rozpoczęte przez unijne instytucje prace nad reformą handlu uprawnieniami. Pojawiają się opinie, że w jej następstwie notowania CO₂ mogą przez kolejne lata utrzymywać się poniżej 100 EUR/t z powodu m.in. oczekiwanego wzrostu podaży EUA. Możliwy jest także spadek zmienności rynkowej, którą wziął na celownik Peter Liese, reprezentujący Parlament Europejski w pracach nad reformą ETS. Według propozycji parlamentarnego negocjatora w przypadku przekroczenia przez trzymiesięczną średnią cenę CO₂ o 25% średniej z minionych 12 miesięcy na rynek automatycznie trafi 25 mln uprawnień. Obowiązująca zasada wygładzania skoków cenowych ma dużo wyższy próg uruchomienia. Nowa ewentualnie wejdzie w życie od 2030 i będzie analogicznie działała w drugą stronę – zaostrzy bilans EUA jeśli nadejdzie głęboka korekta.

Zbliża się termin rozliczenia emisji za 2025; w kolejnych miesiącach kluczowa będzie reforma ETS, która może zwiększyć podaż EUA i ograniczyć zmienność rynkową

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



Źródło: LSEG Workspace

Analiza techniczna: W okolicy 8 września kurs uprawnień do emisji CO₂, pokonując wskazywany przez nas opór na 84,50 EUR/t, wybił się górą z budującego się od pierwszych dni sierpnia br. lokalnego trendu bocznego. W konsekwencji tego trend wzrostowy przyspieszył, rynek ustanowił nowe, kilkumiesięczne maksimum w okolicy 88,50 EUR/t, których jednak nie zdołał utrzymać. Dynamiczne cofnięcie z ostatnich dni ponownie sprowadziło kurs omawianego instrumentu w okolice 84,50 EUR/t, czyli w pobliże przełamanego wcześniej oporu, choć bardziej istotne wsparcia znajdują się obecnie w strefie 82,80-84,00 EUR/t. Tak jak wskazywaliśmy w części technicznej naszych ostatnich raportów, poziom 84,50 EUR/t był istotny dla średnioterminowego obrazu trendu tego rynku oraz naszych średnioterminowych scenariuszy. Zakładały one, że zwyżka trwająca od drugiej połowy marca br. jest średnioterminową korektą, a po jej zakończeniu, z punktu widzenia analizy technicznej, możliwe byłoby rozwinięcie kolejnej fali spadkowej, analogicznej pod względem stopnia i być może również zasięgu do ruchu z okresu styczeń-marzec 2026. W naszej opinii ostatni ruch w górę zaczyna podważać ten bazowy scenariusz, jednak dzięki dynamicznemu cofnięciu rynku z minionych dni jeszcze go nie zanegował. W tym kontekście istotny będzie kierunek kolejnego, mocniejszego ruchu, który jak zakładamy pokaże, czym w istocie było wybiecie w górę z okresu 7-14 września br. W krótkim terminie, tj. w perspektywie kolejnych dni, bliskość technicznych wsparć oraz układ wskaźników technicznych sugerują, że przynajmniej w takim horyzoncie ryzyka są przesunięte w kierunku wyższych poziomów cen omawianego instrumentu. Najbliższe opory znajdują się w okolicy 86,80 EUR/t, a kolejne w pobliżu 88,50 EUR/t.

Wybiecie kursu EUA powyżej 84,50 EUR/t osłabiło argumenty za realizacją średnioterminowego scenariusza spadkowego, jednak ostatnie cofnięcie nie pozwala jeszcze na jego zanegowanie; w krótkim terminie układ techniczny jest pro wzrostowy, a najbliższe istotne opory znajdują się w rejonie 86,80-88,50 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 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 16 września 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.