

Kwartalnik Walutowy

3q26

Analizy Rynkowe

01 lipca 2026



Bank Polski

Centrum
Analiz



- **Na koniec 3q26 prognozujemy niewielką aprecjację złotego względem euro, do poziomu 4,27 na EURPLN, oraz silniejsze jego umocnienie wobec dolara, do poziomu 3,71 na USDPLN, przy wzroście kursu EURUSD do 1,15.**
- Scenariusz umocnienia złotego opieramy przede wszystkim na relatywnie dobrych fundamentach polskiej gospodarki na tle strefy euro, dodatnim carry na PLN oraz oczekiwanym napływie rekordowej sumy środków unijnych, wspierających inwestycje i aktywność gospodarczą w 2h26. Dodatkowo w horyzoncie 3q26 oczekujemy lekkiego osłabienia dolara, co powinno zmniejszyć presję na waluty rynków wschodzących. Przestrzeń do silniejszej aprecjacji złotego będzie ograniczać utrzymanie presji na terms of trade w warunkach podwyższonych cen surowców energetycznych, w szczególności gazu ziemnego oraz napięta sytuacja finansów publicznych, skutkująca ryzykiem obniżenia oceny kredytowej Polski. Złotemu mogą też szkodzić epizody wzrostu globalnej awersji do ryzyka, związane z możliwymi podwyżkami stóp Fed, obawami o trwałość zawieszenia broni na Bliskim Wschodzie oraz potencjalną korektą rynkowych wycen spółek sektora technologicznego. W efekcie zakładamy, że EURPLN pozostanie blisko poziomów z ostatnich miesięcy, stabilizując się w okolicy 4,27 na koniec 3q26.
- Złotego fundamentalnie wspierać będzie utrzymująca się wyraźna przewaga tempa wzrostu gospodarczego Polski nad strefą euro, sprzyjająca pozytywnemu postrzeganiu polskich aktywów i napływowi kapitału inwestycyjnego oraz portfelowego. Według prognoz Komisji Europejskiej z maja br. wzrost PKB Polski w 2026 wyniesie 3,5%, wobec 0,9% w strefie euro, co jest spójne z naszym scenariuszem makroekonomicznym. Istotnym wsparciem dla krajowego wzrostu będzie rekordowy napływ środków z UE w 2h26, w tym środków z KPO, których łączna kwota wypłat w 2026 ma przekroczyć 100 mld PLN. Dodatkowo z instrumentu SAFE Polska otrzymała w maju pierwszą transzę w wysokości 6,6 mld EUR, a jesienią planowana jest kolejna, największa transza, o wartości blisko 100 mld PLN. Fundusze unijne będą wzmacniać dynamikę inwestycji, a ewentualna wymiana części środków bezpośrednio na rynku może stabilizować złotego podczas epizodów globalnego risk-off.
- Złotemu sprzyjać będzie także dodatni, wynoszący 1,5%, dyferencjał nominalnych stóp procentowych NBP względem EBC, który w naszej opinii utrzyma się co najmniej do końca 2026. Powinno to podtrzymywać atrakcyjność krajowej waluty w strategiach portfelowych. Dodatkowo zakładamy, że inflacja CPI w Polsce do końca 1q27 utrzyma się powyżej 3%, ograniczając w tym czasie prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP. Przy ograniczonej przestrzeni do złagodzenia krajowej polityki pieniężnej oraz wygasaniu rynkowych oczekiwań na podwyżki stóp przez EBC, wyceniany przez rynek instrumentów terminowych dyferencjał stóp NBP względem EBC, wynoszący obecnie ok. 120pb, powinien się rozszerzać.
- Krajowej walucie powinny sprzyjać także trendy na rynkach bazowych FX. Zakładamy, że bilans czynników, który pod koniec 2q26 wspierał dolara, przede wszystkim za sprawą przeszacowania oczekiwań dotyczących ścieżki stóp Fed, może jeszcze przez pewien czas pozostawać korzystny dla amerykańskiej waluty. Jednocześnie widzimy przesłanki, by w horyzoncie obecnego kwartału ten układ stopniowo tracił na sile. Sprzyjać temu będzie hamowanie inflacji w USA, wspierane przez wyraźnie niższe niż wiosną 2026 ceny ropy naftowej. Dodatkowo, przy braku dalszego zaostrzenia polityki celnej USA, zakładamy, że największy wpływ dotychczasowych cel na poziom cen jest już prawdopodobnie za nami, a ich wkład w inflację w Stanach Zjednoczonych będzie stopniowo wygasać w 2h26, obniżając presję na bazowe wskaźniki CPI i PCE. Za ostrożniejszym podejściem do scenariusza dalszego umocnienia dolara przemawia również pozycjonowanie inwestorów. Dane z rynku kontraktów terminowych wskazują (raport CFTC), że ekspozycja netto na mocniejszego USD jest już bardzo wysoka i przekracza 36 mld USD, co zwiększa ryzyko, że rynek przereagował zmianę oczekiwań wobec Fed. W takim otoczeniu potencjał do dalszej aprecjacji dolara jest według nas ograniczony, zwłaszcza jeżeli dane inflacyjne z USA zaczną potwierdzać scenariusz słabnięcia presji cenowej. Wyraźnie tańsza niż wiosną ropa Brent będzie jednocześnie zmniejszać ryzyka stagflacyjne w Europie i powinna sprzyjać wycenie silniejszego wzrostu w europejskiej gospodarce, wspierając regionalne aktywa. W konsekwencji zakładamy, że choć dolar pozostanie relatywnie mocny jeszcze przez pewien

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

Andrzej Kiedrowicz

Strateg

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

t: 722 020 635

Tomasz Marek

Strateg

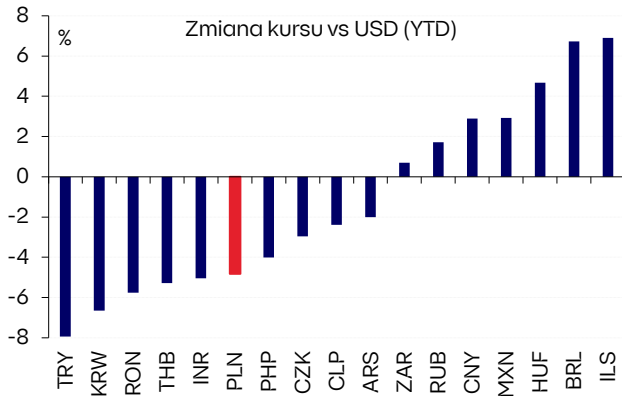
tomasz.marek@pkobp.pl

t: 785 065 512

czas, to w horyzoncie 3q26 korzystny dla niego bilans czynników zacznie się odwracać. Na koniec kwartału prognozujemy lekkie osłabienie amerykańskiej waluty i wzrost kursu EURUSD do 1,15.

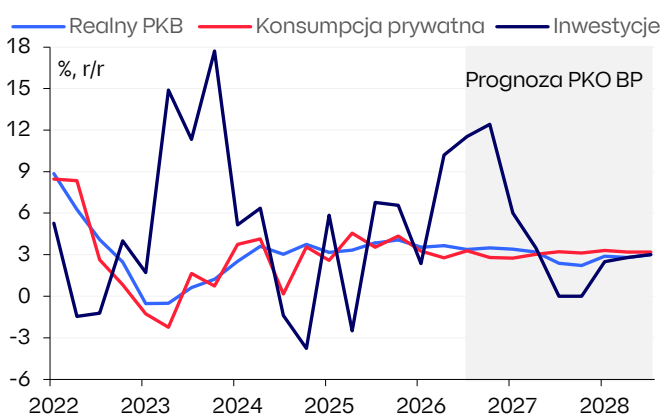
- Czynnikiem ograniczającym potencjał umocnienia złotego będzie pogorszenie bilansu zewnętrznego w warunkach utrzymujących się podwyższonych cen energii. Polska, jako importer surowców energetycznych, pozostaje wrażliwa na ceny ropy i gazu, które — mimo spadku względem wiosennych szczytów — nadal pozostają podwyższone, pogarszając terms of trade, podnosząc koszty firm i obciążając dochody realne gospodarstw domowych. Według prognoz z ostatnich dni czerwca br. cena ropy Brent ma wynieść średnio 75-83 USD/bbl w 4q26, co oznacza istotną rewizję w dół względem szacunków formułowanych w kwietniu i maju 2026. Jednak nawet taka cena oznaczałaby w dalszym ciągu istotną premię względem średniej sprzed wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie, która dla okresu styczeń-luty 2026 wynosiła ok. 67 USD/bbl. Zakładamy, że m.in. ze względu na powyższy czynnik deficyt na rachunku obrotów bieżących Polski powiększy się do 1,7% PKB w 2026, co nadal nie powinno zagrażać stabilności makroekonomicznej, ale może pogarszać postrzeganie złotego.
- Ryzykiem dla PLN pozostaje sytuacja fiskalna Polski. Według naszych prognoz deficyt sektora finansów publicznych w 2026 wyniesie 7,1% PKB, wobec 6,5% PKB prognozowanych przez Komisję Europejską, a dług publiczny będzie kontynuował trend wzrostowy. KE zakłada jego wzrost do 64,5% PKB w 2026 oraz 68,3% PKB w 2027 (PKO odpowiednio 65,8%, 71,2%). Wysokie potrzeby pożyczkowe i rosnący dług mogą zwiększać wrażliwość krajowych aktywów na zmiany globalnego sentymentu oraz podnosić premię wymaganą przez inwestorów, szczególnie gdyby rynek zaczął silniej dyskontować pogorszenie oceny kredytowej Polski. W najbliższych miesiącach (sierpień, wrzesień) zaplanowane są przeglądy ratingu Polski przez agencje Fitch i Moody's. Choć nie oczekujemy obniżki ratingu, to przy niewielkiej zdolności rządu do ograniczenia deficytu takie obawy mogą narastać. Uważamy jednak, że solidny wzrost gospodarczy i napływ środków unijnych powinny w horyzoncie 3q26 łagodzić negatywny wpływ ryzyka fiskalnego. W efekcie będzie ono raczej ograniczać potencjał aprecjacji PLN niż prowadzić do trwałego osłabienia złotego.
- Czynniki ryzyka dla prognozy: w kierunku mocniejszego złotego oddziaływałyby szybsze od założonego tempo wzrostu inwestycji i PKB, zwiększające relatywną przewagę polskiej gospodarki, i/lub dalszy istotny spadek cen surowców energetycznych, poprawiający krajowe terms of trade. Z kolei głównymi czynnikami prowadzącymi do słabszego złotego byłyby fiasko negocjacji USA–Iran, powodujące ponowny wzrost cen ropy i gazu, utrzymanie wycen zaostżenia polityki Fed lub/i głębszy globalny risk-off oraz obniżka ratingu Polski. Skalę ewentualnej deprecjacji PLN w takich scenariuszach mogłyby jednak ograniczać działania stabilizacyjne Ministerstwa Finansów, w tym wymiana na rynku środków walutowych pozyskanych z funduszy unijnych.

Wykres 1. Umocnienie dolara w 1h26 ciążyło głównie walutom EM gospodarek importerów netto surowców energetycznych, w tym PLN.



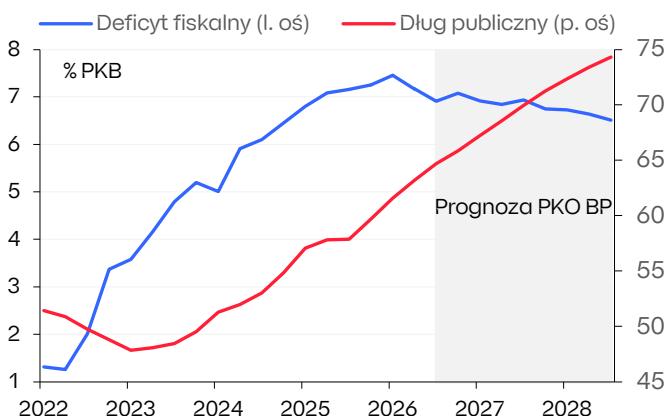
Źródło: LSEG

Wykres 3. Relatywnie wysokie na tle średniej UE tempo wzrostu PKB w 2026, napędzane rosnącą dynamiką inwestycji, stanowi fundamentalne wsparcie dla PLN...



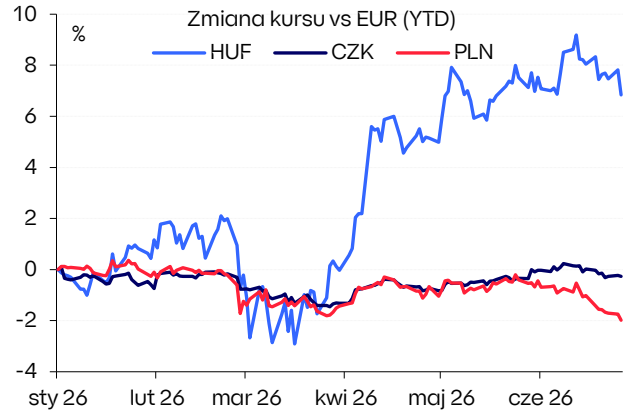
Źródło: LSEG, GUS, PKO BP (prognoza)

Wykres 5. Z drugiej strony pogorszenie sytuacji finansów publicznych zwiększa ryzyko dla oceny kredytowej Polski, a pośrednio także dla atrakcyjności inwestycyjnej PLN.



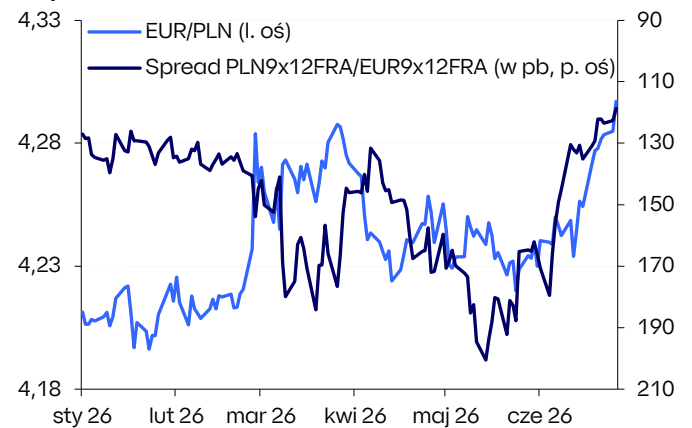
Źródło: LSEG, GUS, PKO BP (prognoza)

Wykres 2. W 2q26 wśród walut CEE-3 pozytywnie wyróżnił się forint, wspierany m.in. przez poprawę relacji Węgier z UE po zmianie władz politycznych.



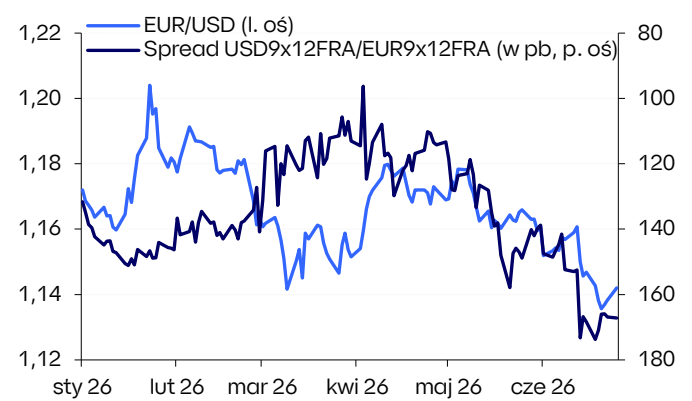
Źródło: LSEG

Wykres 4. ... a stabilizacja stóp NBP i EBC w 2026 powinna ograniczać dalsze zawężanie rynkowych wycen spreadu stóp i hamować wzrost kursu EURPLN.



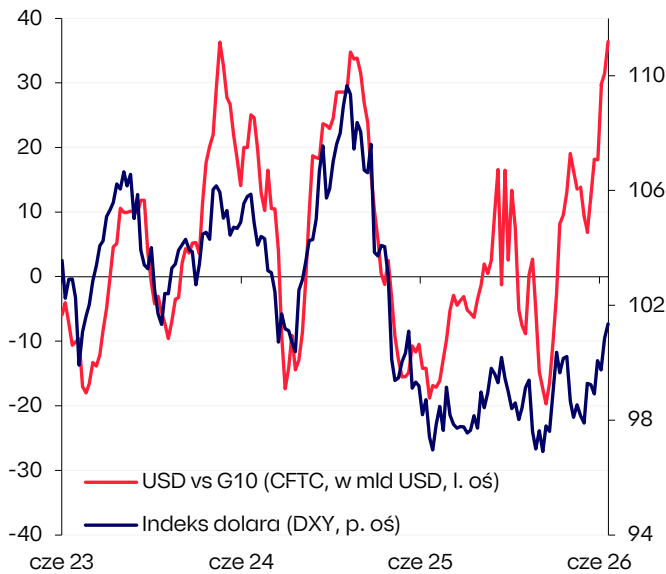
Źródło: LSEG

Wykres 6. Zakładane przez nas stopniowe wycofywanie się rynku z wycen podwyżek stóp Fed powinno zawęzić spread Fed-EBC i wspierać odbicie kursu EURUSD.



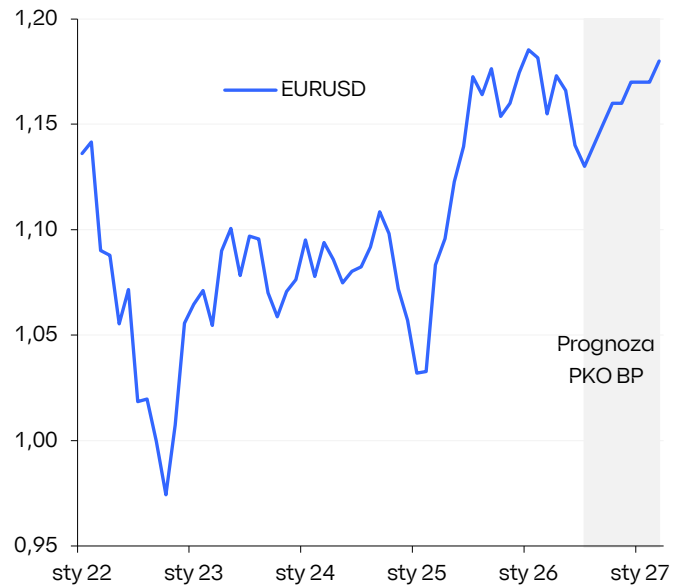
Źródło: LSEG

Wykres 7. Dodatkowo bardzo duża długa pozycja na dolarze amerykańskim zwiększa ryzyko, że rynek przereagował zmianę oczekiwań wobec Fed.



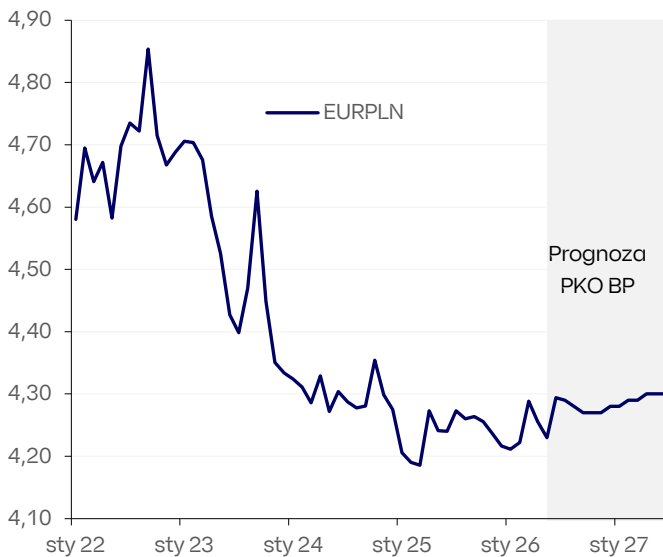
Źródło: LSEG

Wykres 8. Zakładając zmianę w bilansie czynników wspierających USD prognozujemy wzrost kursu EURUSD do 1,15 na koniec 3q26.



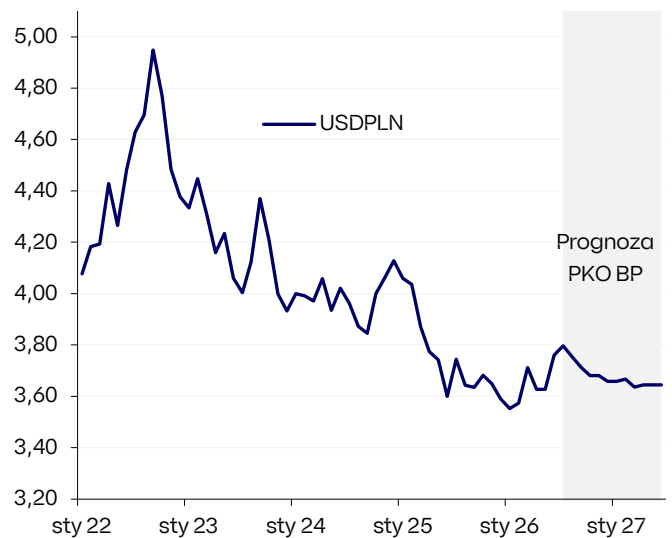
Źródło: LSEG, PKO BP (prognoza)

Wykres 9. W takim otoczeniu prognozujemy, że kurs EURPLN zakończy 3q26 na 4,27...



Źródło: LSEG, PKO BP (prognoza)

Wykres 10. ... a USDPLN na koniec września 2026 spadnie do 3,71.



Źródło: LSEG, PKO BP (prognoza)

Prognozy dla rynku walutowego

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26P	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
EUR/USD	1,08	1,07	1,11	1,04	1,08	1,18	1,17	1,17	1,15	1,14	1,15	1,17	1,18	1,18	1,17	1,17
EUR/PLN	4,29	4,31	4,28	4,28	4,19	4,24	4,26	4,21	4,29	4,30	4,27	4,28	4,29	4,30	4,31	4,30
USD/PLN	3,97	4,02	3,84	4,13	3,87	3,60	3,64	3,59	3,71	3,76	3,71	3,66	3,64	3,64	3,68	3,68
EUR/CHF	0,97	0,96	0,94	0,94	0,96	0,93	0,93	0,93	0,92	0,92	0,93	0,95	0,96	0,97	0,97	0,96
CHF/PLN	4,40	4,47	4,55	4,55	4,37	4,53	4,56	4,53	4,64	4,66	4,59	4,51	4,47	4,43	4,44	4,48

P-prognoza

Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv (stan na dzień 30.06.2026)

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)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Materiał został ukończony 30 czerwca 2026 roku o godz. 17:30.

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.