

USD/CAD: potencjał spadku w stronę 1,35–1,36

24 czerwca kurs USDCAD osiągnął poziom 1,4234, co było najwyższym poziomem od kwietnia 2025. Osłabieniu kanadyjskiego dolara sprzyjała znaczna dysproporcja poziomu stóp procentowych na korzyść USA oraz wyraźnie słabsza koniunktura gospodarcza w Kanadzie. Tamtejszy bank centralny (BoC) utrzymuje stopę na poziomie 2,25%, wobec 3,50–3,75% w przypadku Fed, a dynamika PKB Kanady (q/q, SARR) w ostatnim kwartale roku ubiegłego i pierwszym bieżącego była ujemna. Od lipca 2026 ten układ zaczął się jednak zmieniać. Dane makroekonomiczne z Kanady coraz częściej pozytywnie zaskakują, rynek przesunął oczekiwania w stronę podwyżek stóp BoC, a jednocześnie schładza się amerykański rynek pracy i słabnie konsumpcja. Przełamanie przez USDCAD wsparcia na 1,40 może być zatem potwierdzeniem dokonującej się zmiany układu czynników, który do tej pory wspierał wzrosty USDCAD. Uwzględniając powyższe, zakładamy kontynuację deprecjacji USD względem CAD do 1,35–1,36 w horyzoncie 2026.

Spada różnica pomiędzy wzrostem USA i Kanady

Słabsza koniunktura w Kanadzie jest już w dużej mierze uwzględniona w prognozach. W opublikowanym w lipcu kwartalnym raporcie o polityce pieniężnej BoC obniżył prognozę średniorocznego wzrostu PKB w 2026 do 0,7% z 1,2%, ale jednocześnie podniósł prognozę na 2027 do 1,8% z 1,6%. Bank ocenił, że gospodarka zaczęła wychodzić z okresu stagnacji. Potwierdził to lipcowy raport z rynku pracy, gdzie zatrudnienie wzrosło o 75 tys., a bezrobocie spadło do 6,4%. W USA trend był odwrotny. Lipcowe dane z amerykańskiego rynku pracy pokazały spadek zatrudnienia o 23 tys., a dane za maj i czerwiec zrewidowano łącznie o 103 tys. w dół. Należy jednak zaznaczyć, że zarówno projekcje makroekonomiczne Fed, zakładające 2,2% wzrostu PKB USA w 2026 i 2,3% w 2027, jak i rynek nie zakładają recesji w Stanach Zjednoczonych w najbliższych latach. Ważniejsza dla trendów na rynku FX jest jednak zmiana relatywnego momentum wzrostu gospodarczego, czyli kierunku zmian dynamiki PKB w Kanadzie względem USA. Jeśli rynek zacznie dyskontować zmniejszenie, a następnie odwrócenie dywergencji wzrostowej między USA a Kanadą, będzie to silny czynnik wspierający spadek kursu USDCAD, czyli wzmocnienie dolara kanadyjskiego względem amerykańskiego.

Zawężenie spreadu FRA odbiera USD istotną przewagę

Ważnym argumentem za kontynuacją spadków USDCAD jest zmiana na rynku stopy procentowej. Spread USD–CAD 9x12 FRA zaczął się pod koniec czerwca 2026 zawężać, a rynek wycenia obecnie pierwszą podwyżkę stóp BoC na początku 2027 i około 80pb zacieśnienia polityki pieniężnej do końca przyszłego roku. Natomiast w ostatnich tygodniach skala oczekiwanych podwyżek stóp Fed zmniejszyła się o około 10pb, do ok. 35pb w horyzoncie końca 2027.

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

Andrzej Kiedrowicz

Strateg

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

tel. 722 020 635

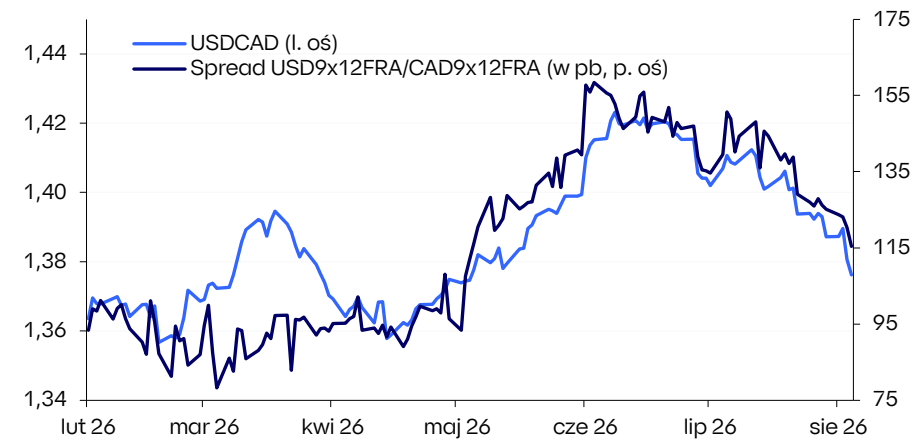
Tomasz Marek

Strateg

tomasz.marek@pkobp.pl

tel. 785 065 512

Wykres 1. Zawężenie spreadu FRA wspiera umocnienie CAD



Źródło: LSEG

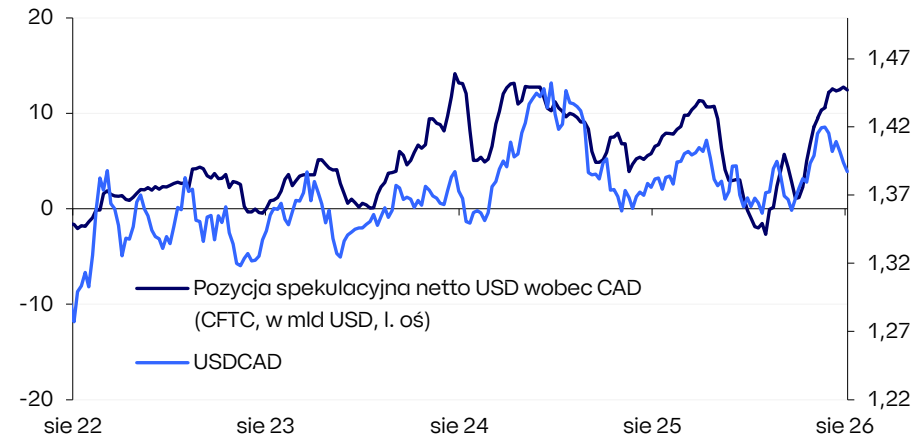
Podobny sygnał daje spread 2Y IRS USD–CAD, co potwierdza, że zmiana nie ogranicza się do pojedynczego punktu krzywej. Fed pozostaje jednak jastrzębim czynnikiem ryzyka, gdyż 29 lipca aż trzech członków FOMC głosowało za podwyżką stóp o 25pb, a wypowiedzi części członków Komitetu w ostatnich tygodniach wskazują na rosnącą wrażliwość na ryzyko utrzymywania się inflacji powyżej celu. Nasz scenariusz nie wymaga jednak gołębiego zwrotu w FOMC. Wystarczy, że przewaga oczekiwanych stóp w USA nad stopami w Kanadzie będzie się zmniejszać. Warto w tym kontekście dodać, że słabe dane o zatrudnieniu oraz lipcowy CPI na poziomie 0,1% m/m i 0,2% m/m bazowo ograniczają ryzyko ponownego silnego wyceniania przez rynek podwyżek stóp Fed.

Warto dodać, że ropa nie jest już głównym driverem kursu USDCAD i choć korelacja pozostaje ujemna to jest niska (ok. -0,24 dla 12-tygodniowych stóp zwrotu), a beta jest obecnie bliska zeru. Do realizacji naszego scenariusza nie potrzebujemy jednak dalszego wzrostu cen ropy. Raport Short-Term Energy Outlook amerykańskiej EIA (agencji Departamentu Energii) z 11 sierpnia zakłada cenę Brent na poziomie około 85 USD/bbl w 3q26, a więc wciąż relatywnie wysoko w horyzoncie naszej prognozy. Przy wskazanej wyżej ujemnej korelacji powinno stanowić to dodatkowe wsparcie dla CAD.

Krótką pozycją na CAD dodatkowym paliwem dla ruchu

Pozycjonowanie tworzy dodatkową asymetrię. Dane CFTC na 11 sierpnia wskazują na spekulacyjną krótką pozycję netto w CAD odpowiadającą około 12,45 mld USD, czyli o wartości bliskiej ekstremum z ostatnich czterech lat.

Wykres 2. Skrajne pozycjonowanie przeciwko CAD zwiększa potencjał short squeeze'u



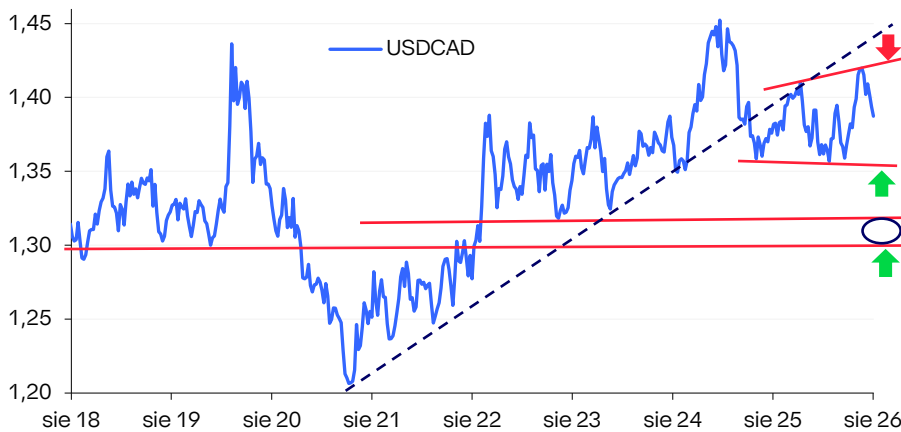
Źródło: LSEG

Tak duża krótka pozycja sama w sobie nie przesądza o kierunku trendu USDCAD, ale przy poprawiających się fundamentach może zwiększyć skalę potencjalnego ruchu. Dalsze zawężanie spreadu FRA lub kolejne pozytywne niespodzianki makro z Kanady mogą uruchomić redukcję „zatłoczonych” krótkich pozycji i przyspieszyć spadek USDCAD.

Obraz techniczny wspiera test 1,35–1,36

Analiza techniczna daje sygnały spójne z przedstawionymi wyżej fundamentami. USDCAD nie utrzymał średnioterminowych maksimów ustanowionych w czerwcu i lipcu 2026, a spadek poniżej wsparcia na 1,40 otworzył przestrzeń do ruchu w kierunku dolnego ograniczenia szerokiego trendu bocznego budującego się od połowy 2025, przebiegającego w strefie 1,35–1,36. Przy silniejszym domykaniu krótkich pozycji w CAD ruch może rozszerzyć się do okolic 1,34. Z punktu widzenia analizy technicznej trwały powrót ponad 1,43 zanegowałby scenariusz spadkowy.

Wykres 3. Strefa 1,35–1,36 dolnym ograniczeniem konsolidacji; 1,43 poziomem obrony dla scenariusza



Źródło: LSEG, opracowanie własne PKO BP

Podsumowanie

Nasza prognoza 1,35–1,36 jest agresywniejsza niż konsensus rynkowy na koniec 2026 ale pozostaje osiągalna przy kontynuacji obecnych trendów rynkowych i makroekonomicznych. Nie zakłada recesji w USA, gwałtownego zwrotu Fed ani silnego boomu surowcowego. Opieramy się przede wszystkim na dalszym zawężaniu dyferencjału stóp, poprawie relatywnych perspektyw gospodarki Kanady i redukcji skrajnego pozycjonowania przeciwko CAD.

Czynnikami ryzyka dla naszej prognozy są ponowne osłabienie wzrostu Kanady, powrót oczekiwań na luzowanie polityki pieniężnej przez BoC przy jednocześnie bardziej jastrzębim Fed lub globalny tryb/epizod risk-off. Warto dodać, że ryzyko związane z relacjami handlowymi między Kanadą a USA wyraźnie się w ostatnich dniach zmniejszyło po czasowym zawieszeniu nowych 50% taryf przez USA i osiągnięciu wstępnego porozumienia, które może przynieść również redukcję części istniejących cel sektorowych. Jednak do czasu finalizacji umowy oraz rozstrzygnięcia przyszłości USMCA nadal należy liczyć się z możliwością ponownego wzrostu premii za ryzyko w CAD. Dopóki jednak USDCAD pozostaje poniżej 1,43, bilans czynników makro, pozycjonowania oraz obrazu technicznego przemawia w naszej opinii za testem 1,35–1,36 przed końcem 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

pkoresearch@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 20 sierpnia 2026 roku o godz. 14:00.

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.