

Kwartalnik Walutowy

4q26

Analizy Rynkowe

2 października 2026



Bank Polski

Centrum
Analiz



- **Na koniec 4q26 prognozujemy umiarkowane umocnienie złotego do 4,34 na EURPLN oraz 3,77 na USDPLN, przy wzroście kursu EURUSD do 1,15.**
- Za umocnieniem złotego w 4q26 przemawiają przede wszystkim relatywnie mocne fundamenty krajowej gospodarki oraz oczekiwane stopniowe wygasanie szoku energetycznego. Przy braku dalszej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie spadek cen surowców energetycznych powinien poprawiać terms of trade Polski, wspierać sentyment do aktywów rynków wschodzących i ograniczać presję na dalsze zaostrzanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Stopniowe wygasanie części negatywnych czynników zewnętrznych powinno sprzyjać częściowemu odwróceniu wyraźnej wrześniowej przeceny PLN. Skalę umocnienia złotego ograniczać będą jednak napięta sytuacja finansów publicznych, relatywnie mocny dolar oraz zawężający się dyferencjał stóp NBP–EBC. W kolejnych kwartałach dodatkowym obciążeniem będzie słabnąca przewaga wzrostowa Polski, a ryzykiem pozostaną regionalne napięcia geopolityczne. W efekcie zakładamy, że EURPLN po ostatnim wzroście w okolice 4,40 jedynie częściowo skoryguje ten ruch i zakończy rok na poziomie 4,34.
- W krótkim terminie wsparciem dla złotego pozostanie wyraźna przewaga tempa wzrostu gospodarczego Polski nad strefą euro. Według naszych prognoz wzrost PKB Polski w 2026 wyniesie 3,5%, wobec 1,0% w strefie euro. Istotne jest przy tym to, że krajowa gospodarka wykazuje relatywnie dużą odporność na szok energetyczny, mimo że wyższe ceny surowców i podwyższona inflacja ograniczają dynamikę realnych dochodów oraz konsumpcji. Negatywny wpływ tych czynników jest częściowo kompensowany przez zmianę struktury wzrostu w kierunku większego udziału inwestycji i eksportu. Wysoką aktywność inwestycyjną wspiera m.in. szczyt wykorzystania środków z KPO, a jednocześnie coraz lepiej radzi sobie eksport. Rosnący wkład inwestycji i większa odporność eksportu wzmacniają obraz polskiej gospodarki jako relatywnie silnej na tle strefy euro, a zarazem ograniczają skalę pogorszenia równowagi zewnętrznej wynikającej ze wzrostu cen importowanych surowców. Dodatkowym wsparciem dla aktywności będzie napływ i wykorzystanie funduszy unijnych, w tym z KPO i programu SAFE. W 2027 znaczenie przewagi cyklicznej Polski powinno już wyraźnie maleć. Oczekujemy spowolnienia krajowego wzrostu do 2,8%, przy przyspieszeniu w strefie euro do 1,3%. W 4q26 różnica w tempie wzrostu nadal będzie sprzyjać PLN, ale w kolejnych kwartałach wsparcie to będzie słabnąć.
- Dodatkowym czynnikiem stabilizującym złotego w horyzoncie 4q26 pozostanie relatywnie wciąż wysoki dodatni dyferencjał stóp procentowych wobec strefy euro, choć jego znaczenie będzie wyraźnie mniejsze niż w poprzednich kwartałach. Po wrześniowej podwyżce EBC stopa depozytowa wynosi 2,50%, wobec stopy referencyjnej NBP na poziomie 3,75%, co daje spread 125pb. We wrześniu EBC podniósł stopy o 25pb, wskazując jednocześnie na utrzymującą się presję inflacyjną związaną m.in. z konfliktem na Bliskim Wschodzie. W październiku oczekujemy kolejnej podwyżki stóp EBC, która zmniejszy różnicę względem stopy NBP do 100pb. Jednocześnie zakładamy, że NBP będzie ostrożniej podchodził do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, niż obecnie wycenia to rynek. Dodatni dyferencjał stóp NBP–EBC pozostanie więc w 4q26 czynnikiem stabilizującym PLN, ale jego dalsze zawężanie w 2027 będzie stopniowo wywierać presję na złotego. W relacji do dolara ujemny dyferencjał stóp NBP–Fed nie stanowi obecnie wsparcia dla PLN.
- Krajowej walucie powinno także sprzyjać umiarkowane odreagowanie na EURUSD. Perspektywy dolara pozostają wyraźnie lepsze niż jeszcze kilka miesięcy temu, jednak w naszej ocenie znaczna część pozytywnych dla USD zmian w oczekiwaniach dotyczących polityki Fed została już uwzględniona w notowaniach. Wrześniowa podwyżka stóp Fed do przedziału 3,75–4,00% oraz jastrzębi przekaz FOMC istotnie przesunęły w górę oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych w USA. Mediana wrześniowych projekcji członków FOMC wskazuje na stopę funduszy federalnych na poziomie 4,1% na koniec 2026, wobec 3,8% w projekcji czerwcowej, a więc jest spójna z możliwością jeszcze jednej podwyżki w tym roku. Rynek pozostaje przy tym bardziej jastrzębi niż projekcje Fed. Przy odpornej gospodarce USA i utrzymującej się presji inflacyjnej przestrzeń do silniejszej deprecjacji USD pozostaje ograniczona. Jednocześnie uważamy, że dalsza trwała aprecjacja dolara wymagałaby

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

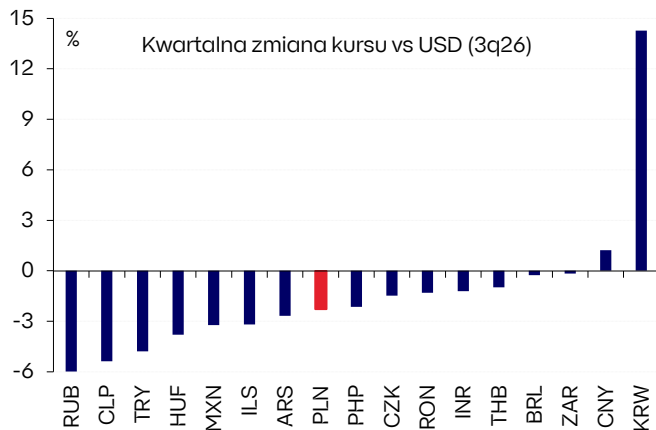
tomasz.marek@pkobp.pl

t: 785 065 512

nowych impulsów, przede wszystkim kolejnych niespodzianek w górę w danych o inflacji i aktywności gospodarczej w USA. Po wrześniowym posiedzeniu Fed kurs EURUSD obniżył się z okolic 1,1550 do ok. 1,1350, przez co część zmiany relatywnych perspektyw polityki pieniężnej została już zdyskontowana. Równocześnie EBC przeszedł w kierunku bardziej restrykcyjnej polityki, a strefa euro okazuje się bardziej odporna na szok energetyczny, niż wcześniej oczekiwano. We wrześniu EBC podwyższył prognozę wzrostu PKB strefy euro na 2026 i 2027, wskazując m.in. na odporność popytu krajowego, rynku pracy oraz wsparcie ze strony inwestycji publicznych i związanych z AI. Ogranicza to wcześniejszą asymetrię między perspektywami gospodarczymi USA i strefy euro. Zakładamy zatem, że dolar pozostanie relatywnie mocny, ale w horyzoncie kwartału może nieznacznie się osłabić, a EURUSD zakończy rok na poziomie 1,15. W scenariuszu bazowym nie przypisujemy samemu wynikowi listopadowych wyborów połówkowych istotnego znaczenia dla USD. Dla rynku walutowego ważniejsze będzie to, czy ich wynik zmieni oczekiwania wobec przyszłej polityki fiskalnej, handlowej i gospodarczej USA.

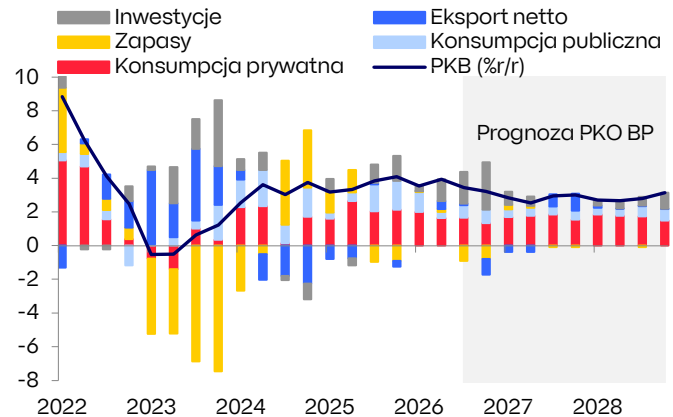
- Istotnym elementem naszego scenariusza na 4q26 jest stopniowe wygasanie szoku energetycznego, które powinno sprzyjać zarówno euro, jak i złotemu. Polska oraz strefa euro jako importerzy netto energii pozostają szczególnie wrażliwe na wysokie ceny ropy i gazu. Ich wzrost pogarsza terms of trade, zwiększa koszty przedsiębiorstw i ogranicza realne dochody gospodarstw domowych, a jednocześnie wzmacnia presję inflacyjną, co prowadzi do wyceniania przez inwestorów bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej banków centralnych. W scenariuszu bazowym zakładamy, że przy braku dalszej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie ceny surowców energetycznych będą stopniowo spadać. Taki kierunek pozostaje spójny również z rynkowymi założeniami wykorzystywanymi przez EBC: we wrześniowej projekcji średnia cena ropy Brent obniża się z 89,5 USD/b w 2026 do 78,0 USD/b w 2027, a gazu TTF z 51,0 do 43,3 EUR/MWh. Również Departament Energii USA przewiduje spadek średniej ceny ropy Brent z 91 USD/b w 2026 do 74 USD/b w 2027. W 4q26 ropa ma kosztować średnio 91 USD/b. Niższe ceny energii poprawiałyby fundamenty gospodarek europejskich, zmniejszały presję inflacyjną oraz ograniczały popyt na dolara wynikający z jego funkcji bezpiecznej przystani. Jednocześnie redukowałyby ryzyko dalszego gwałtownego przesuwania w górę oczekiwanych ścieżek stóp głównych banków centralnych, co w ostatnich tygodniach było jednym z czynników niekorzystnych dla walut rynków wschodzących.
- W 2027 jednym z czynników sprzyjających stopniowemu osłabianiu złotego będzie napięta sytuacja finansów publicznych. W uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na 2027 Ministerstwo Finansów prognozuje deficyt sektora GG na poziomie 7,1% PKB zarówno w 2026, jak i 2027, co jest zbieżne z naszymi prognozami. Bliskość przyszłorocznych wyborów parlamentarnych ogranicza przestrzeń do przeprowadzenia przed tym terminem istotnej konsolidacji fiskalnej, która mogłaby obniżyć prognozowany deficyt. Brak wiarygodnej ścieżki redukcji nierównowagi fiskalnej jest wskazywany przez agencje ratingowe jako czynnik obciążający ocenę wiarygodności kredytowej Polski. Utrzymywanie się wysokiego deficytu będzie prowadzić do dalszego szybkiego wzrostu długu publicznego, co w okresach wzrostu globalnej awersji do ryzyka może zwiększać premię wymaganą przez inwestorów za utrzymywanie polskich aktywów.
- Istotnym ryzykiem dla naszej prognozy pozostaje wysoka wrażliwość PLN na ceny surowców energetycznych oraz regionalna premia geopolityczna. Ostatnie miesiące pokazały, że ponowny wzrost cen ropy i nasilenie napięć geopolitycznych mogą szybko pogarszać otoczenie dla walut regionu CEE. Dotyczy to zarówno potencjalnej ponownej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, jak i w perspektywie 2027 możliwego wzrostu zagrożeń związanych z działaniami hybrydowymi Rosji wobec państw NATO. Ewentualna wyższa średniorocznej ceny ropy Brent powyżej 100 USD/b w 2026 i/lub ponowne wyraźne pogorszenie globalnego sentymentu oznaczałoby materializację scenariusza odmiennego od naszego bazowego i mogłoby sprzyjać dalszej deprecjacji złotego zarówno względem euro, jak i dolara, pomimo nadal relatywnie dobrych krajowych fundamentów.

Wykres 1. Dolar umocnił się w 3q26 wobec większości walut EM, w tym PLN.



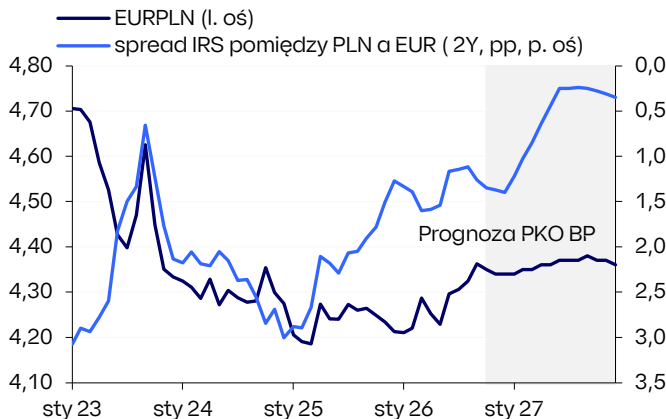
Źródło: LSEG

Wykres 2. W 4q26 solidny wzrost gospodarczy Polski będzie napędzany przez inwestycje ale w kolejnych kwartałach przewaga wzrostowa Polski będzie słabnąć.



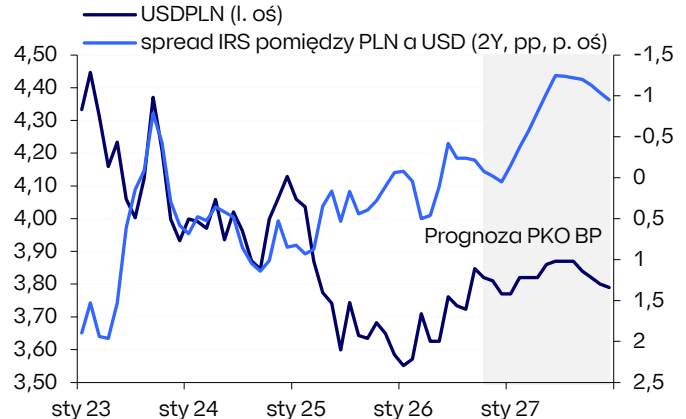
Źródło: LSEG, GUS, PKO BP (prognoza)

Wykres 3. Dalsze zawężanie spreadu 2Y IRS PLN–EUR będzie sprzyjać wzrostowi EURPLN w 2027...



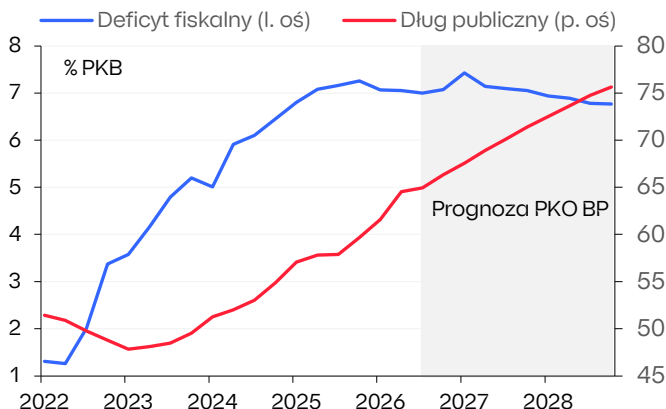
Źródło: LSEG, PKO BP (prognoza)

Wykres 4...a pogłębiający się ujemny spread 2Y IRS PLN–USD będzie ciężać złotemu względem dolara.



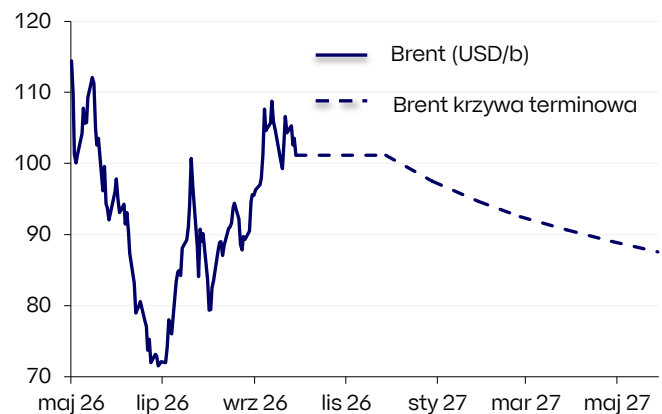
Źródło: LSEG, PKO BP (prognoza)

Wykres 5. Wysoki deficyt fiskalny i szybko rosnący dług publiczny mogą podnosić premię za ryzyko polskich aktywów.



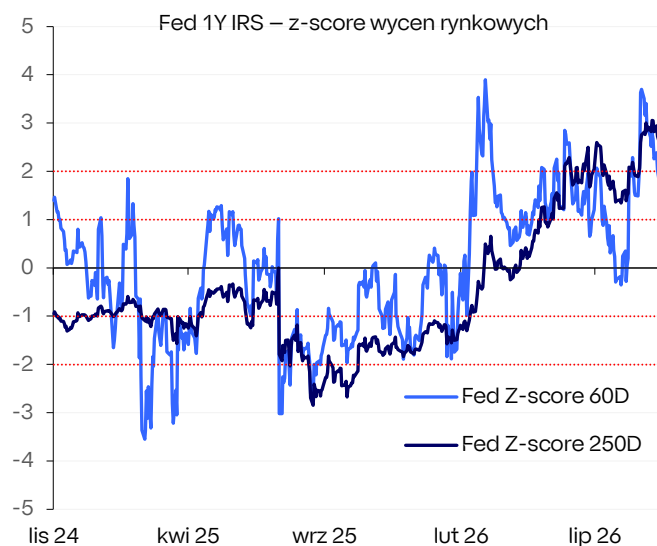
Źródło: LSEG, GUS, PKO BP (prognoza)

Wykres 6. Oczekujemy (i tak też wycenia to rynek), że deeskalacja konfliktu w Zatoce Perskiej będzie stopniowo postępować w kolejnych miesiącach 2026 i 2027...



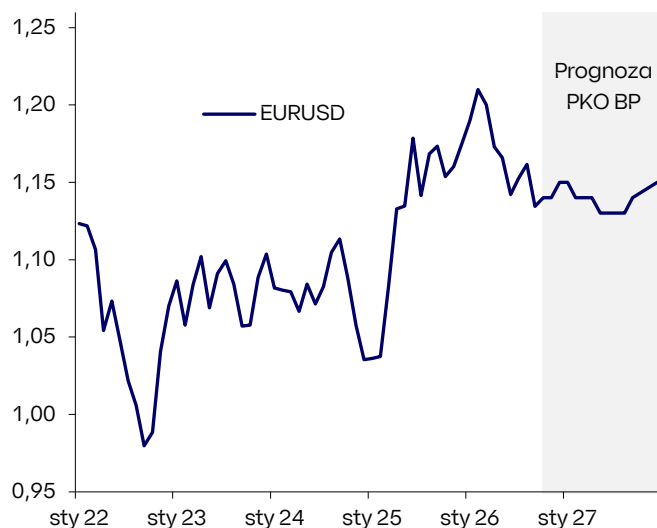
Źródło: LSEG

Wykres 7. ... a zakładane przez nas stopniowe korygowanie wysokich wycen stóp Fed powinno ograniczać wsparcie dla dolara.



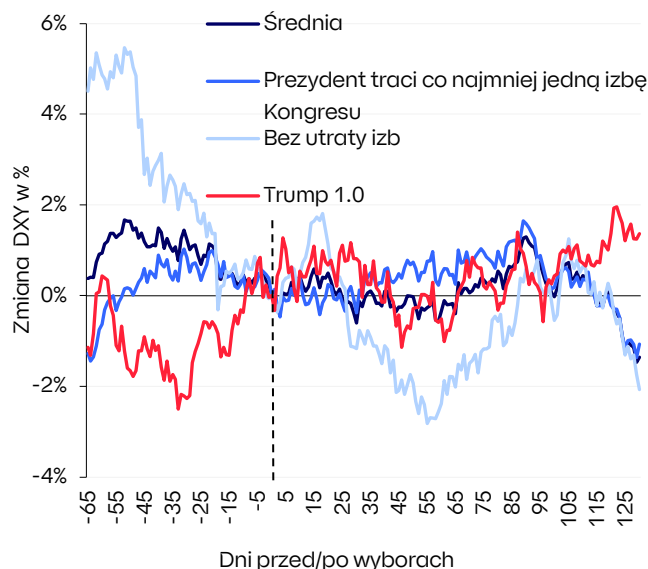
Źródło: LSEG, PKO BP obliczenia własne

Wykres 9. Prognozujemy, że kurs EURUSD zakończy 4q26 na 1,15...



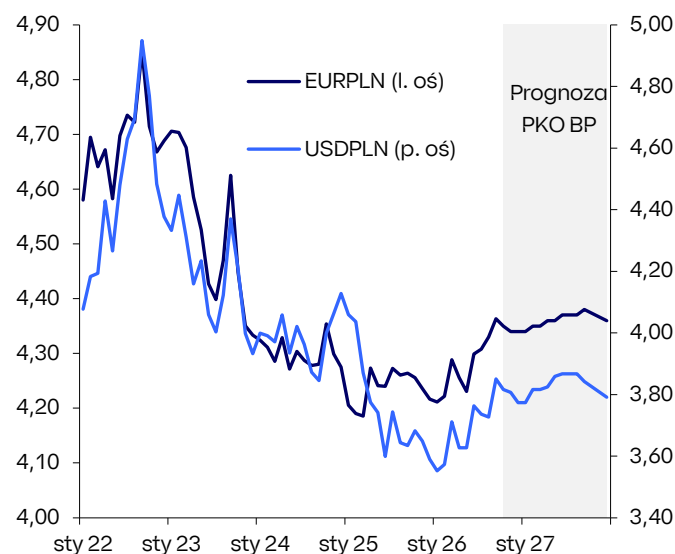
Źródło: LSEG, PKO BP (prognoza)

Wykres 8. Nie zakładamy, aby wynik wyborów połówkowych w USA, tak jak to było historycznie, miał istotny wpływ na trend USD.



Źródło: LSEG, PKO BP obliczenia własne

Wykres 10. ... a EURPLN i USDPLN na koniec 4q26 spadną odpowiednio do 4,34 oraz 3,77.



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	1,13	1,15	1,14	1,13	1,14	1,15
EUR/PLN	4,29	4,31	4,28	4,28	4,19	4,24	4,26	4,21	4,29	4,30	4,36	4,34	4,35	4,37	4,38	4,36
USD/PLN	3,97	4,02	3,84	4,13	3,87	3,60	3,64	3,59	3,71	3,76	3,85	3,77	3,82	3,87	3,84	3,79
EUR/CHF	0,97	0,96	0,94	0,94	0,96	0,93	0,93	0,93	0,92	0,92	0,93	0,96	0,97	0,98	0,98	0,97
CHF/PLN	4,40	4,47	4,55	4,55	4,37	4,53	4,56	4,53	4,64	4,66	4,58	4,52	4,48	4,46	4,47	4,49

P-prognoza

Źródło: PKO Bank Polski, LSEG (stan na dzień 01.10.2026)

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 2 października 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.