Flash Walutowy

Analizy Rynkowe

25 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

Złoty pod presją otoczenia zewnętrznego

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

Od początku 4q26 złoty istotnie się osłabił, tracąc ok. 12 gr wobec euro oraz ok. 25 gr wobec dolara, co odzwierciedla niekorzystną zmianę układu czynników determinujących wycenę krajowej waluty. Za deprecjacją PLN stoi w naszej ocenie przede wszystkim pogorszenie globalnego otoczenia dla ryzykownych aktywów. Presję na krajową walutę potęgują wzrost regionalnego ryzyka geopolitycznego oraz słabnące wsparcie ze strony części czynników krajowych, m.in. w wyniku malejącej przewagi odsetkowej złotego. Zmiany te skłaniają nas do rewizji w górę prognozowanych ścieżek kursów EURPLN i USDPLN.

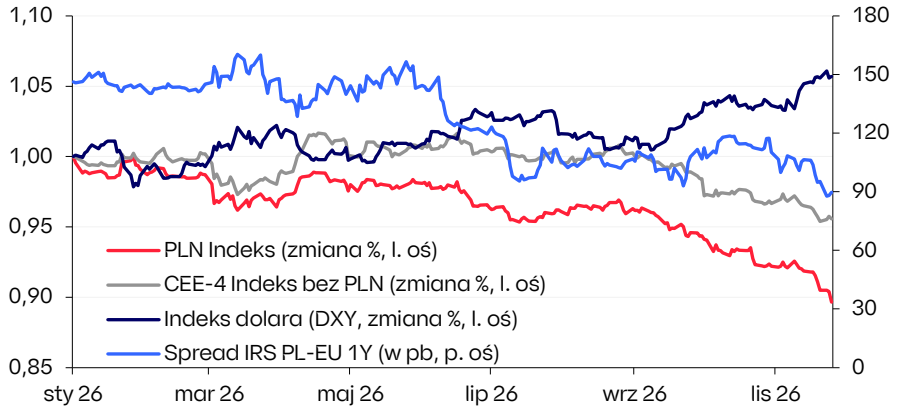
Zachowanie poszczególnych klas aktywów w ostatnich miesiącach, a w szczególności przecena na globalnych rynkach akcji, spadek cen miedzi, rozszerzanie się spreadów kredytowych obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym (*high yield*) oraz umocnienie dolara amerykańskiego, może wskazywać na obawy inwestorów odnośnie zmiany fazy globalnego cyklu koniunkturalnego z ekspansji na spowolnienie. Choć ewentualne potwierdzenie tej tezy w danych ze sfery realnej gospodarki nadejdzie najwcześniej za kilka miesięcy, obserwowane zmiany w alokacji globalnego kapitału sugerują, że inwestorzy w coraz większym stopniu dyskontują taki scenariusz. Oznaczałoby to mniej korzystne w średnim terminie otoczenie dla aktywów rynków wschodzących, w tym walut, których atrakcyjność inwestycyjna w znacznej mierze wynikała z ich przewagi odsetkowej, tj. wyższych krótkoterminowych stóp procentowych. Wzrost globalnej awersji do ryzyka i zmienności rynkowej pogarsza relację oczekiwanych stóp zwrotu ze strategii carry trade do podejmowanego ryzyka, sprzyjając redukcji pozycji w wysoko oprocentowanych walutach krajów rozwijających się. Proces ten dodatkowo wzmacniają trwająca od kilku miesięcy aprecjacja dolara oraz wzrost jego atrakcyjności odsetkowej względem walut rynków wschodzących.

Słabość PLN wpisuje się w szerszą tendencję obserwowaną w regionie, co potwierdza zachowanie pozostałych walut Europy Środkowo-Wschodniej, które od kilku miesięcy również znajdują się w trendach deprecjacyjnych względem koszyka głównych walut. W przypadku walut CEE negatywny wpływ pogorszenia globalnego otoczenia inwestycyjnego potęguje podwyższone regionalne ryzyko geopolityczne, które w ostatnich tygodniach dodatkowo wzrosło. Zakładamy, że podwyższone ryzyko geopolityczne pozostanie w średnim terminie czynnikiem ograniczającym atrakcyjność inwestycyjną walut CEE, zwiększając ich podatność na ewentualne dalsze pogorszenie globalnego nastawienia inwestycyjnego do aktywów rynków wschodzących.

W przypadku złotego na niekorzystne zmiany otoczenia zewnętrznego nakłada się stopniowe wygasanie części czynników krajowych, które wspierały jego wycenę w poprzednich kwartałach. Jednym z najważniejszych było relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Choć pozostanie ono solidne, według naszych prognoz w 2027 obniży się poniżej 3%, m.in. w związku z wygasaniem dodatkowego impulsu inwestycyjnego generowanego przez środki z KPO. Tym samym w kolejnych kwartałach będzie stopniowo malała przewaga Polski pod względem tempa wzrostu gospodarczego nad strefą euro, która to w 2026 stanowiła jeden z kluczowych czynników fundamentalnych wspierających złotego. Z punktu widzenia wyceny polskiej waluty istotniejsze w ostatnich tygodniach stały się jednak rosnące rozbieżności w oczekiwaniach dotyczących kierunku i skali zmian stóp procentowych NBP, EBC i Fed. Ostrożny przekaz przedstawicieli krajowego banku centralnego i członków RPP w kwestii ewentualnych podwyżek stóp procentowych, kontrastujący ze zdecydowanie bardziej jastrzębią retoryką przedstawicieli EBC i Fed, skutkuje wyraźnym pogorszeniem

wycenianych przez rynek dyferencjałów stóp procentowych na niekorzyść PLN. Ogranicza to atrakcyjność odsetkową złotego w okresie, w którym rośnie wymagana przez inwestorów premia za ryzyko związane z utrzymywaniem ekspozycji na waluty rynków wschodzących. Zmiana globalnego otoczenia inwestycyjnego zwiększa również znaczenie znanych już wcześniej uwarunkowań fiskalnych poszczególnych gospodarek, w tym w przypadku Polski wysokiego deficytu sektora finansów publicznych. Nie jest to nowy czynnik oddziałujący na PLN, jednak w warunkach podwyższonej globalnej awersji do ryzyka inwestorzy mogą przypisywać mu większą wagę przy wycenie krajowych aktywów.

Złoty na tle zmian otoczenia inwestycyjnego



Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO BP

W dotychczasowym scenariuszu zakładaliśmy stopniowe osłabianie się złotego względem euro i dolara do końca 3q27, jednak skala obserwowanej deprecjacji PLN jest większa od naszych oczekiwań. Zmiana globalnego otoczenia inwestycyjnego oraz słabnące wsparcie ze strony części czynników krajowych skłaniają nas do rewizji w górę prognozowanych ścieżek kursów EURPLN i USDPLN, przy zachowaniu zakładanego wcześniej kierunku naszych średnioterminowych prognoz. W zrewidowanym scenariuszu zakładamy, że na koniec 4q26 kursy EURPLN i USDPLN osiągną odpowiednio 4,44 i 4,04, a na koniec 1q27 – 4,47 i 4,10.

Jednocześnie w naszej ocenie, z wyłączeniem scenariuszy skrajnych, znaczna część niekorzystnych uwarunkowań została już zdyskontowana w bieżących wycenach złotego, co przy braku nowych negatywnych impulsów ogranicza prawdopodobieństwo utrzymania się w krótkim terminie znaczącego tempa jego deprecjacji.

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 25 listopada 2026 roku o godz. 14:00.

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną 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.