

Na koniec IV kw. 2025 r. prognozujemy niewielkie umocnienie złotego do poziomu 4,24 na EUR/PLN oraz nieco mocniejsze do 3,56 na USD/PLN, przy jednoczesnym wzroście kursu EUR/USD do poziomu 1,19.

Krajową walutę wspierać będzie solidny wzrost gospodarczy Polski w latach 2025-2026, który powinien generować napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych. Zakładamy także, że utrzyma się korzystne dla walut rynków wschodzących globalne otoczenie rynkowe, wspierane przez obniżki stóp procentowych w USA i słabszego dolara. Aprecjacje złotego ograniczać będzie perspektywa kontynuacji obniżek stóp NBP, szczególnie w 2026 r., co zmniejszy jego atrakcyjność dla strategii „carry trade”. Krajowej walucie nie pomogą pogarszający się stan finansów publicznych Polski oraz utrzymująca się napięta sytuacja geopolityczna, w szczególności coraz częstsze i agresywniejsze prowokacje rosyjskie.

Fundamentalnie złotego wspierać będzie szybszy względem wcześniejszych szacunków wzrost PKB Polski, który według prognozy PKO BP przyspieszy w latach 2025-2026 do ok. 3,5% z 2,9% w 2024 r. Podobnie jak w poprzednich kwartałach bieżącego roku, dynamikę wzrostu gospodarczego napędzać będzie konsumpcja, dodatkowo wsparta w IV kwartale przez odbicie w inwestycjach, których kontrybucja we wzroście PKB w perspektywie 2026 r. będzie się sukcesywnie zwiększać do poziomu porównywalnego z konsumpcją. Warto podkreślić, że według najnowszych prognoz Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju, gospodarka Polski będzie się rozwijać najszybciej w regionie Europy Środkowej oraz krajów bałtyckich zarówno w obecnym, jak i przyszłym roku, co powinno przyciągać kapitał zagraniczny na krajowy rynek i poprzez wzrost inwestycji bezpośrednich oraz portfelowych pozytywnie wpływać na notowania złotego.

Naszym zdaniem korzystny wpływ na polską walutę będzie mieć także globalne otoczenie rynkowe, wciąż sprzyjające popytowi na ryzykowne aktywa. We wrześniu, w odpowiedzi na sygnały słabnięcia amerykańskiego rynku pracy, Fed wznowił cykl obniżek stóp procentowych tnąc je o 25 pb. do przedziału 4-4,25%. Rynkowe wyceny oraz prezentowane projekcje członków FOMC zakładają, że do stycznia przyszłego roku stopy procentowe w USA zostaną obcięte o kolejne 50 pb. Oczekujemy też, że wyceny kontynuacji znaczących obniżek stóp procentowych w USA w perspektywie 2026 r. utrzymają się, a wspierać je będą oczekiwania inwestorów na bardziej gołębi Fed po tym, jak kadencja J. Powella w maju 2026 r. dobiegnie końca. Co istotne, redukcja kosztu pieniądza w USA ma się odbywać w otoczeniu bliskiego potencjału wzrostu amerykańskiego PKB, którego projekcje na lata 2025-2026 zarówno ze strony członków FOMC jak i naszych ekonomistów zostały zrewidowane w górę. Jednak mimo korzystnych perspektyw wzrostu, różnica w jego tempie między gospodarką USA a resztą świata będzie na tle poprzednich lat ulegać stopniowemu ograniczeniu, co powinno sprzyjać przepływowi kapitałowym z amerykańskiego rynku na perspektywiczne rynki wschodzące. To naszym zdaniem podtrzymywać będzie presję na słabszego dolara i sumarycznie tworzyć korzystne otoczenie rynkowe dla walut rynków rozwijających się, w tym złotego.

Aprecjacje złotego hamować będzie oczekiwane pogorszenie dyferencjału stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro. Zakładamy, że w horyzoncie bieżącego kwartału Europejski Bank Centralny zdecyduje się co najwyżej na jedną obniżkę stóp procentowych o 25 pb., kończąc tym samym obecny cykl luzowania pieniężnego. Pomimo że w tym samym horyzoncie czasowym spodziewamy się obniżki stóp RPP również o 25 pb., co byłoby neutralne dla dyferencjału stóp, to przewidywana przez nas skala obniżek stóp procentowych NBP w 2026 r. sięgająca 100 bp. będzie z biegiem czasu ciążyła złotemu poprzez spadek atrakcyjności dla strategii „carry”, w której PLN jest walutą kupowaną.

Dodatkowym czynnikiem, który zaczyna szkodzić złotemu, jest narastająca nierównowaga fiskalna kraju. Deficyt budżetowy w 2025 r. wyniesie 6,9% PKB, a w 2026 r. 6,5% PKB. Tendencje te znalazły już odzwierciedlenie w obniżeniu perspektywy ratingu Polski przez agencje Moody's i Fitch, a na podobny krok w listopadzie br. prawdopodobnie zdecyduje się również agencja S&P. Nie zakładamy jednak, że obniżka samej perspektywy ratingu Polski przez trzy główne agencje będzie ciążyła w sposób istotny polskiej walucie.

Zakładamy także, że dyskonto geopolityczne zawarte w wycenie złotego, związane z wojną w Ukrainie nie ulegnie w najbliższym kwartale zmniejszeniu, gdyż nie widać sygnałów rozpoczęcia konstruktywnych rozmów pokojowych. Dodatkowo, zaostrzenie kursu USA względem Rosji zwiększa prawdopodobieństwo dokonywania przez moskiewski reżim kolejnych prowokacji w krajach NATO, w szczególności na wschodniej flance Sojuszu.

Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy, oddziałującym w kierunku słabszego złotego jest ewentualny spadek globalnego apetytu inwestorów na ryzykowne aktywa. Może on być konsekwencją zmniejszenia rynkowych wycen skali obniżek stóp Fed na skutek poprawy na amerykańskim rynku pracy lub zwiększenia presji inflacyjnej w tamtejszej gospodarce. Z drugiej strony na nieco mocniejszego złotego, szczególnie w relacji do euro, mogłyby wpłynąć wzrost rynkowych wycen kolejnych obniżek stóp EBC pod wpływem pogarszających się danych makro lub perspektywa realnego przełomu w rozmowach pokojowych pomiędzy Rosją a Ukrainą.

Andrzej Kiedrowicz
Strateg

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

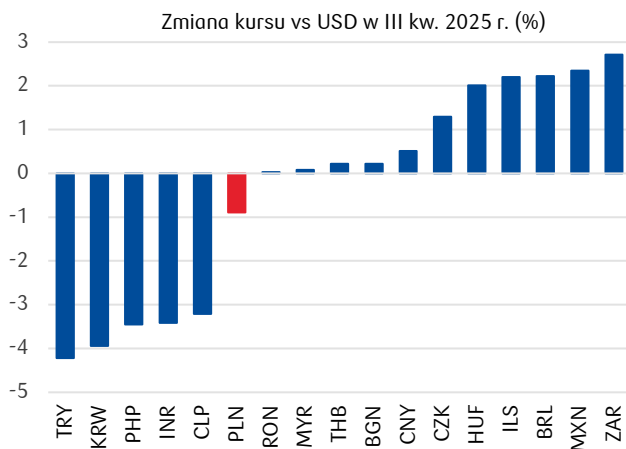
t: 22 580 32 39

Tomasz Marek
Strateg

tomasz.marek@pkobp.pl

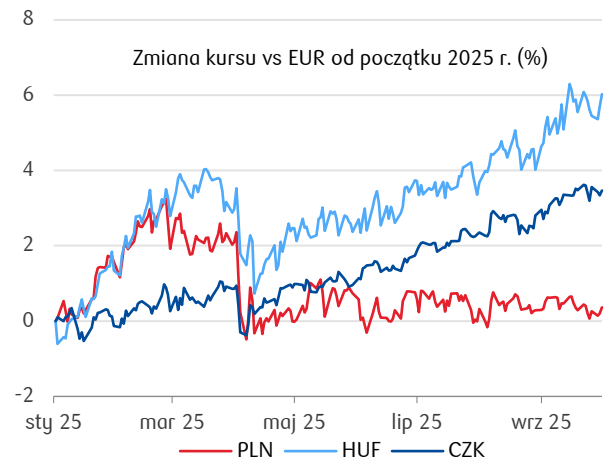
t: 22 580 32 39

Wykres 1. III kw. 2025 r. był zróżnicowany dla wartości dolara względem walut rynków wschodzących, jednakże złoty znalazł się w grupie relatywnie słabszych walut...



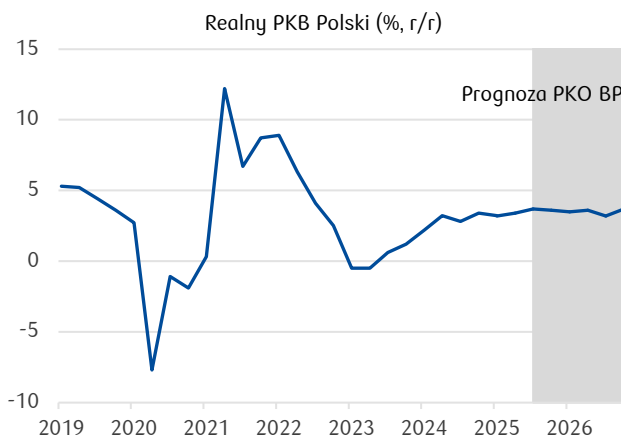
Źródło: Refinitiv

Wykres 2. ...dodatkowo w tym samym okresie polska waluta straciła nieznacznie do euro, a zdecydowanie lepiej radziły sobie pozostałe waluty regionu CEE-3.



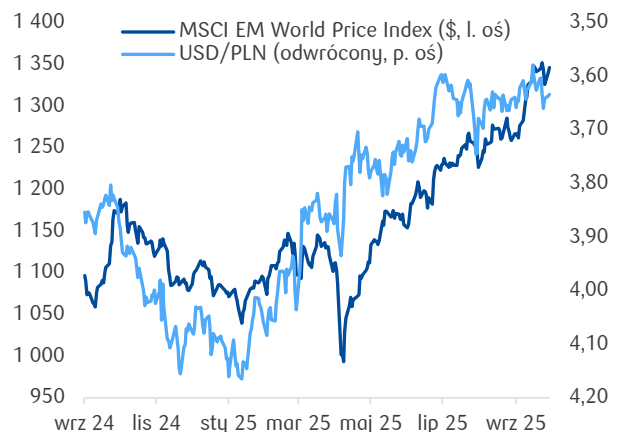
Źródło: Refinitiv

Wykres 3. W latach 2025-2026 wzrost PKB przyspieszy dzięki rosnącemu wkładowi inwestycji, przy utrzymującej się wysokiej dynamice konsumpcji. To powinno przyciągać kapitał zagraniczny na polski rynek, z korzyścią dla wyceny złotego.



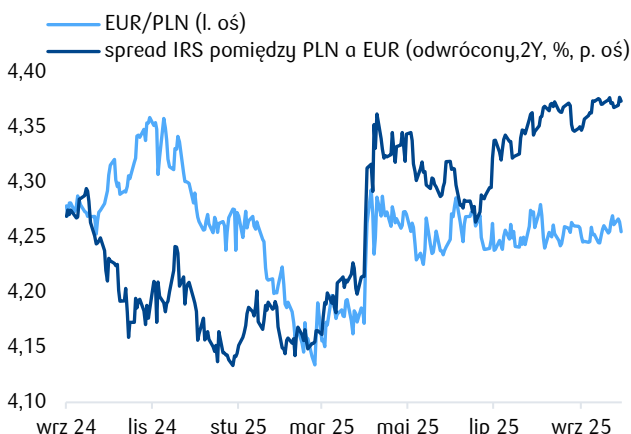
Źródło: Refinitiv, GUS, PKO Bank Polski (prognoza)

Wykres 4. Dynamiczna hossa na giełdach EM wsparta m.in. przekonaniem inwestorów o malejącej przewadze gospodarki USA nad resztą świata, to otoczenie rynkowe sprzyjające aprecjacji walut rynków wschodzących, w tym złotego.



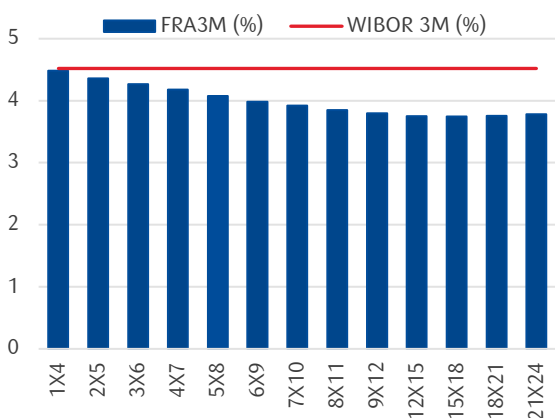
Źródło: Refinitiv

Wykres 5. Zawężający się spread swapów stopy procentowej nominowanych w EUR i PLN może ciążyć notowaniom złotego w relacji do euro...



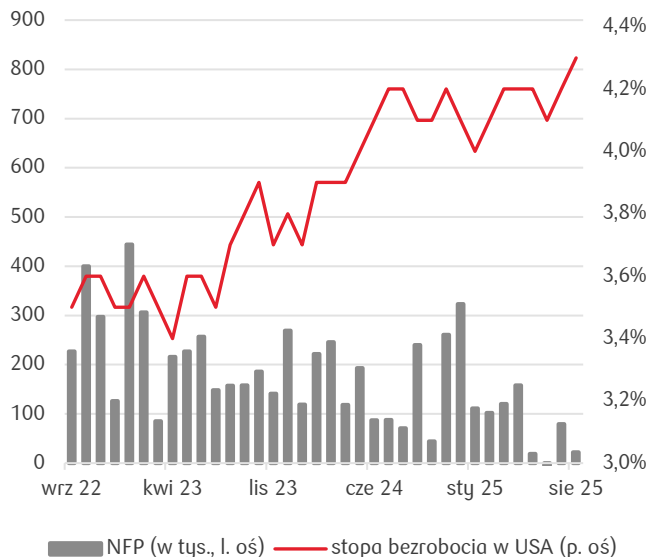
Źródło: Refinitiv,

Wykres 6. ...a trend ten wynika m.in. z rosnących wycen rynkowych skali obniżek stóp procentowych NBP w horyzoncie przyszłego roku.



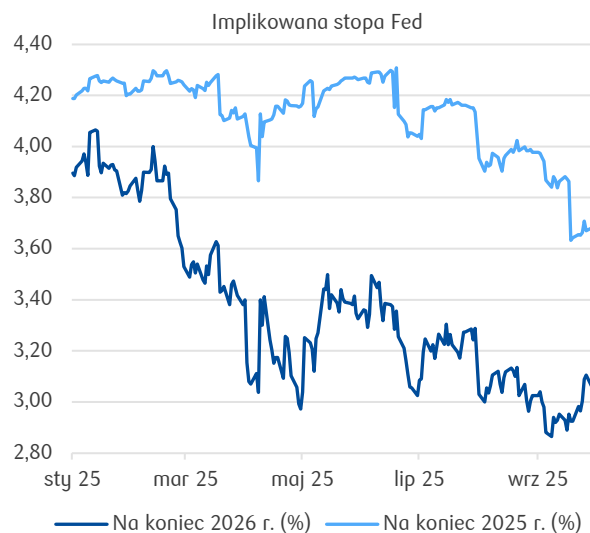
Źródło: Refinitiv,

Wykres 7. Na skutek wyraźnego pogorszenia na amerykańskim rynku pracy, FOMC we wrześniu br. zdecydował się wznowić obniżki stóp Fed.



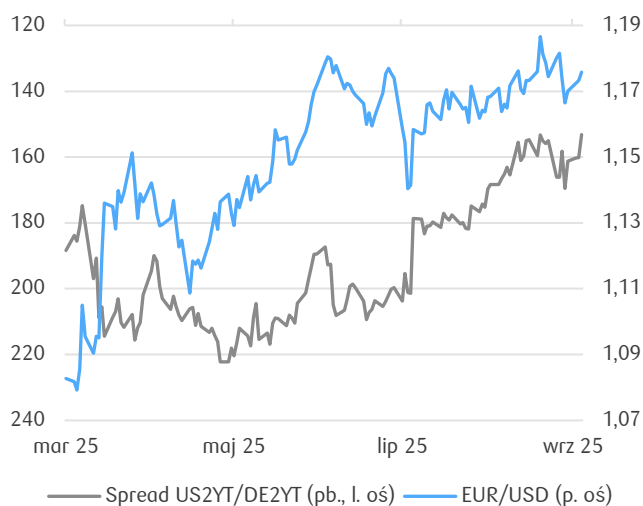
Źródło: Refinitiv

Wykres 8. Rynek wycenia kontynuację cięć stóp procentowych w USA zarówno w 2025 r. jak i w 2026 r. ...



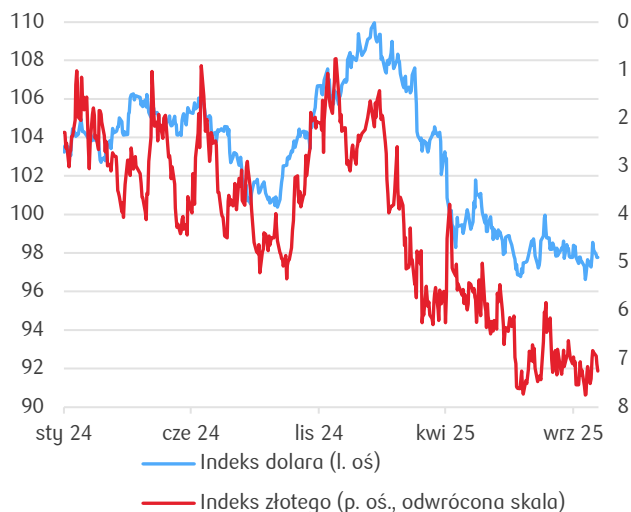
Źródło: Refinitiv

Wykres 9. ... a to, przy rynkowych wycenach zakładających bliski koniec cyklu obniżek stóp EBC powinno wspierać słabszego dolara i w konsekwencji wyższy kurs EUR/USD.



Źródło: Refinitiv

Wykres 10. Utrzymanie słabego dolara lub też jego dalsza deprecjacja było historycznie czynnikiem wspierającym siłę walut EM, w tym również siłę PLN.



Źródło: Refinitiv

Prognozy dla rynku walutowego.

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25P	1q26P	2q26P	3q26P	4q26P
EUR/USD	1,08	1,09	1,06	1,10	1,08	1,07	1,11	1,04	1,08	1,18	1,17	1,19	1,21	1,22	1,20	1,19
EUR/PLN	4,68	4,43	4,63	4,34	4,29	4,31	4,28	4,28	4,19	4,24	4,26	4,24	4,22	4,23	4,24	4,25
USD/PLN	4,31	4,06	4,37	3,93	3,97	4,02	3,84	4,13	3,87	3,60	3,64	3,56	3,49	3,47	3,53	3,57
EUR/CHF	0,99	0,98	0,97	0,93	0,97	0,96	0,94	0,94	0,96	0,93	0,93	0,95	0,96	0,97	0,98	0,98
CHF/PLN	4,71	4,52	4,78	4,67	4,40	4,47	4,55	4,55	4,37	4,53	4,56	4,46	4,40	4,36	4,33	4,34

P-prognoza

Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv (stan na dzień 01.10.2025)

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

Dr Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Dr Sławomir Bembenik, CFA

t: 22 580 32 39

sławomir.bembenik@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

t: 22 580 32 39

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Tomasz Marek

t: 22 580 32 39

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

t: 22 580 32 39

tomasz.niewinski@pkobp.pl

Materiał został ukończony 1 października 2025 r. o godz. 16:00.

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.