

## Czy dominacja dolara wkracza w nową erę niepewności?

Tak – ale... nie należy jeszcze go skreślać. Największy wpływ na osłabienie dolara od początku bieżącego roku miały czynniki związane z cyklem gospodarczym (różnice w polityce monetarnej po obydwu stronach Atlantyku), a nie te o charakterze politycznym – jak obawy o niezależność FED czy polityczna presja na niektórych rynkach na uniezależnianie się od dolara. Obecnie dolar nie ma alternatyw pod względem rentowności i głębokości (płynności) rynku, ale mimo wszystko perspektywy jego kursu są obarczone wieloma czynnikami ryzyka.

Ludovic Subran  
Główny ekonomista  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Ano Kuhanathan  
Szef działu badań korporacyjnych  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

### W skrócie:

- **Tegoroczna słabość dolara wynikała głównie z krótkoterminowych różnic w stopach procentowych**, pomimo więc silnej politycznej narracji o de-dolarizacji to nie ona była główną przyczyną przeceny amerykańskiej waluty. Osłabienie kursu EUR/USD od początku roku odzwierciedlało przede wszystkim wycenę przez rynki bardziej gołębiego stanowiska Fed w porównaniu z jastrzębim EBC, co wynikało z oznak osłabienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, a nie z wątpliwości co do niezależności Fed.
- **Długoterminowe prognozy inflacji w USA pozostają stabilne**, a krótkoterminowa presja na wzrost cen osłabła szybciej, niż tego oczekiwano.
- **Jednak około jedna trzecia spadku wartości dolara może być rzeczywiście powiązana z de-dolarizacją po „Dniu Wyzwolenia”**, głównie poprzez zwiększenie popytu na zabezpieczenia walutowe, a nie bezpośredni odpływ kapitału. Co najważniejsze, Stany Zjednoczone nadal silnie przyciągają inwestycje zagraniczne.
- **W perspektywie długoterminowej spodziewamy się, że kurs EUR/USD pozostanie zasadniczo stabilny**, ponieważ łagodna de-dolarizacja zostanie prawdopodobnie zrównoważona przez bardziej jastrzębie stanowisko Fed.
- **Osłabienie dolara nie jest jednak jedynie hipotetycznym ryzykiem i wynika głównie z czynników o charakterze politycznym**, a potencjalna bezpośrednia ingerencja w politykę pieniężną lub ponowne propozycje w duchu „porozumienia z Mar-a-Lago” mogą przyspieszyć de-dolarizację bardziej niż można zakładać obecnie w oparciu o dane czysto ekonomiczne (związane z cyklem gospodarczym).

**Dominacja dolara amerykańskiego w opinii Allianz Trade wkracza w nową erę niepewności, ponieważ cykl gospodarczy w coraz większym stopniu spleta się z polityką.** Jednak tegoroczna słabość dolara wynikała głównie z krótkoterminowych różnic w stopach procentowych. Niższa od prognoz inflacja w Stanach Zjednoczonych a także problemy na amerykańskim rynku pracy sprawiły, że rynek zaczął oczekiwać większej liczby obniżek stóp procentowych przez Fed niż to jeszcze przewidywano na początku roku, podczas gdy w tym samym czasie EBC przyjął bardziej jastrzębie stanowisko, pogłębiając różnice w polityce pieniężnej po obu stronach Atlantyku. Szacujemy, że około dwie trzecie deprecjacji dolara w tym roku wiąże się właśnie z tymi czynnikami o charakterze cyklicznym (gospodarczym). Pozostałą jedną trzecią można przypisać presji na de-dolarizację – odchodzeniu od dolara jako waluty rozliczeniowej i rezerwowej.

**Jak dotąd presja na de-dolarizację przejawiała się głównie w postaci rosnącego zainteresowania zabezpieczeniami przed ryzykiem walutowym, a nie bezpośrednim odpływem kapitału, a napływ inwestycji zagranicznych na amerykańskie rynki kapitałowe pozostawał na stałym poziomie.** Stan posiadania amerykańskich akcji w rękach zagranicznych inwestorów pozostaje szczególnie wysoki w sektorach technologii i półprzewodników, co świadczy o utrzymującym się stabilnym zaufaniu dla dolara. Jednak polityka wprowadza do tego schematu nowy element niepewności. Zwiększyły się obawy o niezależność Fed, a rozbieżności między nowymi członkami FOMC wpływają na pogorszenie nastrojów i oczekiwań, nawet jeśli długoterminowe prognozy inflacyjne pozostają stabilne (ich zmiana byłaby pierwszym sygnałem ostrzegawczym świadczącym o erozji zaufania inwestorów).

**Spodziewamy się, że dolar pozostanie zasadniczo stabilny na poziomie około 1,18 (EUR→USD).** Chociaż w Allianz Trade dostrzegamy utrzymywanie się tendencji do de-dolarizacji, to jej przebieg wg. naszych ocen jest łagodny. W perspektywie długoterminowej część tej strategii zabezpieczania potencjalnego ryzyka (hedging-u) może przełożyć się na niewielkie

zmniejszenie rzeczywistej ekspozycji inwestorów zagranicznych na dolara, ale biorąc pod uwagę brak atrakcyjnych alternatyw, zarówno pod względem rentowności, jak i głębi rynku, spodziewamy się jedynie stopniowych, a nie nagłych zmian. Nasza stabilna prognoza dla dolara wynika również z naszej oceny działań Fed-u, która zakłada mniejszą liczbę obniżek stóp procentowych, niż obecnie wycenia to rynek. Skutkować to powinno bardziej korzystną dla dolara różnicą stóp procentowych, co dodatkowo powinno pomóc w złagodzeniu efektów tej (stopniowej) de-dolarizacji.

**Poziom niepewności jest nadal wysoki, a wiele będzie zależało od przyszłych posunięć w polityce Stanów Zjednoczonych.** Podsumowując, perspektywy dla dolara amerykańskiego w opinii Allianz Trade są nadal kruche, czy raczej – niepewne. Globalne zaufanie do dolara podważyć może wiele czynników (które pozostają w sferze nieprzewidywalności), takich jak: jeszcze bardziej łagodne (akomodacyjne) stanowisko Fed w przypadku spowolnienia gospodarczego, utrzymująca się niepewność co do niezależności tej instytucji oraz – w przypadku wystąpienia poważnego scenariusza spadkowego – powrót do działań w stylu „porozumienia z Mar-a-Lago”, takich jak niejawne wyłączenie lub „podatek zemsty” od zagranicznych zysków kapitałowych.

---

#### **Kontakt z Allianz Trade**

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

[grzegorz.blachnio@allianz-trade.com](mailto:grzegorz.blachnio@allianz-trade.com)

#### **Kontakt z multiAN PR**

Artur Niewrzędowski

+ 48 509 433 874

[artur.niewrzedowski@multian.pl](mailto:artur.niewrzedowski@multian.pl)

---

Oceny te, jak zawsze, podlegają zastrzeżeniom zawartym poniżej.

#### **STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Oświadczenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą zawierać prognozy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań oraz inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa oraz wiążą się ze znanymi i nieznanymi ryzykami i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, osiągnięcia lub wydarzenia mogą znacznie różnić się od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Odchylenia takie mogą wynikać między innymi z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w podstawowej działalności i na podstawowych rynkach Grupy Allianz, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynkowej, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości zdarzeń objętych ubezpieczeniem, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomów trwałości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakresu niewypłacalności kredytowej, (vii) poziomów stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, w tym kursu EUR/USD, (ix) zmian przepisów ustawowych i wykonawczych, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym związanych z nimi kwestii integracyjnych, oraz działań reorganizacyjnych, oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wiele z tych czynników może być bardziej prawdopodobnych lub wyraźniejszych w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Spółka nie ma obowiązku aktualizowania żadnych informacji ani stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade jest znakiem towarowym używanym do oznaczenia szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.