

Allianz Research | 5 marca 2026 r.

Konflikt na Bliskim Wschodzie: konsekwencje dla rynków i makroekonomii

W skrócie

Ludovic Subran

Dyrektor ds. inwestycji i główny ekonomista

ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata

Szef działu badań ekonomicznych

ana.boata@allianz-trade.com

Jordi Basco Carrera

Szef działu rynków prywatnych

jordi.basco_carrera@allianz.com

Lluís Dalmau Taules

Ekonomista ds. Afryki i Bliskiego Wschodu

lluis.dalmau@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach

Szef działu badań makroekonomicznych i rynków kapitałowych

bjoern.griesbach@allianz.com

Bernhard Hirsch

Szef działu stóp procentowych i rynków wschodzących

bernhard.hirsch@allianz.com

Alexander Hirt

Szef działu kredytów publicznych i akcji

alexander.hirt@allianz.com

Patrick Krizan

Starszy strateg inwestycyjny ds. stóp procentowych

patrick.krizan@allianz.com

Ano Kuhanathan

Szef działu badań korporacyjnych

ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Maxime Darmet

Starszy ekonomista ds. Stanów Zjednoczonych, Francji i Wielkiej Brytanii

maxime.darmet@allianz-trade.com

Maria Latorre

Doradca sektorowy

maria.latorre@allianz-trade.com

• **Ataki USA i Izraela na Iran będą wpłyną na rynki energii, koszty transportu, ryzyko inflacji i sytuację finansową – ale wszystko zależy od tego, jak długo potrwa konflikt.** Chociaż przedłużająca się wojna może spowodować powrót szoku inflacyjnego podobnego do tego z 2022 r., nadal spodziewamy się stosunkowo krótkotrwałej eskalacji, przy czym ceny ropy powinny wynieść 70 USD/bbl (o ponad 15% więcej niż poprzednie szacunki; szczytowy poziom powinien wynieść 85 USD/bbl), a konsekwencje dla globalnego PKB i inflacji powinny być ograniczone. Nie zmieniłoby to jednak kursu EBC i Fed, ponieważ w Europie i Stanach Zjednoczonych 10% wzrost ceny ropy prowadzi do wzrostu inflacji o około 0,1-0,2 pp w perspektywie krótkoterminowej. Konflikt trwający dłużej niż cztery do sześciu tygodni miałby większy wpływ na gospodarkę i rynki: można przyjąć, że trzy miesiące to punkt zwrotny w kierunku ryzyka zmiany trendu i scenariusza recesji. Jednak administracja amerykańska ma motywację do szybkiego zakończenia konfliktu, ponieważ wyższe ceny ropy pogłębiające kryzys jej dostępności mogą oznaczać mniejsze poparcie w listopadowych wyborach uzupełniających.

• **Żegluga przez Cieśninę Ormuz – krytycznie istotna dla 30% globalnego przepływu węglowodorów – oraz zakłócenia w produkcji ropy naftowej w Zatoce Perskiej pozostają kluczowymi obszarami oddziaływania konfliktu na gospodarkę.** Natychmiastowa reakcja rynku była spowodowana raczej zakłóceniami w żegludzie morskiej niż niedoborem surowca: ceny ropy wzrosły do około 82 USD/bbl (wzrost o +13% po otwarciu rynku 2 marca), a dane dotyczące żeglugi wskazują obecnie, że ponad 200 tankowców i statków LNG kotwiczony poza Cieśniną Ormuz, co odzwierciedla problemy związane z ubezpieczeniem od ryzyka wojny i zapobiegawcze wstrzymanie działalności. Przedłużający się konflikt ze znacznymi zakłóceniami w Cieśninie Ormuz może spowodować wzrost ceny ropy do 100 USD/bbl, ale pod koniec 2026 r. jej cena powinna nadal wynosić około 70 USD/bbl, ponieważ rynek ostatecznie się dostosuje. W scenariuszu skrajnego ryzyka, w którym reżim irański atakuje infrastrukturę energetyczną w regionie na większą skalę i zakłóca żeglugę w cieśninie, cena ropy Brent może wzrosnąć powyżej 130 USD/bbl, a następnie ustabilizować się na poziomie 80 USD/bbl do końca 2026 r.

• **W przypadku rynków ograniczenia polityczne kształtują kontekst, ponieważ rosnące obawy dotyczące inflacji opóźniać mogą obniżki stóp procentowych, utrzymując podwyższoną zmienność pomimo dotychczas jedynie umiarkowanej korekty cen.** Inflacja napędzana cenami ropy prawdopodobnie będzie nadal wywierać presję na stopy procentowe i osłabiać oczekiwania dotyczące łagodzenia polityki pieniężnej. Podwyższone wyceny pozostawiają akcje i kredyty podatne na ryzyko, jeśli koszty energii pozostaną wysokie, a wzrost gospodarczy spowolni. W lepszej sytuacji są obecnie sektory obronny, dóbr konsumpcyjnych o charakterze niecyklicznym i energetyczny (zwłaszcza sektor upstream – poszukiwania i wydobywania, LNG spoza Zatoki Perskiej i niektóre rafinerie) podczas gdy sektory narażone na wpływ czynników makroekonomicznych i energochłonne nadal borykają się z trudnościami (np. linie lotnicze, petrochemia itp.), a sektor technologiczny znajduje się w niejednoznacznej sytuacji. Niedawny wzrost cen zabezpieczeń CDS może pomóc ograniczyć rozszerzanie się spreadów. Z drugiej strony, na rynkach prywatnych może dojść do spowolnienia dystrybucji PE (wypłaty zysków inwestorom w ramach funduszy Private Equity) i niewielkiego wzrostu spreadów prywatnego długu. Rynki stoją przed rozbieżnymi wynikami, co wymaga pozycjonowania w scenariuszu bazowym z zabezpieczeniem przed zmianami reżimu. W scenariuszu bazowym krótki koniec krzywej pozostaje stabilny, środkowa część korzysta z ponownej wyceny wzrostu, a długi koniec dryfuje w kierunku 4,3% dla 10-letnich obligacji amerykańskich i 2,7% dla obligacji (Bundów) niemieckich; w scenariuszu ryzyka skrajnego inflacja powoduje wzrost tych wartości do 5,0% i 3,2%, wraz z odbudową premii terminowych i utratą

walorów zabezpieczających obligacje nominalne. Akcje mogą doświadczyć umiarkowanej korekty, zanim powrócą do wysokich jednocyfrowych zwrotów w scenariuszu bazowym, ale spadną o około 20% w scenariuszu skrajnym, ponieważ utrzymująca się inflacja cen energii obniża stopy dyskontowe i zyski. W scenariuszu bazowym rentowność obligacji korporacyjnych o wysokim ratingu utrzymuje się na poziomie około 85 pb, a w scenariuszu skrajnym wzrasta do 125 pb, podczas gdy rynki prywatne wykazują rozbieżności: stopy zwrotu z infrastruktury wynoszą 10% w scenariuszu bazowym i 6% w warunkach napięć, wskaźnik P/E waha się od +12% do -12%, a spready dla długu prywatnego (prywatnych obligacji) rosną z 500 do 650 pb w związku z osłabieniem wskaźników pokrycia.

Zakres i czas trwania konfliktu: trzy scenariusze pozwalające określić jego skutki Stany Zjednoczone i Izrael zaatakowały kluczowe cele infrastruktury wojskowej i cywilnej w Iranie po tygodniach bezowocnych negocjacji dyplomatycznych w sprawie nowego porozumienia nuklearnego. W wyniku tych ataków zginął najwyższy przywódca ajatollah Ali Chamenei oraz wielu wysokich rangą funkcjonariuszy Korpusu Strażników Rewolucji Islamskiej i wywiadu, co wywołało pytania dotyczące przyszłego przywództwa w tym kraju. W przeciwieństwie do krótkotrwałej wojny z czerwca 2025 r., Stany Zjednoczone ogłosiły „poważne operacje bojowe”, co sprawia, że konflikt ten różni się zasadniczo pod względem czasu trwania i ryzyka eskalacji. Iran zareagował atakami na infrastrukturę wojskową USA w Zatoce Perskiej i na Bliskim Wschodzie, zakłócając ruch lotniczy i działalność gospodarczą. Kluczowe pytania dotyczą wpływu konfliktu na rynki energii, a także potencjalnego ryzyka skrajnej eskalacji ku powszechnej wojnie w regionie.

Nieliniowy wstrząs geopolityczny będzie miał wpływ na rynki energii, koszty żeglugi, ryzyko inflacji i sytuację finansową. Eskalacja znacznie zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka skrajnego, szczególnie w Cieśninie Ormuz, krytycznym punkcie przeładunkowym, przez który przepływa około 20 mln baryłek ropy dziennie i 30% światowego tranzytu węglowodorów transportowanych drogą morską (ropa i gaz LNG). Wstępne wskaźniki wskazują już na poważne zakłócenia operacyjne: po atakach liczba przepraw spadła o ponad 70%, a główne linie żeglugowe (w tym Maersk) tymczasowo omijają cieśninę Ormuz, co 24 godziny ponownie oceniając decyzje dotyczące tras. Irańska Gwardia Rewolucyjna podobno ostrzegła statki handlowe przed przepływaniem przez cieśninę za pomocą transmisji VHF (morska transmisja radiowa), nawet jeśli egzekwowanie tego zakazu pozostaje nie w pełni skuteczne. Biorąc pod uwagę kluczowe znaczenie cieśniny Ormuz dla globalnych przepływów energii, nawet częściowe zakłócenie stanowi wstrząs większy niż niedawne incydenty na Morzu Czerwonym.

W miarę rozwoju konfliktu to jego długość zadecyduje o stopniu i trwałości jego wpływu na gospodarkę światową. Prezydent Trump wspominał o czterotygodniowym okresie potrzebnym do przeprowadzenia trwałych negocjacji i zmiany irańskiego reżimu w kierunku „pragmatycznego przywódcy”. Jeśli tak się stanie, wysokie zapasy ropy i gazu powinny sprawić, że szok będzie znośny dla światowej gospodarki. Inne kluczowe kwestie to zdolność militarna Iranu do podtrzymania kontrofensywy – zapasy rakiet Teheranu pozostają znakiem zapytania – a także gotowość Białego Domu do kontynuowania ofensywy. Prezydent Trump zaznaczył, że ataki będą kontynuowane do momentu osiągnięcia celów wojskowych (bez podawania szczegółów dotyczących tych celów), ale zaproponował również irańskiemu reżimowi drogę do deeskalacji, zakończenia ofensywy i złagodzenia sankcji gospodarczych, jeśli wybrany zostanie pragmatyczny przywódca. Prezydent Trump ma motywację, aby zakończyć ofensywę raczej wcześniej niż później, ponieważ wyższe ceny ropy pogłębiające kryzys jej dostępności mogą mieć negatywny wpływ na listopadowe wybory śródkresowe do Kongresu.

Tabela 1: Scenariusze dotyczące Iranu

			Feb 28th	Baseline (High probability) – Short lived escalation with military exchange	Prolonged conflict (Medium probability) – Hormuz blocked for longer	Tail risk (Low probability) – Long sustained escalation with oil industry destruction in the region
				2026	2026	2026
Description				War lasts for less than four weeks. US and Iran deal with a transition of power in Iran. Strait of Hormuz shortly blocked (< two weeks), no destruction of oil industry in the region.	War lasts for longer between US and Iran. No short-term smooth transition of power in Iran in near term.	War escalates significantly, oil infrastructure in the region as well as US military bases are severely attacked. Hormuz Strait needs to be secured by US Navy on a permanent basis.
Oil Brent (USD / barrel), peak / eoy 2026			73\$	85\$ / 70\$	\$100 / 70\$	\$130 / 80\$
GDP	EZ	1.3%*		1.2%	1.0% (-0.2pp)	0.8% (-0.4pp)
	US	2.6%*		2.5%	2.3% (-0.2pp)	2.1% (-0.4pp)
Inflation	EZ	1.9%*		2.1%	2.5% (+0.4pp)	3.1% (+1.0pp)
	US	2.5%*		2.6%	3.1% (+0.5pp)	3.8% (+1.2pp)
EURUSD			1.18	1.19	1.17 (-2%)	1.15 (-4%)
Monetary Policy	ECB	2.0		2.0	2.0 (unch.)	2.0 (unch.)
	Fed	3.75		3.5	3.75 (+25bp)	4.00 (+50bp)
10y	DE	2.6		2.7	2.9 (+0.3pp)	3.2 (+0.6pp)
	US	4.0		4.3	4.5 (+0.5pp)	5.0 (+1.0pp)
Equity market	EZ	6		9	7 (-2pp)	-10 (-19pp)
	US	1		11	3 (-8pp)	-20 (-31pp)
IG Credit spread	EZ	83		85	90 (+5bps)	125 (+40bps)
	US	84		85	90 (+5bps)	125 (+40bps)
Insolvencies	EZ	+1%		+1.1%	+1.6% (+0.6pp)	+2.4% (+1.3pp)
	US	+5%		+5.7%	+6.5% (+0.8pp)	+8% (+2.3pp)

Źródło: Allianz Research

* Prognozy Allianz Research na 2026 r. przed rozpoczęciem wojny na Bliskim Wschodzie, pozostałe liczby w tej kolumnie odnoszą się do wartości bieżących/od początku roku

Ścieżki oddziaływania: następstwa makroekonomiczne i rynkowe

Mechanizmy transmisji są wielopoziomowe i chociaż niektóre z nich są już aktywne (ceny energii), to inne mogą być zakłócone.

1. **Wszystko kręci się wokół cen energii.** Trwający konflikt w Iranie doprowadził do ataków odwetowych, które zakłóciły transport surowców energetycznych i szybko rozprzestrzeniły się na całą Zatokę Perską. Bezpośrednia reakcja rynku wynika raczej z zakłóceń w transporcie morskim niż z niedoborów na poziomie źródeł: ceny ropy wzrosły do około 82 USD/bbl (wzrost o +13% po otwarciu rynku 2 marca), a dane dotyczące transportu wskazują obecnie, że ponad 200 tankowców i statków LNG kotwiczy poza Cieśniną Ormuz, co odzwierciedla problemy związane z ubezpieczeniem od ryzyka wojennego i zapobiegawcze wstrzymanie działalności. W scenariuszu bazowym Allianz Trade, zakładającym zawarcie porozumienia między Stanami Zjednoczonymi a Iranem w ciągu czterech tygodni, w połączeniu ze zmianą władzy w Iranie, cena ropy Brent może wzrosnąć do 85 USD/bbl, ale pod koniec 2026 r. powinna wynieść około 70 USD/bbl. Jeśli konflikt będzie się przedłużał, a zakłócenia w Cieśninie Ormuz będą znaczące, cena ropy może osiągnąć 100 USD/bbl, ale pod koniec 2026 r. powinna wynieść około 70 USD/bbl, ponieważ rynek ostatecznie dostosuje się do sytuacji w dłuższym okresie. W scenariuszu eskalacji - skrajnego ryzyka, w którym reżim irański atakuje infrastrukturę energetyczną w regionie i zakłóca żeglugę w cieśninie, cena ropy Brent może wzrosnąć powyżej 130 USD/bbl, a następnie ustabilizować się na poziomie 80 USD/bbl do końca 2026 r.

Czas ma kluczowe znaczenie: im dłuższe zakłócenia w cieśninie Ormuz lub w wydobywaniu i przetwórstwie węglowodorów (w przypadku uszkodzeń infrastruktury), tym większe ryzyko wzrostu światowych cen energii. Ostatnie ogłoszenia dotyczące wielkości produkcji (tj. wzrost dostaw OPEC+ o 206 tys. baryłek dziennie) nie uspokoją rynków, ponieważ są one marginalne pod względem ekonomicznym i nadal będą przechodzić przez cieśninę. Dla Europy gaz pozostaje kluczowym czynnikiem podatności na zagrożenia. Prawie cały LNG z Kataru przechodzi przez cieśninę Ormuz, a około jedna piąta światowego handlu LNG odbywa się przez tę cieśninę. Zakłócenia szybko przenoszą się zatem na kształtowanie się światowych cen spotowych LNG i fizyczną dostępność tego surowca. Ponieważ zima w regionie dobiega końca, nie stanowi to bezpośredniego zagrożenia, ale przedłużające się zakłócenia mogą spowodować wzrost rachunków za gaz w sezonie uzupełniania zapasów. Strategiczne bufory również są

asymetryczne. W UE jest wymóg utrzymywania strategicznych rezerw netto na poziomie 90 dni zapotrzebowania w odniesieniu do importowanej ropy naftowej, a na dzień 28 lutego unijne zapasy gazu wynosiły 30% (w porównaniu z 38% rok temu). Japońskie rezerwy awaryjne ropy naftowej wynosiły 254 dni zużycia, podczas gdy zapasy LNG wynosiły około trzech tygodni. Indie mają zapasy na około dwa miesiące pokrycia importu, a Chiny około 90 dni. Jednak niektóre gospodarki wschodzące mają mniejsze rezerwy. Na przykład Tajlandia zdecydowała się zakazać re-eksportu paliw, aby chronić swoje krajowe dostawy. Aby uniknąć ponownego szoku inflacyjnego w stylu z 2022 r., konieczne jest przywrócenie zaufania do żeglugi i szybka deeskalacja napięć.

2. Inflacja i reakcje banków centralnych będą zależały od długości trwania konfliktu i funkcji reakcji polityki fiskalnej.

Największym powodem do niepokoju jest szok inflacyjny spowodowany wyższymi cenami ropy. W Europie i Stanach Zjednoczonych 10-procentowy wzrost cen ropy powoduje w krótkim okresie wzrost inflacji o około 0,1-0,2 punktu procentowego. Nowa wartość bazowa Allianz Trade wynosząca 70 USD/bbl w porównaniu z około 60 USD/bbl miałaby zatem jedynie niewielki, nieistotny wpływ na inflację, nie zmieniając kursu EBC i Fed. Jednak w scenariuszu przedłużającej się wojny, przy gwałtownym wzroście cen ropy do 100 USD/bbl lub więcej, inflacja wzrosłaby o około +0,5 pp. Równolegle rosnące ceny oleju bunkrowego (paliwa okrętowego) mogą również stanowić kanał przeniesienia konfliktu na gospodarkę, skutkując prawdopodobnie wzrostem stawek frachtu kontenerowego. Ponieważ koszty paliwa stanowią około 35% całkowitych kosztów operacyjnych, a ceny oleju bunkrowego wzrosły w ciągu ostatniego miesiąca o około +20%, wzrost kosztów paliwa o 40-50% mógłby przełożyć się na podwyższenie kosztów frachtu przez przewoźników o 15-20% aby zrównoważyć ten wpływ, co ostatecznie mogłoby wpłynąć na inflację o 0,3-0,5 pp, ponieważ fracht morski stanowi zazwyczaj 2-3% ostatecznej ceny detalicznej produktów przemysłowych. Chociaż przedłużająca się wojna mogłaby podnieść ceny oleju bunkrowego jeszcze bardziej, nie spodziewamy się, aby stawki frachtu morskiego osiągnęły maksima po Covid, ponieważ wzrost handlu ulega spowolnieniu w 2026 r., pojemność floty ma wzrosnąć o około +8% r/r, a zmiana tras stała się standardową praktyką.

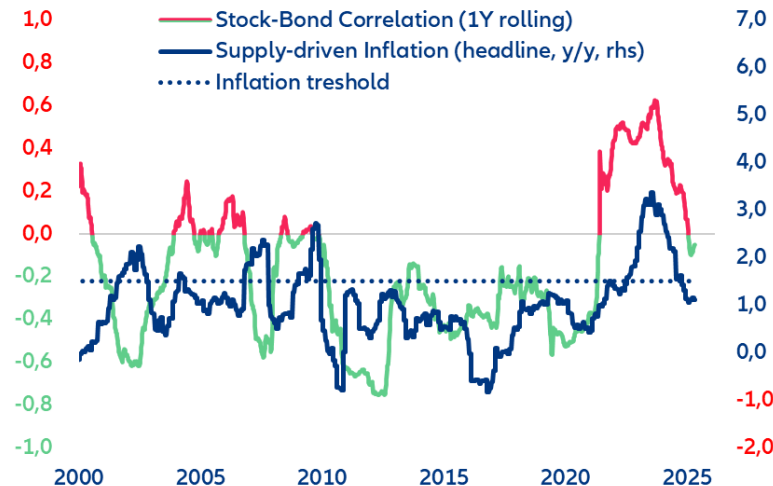
Jednak EBC i Fed prawdopodobnie zareagowałyby inaczej na wyższą inflację, biorąc pod uwagę odmienne uwarunkowania gospodarcze. W strefie euro inflacja i oczekiwania inflacyjne są już ustabilizowane wokół poziomu docelowego, co sprawia, że drugorzędne skutki wyższych cen energii dla szerszej dynamiki cen i płac są mniej prawdopodobne; EBC zignorowałby ten negatywny szok podaży i utrzymałby stopy procentowe na stałym poziomie 2%, tak samo jak w scenariuszu bazowym Allianz Trade. W Stanach Zjednoczonych inflacja utrzymuje się powyżej celu od 2021 r., a ostatnie dane wskazują, że presja cenowa jest daleka od opanowania (w styczniu bazowy wskaźnik PPI przyspieszył do +3,6% r/r). Ponadto dynamika wzrostu gospodarczego jest bardziej stabilna niż w strefie euro, co zwiększa ryzyko wzrostu inflacji, jeśli bank centralny będzie prowadził zbyt akomodacyjną politykę. W związku z tym spodziewamy się, że Fed powstrzyma się od dalszych obniżek stóp procentowych w 2026 r. (w porównaniu z oczekiwaną w scenariuszu bazowym Allianz Trade obniżką stóp procentowych w czerwcu) i utrzyma stopy procentowe na wysokim poziomie 3,75%. Możliwe reakcje fiskalne rządów, jak w latach 2022–2023, również oznaczałyby ryzyko wzrostu inflacji, sprawiając, że banki centralne byłyby bardziej skłonne do utrzymania stóp bez zmian lub do ich podwyższenia zamiast obniżki. Jednak biorąc pod uwagę napiętą sytuację fiskalną w wielu krajach, działania fiskalne będą prawdopodobnie ograniczone do symbolicznych środków, takich jak obniżki podatków od produktów energetycznych.

3. Konsekwencje dla sektora paliwowego: W scenariuszu bazowym Allianz Trade dynamika cen energii wiąże się przede wszystkim z szokiem zmienności, a nie z trwałym szokiem podaży, przy czym ceny ropy naftowej na krótko osiągną wyższy poziom, a następnie unormalizują się wraz z deeskalacją konfliktu i utrzymaniem przepływów przez Cieśninę Ormuz na zasadniczo niezmiennym poziomie. Przy uwzględnieniu premii za ryzyko w kosztach transportu oraz tymczasowym wzroście kosztów ubezpieczenia i kontraktów terminowych, głównymi beneficjentami są przedsiębiorstwa zajmujące się wydobywaniem, zwłaszcza producenci spoza regionu Zatoki Perskiej, którzy mają bezpośredni wpływ na ceny spotowe. Zintegrowane koncerny naftowe również skorzystałyby na krótkoterminowym wzroście przepływów pieniężnych i lepszych wynikach handlowych, eksporterzy LNG spoza Zatoki Perskiej mogliby wykorzystać okazję do oportunistycznego zwiększenia marży w Europie i Azji, niektóre rafinerie skorzystałyby na wyższych marżach na destylaty (krakingi) średnie, przedsiębiorstwa żeglugowe mogłyby wykorzystać zwiększone ryzyko geopolityczne i niepewność na rynku (ropy naftowej) do wprowadzenia podwyżek stawek frachtowych lub dopłat, a sektor obronny również skorzystałby na obecnej sytuacji. Względny przegrany są linie lotnicze, które borykają się z wyższymi kosztami paliwa lotniczego (z ograniczonymi możliwościami natychmiastowego przeniesienia kosztów na pasażerów) i zakłóceniami w działalności w regionie, producenci petrochemiczni narażeni na inflację surowców i niższe marże w sektorze downstream, europejskie przedsiębiorstwa użyteczności publicznej zużywające duże ilości gazu, wrażliwe na zmiany cen LNG i ograniczenia polityczne dotyczące dostosowań taryf, a także sektory dóbr luksusowych w gospodarkach importujących energię, w których tymczasowa inflacja cen paliw obniża realne dochody i osłabia zaufanie.

4. **Rosnące ryzyko płynności przy bardziej niepewnym wsparciu Fed.** Utrzymanie się ceny ropy Brent na poziomie 85–100 USD/bbl byłoby poważnym szokiem dla instrumentów zabezpieczających i ogromnym ograniczeniem bilansowym dla (zwłaszcza europejskich) ich głównych dealerów i/lub banków. Wraz ze wzrostem popytu na USD (zabezpieczenia - hedging, import energii itp.) baza EUR/USD ulegnie dalszemu poszerzeniu z obecnego poziomu -25 pb. Nadal mamy długą drogę do osiągnięcia poziomów kryzysowych. Podczas kryzysu płynnościowego w marcu 2020 r. osiągnął on poziom -90 pb, zanim Fed otworzył linie swapowe i ponownie go ustabilizował. Jeśli blokada cieśniny Ormuz będzie trwała, a kwestia linii swapowych stanie się bardziej paląca, dealerzy (europejscy) mogą stanąć w obliczu luki w finansowaniu. Różnica polega na tym, że Kevin Warsh jako nowy prezes Fed może być bardziej niechętny do rozszerzania swojego bilansu na rzecz międzynarodowej stabilizacji monetarnej.
5. **Można spodziewać się ostrzejszych reakcji rynku.** Ze względu na krótkotrwałe wstrząsy na Bliskim Wschodzie w ostatnich dziesięcioleciach, rynki opierają się obecnie na scenariuszu bazowym szybkiej stabilizacji. Jednak rozkład ryzyka wyraźnie się zmienił. Indeks VIX wzrósł już powyżej 25, a struktura terminowa jest obecnie silnie odwrócona, a kontrakty terminowe na indeks ponownie obniżają jego cenę do średniego długoterminowego poziomu około 22 już za trzy tygodnie. Ryzyko inflacji spowodowane cenami ropy naftowej powoduje większą zmienność stóp procentowych, zwłaszcza jeśli rynki początkowo wyceniają niższe rentowności bezpiecznych aktywów, zanim dokonają ponownej wyceny inflacji. Powinno to faworyzować krótkoterminowe instrumenty amerykańskiej krzywej jako najczystsze bezpieczne aktywa. Ze względu na wysokie wyceny i oczekiwania dotyczące zysków, akcje i kredyty wciąż są narażone na korektę w związku z wyższymi cenami energii, stopami procentowymi i niższym wzrostem gospodarczym. Można zakładać, że największe korzyści z przemieszczenia zasobów i eskalacji napięć geopolitycznych prowadzących do wojny odczują wyceny akcji spółek z sektora obronnego. Ogólnie rzecz biorąc można oczekiwać, że sektory niecykliczne osiągną lepsze wyniki niż sektory narażone na wpływ czynników makroekonomicznych i energochłonne, np. sektory dóbr konsumpcyjnych niecyklicznych i energetyczny powinny odnieść korzyści w porównaniu z presją na sektory chemiczny i lotniczy. Sektor technologiczny, który w ostatnich miesiącach znajdował się pod presją, może znaleźć wsparcie w niższym ryzyku cyklicznym, ale presja utrzymuje się ze względu na wyższe koszty finansowania centrów danych i wyższe stopy procentowe, które zmniejszają atrakcyjność wzrostu. Hedging CDS inwestorów w ostatnich miesiącach zrównoważył wzrost wartości obligacji korporacyjnych. Te ostatnie działania związane z zarządzaniem ryzykiem powinny pomóc w ograniczeniu wzrostu spreadów. W przypadku rynków prywatnych krótkoterminowym skutkiem będzie prawdopodobnie dalsze zamrożenie dystrybucji funduszy PE i aktywności związanej z wycofywaniem z inwestycji, a także wzrost spreadów w przypadku długu prywatnego (choć nie do alarmującego poziomu). Tymczasem kapitał własny w sektorze infrastruktury prawdopodobnie okaże się wyraźnym zwycięzcą strukturalnym, niezależnie od scenariusza, ponieważ aktywa związane z bezpieczeństwem energetycznym, LNG i sieciami elektroenergetycznymi prawdopodobnie będą nadal wyceniane wyżej.
6. **Konsekwencje dla rynków:**
- a. **Stopy procentowe (EUR i USD): Kluczową kwestią nie jest to, czy inflacja wzrośnie, ale czy wzrośnie na tyle, aby zmienić obecne oczekiwania dotyczące stóp procentowych.** Szoki naftowe spowodowane podażą różnią się zasadniczo od tych spowodowanych popytem, jeśli chodzi o ich wpływ na stopy procentowe. Obniżają one realne dochody i spowalniają wzrost gospodarczy, jednocześnie podnosząc ogólny wskaźnik CPI, co rodzi dylemat polityczny, który sprawia, że banki centralne wstrzymują się z podwyżkami, zamiast je wprowadzać. Rynki są świadome tej dynamiki, reakcja krzywej inflacji na szoki podażowe jest historycznie stonowana w porównaniu z początkowym ruchem cen ropy naftowej. W naszym scenariuszu bazowym ceny ropy Brent osiągają szczytowy poziom 85 USD/bbl i ustabilizują się na poziomie 70 USD/bbl, przyczyniając się jedynie do wzrostu inflacji o 0,1-0,2 pp po obu stronach Atlantyku. W tym scenariuszu EBC utrzymuje stopę procentową na poziomie 2,0%, a Fed na poziomie 3,5%. Kolejna dynamika krzywej charakteryzuje się utrzymującym się poziomem na początku krzywej z odroczonymi obniżkami oraz wyższym poziomem na końcu krzywej spowodowanym premią terminową. W naszym scenariuszu bazowym 10-letnie obligacje amerykańskie osiągają poziom 4,3%, a 10-letnie obligacje niemieckie – 2,7%. Najważniejszą kwestią w zakresie polityki pieniężnej jest to, czy obligacje nominalne zachowają w takim otoczeniu swoją zdolność do zabezpieczania portfela. Obligacje rządowe faktycznie pełniły rolę bezpiecznej przystani, ponieważ ich rentowności wzrosły. Chociaż wydaje się to wynikać z mechanizmów rynkowych w perspektywie krótkoterminowej (likwidacja zabezpieczeń), może to być pierwsza wskazówka, że w warunkach inflacji napędzanej podażą tradycyjna korelacja między obligacjami a akcjami ulega osłabieniu, podobnie jak w okresie reflacji po pandemii COVID-19 (wykres 1). Jeśli scenariusz ten się zrealizuje, będzie to silnym

argumentem za przeniesieniem ekspozycji duration (miara wrażliwości ceny obligacji na zmiany stóp procentowych – huśtawka stóp procentowych z jednej i cen obligacji z drugiej strony) z instrumentów nominalnych na instrumenty indeksowane inflacją.

Wykres 1: Korelacja między akcjami i obligacjami a inflacją podażową



Uwagi: Inflacja napędzana podażą według Shapiro (2022) w porównaniu z 12-miesięcznymi korelacjami kroczącymi z częstotliwością tygodniową dla indeksu S&P 500 i 7-10-letnich rentowności amerykańskich obligacji skarbowych.

Źródła: San Francisco Fed, LSEG Workspace, Allianz Trade Research

W przypadku przedłużającego się konfliktu Fed utrzymałby stopę procentową na poziomie 3,75% nie dlatego, że inflacja jest napędzana popytem, ale raczej dlatego, że nie może pozwolić sobie na drugą z rzędu spiralę cen energii przy nadal nie w pełni ustabilizowanych oczekiwaniach inflacyjnych. W związku z tymi wydarzeniami oczekiwać też można, że rządy wdrożą również działania fiskalne. Działania te prawdopodobnie zwiększą podaż długu państwowego, co przełoży się na wyższą premię terminową. W rezultacie rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych może powrócić do przedziału 4,5–5,0%, a krzywa rentowności ulegnie spłaszczeniu.

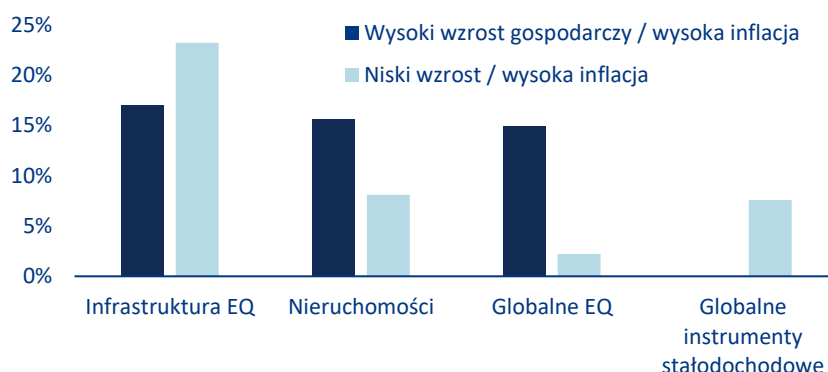
- b. **Kredyty publiczne (inwestycyjne):** Chociaż podstawowe warunki kredytowe są stabilne w scenariuszu bazowym, połączenie niższych stóp wzrostu i wyższych stóp procentowych w scenariuszach pesymistycznych stanowi wyzwanie dla spreadów, które nadal są bliskie historycznych minimów, zwłaszcza jeśli kwestia płynności zyska na znaczeniu. Odporność rynku kredytowego w warunkach bazowych wynika przede wszystkim z dwóch kluczowych czynników: krótkotrwałości konfliktu, który ogranicza szkody makroekonomiczne, oraz stabilnych wskaźników kredytowych i perspektyw zysków w środowisku cen ropy naftowej na poziomie 85–70 USD/bbl. Ponadto zabezpieczenia CDS zgromadzone przez inwestorów w ostatnich miesiącach powinny pomóc w ograniczeniu odpływu kapitału. W obszarze kredytów euro szczególną uwagę należy zwrócić na sektor bankowy ze względu na jego dominującą pozycję rynkową oraz miejsce na styku finansowania surowców i płynności USD. Dotychczasowa defensywna charakterystyka sektora bankowego w przypadku gwałtownych wzrostów cen ropy może zostać podważona w sytuacji bardziej ekstremalnych zaburzeń na rynku energii, gdy płynność w USD jest ograniczona. Ze względu na wysoką rangę i jakość kredytów o ratingu inwestycyjnym przewidujemy (jedynie) umiarkowane rozszerzenie spreadów w większości scenariuszy, ale skrajne scenariusze mogą wiązać się z większą awersją do ryzyka i kanibalizacją popytu inwestorów przez obligacje skarbowe, co spowoduje zbliżenie spreadów do mediany, co jest również zgodne z wskaźnikami kredytowymi. W związku z tym nawet w przypadku realizacji ryzyka skrajnego, spodziewamy się powrotu do fundamentów.
- c. **Akcje spółek notowanych:** Podwyższone warunki wyjściowe zwiększają ryzyko spadków, zwłaszcza na rynku amerykańskim. Eskalacja konfliktu z Iranem zwiększyła ryzyko makroekonomiczne w sytuacji już wysokich wycen rynkowych i oczekiwań dotyczących zysków, szczególnie w Stanach Zjednoczonych. Chociaż aktywa ryzykowne mogą początkowo reagować zbyt gwałtownie, prawdopodobnie przeważą czynniki fundamentalne, a ich ograniczony wpływ na wzrost PKB będzie wspierał szersze zyski rynkowe. Sektory

niecykliczne powinny pozostać odporne, ale branże zależne od energii, takie jak linie lotnicze i chemia, mogą znaleźć się pod presją. Wyceny na rynku amerykańskim, zwłaszcza w sektorze technologicznym, są podatne na wzrost stóp procentowych lub spowolnienie wzrostu gospodarczego, co może potencjalnie prowadzić do przejścia w kierunku bardziej znormalizowanych wycen w bardziej ryzykownym otoczeniu globalnym. W niekorzystnych scenariuszach rynki akcji mogą odnotować znaczne spadki — nawet do -20 punktów procentowych w przypadku akcji amerykańskich — spowodowane powrotem do średniej wycen (2/3) i cyklicznością zysków (1/3). Przy spadku o -10 punktów procentowych spodziewalibyśmy się, że akcje strefy euro będą mniej narażone na te dwa czynniki, ale nie mogą one uciec od szerszego apetytu na ryzyko i realokacji kapitału do obligacji skarbowych oferujących wyższe zyski.

- d. **Rynki kapitału prywatnego: Infrastruktura okazała się odporną klasą aktywów w tym okresie niepewności. Kluczowe pytanie brzmi: czy fundusze private equity i private debt posiadają wystarczające rezerwy, aby przetrzymać zmiany makroekonomiczne bez wywoływania niezamierzonych problemów z dystrybucją zysków.** Infrastruktura jest jedyną klasą aktywów na rynkach prywatnych, która czerpie siłę z tych samych czynników, które destabilizują wszystko inne. Bezpieczeństwo energetyczne stało się z dnia na dzień imperatywem politycznym, a kapitał już przeznaczony na terminale LNG, sieci energetyczne i dywersyfikację rurociągów będzie teraz płynął szybciej i przy strukturalnie wyższych wycenach. W scenariuszu bazowym spodziewamy się w 2026 roku stóp zwrotu na poziomie +10%, które utrzymają się w granicach +5-6% nawet w przypadku przedłużającego się konfliktu, ponieważ przeszacowanie wynikające z niedoborów okaże się trwałe. Przypomina to sytuację europejskiej infrastruktury energetycznej po 2022 roku, kiedy to została ona trwale przewartościowana (re-rated) i nie było już powrotu do poprzedniego stanu.

Rynek private equity to zupełnie inna kwestia. Spółki portfelowe same w sobie nie stanowią problemu; sektory dóbr podstawowych, ochrony zdrowia i technologii są w dużej mierze odizolowane od wstrząsów. Jednak machina transakcyjna, która pozwala na ich monetyzację, napotyka trudności, gdy rosną stopy procentowe i zmienność, mnożniki M&A ulegają kompresji, a apetyt na ryzyko słabnie. Obserwowaliśmy to dokładnie w 2022 roku, kiedy globalny wolumen transakcji spadł o około 35%, a dystrybucje zysków dla inwestorów (LP) gwałtownie się skurczyły. Nasz scenariusz bazowy zakładający +12% zwrotu z PE w 2026 roku zmienia się w -12% w scenariuszu pesymistycznym, gdy okna wyjścia z inwestycji się zamykają, okresy utrzymywania aktywów wydłużają, a wyceny księgowe (marks) znajdują się pod presją, co powoduje rzeczywisty stres związany z krzywą J dla inwestorów zarządzających zobowiązaniami płynnościowymi. Private debt znajduje się w silnej pozycji — sprzyja mu zmienne oprocentowanie, uprzywilejowanie w strukturze długu (senior secured) oraz zaostrzone i wydłużone standardy udzielania finansowania (underwriting) w środowisku wysokich stóp procentowych. Spodziewamy się, że spready kredytowe na rynku średnich przedsiębiorstw (middle market) wzrosną z 500 punktów bazowych (bps) w scenariuszu bazowym do 650 bps w scenariuszu negatywnym. Wynika to z presji na wskaźniki pokrycia długu w narażonych pionach, takich jak energochłonne branże: chemiczna, opakowaniowa oraz dobra konsumpcyjne wyższego rzędu (consumer discretionary), co wymaga aktywnego zarządzania portfelem. Podsumowując, rynki (długu) prywatne(go) nie są odizolowane od szoków inflacyjnych, ale historia sugeruje, że aktywa prywatne są bardziej odporne na szoki podażowe, szczególnie w przypadku infrastruktury (Wykres 2).

Wykres 2: Historycznie infrastruktura osiągała lepsze wyniki niż inne klasy aktywów w warunkach wysokiej inflacji (średnia roczna stopa zwrotu)



Źródła: Blackrock ([link](#)), Allianz Research

Uwaga: Bloomberg, Barclays. EDHEC dla akcji infrastrukturalnych; NCREIF dla globalnych nieruchomości; MSCI dla globalnych akcji; BBG Barclays Global Aggregate Index TR dla globalnych instrumentów stałodochodowych, stan na 22 maja 2023 r. (dane roczne od 2001 r.). Okresy wysokiej inflacji to okresy, w których amerykański wskaźnik CPI przekracza 2,5%. Okresy wysokiego wzrostu to okresy, w których PKB w Stanach Zjednoczonych przekracza 2,5%, a okresy niskiego wzrostu to okresy, w których PKB w Stanach Zjednoczonych jest niższe niż 2,5%.

7. Implikacje dla regionu Zatoki Perskiej. Pierwszym efektem konfliktu dla regionu było zamknięcie przestrzeni powietrznej, co spowodowało zakłócenia lotów na całym świecie, ponieważ w Zatoce Perskiej znajdują się jedno z najbardziej ruchliwych lotnisk na świecie (zwłaszcza lotnisko w Dubaju). Ponadto odwet Iranu przeniósł konflikt na Zatokę Perską, ponieważ rakiety były widoczne na horyzoncie głównych miast regionu, a ich szczątki dotarły do kilku obiektów infrastruktury cywilnej w Bahrajnie, Zjednoczonych Emiratach Arabskich i Kuwejcie. Długość wojny zadecyduje o jej pełnym wpływie na region, ponieważ w regionie uzależnionym od importu może dojść do wyczerpania zapasów żywności, jeśli zakłócenia w głównych portach będą długotrwałe, aktywność gospodarcza zostanie wstrzymana, a liczba turystów spadnie przez dłuższy okres. W czerwcu 2025 r. 12-dniowa wojna miała jedynie tymczasowy wpływ na aktywność gospodarczą, nastroje konsumentów w Arabii Saudyjskiej pogorszyły się, aby odzyskać równowagę zaledwie miesiąc później, a indeksy giełdowe w regionie również poniosły tymczasowe straty, odnotowując odbicie w kształcie litery V pod koniec czerwca 2025 r. i zamykając miesiąc na plusie. Jako że w ostatnich latach konfliktów między Izraelem, USA a Iranem region pozostawał w większości nietknięty, Zatoka stoi obecnie przed największym wyzwaniem – stabilność irańskiego reżimu zostaje poddana w wątpliwość, co wystawia na próbę lokalne systemy bezpieczeństwa i mechanizmy gospodarcze.

Tabela 2: Scenariusze po interwencji Stanów Zjednoczonych

Kontynuacja reżimu	Zmiana reżimu		Upadek reżimu	
Duchowni utrzymują władzę przy wsparciu IRGC (Gwardii Rewolucyjnej)	Zmiana reżimu w stylu hiszpańskim	Rozpad w stylu radzieckim	Rozpad w stylu syryjskim	Rozpad w stylu jugosłowiańskim
Średnie prawdopodobieństwo	Niskie prawdopodobieństwo	Wyższe prawdopodobieństwo	Średnie prawdopodobieństwo	Najniższe prawdopodobieństwo
W skrócie: Reżim skutecznie radzi sobie z następstwami śmierci ajatollaha Chomeiniego. Nowy duchowny mianowany (co się dokonało) przy wsparciu IRGC, status quo pozostaje bez zmian przy nasileniu represji wewnętrznymi, ale osiąga porozumienie ze Stanami Zjednoczonymi.	W skrócie: Po śmierci ajatollaha Chomeiniego nowo mianowany autokrata prowadzi reżim przez proces liberalizacji gospodarczej i politycznej.	W skrócie: Po upadku rządów duchownych następuje wprowadzenie reżimu wojskowego; kluczowe role przywódcze przejmują członkowie IRGC (np. przewodniczący parlamentu Ghalibaf).	W skrócie: upadek reżimu prowadzi kraj na drogę wojny domowej między różnymi frakcjami. Możliwy rozłam wewnątrz IRGC. Wysokie ryzyko rozszerzenia konfliktu na Irak.	W skrócie: upadek reżimu, regiony z większością nieperską grożą secesją, zwłaszcza Kurdowie i Azerowie na północnym zachodzie, Beludżowie na południowym wschodzie i Arabowie na południu.

Konsekwencje geopolityczne: brak większych zmian, chyba że reżim przyjmie pojednawcze stanowisko wobec Stanów Zjednoczonych i Izraela.	Konsekwencje geopolityczne: Iran powraca na arenę międzynarodową, zbliżając się do krajów zachodnich. Wpływ na Jemen, Liban i Irak, w których reżim irańskich duchownych od dziesięcioleci miał ogromny wpływ.	Konsekwencje geopolityczne: brak istotnych zmian, chyba że reżim przyjmie koncyliacyjny ton wobec Stanów Zjednoczonych i Izraela.	Konsekwencje geopolityczne: Szeroko pojęty region Bliskiego Wschodu może doświadczyć większej niestabilności ze względu na trwający konflikt wewnętrzny	Konsekwencje geopolityczne: Szeroko pojęty region Bliskiego Wschodu może doświadczyć większej niestabilności w związku z trwającym konfliktem wewnętrznym.
---	---	--	--	---

Źródła: *Foreign Affairs, Allianz Research*

Ramka 1: Lekcje z historii dla trwającego konfliktu

Region Bliskiego Wschodu doświadczył kilku interwencji zagranicznych i zmian reżimów, które dostarczają kluczowych wniosków dla analizy obecnej sytuacji – mowa w szczególności o rewolucji irańskiej z 1979 r., która obaliła dynastię Pahlawich, oraz o odsunięciu od władzy Saddama Husajna i partii Baas w 2003 r.

Próżnia decyzyjna. Następstwa amerykańskiej inwazji na Irak w 2003 r. – usunięcie najwyższego kierownictwa państwa po ponad 20 latach rządów oraz późniejszy wzrost wpływów zewnętrznych (USA i Iranu) – doprowadziły do całkowitego zerwania ciągłości instytucjonalnej. Skutkiem była długotrwała niestabilność wywołana druzgocącym ciosem dla gospodarki oraz wybuchem wojny domowej. Lata próżni u sterów władzy oraz katastrofalne warunki społeczno-ekonomiczne stały się pożywką dla ekspansji terroryzmu.

Siła aparatu bezpieczeństwa. Zarówno podczas obalenia szacha w 1979 r., jak i inwazji na Irak w 2003 r., siły zbrojne uległy błyskawicznemu rozkładowi, a dezercje były masowe. Tymczasem podczas ostatnich demonstracji w Iranie nie odnotowano przypadków dezercji ani publicznych głosów sprzeciwu wewnątrz kierownictwa wobec Najwyższego Przywódcy Chameneiego. Korpus Strażników Rewolucji (IRGC) jest znacznie silniej zintegrowany ideologicznie z tkanką ekonomiczną i polityczną reżimu. Historia uczy, że sama siła militarna nie gwarantuje szybkiej zmiany reżimu, dopóki jego wewnętrzne struktury pozostają nienaruszone.

Rozprzestrzenianie się konfliktu w regionie. Inwazja na Irak w 2003 r. wywołała masowe przesiedlenia, a fala uchodźców dotarła do krajów sąsiednich. Z kolei polityczne oddziaływanie rewolucji irańskiej było odczuwalne w całym regionie przez dekady. Zmiana reżimu lub jego destabilizacja mogą mieć nieprzewidywalne skutki dla państw ościennych.

Analiza ostatnich wydarzeń geopolitycznych i ich wpływu na rynki – w odniesieniu do akcji, rentowności obligacji, cen ropy, wahań walut, złota i spreadów IG (investment grade) – stanowi użyteczne narzędzie do oceny wpływu obecnego konfliktu na makroekonomię i rynki. Historia pokazuje, że wpływ konfliktów zbrojnych bywa zazwyczaj krótkotrwały i umiarkowany (Wykres 4). Niemniej jednak różnorodność zdarzeń, ich horyzont czasowy i zasięg geograficzny sprawiają, że analogie historyczne pozostają niejednoznaczne. Największą wrażliwość wykazują zazwyczaj giełdy i ropa naftowa, choć kierunek i skala reakcji cenowych są zróżnicowane. W przypadku ropy kluczowe są obawy o podaż, a nie tylko chwilowy wzrost „premii geopolitycznej”. Wydarzenia długotrwałe, wywołujące zmiany strukturalne – jak pierwsza wojna w Zatoce Perskiej czy inwazja Rosji na Ukrainę w 2022 r. – generują silniejsze, choć często opóźnione skutki rynkowe. Choć jest zbyt wcześnie, by przesądzać o losach obecnego konfliktu z Iranem, nasz **scenariusz ryzyka skrajnego (tail-risk)** wpisuje się w tę drugą kategorię: zakłada on trwały wzrost cen ropy w dłuższym terminie z kaskadowymi konsekwencjami dla globalnych rynków kapitałowych.

Wykres 4: Historycznie rzecz biorąc, reakcje rynku na konflikty okazują się dość łagodne

Stock index changes in %												
Event	Date	Days to recover	Max down	4w before	1w before	1w	2w	4w	8w	6m	12m	
First Gulf War	02/08/1990											
S&P 500		190	-17%	1%	0%	-5%	-4%	-9%	-14%	-5%	7%	
Eurostoxx (297)		1094	-28%	1%	1%	-9%	-10%	-14%	-24%	-25%	-13%	
9/11 Attacks	11/09/2001											
S&P 500		32	-12%	9%	4%	-5%	-8%	-3%	1%	7%	-20%	
Eurostoxx (297)		37	-17%	12%	7%	-8%	-12%	-5%	2%	10%	-25%	
Second Iraq War	20/03/2003											
S&P 500		none	-	-3%	-8%	0%	1%	1%	7%	16%	28%	
Eurostoxx (297)		none	-	1%	-13%	-1%	-1%	4%	6%	19%	31%	
Crimea Crisis 2014	27/02/2014											
S&P 500		none	-	-4%	-1%	2%	1%	0%	2%	8%	14%	
Eurostoxx (297)		none	-	-4%	-1%	0%	-2%	-1%	1%	-1%	11%	
Russian invasion of Ukraine 2022	24/02/2022											
S&P 500		none	-	3%	6%	4%	1%	5%	6%	-2%	-3%	
Eurostoxx (297)		34	-12%	4%	4%	-4%	-6%	-2%	-1%	-8%	4%	
Israel-Hamas War	07/10/2023											
S&P 500		4	0%	3%	0%	0%	-2%	1%	7%	21%	34%	
Eurostoxx (297)		4	-1%	3%	1%	0%	-3%	1%	6%	19%	19%	
Israel-Iran War	13/06/2025											
S&P 500		13	-1%	-2%	-2%	-1%	2%	4%	5%	13%	N/A	
Eurostoxx (297)		26	-3%	0%	1%	-3%	-2%	1%	1%	7%	N/A	
Median				1%	1%	-1%	-2%	1%	2%	7%	9%	
Average				2%	0%	-2%	-3%	-1%	0%	6%	7%	
Sources: LSEG Datastream, Allianz Research												
10y yield changes in bps												
Event	Date	Days to recover	Max down	4w before	1w before	1w	2w	4w	8w	6m	12m	
First Gulf War	02/08/1990											
US 10y		none	-	9	20	45	36	52	70	-24	-10	
DE 10y		none	-	1	-9	32	21	36	54	18	13	
9/11 Attacks	11/09/2001											
US 10y		none	-	13	0	-22	-12	-33	-54	49	-91	
DE 10y		11	-9	-7	-7	-5	4	-19	-55	33	-46	
Second Iraq War	20/03/2003											
US 10y		none	-	-10	-40	-6	-6	-4	-46	28	-22	
DE 10y		none	-	-31	-40	-3	-10	-9	-32	-6	-33	
Crimea Crisis 2014	27/02/2014											
US 10y		7	-7	0	6	2	5	2	2	-29	-56	
DE 10y		none	-	3	5	-1	-2	-5	-10	-66	-124	
Russian invasion of Ukraine 2022	24/02/2022											
US 10y		none	-	-13	7	-11	-3	34	86	106	185	
DE 10y		15	-33	-29	5	-21	-3	26	64	107	224	
Israel-Hamas War	07/10/2023											
US 10y		12	-23	-54	-22	-18	12	-22	-58	-45	-101	
DE 10y		12	-17	-29	-5	-16	-1	-25	-53	-49	-76	
Israel-Iran War	13/06/2025											
US 10y		none	-	10	4	3	-11	-1	-11	-17	N/A	
DE 10y		none	-	15	11	4	9	18	16	37	N/A	
Median				-3	2	-4	-1	-3	-10	6	-39	
Average				-9	-5	-1	3	4	-2	10	-11	
Sources: LSEG Datastream, Allianz Research												
Oil												
Event	Date	Days to recover	Max up	4w before	1w before	1w	2w	4w	8w	6m	12m	
First Gulf War	02/08/1990											
WTI		154	89%	-19%	-10%	18%	22%	21%	80%	-3%	0%	
Brent		169	108%	-19%	-6%	24%	31%	31%	102%	1%	-2%	
9/11 Attacks	11/09/2001											
WTI		9	8%	1%	-1%	4%	-22%	-19%	-28%	-14%	5%	
Brent		8	7%	-6%	-4%	2%	-22%	-26%	-31%	-17%	0%	
Second Iraq War	20/03/2003											
WTI		none	-	24%	27%	-4%	-4%	-2%	-2%	-6%	21%	
Brent		none	-	20%	23%	-5%	-5%	-8%	-3%	-3%	18%	
Crimea Crisis 2014	27/02/2014											
WTI		none	-	-5%	1%	-1%	-4%	-2%	-1%	-7%	-48%	
Brent		none	-	-2%	1%	-1%	-2%	-3%	-1%	-7%	-45%	
Russian invasion of Ukraine 2022	24/02/2022											
WTI		162	34%	-4%	2%	20%	18%	27%	11%	1%	-15%	
Brent		161	32%	-7%	-2%	17%	15%	26%	10%	0%	-14%	
Israel-Hamas War	07/10/2023											
WTI		25	8%	6%	10%	6%	6%	-2%	-11%	4%	-17%	
Brent		32	9%	7%	13%	7%	9%	1%	-7%	6%	-15%	
Israel-Iran War	13/06/2025											
WTI		12	10%	-8%	-7%	10%	-3%	-1%	-6%	-15%	#N/A	
Brent		12	14%	-7%	-6%	14%	-2%	-1%	-4%	-11%	#N/A	
Median				-5%	0%	7%	-2%	-2%	-3%	-4%	-8%	
Average				-1%	3%	8%	3%	3%	8%	-5%	-9%	
Sources: LSEG Datastream, Allianz Research												

FX and Gold										
Event	Date	4w before	1w before	1w	2w	4w	8w	6m	12m	
First Gulf War	02/08/1990									
EURUSD		-3%	-2%	0%	2%	2%	1%	5%	-10%	
Gold		-3%	0%	2%	8%	3%	9%	1%	-2%	
9/11 Attacks	11/09/2001									
EURUSD		0%	1%	2%	2%	2%	0%	-3%	10%	
Gold		1%	1%	7%	6%	7%	3%	7%	17%	
Second Iraq War	20/03/2003									
EURUSD		1%	4%	1%	2%	2%	9%	7%	15%	
Gold		3%	3%	-2%	-2%	-3%	5%	12%	17%	
Crimea Crisis 2014	27/02/2014									
EURUSD		0%	1%	1%	2%	1%	1%	-3%	-17%	
Gold		-5%	0%	1%	3%	-2%	-3%	-4%	-9%	
Russian invasion of Ukraine 2022	24/02/2022									
EURUSD		0%	0%	-2%	-2%	-3%	-4%	-12%	-6%	
Gold		-4%	-2%	1%	5%	1%	2%	-9%	-4%	
Israel-Hamas War	07/10/2023									
EURUSD		2%	0%	0%	0%	2%	3%	3%	6%	
Gold		5%	1%	5%	9%	9%	12%	25%	44%	
Israel-Iran War	13/06/2025									
EURUSD		-3%	-1%	-1%	1%	1%	0%	0%	#N/A	
Gold		-5%	0%	0%	-2%	-2%	0%	25%	#N/A	
Average EURUSD		-1%	1%	0%	1%	1%	1%	-1%	#N/A	
Average Gold		-1%	0%	2%	4%	2%	4%	8%	#N/A	

Sources: LSEG Datastream, Allianz Research

IG Spreads											
Event	Date	Days to recover	Max up	4w before	1w before	1w	2w	4w	8w	6m	12m
First Gulf War	02/08/1990										
US IG Spread		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EUR IG Spread		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
9/11 Attacks	11/09/2001										
US IG Spread		565	113	-9	-6	24	44	25	35	12	70
EUR IG Spread		79	18	-10	-7	11	17	16	17	-6	21
Second Iraq War	20/03/2003										
US IG Spread		none	-	5	6	-5	-9	-18	-33	-50	-69
EUR IG Spread		none	-	-3	5	-4	-6	-12	-20	-33	-36
Crimea Crisis 2014	27/02/2014										
US IG Spread		none	-	5	1	-1	0	-4	-10	-11	15
EUR IG Spread		none	-	4	2	0	-2	-2	-8	-16	-23
Russian invasion of Ukraine 2022	24/02/2022										
US IG Spread		37	28	-21	-10	9	23	7	5	20	2
EUR IG Spread		36	29	-29	-9	16	24	11	2	57	9
Israel-Hamas War	07/10/2023										
US IG Spread		6	0	-6	-5	-2	4	0	-18	-37	-37
EUR IG Spread		6	2	-8	-11	-2	2	-7	-15	-49	-44
Israel-Iran War	13/06/2025										
US IG Spread		5	0	6	1	0	1	-5	-8	-9	#N/A
EUR IG Spread		13	2	6	-2	2	-2	-11	-13	-16	#N/A
Median				-5	-4	0	2	-3	-9	-14	-11
Average				-5	-3	4	8	0	-6	-12	-9

Sources: LSEG Datastream, Allianz Research

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzędowski

+ 48 509 433 874

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 i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanymi i nieznanymi ryzykami oraz 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.