

Allianz Research | 30 kwietnia 2024 r.

# Rynki finansowe gospodarek wschodzących – czas zapiąć pasy

Banki centralne z rynków wschodzących są obecnie między młotem a kowadłem: wzrost gospodarczy wymaga obniżenia stóp, ale spowolnienie cięć w głównych gospodarkach skłania je do tego samego i podnosi rentowność (koszt obsługi) ich papierów skarbowych

Ludovic Subran

Główny ekonomista

[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Pablo Espinosa Uriel

Strateg inwestycyjny

[pablo.espinosa-urriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-urriel@allianz.com)

Björn Griesbach

Starszy strateg inwestycyjny

[bjorn.griesbach@allianz.com](mailto:bjorn.griesbach@allianz.com)

Manfred Stamer

Starszy ekonomista na Europę

Wschodzącą

[manfred.stamer@allianz-trade.com](mailto:manfred.stamer@allianz-trade.com)

Nolwen Prince

Asystent ds. badań

[nolwen.prince@allianz-trade.com](mailto:nolwen.prince@allianz-trade.com)

## W skrócie

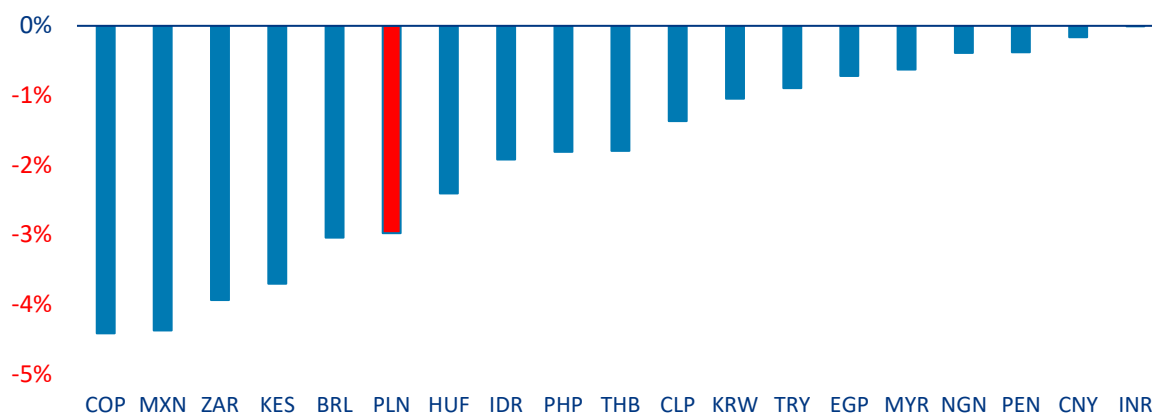
- Od końca 2023 r. wiele rynków wschodzących weszło na ścieżki normalizacji polityki pieniężnej, napędzane lokalną dezinflacją, obawami o gospodarcze skutki wysokich stóp procentowych oraz zaufaniem do przewidywanego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne
- Ryzyko opóźnienia obniżek stóp procentowych przez Fed rzuca cień na rynki wschodzące, które stanęły w obliczu zwiększonej zmienności i deprecjacji walut. W rezultacie banki centralne z rynków wschodzących znalazły się między młotem a kowadłem, nie będąc w stanie zapewnić oczekiwanych jeszcze miesiąc temu obniżek stóp procentowych
- Zmiana ta spowodowała wzrost rentowności obligacji skarbowych, przekraczając nasze i rynkowe oczekiwania na koniec tego roku, choć spready obligacji w twardej walucie pozostają wąskie. W przyszłości Allianz Trade spodziewa się stopniowego spadku rentowności zgodnie z głównymi rynkami obligacji (które powinny zakończyć rok blisko 6% wobec obecnych 6,7%), ale nieznacznego ruchu w górę spreadów w twardej walucie (do 225 pb z 200 pb w naszym głównym benchmarku)
- Choć sytuacja ta może zasadniczo stwarzać pewne możliwości, pozostajemy bardzo ostrożni, ponieważ wzrosło również ryzyko pogorszenia sytuacji – a niepewność stopniowo przekłada się na wyższe efektywne koszty długu

**Ryzyko opóźnionego złagodzenia amerykańskiej polityki pieniężnej rzuca cień na gospodarki wschodzące.** Ponieważ oczekiwania rynkowe zmieniają się w kierunku potencjalnie mniejszej liczby obniżek stóp procentowych Fed w tym roku, rynki wschodzące (EM) odczuwają „szczypanie” – co prawda udało im się wytrzymać stopniową zmianę oczekiwań (odnośnie inflacji i stóp procentowych w USA) obserwowaną w I kwartale, to marcowy raport o inflacji w USA wywołał już fale uderzeniowe w postaci odpływu kapitału, deprecjacji walut i zmienności aktywów finansowych.

**Stabość kursów walutowych to sygnał ostrzegawczy.** Umocnienie USD - które wykracza poza waluty rynków wschodzących, wpływając również na główne waluty, takie jak EUR czy JPY - jest odzwierciedleniem zmieniających się nastrojów inwestorów, przy czym aktywa denominowane w USD stają się coraz bardziej popularne wraz ze wzrostem stóp procentowych. Ta ucieczka do przystani - tymczasowo zaostrzona przez rosnące napięcia między Izraelem a Iranem - jest dowodem na kruchość obecnego otoczenia rynkowego. Niektóre z walut, które są faworytami inwestorów w handlu carry trade w tym cyklu, takie jak MXN i BRL, są jednymi z najbardziej dotkniętych (wykres 1), choć na razie nie jest to znak, że rynki bardziej martwią się o te kraje niż o inne. Jednak w przypadku krajów, które borykają się z innymi problemami, takimi jak rosnące napięcia polityczne z powodu zbliżających się wyborów, sytuacja ta może nasilić odpływy (środków za granicę). Brak natychmiastowej reakcji rynku również niekoniecznie jest pozytywny: dla krajów interweniujących na rynkach w celu utrzymania określonych kursów wymiany lub kontrolowania deprecjacji, obrona ich pozycji stała się droższa pod

względem rezerw walutowych. Im dłużej ta sytuacja będzie trwać, tym bardziej skomplikowane będzie utrzymanie tych polityk.

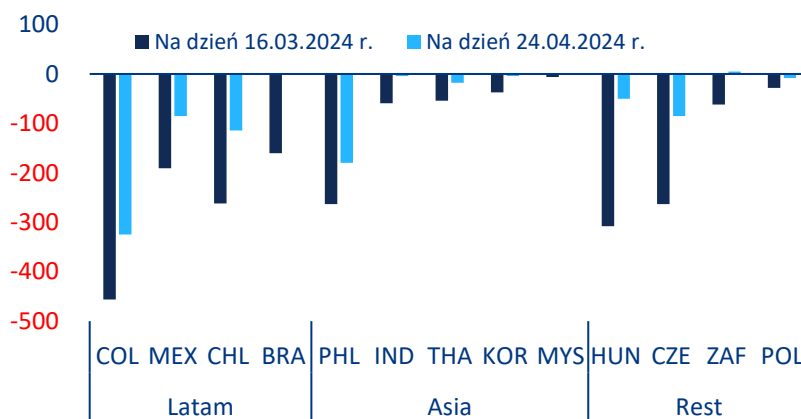
Wykres 1: Wyniki walutowe wybranych walut rynków wschodzących w stosunku do dolara amerykańskiego od 9 kwietnia



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

**Banki centralne z rynków wschodzących znajdują się obecnie między młotem a kowadłem.** Od końca 2023 r. wiele rynków wschodzących weszło na ścieżkę normalizacji polityki pieniężnej, napędzaną obiecującym kierunkiem krajowej dezinflacji, rosnącymi obawami o gospodarcze i fiskalne skutki wysokich stóp procentowych oraz zaufaniem do przewidywanego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Płynna reakcja rynków zdawała się aprobować podejmowanie przez rynki wschodzące proaktywnych kroków bez czekania na inicjatywę Fed<sup>1</sup>. Teraz jednak sytuacja uległa zmianie. Ponieważ rynki zmniejszyły swoje oczekiwania dotyczące cięć w gospodarkach rozwiniętych, zrobiły to samo w przypadku rynków wschodzących; w niektórych przypadkach korekta oczekiwań na najbliższych 12 miesięcy przekroczyła 100 punktów bazowych (wykres 2). Chociaż jest to konieczne do utrzymania stabilności finansowej, nie ułatwia to sytuacji w gospodarkach, które nadal wymagają poluzowania polityki pieniężnej (i obniżenia stóp – kosztu finansowania) w celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

Wykres 2: Porównanie oczekiwanych przez rynek obniżek stóp procentowych (pb) w kolejnych 12 miesiącach: wycena z połowy marca vs. wycena z końca kwietnia



Źródła: Bloomberg, Allianz Research

**Rentowności obligacji rynków wschodzących wzrosły powyżej oczekiwanych przez nas wartości na koniec roku, ale należy zachować ostrożność, ponieważ ryzyko spadkowe również rośnie.** Kraje rozwijające się nie tylko bardzo skutecznie przeciwdziałały presji inflacyjnej i zarządziły cyklem zacieśniania<sup>2</sup>, ale w tym roku udało im się również wyemitować znaczną część potrzeb pożyczkowych na 2024 r., jeśli chodzi o dług denominowany w walutach obcych,

<sup>1</sup> Lub, w przypadku krajów Europy Wschodniej, EBC. Chociaż w tym przypadku skala szoku inflacyjnego z 2022 r. była większa w ujęciu bezwzględnym i względnym (w porównaniu ze średnią inflacją w ich najnowszej historii).

<sup>2</sup> Prawdopodobnie jednym z najlepszych regionów pod tym względem jest, z wyjątkami, Ameryka Łacińska.

korzystając z korzystniejszych warunków rynkowych. W związku z tym, mimo że wyższe stopy refinansowania mogłyby zagrozić zdolności obsługi zadłużenia, rynki utrzymały stabilną wycenę premii za ryzyko dla głównych państw z grona rynków wschodzących. Konsensus rynkowy jest na razie taki, że dopóki obecna przecena jest "tylko" opóźnieniem cięć Fed do 2025 r., a nie wyższymi stopami końcowymi, wpływ na rentowności na rynkach wschodzących również powinien być tymczasowy. Niemniej jednak ryzyko spadkowe (obligacji skarbowych) wzrosło w porównaniu z prognozą Allianz Trade jeszcze z marca i będzie się utrzymywać, im dłużej utrzymywać się będzie **niepewność, ponieważ będzie się ona stopniowo przekładać na wyższe efektywne koszty długu**. Obecnie rentowności naszego benchmarkowego indeksu obligacji skarbowych w twardej walucie wynoszą 6,7% w porównaniu z 6,2% na początku roku, podczas gdy spready nawet się zawężyły (200 pb w porównaniu z 215 pb na początku roku). W przyszłości Allianz Trade spodziewa się umiarkowanego rozszerzenia spreadów dla obligacji w twardej walucie do 225 pb do końca roku, podczas gdy rentowności ogółem powinny spaść do 6,25%, dzięki spadkowi stóp wolnych od ryzyka. Podobnie oczekujemy, że rentowności obligacji w walucie lokalnej spadną do końca roku (blisko 6% dla naszego benchmarku), chociaż początkowe oczekiwania dotyczące stosunkowo słabszego dolara w 2024 r. zmniejszyły się.

---

#### **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 Niewrzedowski

+ 48 509 433 874

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

---

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

#### **STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą się znacznie różnić od tych wyrażonych

lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomu uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne,

a także (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej.

Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Firma nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.