

Dział Analiz Allianz

# Odśrodkowe rynki wschodzące

28 marca 2023 r.



Pablo Espinosa Uriel  
Strateg ds. Inwestycyjnych  
[pablo.espinosa-urriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-urriel@allianz.com)  
[allianz.com](http://allianz.com)

Andreas Jobst  
Dyrektor Globalnego Działu  
Analiz Makroekonomicznych i  
Rynków Kapitałowych  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)  
[allianz.com](http://allianz.com)

Nihal Temüge  
Asystentka ds. Analiz  
[nihal.temuege@allianz.com](mailto:nihal.temuege@allianz.com)  
[allianz.com](http://allianz.com)

Marco Caccia  
Asystent ds. Analiz  
[marco.caccia@allianz.com](mailto:marco.caccia@allianz.com)  
[allianz.com](http://allianz.com)

## STRESZCZENIE

- **W czasie każdego kryzysu, gospodarki rynków wschodzących (RW) kwestionują globalny system finansowy zdominowany przez gospodarki zaawansowane i oparty na cyklu finansowym USA.** Począwszy od łańcuchów dostaw osłabionych pandemią, poprzez ujawnione błędy na rynkach energetycznych i w koordynacji sankcji, aż po ostatnie wstrząsy w sektorze bankowym – fragmentacja wydaje się być nieunikniona. Tymczasem Chiny i kilka większych krajów RW stało się bardziej świadomych i podejmuje strategiczne działania promujące inicjatywy mające na celu osiągnięcie większej suwerenności monetarnej i zmniejszenie swojej zależności od transgranicznych przepływów kapitałowych z gospodarek rozwiniętych.
- **Wielobiegunowy system finansowy może być bardziej odporny i przyczynić się do wzrostu dobrobytu, szczególnie w przypadku mniejszych gospodarek zależnych od kapitału zagranicznego – ale jednocześnie podnosi poprzeczkę w zakresie większej koordynacji polityki.** Głębsze lokalne rynki kapitałowe w krajach RW mogą pomóc w złagodzeniu wpływu wstrząsów zewnętrznych, szczególnie w sytuacji, gdy cykle nie są całkowicie zsynchronizowane. Jednak uniezależnienie oznacza również dostosowanie ram polityki i zarządzania w krajach RW do standardów leżących u podstaw obecnego globalnego systemu finansowego, co będzie wymagało czasu. Napięcia geopolityczne wymagają większej (a nie mniejszej) interakcji i koordynacji, aby pomóc w kształtowaniu globalnego systemu finansowego, który będzie uwzględniał większą rolę gospodarczą krajów RW.

## Konsensus w sprawie światowych ram finansowych po systemie z Bretton Woods chyba się kruszy

**W opinii Allianz Trade rosnąca fragmentacja i napięcia geopolityczne stanowią wyzwanie dla globalizacji właśnie wtedy, gdy koordynacja międzynarodowa jest najbardziej potrzebna.** Ostatnie kryzysy spowodowały przeciążenie globalnych łańcuchów dostaw, wystawiły na próbę gotowość państw do koordynacji działań mających na celu opanowanie śmiertelnego wirusa i ujawniły krytyczne wady rynków energetycznych w wielu częściach świata. Jednocześnie decyzje polityczne podjęte w celu zaradzenia tym wstrząsom gospodarczym miały niezamierzone konsekwencje i, jeżeli były celowo wykorzystywane do osiągania korzyści ekonomicznych kosztem innych, mogłyby również spowolnić lub nawet zniweczyć dziesięciolecia globalnej integracji. W wielu krajach spadło publiczne poparcie dla otwartości gospodarczej, a transgraniczne przepływy towarów i kapitału od ponad dekady utrzymują się na stałym poziomie (w stosunku do PKB), mimo że przepływy danych ogromnie wzrosły. Ponadto obecne wstrząsy w sektorze bankowym jeszcze bardziej podnoszą poprzeczkę dla większej koordynacji polityki w celu złagodzenia ryzyka niekorzystnych skutków ubocznych wstrząsów finansowych.

**Do tego dochodzą napięcia geopolityczne, które jeszcze bardziej utrudniły osiągnięcie międzynarodowego porozumienia w sprawie najważniejszych wyzwań i przybliżyły widmo rozpadu międzynarodowych finansów i handlu na rywalizujące ze sobą bloki gospodarcze.** W ostatnim czasie trzy duże upadłości banków w USA i niedawne połączenie pod przymusem UBS i

Credit Suisse ponownie wywołały traumę w sektorze finansowym w gospodarkach rozwiniętych, co zapowiada dalsze zakłócenia, które prawdopodobnie będą miały ogromne konsekwencje gospodarcze dla wielu gospodarek rynków wschodzących (RW). Według ostatnich [badań MFW](#) (2023), długoterminowy koszt samej fragmentacji handlu może wynieść od 0,2% globalnej produkcji w przypadku ograniczonej fragmentacji do prawie 7% w przypadku scenariusza poważnego. Jeżeli dodać do tego uniezależnienie w kwestiach technologicznych, niektóre kraje mogą odnotować straty w wysokości nawet 12% PKB.<sup>1</sup>

**Kryzys energetyczny (i związane z nim sankcje nałożone przez Zachód<sup>2</sup>) wywołany wojną w Ukrainie stał się również katalizatorem działań zmierzających do demontażu obecnego globalnego systemu finansowego.** Zamrożenie rezerw walutowych Rosji utrzymywanych przez inne banki centralne wzbudziło w kilku dużych krajach RW obawy dotyczące dominacji amerykańskiego systemu finansowego i stopnia uzależnienia światowego systemu monetarnego od polityki zagranicznej USA (i systemu – w większości zachodnich – sojuszników). Jednak jeszcze przed wojną w Ukrainie kraje należące do BRICS w sposób bardziej przemyślany i celowy zaczęły stopniowo odzyskiwać się od zdominowanej przez USA infrastruktury rynków finansowych i pośrednictwa w światowych przepływach kapitałowych.

**Wiele krajów RW chce osiągnąć większą suwerenność monetarną i mniejszą zależność od kapitału zagranicznego poprzez większą regionalną integrację handlową i finansową.**

Ze względu na ograniczony rozwój lokalnego rynku kapitałowego i dużą zależność od pożyczek zewnętrznych, kraje RW są zwykle bardzo wrażliwe na warunki finansowania w gospodarkach rozwiniętych. Na przykład podczas cykli zacieśniania banki centralne w krajach RW mają niewielkie pole manewru, aby nie zagrozić stabilności kursu walutowego (ponieważ wysoki udział fakturowania handlu denominowanego w USD ogranicza korzyści z tańszego eksportu). Jednym z warunków wstępnych suwerenności monetarnej w gospodarce otwartej jest wystarczająca wielkość. Chociaż Chiny podjęły pewne starania<sup>3</sup> w zakresie otwarcia rachunku kapitałowego w celu umiędzynarodowienia swojej waluty, udział chińskiego juana w rezerwach banku centralnego jest nadal niewielki (Ramka 1, Wykres 1.1). Mniejsze kraje EM zaproponowały wspólne obszary walutowe, które pozwalają osiągnąć większy rozmiar poprzez agregację. Jednak niewystarczająca integracja gospodarcza i finansowa ogranicza ich potencjał do tworzenia skutecznych i trwałych unii walutowych (Wykres 1). Alternatywnie, suwerenność walutową można osiągnąć poprzez akumulację rezerw, a w wielu krajach RW zauważamy wyraźny trend w kierunku większej akumulacji rezerw w aktywach innych niż USD, takich jak złoto (Ramka 1, Wykres 1.2). Tymczasowe jednostronne umocowanie rosyjskiego rubla w złocie w połączeniu z fakturowaniem eksportu energii w rublach przywróciło de facto złoty standard, co może stanowić przykład dla krajów eksportujących surowce odnośnie odejścia od systemu walut fiducjarnych systemu Bretton Woods i osiągnięcia większej suwerenności monetarnej.

**Dążenie do większej suwerenności monetarnej oznacza również większe wzajemne wsparcie w sytuacjach kryzysowych, bez udziału gospodarek rozwiniętych.** W ciągu ostatnich 30 lat, w wyniku bolesnych kryzysów w latach 80. i 90. ubiegłego wieku, wzrosło wsparcie monetarne między RW. W

---

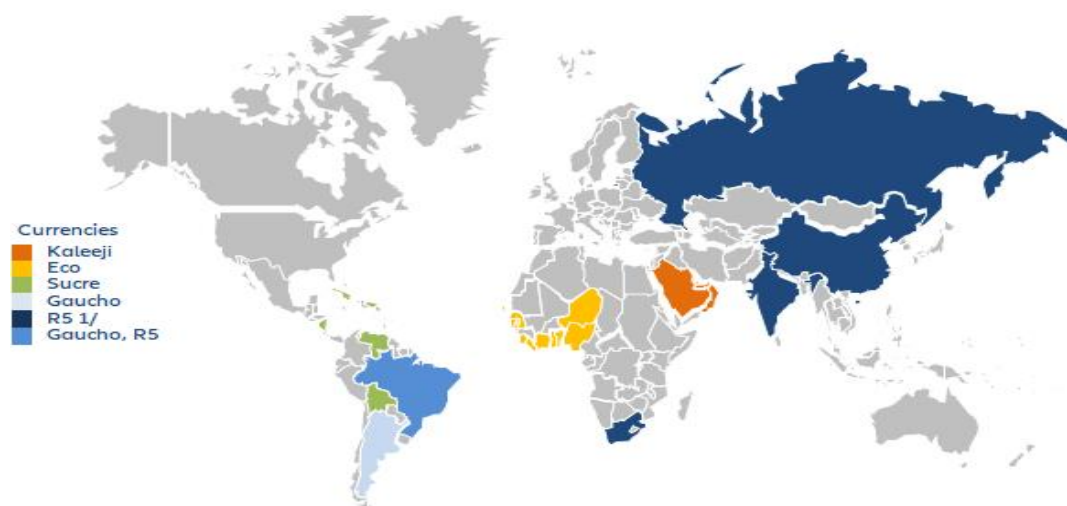
<sup>1</sup> Pełny wpływ byłby prawdopodobnie jeszcze większy w zależności od tego, jak wiele kanałów fragmentacji zostanie uwzględnionych. Oprócz ograniczeń w handlu i barier w rozprzestrzenianiu się technologii, fragmentacja mogłaby być odczuwalna poprzez ograniczenia migracji transgranicznej, zmniejszenie przepływów kapitałowych i gwałtowny spadek współpracy międzynarodowej, co sprawiłoby, że nie byłibyśmy w stanie sprostać wyzwaniom bardziej podatnego na wstrząsy świata.

<sup>2</sup> Zapraszamy do zapoznania się z pełnym raportem [Rozpędzony rubel i militaryzacja finansów](#).

<sup>3</sup> Zapraszamy do zapoznania się z pełnym raportem na temat umacniania się CNY: [Globalizacja finansowa: czy zdążamy w kierunku systemu spolarzowanego?](#)

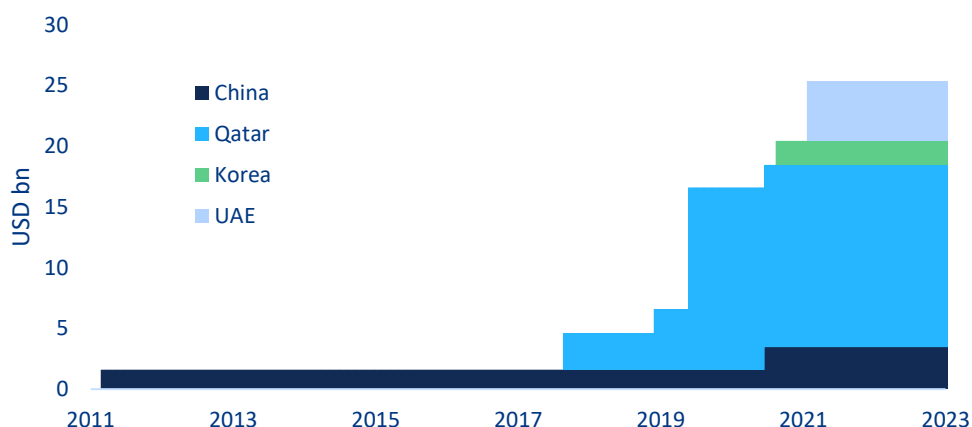
następstwie kryzysu azjatyckiego, Inicjatywa Chiang Mai (CMI)<sup>4</sup> iła regionalne porozumienie o swapach wielowalutowych, co przyczyniło się do większej koordynacji polityki pieniężnej w regionie Azji i Pacyfiku. Innym, nowszym przykładem są dwustronnie uzgodnione swapy walutowe między krajami RW, w tym eksperyment Banku Centralnego Turcji dotyczący "liryzacji" (Wykres 2), który prawdopodobnie powoduje kontynuację tego procesu.

Wykres 1: Propozycje wspólnej waluty na rynkach wschodzących (RW)



Źródło: Dział Analiz Allianz. Uwaga: Brazylia uczestniczy w inicjatywach Gaucho, Sur oraz R5. Obecna propozycja 1/ R5 to raczej waluta rezerwowa typu SDR niż wspólny obszar walutowy.

Wykres 2: Dwustronne umowy swapów walutowych z Bankiem Centralnym Turcji



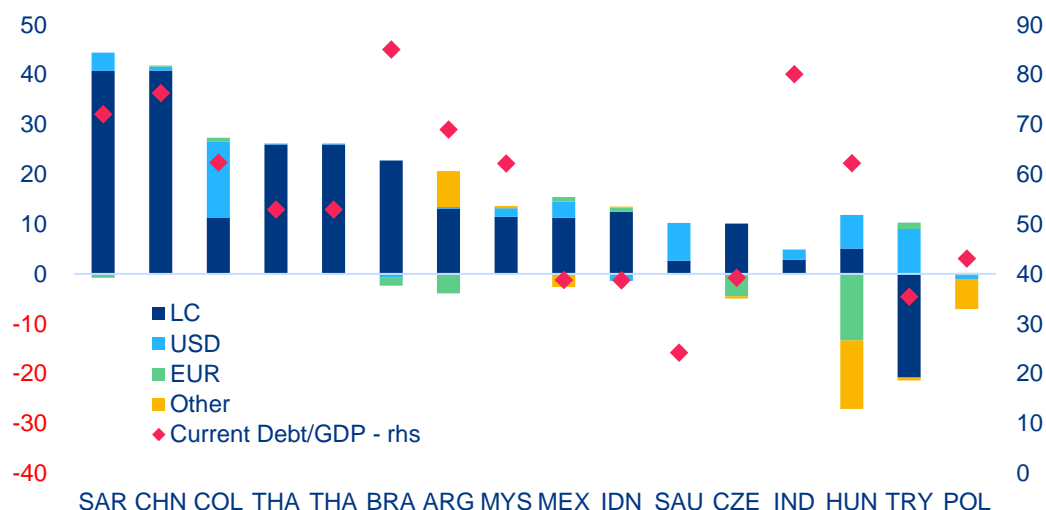
Źródła: Bank Centralny Turcji, Dział Analiz Allianz. Uwaga: Wykres nie uwzględnia innych rodzajów wsparcia, które de facto pomogły krajowi w ten sam sposób (np. saudyjskie depozyty w USD w Banku Centralnym Turcji).

<sup>4</sup> CMI jest pierwszym regionalnym porozumieniem w sprawie swapów walutowych, zainicjowanym przez kraje ASEAN+3 w maju 2000 r. na dorocznym spotkaniu Azjatyckiego Banku Rozwoju w celu rozwiązania krótkoterminowych problemów z płynnością w regionie i uzupełnienia istniejących międzynarodowych porozumień finansowych. Choć nie można jej uznać za inicjatywę wyłącznie dla krajów RW, ponieważ jej członkami są Japonia i Korea Południowa, jest to inicjatywa regionalna, która promuje pomoc finansową niezależną od instytucji i porozumień z udziałem USA.

**Niektóre kraje EM próbują również zmniejszyć swoją zależność od zdominowanego przez USA systemu walutowego i infrastruktury rynków finansowych.** Ponieważ wiele banków amerykańskich zredukowało swoje sieci banków korespondentów i usługi<sup>5</sup>, wiele krajów RW zostało bez wystarczającego lub przystępnego dostępu do światowego systemu finansowego. W związku z tym Chiny stworzyły własny system płatności hurtowych (CIPS)<sup>6</sup>, aby ułatwić rozliczenia transgraniczne bez dostępu do globalnego systemu finansowego. Kraje członkowskie BRICS planują zbadać możliwość stworzenia własnej waluty rezerwowej, jak również interoperacyjnych walut cyfrowych banku centralnego. Systemy takie bezpośrednio łączyłyby waluty cyfrowe ze wspólną infrastrukturą techniczną (np. projekt „[Project mBridge](#)” realizowany przez Urząd Monetarny Hong Kongu, Bank Tajlandii, Ludowy Bank Chin oraz Bank Centralny Zjednoczonych Emiratów Arabskich).

**Ponadto wiele krajów EM usiłuje dywersyfikować swoje transgraniczne przepływy kapitałowe.** Tradycyjnie głównym źródłem finansowania zewnętrznego dla RW były gospodarki rozwinięte, głównie poprzez centra finansowe, które obsługiwały oszczędności RW. W związku z tym, znaczna część długu zewnętrznego emitowanego przez RW jest nadal denominowana w USD, a w mniejszym stopniu w EUR, ze względu na niższy koszt finansowania. Jednak kilka krajów RW odchodzi od tego „grzechu pierworodnego”, aby zróżnicować finansowanie i zmniejszyć swoją zależność od polityki monetarnej USA (Wykres 3). W takim samym stopniu, w jakim pożyczkobiorcy korzystają z większej puli pożyczkodawców, kraje takie jak Chiny i członkowie Rady Współpracy Zatoki Perskiej również zwiększyły swoje dwustronne pożyczki dla wrażliwych krajów RW lub rozszerzyły swoją działalność w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Przykładem jest Inicjatywa Pasa i Drogi, gwałtowny wzrost pożyczek udzielanych przez Chiny krajom afrykańskim oraz wzrost wpływów geoeconomicznych w wielu krajach Azji Środkowej i Południowo-Wschodniej.

Wykres 3: Zmiana struktury walutowej długu publicznego (% PKB) w wybranych krajach rynków wschodzących



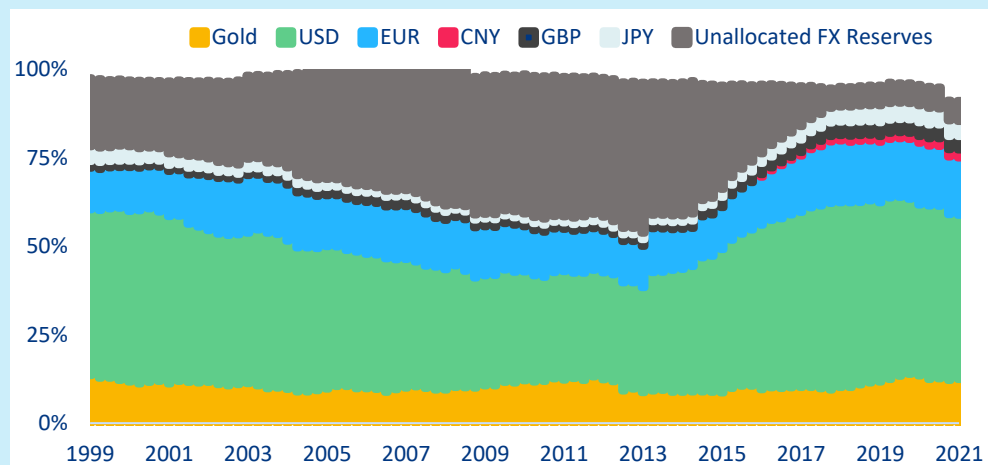
Źródła: Instytut Finansów Międzynarodowych (IIF), Dział Analiz Allianz

<sup>5</sup> Chociaż zmniejszanie ryzyka jest tendencją ogólną, to w nieproporcjonalnym stopniu dotknęło kraje o słabszych systemach instytucjonalnych, z których wiele to kraje RW.

<sup>6</sup> System płatności hurtowych jest umownym i operacyjnym rozwiązaniem, za pomocą którego banki i inne instytucje finansowe przekazują sobie nawzajem środki pieniężne o dużej wartości, dla których istotnym czynnikiem jest czas. Jest on obsługiwany przez bank centralny lub koalicję banków i instytucji finansowych.

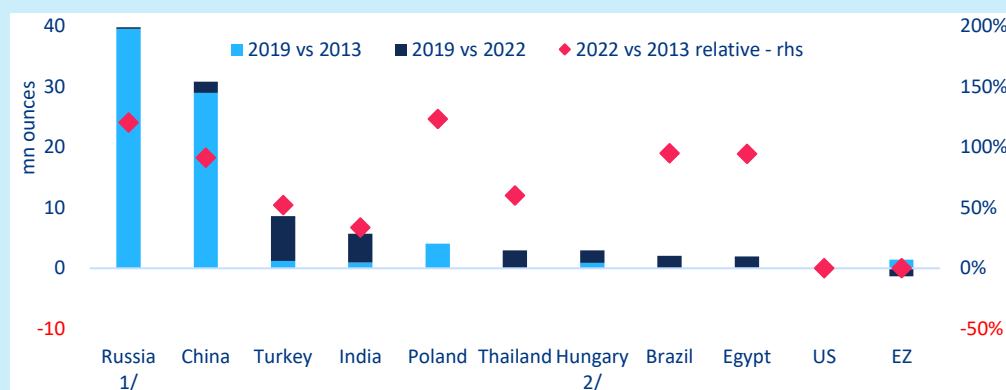
**Ramka 1: Skład rezerw walutowych banków centralnych w krajach rynków wschodzących (RW).**

Wykres 1.1: Skład oficjalnych rezerw banków centralnych



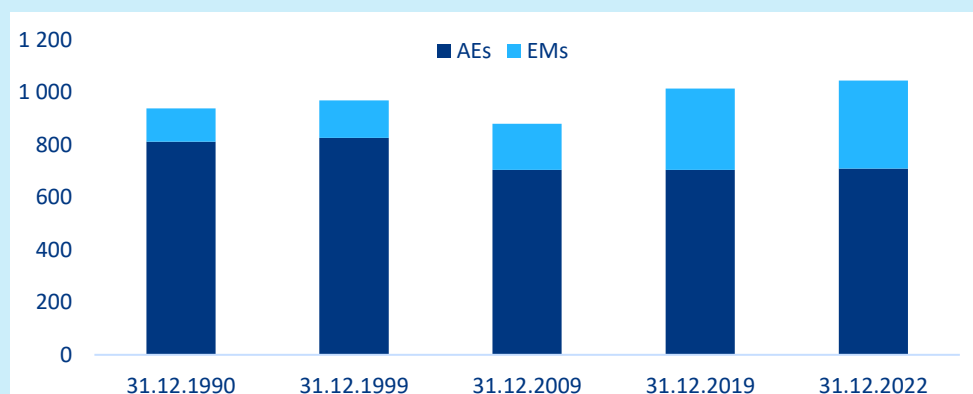
Źródła: MFW, Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 1.2: Wzrost posiadanej ilości złota w wybranych gospodarkach rozwiniętych i wschodzących



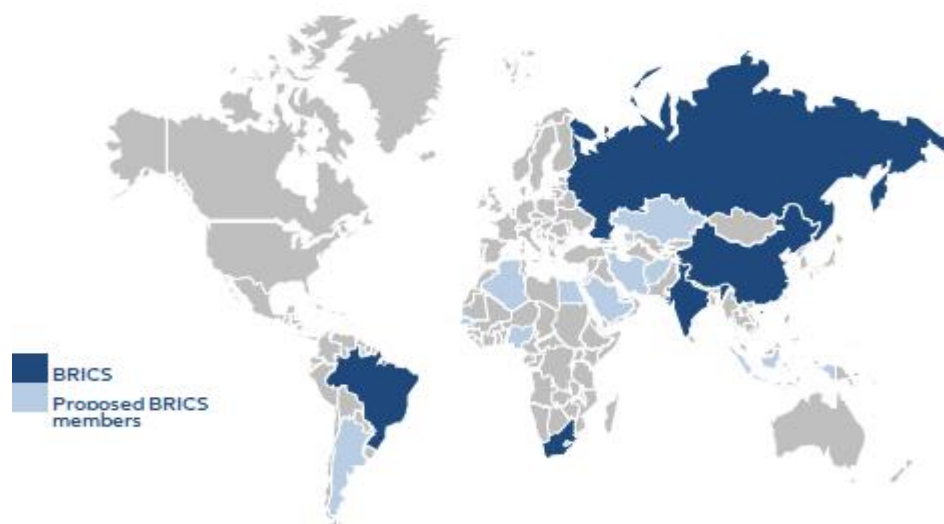
Źródła: MFW, Refinitiv, Dział Analiz Allianz. Uwaga: 1/ dane dotyczące oficjalnych rezerw złota w Centralnym Banku Rosji były ostatnio ogłoszone w styczniu 2022; 2/ ilość złota w posiadaniu Węgier w 2013 roku była bliska zeru.

Wykres 1.3: Zestawienie ilości złota w posiadaniu gospodarek rozwiniętych i wschodzących (w mln uncji)



**Powstanie międzynarodowych instytucji finansowych - zwłaszcza pod przewodnictwem Chin - to kolejny znak rosnącego wpływu poprzez inwestycje.** W wyniku niezadowolenia z ograniczonych wpływów w międzynarodowych instytucjach finansowych, takich jak Bank Światowy, Chiny stworzyły Azjatycki Bank Inwestycji Infrastrukturalnych (AIIB), który w przeciwieństwie do Azjatyckiego Banku Rozwoju (ADB) nie obejmuje USA i Japonii<sup>7</sup>. Chociaż jego działalność inwestycyjna pozostaje niewielka w porównaniu z działalnością ADB, jest to wyraźna deklaracja polityczna mająca na celu zmianę wpływów w regionie. Grupa BRICS stworzyła również własną międzynarodową instytucję finansową, New Development Bank [Nowy Bank Rozwoju], która ma być ramieniem finansowym dla ambitnych planów grupy. Bank ten obejmuje nawet mniejsze kraje RW, które nie są członkami grupy BRICS (zestawienie potencjalnych członków grupy znajduje się na Wykresie 4).<sup>8</sup> Chiny szczególnie zwiększyły swoje bezpośrednie inwestycje zagraniczne w krajach RW, co było strategią opracowaną na posiedzeniu Kongresu Ludowego w 2000 r., która ostatecznie stała się częścią 10. Planu Pięcioletniego. Od 2015 roku kraj ten jest drugim co do wielkości inwestorem zagranicznym i od tego czasu rozszerza swoją strefę wpływów (Wykres 5). W tym kontekście, kapitał prywatny stał się z czasem głównym motorem BIZ.

Wykres 4: Przegląd członkostwa w BRICS (obecne i proponowane kraje członkowskie)



*Źródło: Dział Analiz Allianz. Uwaga: rozszerzony skład (BRICS+) obejmowałby 50% ludności świata, a jego PKB byłby o 30% wyższy niż USA, przy czym uwzględniałby ważną kontrolę nad surowcami energetycznymi (zwłaszcza gazem ziemnym).*

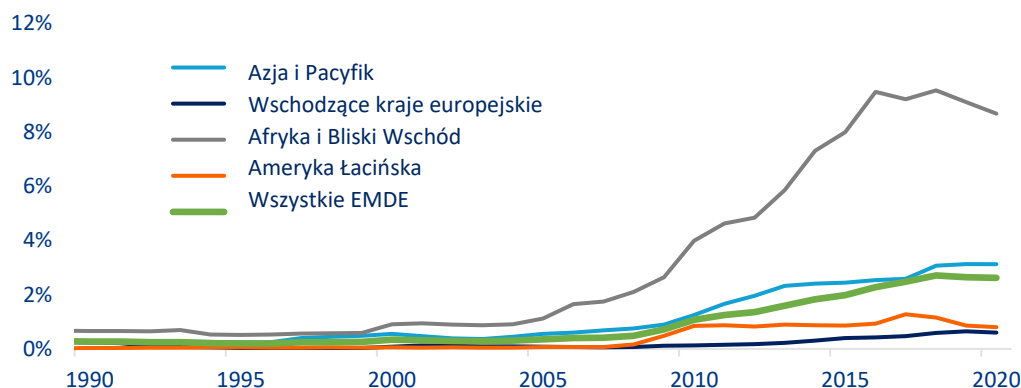
**Wraz z początkiem finansowego uniezależnienia, globalne stosunki handlowe i polityczne również ulegają fragmentacji.** Powstały nowe instytucje, takie jak Szanghajska Organizacja Współpracy (SCO),<sup>9</sup> podczas gdy ustalone fora negocjacji handlowych, takie jak WTO, straciły na popularności w stosunku do regionalnych umów handlowych (również częściowo z powodu protekcyjnego podejścia USA).

<sup>7</sup> Inne gospodarki zachodnie należą do członków spoza regionu i wnoszą istotny wkład: Australia, Kanada, kilka krajów strefy euro i Wielka Brytania.

<sup>8</sup> Argentyna jest podobno gotowa do przystąpienia, a inne kraje, takie jak Iran, Arabia Saudyjska, Egipt i Turcja, wykazują coraz większe zainteresowanie. Niezbędna jest jednomyślna akceptacja.

<sup>9</sup> Była to początkowo inicjatywa chińsko-rosyjska, mająca na celu rozwiązywanie sporów transgranicznych, jednak od kwestii bezpieczeństwa przeszła do stymulowania współpracy gospodarczej członków. Jej azjatyckie kraje członkowskie obejmują 40% ludności świata i 30% PKB. Wśród członków są Chiny, Indie, Rosja, Pakistan i Iran, a w planach jest przyłączenie Egiptu, Arabii Saudyjskiej i Turcji jako nowych członków.

Wykres 5: Udział zadłużenia rynków wschodzących wobec Chin (%)



Źródła: Bank Światowy, Dział Analiz Allianz

**W opinii Allianz Trade wielobiegunowy świat finansów może być bardziej odporny i sprzyjać dobrobytowi, jeśli pomoże pogłębić lokalne rynki kapitałowe i złagodzić wpływ zewnętrznych wstrząsów na kraje RW.** Jednak niezależnienie oznacza również dostosowanie ram polityki i zarządzania w RW do standardów leżących u podstaw obecnego globalnego systemu finansowego, co będzie wymagało czasu.

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

#### OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.

Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umiERALNOŚCI i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji, których ujawnienia wymagają przepisy prawa.

Allianz Trade stanowi znak towarowy służący do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.