

Allianz Research

Dedolaryzacja rezerw walutowych? Nie tak szybko...

4 lipca 2023

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist
maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Roberta Fortes
Senior Economist
roberta.fortes@allianz-trade.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist
jasmin.groeschl@allianz.com

Andreas Jobst
Head of Macroeconomic and
Capital Markets Research
andreas.jobst@allianz.com

Maria Latorre
B2B Sector Advisor
maria.latorre@allianz-trade.com

Marco Caccia
Research Assistant
marco.caccia@allianz.com

Dedolaryzacja rezerw walutowych? Nie tak szybko...

- Niedawne wysiłki niektórych krajów rynków wschodzących zmierzające do dywersyfikacji swoich rezerw walutowych z dala od dolara amerykańskiego wywołały pytania o początek końca dominacji USD. Jednak dynamika wpływająca na rolę dolara amerykańskiego jako waluty rezerwowej jest znacznie bardziej skomplikowana, niż sugerują oficjalne statystyki, a jakkolwiek istotny spadek roli dolara amerykańskiego w światowych finansach potrwa znacznie dłużej, niż sugerowałyby obecne nagłówki gazet na temat dedolaryzacji.

- Wykorzystanie dolara amerykańskiego przez sektor prywatny w handlu i inwestycjach, a nie wybór alokacji portfela przez banki centralne, wpłynie na status waluty. Rola USD w transakcjach sektora prywatnego pozostała praktycznie niezmienną, z niewielkimi korektami wynikającymi z obrotów walutowych, emisji obligacji przez przedsiębiorstwa niefinansowe oraz płatności SWIFT. Ponadto rezerwy są głównie inwestowane w bezpieczne i płynne aktywa, ale świat inwestycji innych niż dolar amerykański pozostaje zbyt mały i rozdrobniony, aby wchłonąć popyt na rezerwy, zwłaszcza w tych krajach wschodzących, które najbardziej krytycznie podchodzą do uzależnienia od dolara amerykańskiego.

- W dłuższej perspektywie rozpoczynająca się fragmentacja światowego handlu i bardziej zdwersyfikowany popyt na ropę – jeśli będą trwale – z pewnością w opinii Allianz Trade wzmocnią argumenty przemawiające za alternatywnymi walutami USD. Państwa Zatoki Perskiej, które odgrywają kluczową rolę we wspieraniu USD (np. poprzez ceny ropy i duże rezerwy USD w celu utrzymania kursu), coraz częściej zwracają się ku Chinom ze względu na zmiany strukturalne na rynku ropy. Podobnie spowalniająca globalizacja, napędzana wydarzeniami takimi jak pandemia Covid-19 i wojna na Ukrainie, skłoniła między innymi niektóre kraje do używania walut innych niż USD w handlu dwustronnym, co zmniejszy udział USD w sumie rezerw na całym świecie – ale jakkolwiek znacząca zmiana zajmie dużo czasu.

Niedawne wysiłki niektórych krajów rynków wschodzących zmierzające do dywersyfikacji swoich rezerw walutowych z dala od dolara amerykańskiego wywołały pytania o początek końca dominacji USD. Jednak dynamika zmniejszania się udziału USD w światowych rezerwach walutowych jest znacznie bardziej skomplikowana, niż sugerują to oficjalne statystyki (Rysunek 1).¹ Kluczowymi czynnikami często pomijanymi podczas omawiania oficjalnych rezerw walutowych jest² to, że (1) jakkolwiek trwała zmiana ostatecznie odzwierciedla strukturę walutową handlu (a nie wybór polityczny ad hoc, taki jak strategiczne pozycjonowanie chińskiego renminbi jako waluty handlowej) oraz (2) wybór waluty w dużym stopniu zależy od dostępności płynnych instrumentów na efektywnych rynkach (w połączeniu z pewnością prawa i skutecznym zarządzaniem). Oba czynniki prawdopodobnie będą na razie wspierać status dolara

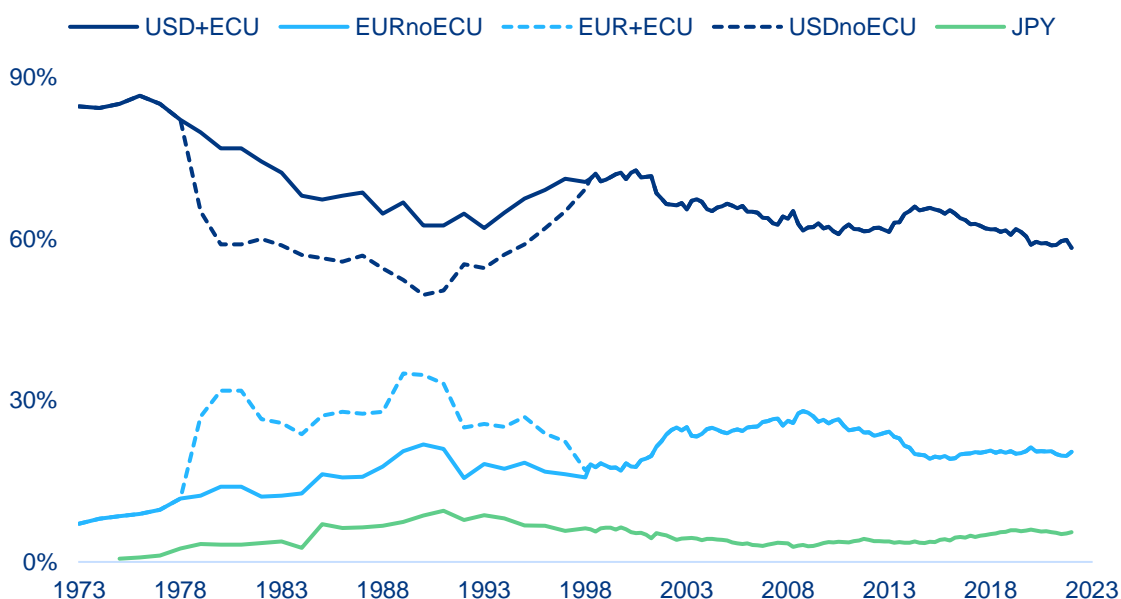
¹W 2022 roku udział dolara amerykańskiego w światowych rezerwach walutowych spadł do najniższego poziomu w historii (58%).

²[ianz.com/en/economic_research/publications/specials_fm/financial-globalization.html](https://www.allianz.com/en/economic_research/publications/specials_fm/financial-globalization.html)

amerykańskiego jako głównej waluty rezerwowej na świecie. Jednak rosnący udział walut alternatywnych w światowym handlu i pogłębianie się rynków kapitałowych rynków wschodzących z czasem osłabi dominujący status dolara amerykańskiego, nie powodując zmiany reżimu.

Po pierwsze dostępność płynnych aktywów finansowych silnie wpływa na skład rezerw walutowych. Dolar amerykański dominuje ze względu na głębokość i płynność jego rynku papierów wartościowych (w jaki sposób utrzymywana jest większość rezerw walutowych), podczas gdy inni rywale, tacy jak chiński juan (CNY), stoją przed wyzwaniami, takimi jak ograniczona płynność i dostępność. Dodatkowo, rozdrobniony rynek euro (EUR) oraz duży udział japońskich instytucji finansowych w rynku jena japońskiego (JPY) zmniejszają ich szanse. Jeśli chodzi o hipotetyczną walutę BRICS, wielu patrzy na to, jak działają ECU lub SDR, ale czasami pomija się rolę, jaką USD odegrał lub nadal odgrywa w ich funkcjonowaniu (Rysunek 2).³

Rysunek 1: Dekompozycja światowych oficjalnych rezerw walutowych (w podziale na waluty)

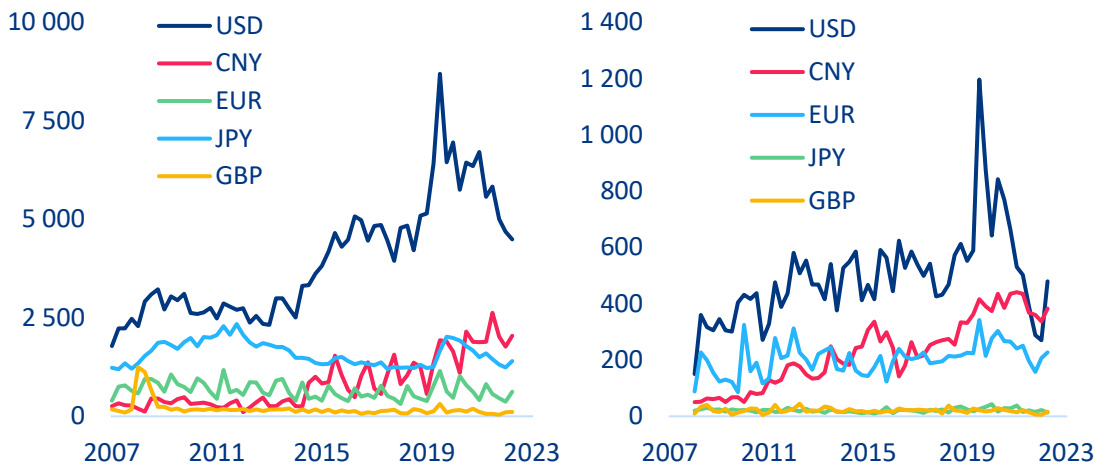


[EURnoECU = EUR nie ECU; USDnoECU = USD nie ECU]

Źródła: MFW, Refinitiv, Allianz Research. Uwagi: 1/ EUR przed wprowadzeniem euro stanowi sumę marek niemieckich, franków francuskich i guldenów holenderskich (oraz ECU, jeśli dotyczy); 2/ ECU zostały wyemitowane w zamian za koszyk USD i złota; w rezultacie w swoich corocznych raportach z lat 80. i 90. XX w. MFW przedstawia udział ECU na dwa sposoby: (i) uwzględniając je jako indywidualną walutę rezerwową lub (ii) sumując wartość ECU wyemitowanych w stosunku do USD w ramach rezerwy USD oraz z wyłączeniem części wyemitowanej za złoto z całości rezerw walutowych. Ponieważ w latach 90. XX w. raporty wydawały się preferować tę drugą walutę, udział ECU jest pokazany jako linia ciągła, podczas gdy my przedstawiliśmy tę pierwszą (biorąc ECU jako oddzielną walutę rezerwową) za pomocą linii nieciągłych.

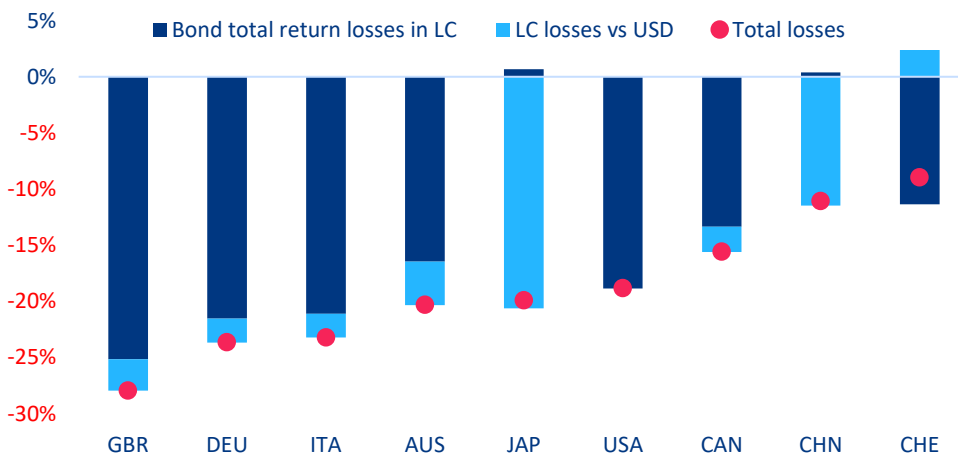
³ Poniższy link zawiera porównanie tego, jak oba działały, i fundamentalną rolę, jaką USD odegrał w ich tworzeniu.

Rysunek 2: Emisja obligacji skarbowych (po lewej) i obligacji przedsiębiorstw niefinansowych (po prawej) w podziale na waluty (w mld USD)



Źródła: Bloomberg, Allianz Research. Uwagi: 1/ Łączymy wszystkie emisje wszystkich szczebli rządowych, agencji i podmiotów ponadnarodowych; 2/ Uwzględniono wszystkie emisje, nie tylko te, które zostały wyemitowane przez kraj, do którego waluty się odnosimy.

Rysunek 3: Łączne straty zwrotu z obligacji skarbowych w wybranych krajach (od listopada 2022 r.)



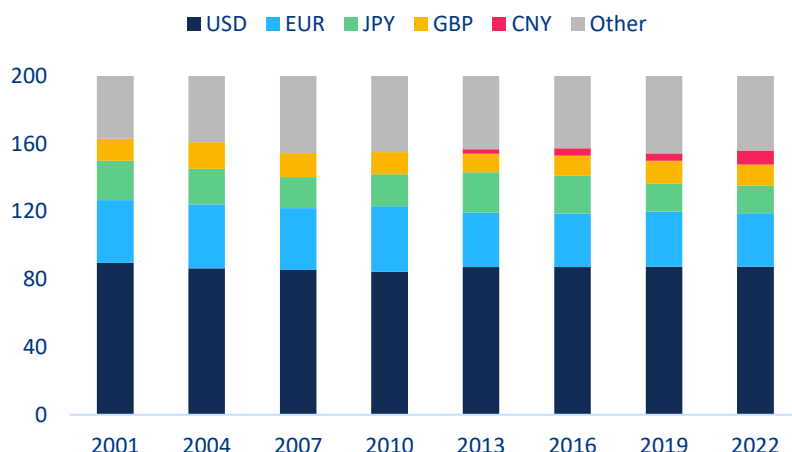
[Bond total return losses in LC = Straty całkowitego zwrotu z obligacji w walucie lokalnej; LC losses vs USD = Straty waluty lokalnej w porównaniu z USD; Total losses = Całkowite straty]

Źródła: Refinitiv, Allianz Research

Od zeszłego roku efekt netto aprecjacji USD na strukturę rezerw walutowych nie był znaczący. Argumentowano, że silniejszy dolar zawyża swój realny udział w światowych rezerwach walutowych, ponieważ nominalny udział dolara wzrósłby bez zmian w alokacji. To jednak nie wszystko: silna aprecjacja USD w ubiegłym roku była spowodowana wyższymi stopami procentowymi, co przełożyło się również na niższą wycenę papierów wartościowych denominowanych w USD (Rysunek 3). W rzeczywistości banki centralne kilku krajów, w tym Bank Japonii (drugi co do wielkości posiadacz rezerw walutowych), sprzedawały papiery wartościowe denominowane w USD, aby złagodzić presję na deprecjację swoich walut, co zmniejszyło udział USD w ich rezerwach (i również ich wycenę ze względu na niższą wycenę papierów wartościowych denominowanych w USD). Kilka dużych rynków wschodzących ze znacznymi rezerwami walutowymi również sprzedało amerykańskie obligacje skarbowe w odpowiedzi na presję deprecjacyjną.⁴

⁴ Ponadto skoncentrowana alokacja rezerw walutowych w kilku krajach znacząco wpływa na zagregowane udziały. Chiny, mimo że są największym posiadaczem rezerw walutowych, nie mogą (z definicji) posiadać rezerw denominowanych w CNY.

Rysunek 4: Obroty walutowe w podziale na waluty (%)



[Other = Inne]

Źródła: BIS, Allianz Research. Uwaga: ponieważ każda transakcja obejmuje dwie waluty, ogólny wynik sumuje się do 200%, ale udziały należy odczytywać indywidualnie: tj. USD był zaangażowany w 88% wszystkich transakcji walutowych w 2022 r.

Tym, co ostatecznie zdecyduje o roli USD jako waluty rezerwowej, nie jest wybór alokacji portfela przez banki centralne, ale raczej wykorzystanie waluty przez sektor prywatny w handlu i inwestycjach. W ostatnich dziesięcioleciach pozycja USD w transakcjach sektora prywatnego zmieniła się tylko nieznacznie na podstawie obrotów walutowych (Rysunek 4), emisji obligacji przez przedsiębiorstwa niefinansowe oraz płatności SWIFT (Rysunki 5 i 6).⁵ I chociaż firmy, które chciały działać w Azji, zostały „zmuszone” do udziału w lokalnych rynkach walutowych, waluty te jeszcze nie wywarły znaczącego wpływu na USD, jeśli chodzi o pozyskiwanie pieniędzy na międzynarodowych rynkach kapitałowych.

Jednak w krótkim okresie, w opinii Allianz Trade, silniejszy dolar osłabiłby jego rolę jako waluty rezerwowej. Jeśli dostęp do USD stanie się droższy, kredytobiorcy będą szukać alternatyw. Ponieważ rezerwy USD maleją w wielu gospodarkach wschodzących, stają się one bardziej selektywne w korzystaniu z niego i próbują polegać na finansowaniu w lokalnej walucie (np. próby „liraizacji”⁶). Doprowadzona do skrajności sytuacja ta byłaby równoznaczna z prawdziwym sprawdzianem prawa Greshama⁷ w erze pieniądza fiducyjnego.

W dłuższej perspektywie rozpoczynająca się fragmentacja światowego handlu i bardziej zdywersyfikowany popyt na ropę – jeśli będą trwale – z pewnością wzmocnią argumenty przemawiające za alternatywnymi walutami USD, ale jakkolwiek znacząca zmiana zajmie dużo czasu. Zmiana strukturalna na rynku ropy naftowej spowodowana rewolucją łupkową (która pozwoliła Stanom Zjednoczonym uzyskać niezależność energetyczną) może paradoksalnie zaszkodzić roli USD jako globalnej waluty rezerwowej, ponieważ eksporterzy ropy naftowej, którzy odgrywają kluczową rolę w statusie dolara amerykańskiego (ceny ropy naftowej, duży udział rezerw USD), musieliby przeorientować się na inne kraje i ich waluty. Ponadto pandemia Covid-19 i wojna na Ukrainie doprowadziły do ponownego przemyślenia globalizacji zarówno przez gospodarki rozwinięte (poprzez tworzenie bardziej odpornych łańcuchów dostaw), jak i gospodarki wschodzące (poprzez kwestionowanie dominacji USA nad globalnym systemem finansowym). Oba wydarzenia doprowadziły do początkowego trendu na rynku towarowym: niektóre rynki wschodzące zdecydowały się na wykorzystanie alternatywnych walut innych niż USD (zazwyczaj CNY). Jednak przejście na alternatywy zajmie dużo czasu ze względu na znaczne przeszkody⁸, zwłaszcza jeśli chodzi o przyciągnięcie inwestycji zagranicznych, które wymagają stabilnej waluty.⁹

Ponadto kraje z dużymi rezerwami walutowymi, takie jak Chiny i Szwajcaria, mają udział USD w swoich rezerwach poniżej średniej, co sugeruje nierówną alokację USD i, w mniejszym stopniu, CNY wśród krajów o mniejszych rezerwach.

⁵ Udział CNY w globalnych płatnościach od 2016 r. zmienił się zaledwie o 0,5 punktu procentowego, w przeciwieństwie do tego, co wydarzyło się w finansowaniu handlu.

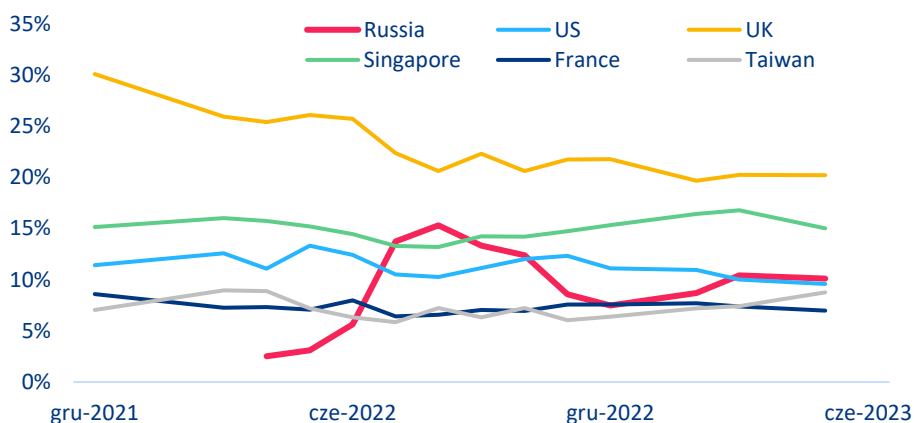
⁶ Więcej informacji na ten temat można znaleźć tu [Fragmentacja rynków wschodzących \(AZ Research\)](#).

⁷ Prawo Greshama mówi, że kiedy w obiegu są dwie waluty, ta najcenniejsza zostanie zachowana, a najmniej wartościowa wykorzystana w handlu, przy czym ta ostatnia ostatecznie zastąpi pierwszą.

⁸ Zobacz nasz raport [Globalizacja finansowa: przejście do spolaryzowanego systemu?](#)

⁹ Wiele rynków wschodzących, zwłaszcza w Afryce, doświadczyło już, że chińska alternatywa nie jest panaceum (np. [Chiny nakładają hamulce na pożyczki w Afryce | Financial Times \(ft.com\)](#)).

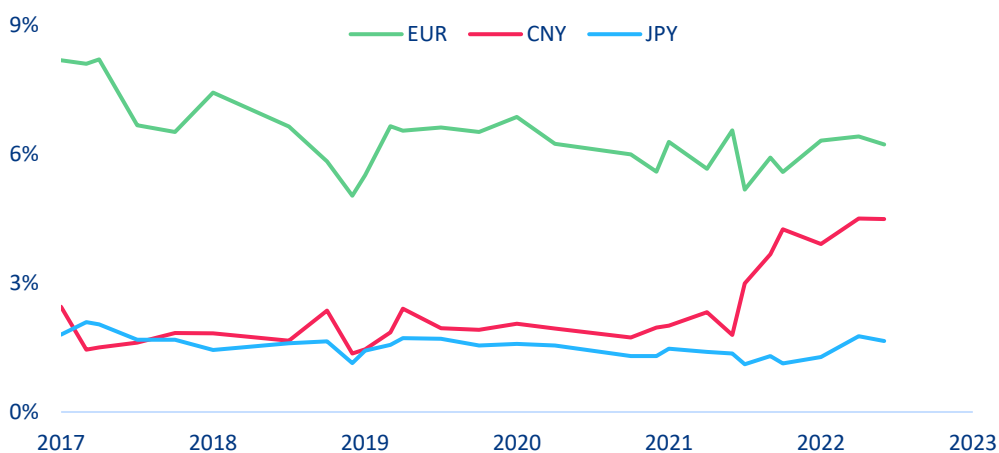
Rysunek 5: Udział transakcji SWIFT denominowanych w CNY (poza Chinami, Hongkongiem i Makao, w podziale na kraje)



[Russia = Rosja; Singapore = Singapur; US = USA; France = Francja; UK = Zjednoczone Królestwo; Taiwan = Tajwan]

Źródła: Swift RMB Tracker, Allianz Research. Uwaga: Rosja regularnie nie była uwzględniana w trackerze, ponieważ obejmuje tylko pierwszą piątnastkę, ale w grudniu 2018 r. udział Rosji wynosił poniżej 1% w porównaniu z 10% obecnie.

Rysunek 6: Udział waluty w światowym finansowaniu handlu na podstawie transakcji SWIFT



Źródła: Swift RMB Tracker, Allianz Research. Uwaga: Chiny opracowały własny system płatności międzybankowych – CIPS – i ostatnio zachęcały do jego stosowania.

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.