

Banki centralne rynków wschodzących stoją na rozdrożu

Rynki wschodzące są w kleszczach słabego dolara i twardych krajowych ograniczeń. Polska jako jeden z niewielu krajów prowadzi konsekwentną politykę – zgodną z prognozami, w czym pomaga stabilizacja czynników wewnętrznych i stosunkowo mniejsza zależność od tych zewnętrznych (dolara).

Ludovic Subran

Dyrektor ds. inwestycji i główny ekonomista

ludovic.subran@allianz.com

Lluís Dalmau Taules

Ekonomista ds. Afryki i Bliskiego Wschodu

lluis.dalmau@allianz-trade.com

Françoise Huang

Starszy ekonomista ds. regionu Azji i Pacyfiku

françoise.huang@allianz-trade.com

Patrick Krizan

Starszy strateg inwestycyjny

patrick.krizan@allianz.com

Luca Moneta

Starszy ekonomista ds. rynków wschodzących

luca.moneta@allianz-trade.com

Giovanni Scarpato

Ekonomista ds. Europy Środkowej i Wschodniej

giovanni.scarpato@allianz.com

Katharina Utermöhl

Kierownik ds. badań tematycznych i politycznych

katharina.uterhoehl@allianz.com

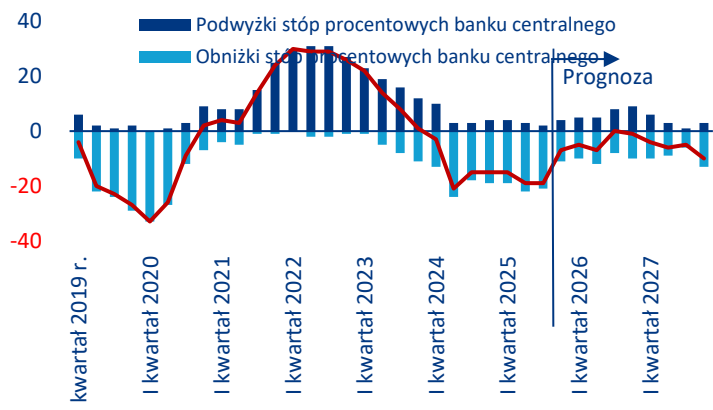
W skrócie:

- **Zwalnia globalny cykl łagodzenia polityki pieniężnej na rynkach wschodzących, który rozpoczął się w połowie 2023 r.** : wygasa tempo wprowadzania szeroko zakrojonych obniżek stóp procentowych, jakie miało miejsce od początku 2024 r. do połowy 2025 r.
- **Tylko cztery banki centralne gospodarek wschodzących dokonały obniżek w listopadzie (w tym Polska)**, podczas gdy 11 z nich utrzymywało stopy na niezmiennym poziomie od sześciu miesięcy lub dłużej. **Polska jest jednym z nielicznych krajów, w których łagodzenie polityki pieniężnej postępuje zgodnie z oczekiwaniami** – nie wpływają na nie zarówno czynniki zewnętrzne (przyspieszające z reguły cykl łagodzenia), jak i odwrotnie – nie miały wpływu hamujące łagodzenie czynniki wewnętrzne (m.in. inflacja).
- **Jedna trzecia banków dokonała złagodzenia polityki pieniężnej w stopniu większym, niż wynikało to z prognoz** – dzięki sprzyjającym czynnikom zewnętrznym, takim jak 10-procentowa deprecjacja dolara w tym roku i luzowanie polityki pieniężnej przez Fed – głównie w Azji Południowej i Południowo-Wschodniej, a także w Meksyku
- **Jednocześnie prawie połowa banków z krajów wschodzących złagodziła politykę pieniężną w stopniu mniejszym, niż prognozy** – głównie w Europie Środkowej i Wschodniej oraz Ameryce Łacińskiej. Ich ostrożne stanowisko wynika z czynników lokalnych (utrzymująca się inflacja, ograniczenia fiskalne i niepewność polityczna): Węgry utrzymały stopy procentowe na niezmiennym poziomie przez 14 miesięcy pomimo obniżek o 650 punktów bazowych, a Brazylia zmieniła kurs, podnosząc stopy o 450 punktów bazowych.
- **Tempo łagodzenia polityki pieniężnej w krajach rozwijających się będzie nadal spadać do 2026 r.** – w perspektywie długoterminowej coraz więcej krajów osiąga lub zbliża się do swoich stóp końcowych

Cykl łagodzenia polityki pieniężnej na światowych rynkach wschodzących (EM), który rozpoczął się w połowie 2023 r., w opinii Allianz Trade wszedł w fazę dojrzałości i coraz większego zróżnicowania. Po szerokiej fali obniżek stóp procentowych trwającej od początku 2024 r. do połowy 2025 r., tempo tego procesu znacznie spadło w IV kwartale 2025 r.: tylko cztery banki centralne dokonały obniżek w listopadzie, a 11 utrzymuje stopy na niezmiennym poziomie od sześciu miesięcy lub dłużej. Spośród 27 głównych banków centralnych rynków wschodzących, które śledzimy, 25 pozostaje technicznie w cyklu obniżek stóp procentowych, ale pojawił się wyraźny podział między tymi, które nadal aktywnie łagodzą politykę pieniężną – takimi jak Meksyk, Polska, RPA, Filipiny i Egipt – a tymi, które w dużej mierze przeprowadziły już swoje dostosowania lub wyczerpały możliwości polityki pieniężnej w obliczu utrzymującej się inflacji i ograniczeń krajowych. Na przykład Węgry utrzymują stopy procentowe na niezmiennym poziomie od 14 miesięcy, pomimo 650 punktów bazowych skumulowanych obniżek, co odzwierciedla obawy fiskalne i niestabilność waluty. Czynniki krajowe mają obecnie pierwszeństwo, a utrzymująca się inflacja i nierównowaga fiskalna ograniczają pole manewru dla dodatkowych działań, nawet pomimo dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed. Tymczasem Brazylia obrała odmienną trajektorię, odwracając wcześniejsze obniżki i podnosząc od września 2024 r. stopy o 450 punktów bazowych, głównie ze względu na obawy fiskalne i inflację w kraju. Wydarzenia na arenie krajowej zmusiły do powrotu do bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej również turecki bank centralny – po wydarzeniach z marca, po których tempo łagodzenia polityki pieniężnej uległo spowolnieniu, przy czym docelowa inflacja na koniec roku wynosi 32% – co stanowi korektę o

około 8 punktów procentowych w stosunku do pierwotnego celu. **W perspektywie długoterminowej oczekiwać można, że ogólne tempo łagodzenia polityki pieniężnej w krajach rozwijających się będzie nadal spadać do 2026 r., ponieważ coraz więcej krajów osiąga lub zbliża się do swoich stóp końcowych** (wykres 1).

Wykres 1: Liczba netto krajów podnoszących/obniżających stopy procentowe w 40 gospodarkach wschodzących



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

W roku, w którym dolar amerykański był stosunkowo słaby, a oczekiwania dotyczące polityki Fed uległy znacznym zmianom, niektóre banki centralne rynków wschodzących zyskały większą swobodę w zakresie przyspieszenia i złagodzenia swojej polityki pieniężnej. Od końca 2024 r. do końca III kwartału 2025 r. indeks dolara amerykańskiego spadł o prawie 10% (przy czym większość tego spadku miała miejsce do końca kwietnia 2025 r.). Jednak patrząc na skumulowaną zmianę stóp procentowych między końcem 2024 r. a końcem III kwartału 2025 r. oraz nasze prognozy z grudnia 2024 r., stwierdzamy, że prawie połowa głównych banków centralnych rynków wschodzących, które śledzimy, faktycznie złagodziła politykę pieniężną w mniejszym stopniu niż oczekiwano — głównie w Europie Środkowej i Wschodniej oraz Ameryce Łacińskiej. Z analiz Allianz Trade wynika, że tylko jedna trzecia złagodziła politykę bardziej niż oczekiwano — głównie w Azji Południowej i Południowo-Wschodniej, a także w Meksyku — a pozostałe banki centralne zrealizowały prognozy.

Wykres 2: Łączna zmiana stóp procentowych między IV kwartałem 2024 r. a III kwartałem 2025 r., nasze prognozy z grudnia 2024 r. w porównaniu z rzeczywistymi zmianami (punkty bazowe)

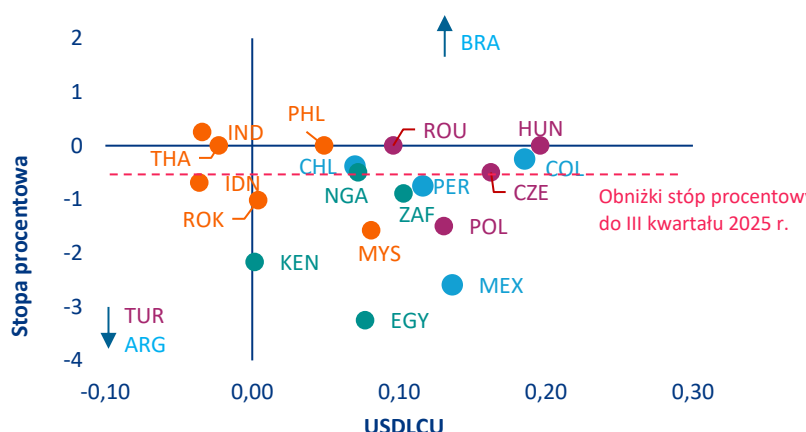


Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Niektóre banki centralne w azjatyckich gospodarkach wschodzących i Meksyku złagodziły politykę pieniężną bardziej niż wcześniej oczekiwano ze względu na połączenie czynników zewnętrznych, w tym bardziej agresywną politykę handlową Stanów Zjednoczonych wobec regionu, ściślejszą synchronizację z cyklem Fed oraz dynamikę dolara amerykańskiego. Kraje ASEAN wraz z Indiami znalazły się wśród najbardziej dotkniętych amerykańskimi cłami, których początkowo ogłoszone stawki wynosiły ponad 30%, a następnie zostały obniżone do poziomu od 19% do 25% dla Indonezji, Malezji i Wietnamu. Tajlandia i Indie nie osiągnęły jeszcze porozumienia z Białym Domem. Agresywna polityka handlowa Stanów Zjednoczonych wpłynęła negatywnie na perspektywy wzrostu gospodarczego regionu, stanowiąc dodatkowy powód dla banków centralnych do złagodzenia polityki pieniężnej w związku z ograniczonym ryzykiem inflacyjnym. Polityka w regionie jest nadal skorelowana z działaniami Fed, co wynika z historycznie wysokiej na nią wrażliwości: jak widać na wykresie 2, prawie wszystkie kraje azjatyckie pozostały bliżej poziomu -50 pb Fed w pierwszych trzech kwartałach 2025 r. Łagodniejsze perspektywy gospodarcze i bardziej agresywna wojna handlowa spowodowały deprecjację wielu walut azjatyckich rynków wschodzących w stosunku do USD, co wiązało się z mniejszym napływem twardej waluty — zjawisko to może utrzymać się w krajach, w których pogarsza się deficyt na rachunku bieżącym, takich jak Filipiny i Indonezja. Meksyk, choć nadal działał w synchronizacji z Fed, również złagodził politykę pieniężną bardziej niż oczekiwano (-250 pb), biorąc pod uwagę niższą aktywność gospodarczą i ograniczoną presję cenową.

W perspektywie **potencjalnego odwrócenia trendu dolara amerykańskiego, może ono przyczynić się do zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej niektórych banków centralnych**. W ostatnich tygodniach aprecjacja dolara amerykańskiego sygnalizowała potencjalny powrót do silniejszego dolara, co osłabiło korzyści dla pozycji zewnętrznej i fiskalnej rynków wschodzących, **zwiększając zarówno koszty obsługi zadłużenia, jak i koszty importu**. Ryzyko to jest szczególnie widoczne w przypadku krajów o dużych potrzebach w zakresie finansowania zewnętrznego, takich jak Etiopia, Egipt i Argentyna, oraz krajów silnie narażonych na zadłużenie denominowane w dolarach amerykańskich, takich jak Kolumbia.

Wykres 3: Okres złagodzenia polityki pieniężnej i aprecjacji walut lokalnych w gospodarkach wschodzących w 2025 r.



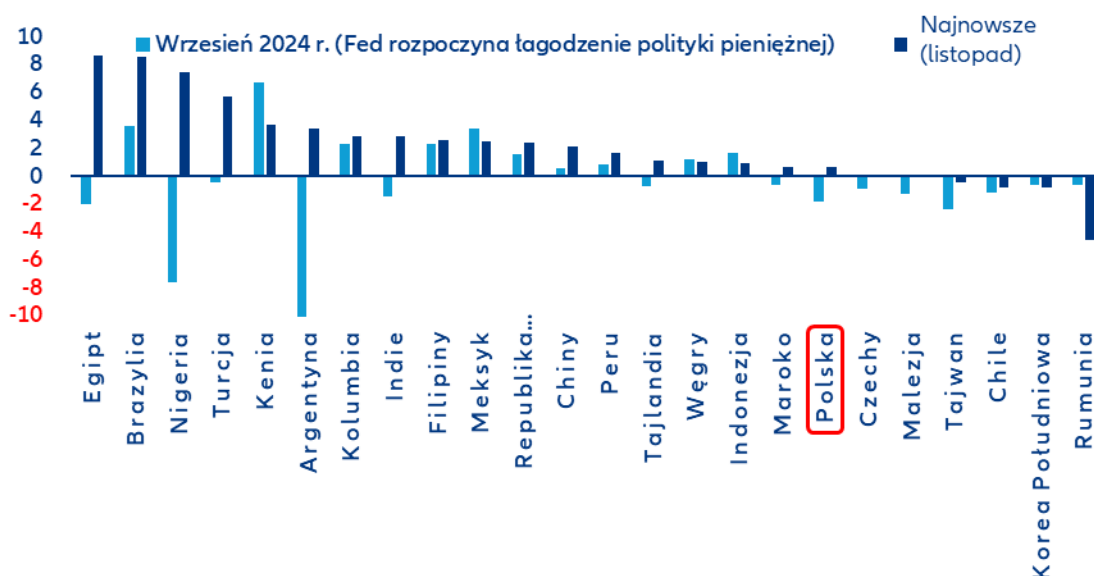
Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Tymczasem czynniki krajowe zmusiły banki centralne, zwłaszcza w Europie Środkowej i Wschodniej oraz Ameryce Łacińskiej (Brazylia i Kolumbia), do przyjęcia bardziej jastrzębiego stanowiska niż oczekiwano. Lokalna presja inflacyjna, zwłaszcza uporczywa inflacja bazowa i inflacja usług związana z silnym wzrostem płac, napiętą sytuacją na rynku pracy i importowaną inflacją, pozostawała na wysokim poziomie, mimo utrzymującej się globalnej dezinflacji. Najbardziej oczywistym przykładem dla Europy Środkowo-Wschodniej jest Rumunia, gdzie nieoczekiwany wzrost inflacji do poziomu bliskiego dwucyfrowemu był spowodowany zacieśnieniem polityki fiskalnej i zmianami w polityce energetycznej, co spowodowało utrzymanie się inflacji bazowej na wysokim poziomie pomimo słabszych presji zewnętrznych. W Ameryce Łacińskiej banki centralne zachowały ostrożne stanowisko, ponieważ zmienność cen żywności, odporny popyt krajowy i niepewność fiskalna (w tym niepewność przedwyborcza, ryzyko związane z wydatkami lub obawy dotyczące zadłużenia) powodowały wzrost ryzyka inflacyjnego. **W perspektywie długoterminowej znaczące złagodzenie polityki pieniężnej zależy od wyraźnego spowolnienia wzrostu cen bazowych i płac oraz wiarygodnej dyscypliny fiskalnej**, podczas gdy ponowne osłabienie dyscypliny fiskalnej, deprecjacja kursu walutowego, szoki żywnościowe lub podażowe oraz silniejszy od oczekiwanego popyt krajowy pozostają kluczowymi czynnikami, które mogą przedłużyć lub nawet zintensyfikować jastrzębie nastawienie w krajach takich jak Brazylia i Kolumbia.

Obecny cykl łagodzenia polityki pieniężnej miał konstruktywny wpływ na rynki długu. Lokalne obligacje przyniosły wysokie zyski, ponieważ rentowności spadły z wieloletnich maksimów, a spready walut twardej waluty skurczyły się do historycznych minimów. Czynniki techniczne — ponowny napływ kapitału i poprawa płynności — wzmocniły wyniki. Jednak obecnie wyceny wydają się zawyżone, co pozostawia ograniczoną przestrzeń dla dalszego zmniejszenia spreadów. **Wzrost gospodarczy ustabilizował się dzięki niższym kosztom finansowania i odpornym popytom krajowym, ale ryzyko geopolityczne i odchylenia fiskalne nadal stanowią przeszkodę.** W miarę dojrzewania trwającego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w krajach wschodzących, początkowe czynniki sprzyjające długowi z rynków wschodzących zaczynają zanikać. Na tym etapie wyniki są w większym stopniu uzależnione od carry trade niż od cen, a inwestorzy skupiają się na wartości względnej i wyborze kredytów. Ponadto pogarsza się profil ryzyka i zysku: niższe stopy procentowe wspierają wzrost gospodarczy i płynność, ale mogą również sprzyjać fiskalnemu samozadowoleniu zwiększając podatność na zewnętrzne wstrząsy. Krótko mówiąc, dynamika późnego cyklu wymaga bardziej taktycznego podejścia, kładącego nacisk na selektywną ekspozycję i aktywne zarządzanie ryzykiem.

Na początku cyklu łagodzenia polityki pieniężnej waluty rynków wschodzących zazwyczaj korzystają z poprawy nastrojów związanych z ryzykiem i napływu kapitału, zwłaszcza gdy globalne warunki płynności są sprzyjające, a dolar amerykański słabnie. Jednak wraz z dojrzewaniem cyklu korzyści te maleją. Wysokie realne rentowności w porównaniu z rynkami rozwiniętymi przyciągają transakcje carry trade, wzmacniając pozycję waluty. Średnia różnica między realnymi stopami procentowymi na rynkach wschodzących a stopami procentowymi w Stanach Zjednoczonych (tj. po uwzględnieniu inflacji) wynosi obecnie 2 punkty procentowe, co pomaga przyciągać przepływy kapitałowe, gromadzić rezerwy i zachować pole manewru w przypadku zmienności walutowej. Kiedy Fed rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej, różnica ta była bliska zeru (patrz wykres 4). Jednak wraz z dojrzewaniem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej korzyści te maleją. Różnice w stopach procentowych zmniejszają się, co ogranicza atrakcyjność carry trade, a pozycjonowanie staje się coraz bardziej zatłoczone, zwiększając podatność na realizację zysków i gwałtowne wahania. Ponadto, jeśli luzowanie polityki pieniężnej zbiega się z pogorszeniem sytuacji fiskalnej lub niepewnością polityczną, waluty mogą osiągać słabsze wyniki pomimo niższych stóp procentowych. W obecnym cyklu, podczas gdy BRL, MXN i ZAR pozostają preferowane pod względem carry trade, ryzyko gwałtownych odwróceń tendencji rośnie, ponieważ wyceny są zawyżone, a globalne czynniki ryzyka (geopolitycznego) stają się coraz bardziej widoczne.

Wykres 4: Różnica realnych stóp procentowych w stosunku do USA (pps)



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Ogólnie rzecz biorąc, poważna korekta na rynkach światowych (wykraczająca poza sektor sztucznej inteligencji i technologii) doprowadziłaby do dalszego złagodzenia polityki pieniężnej. Potencjalna korekta rynkowa dotknęłaby w szczególności centra produkcji chipów i elektroniki, takie jak Tajwan, Malezja czy Wietnam, które mogłyby odnotować spadek popytu, a także kraje Bliskiego Wschodu znajdujące się na wyższym szczeblu łańcucha dostaw, takie jak Izrael, wiodące centrum badań i rozwoju w dziedzinie sztucznej inteligencji. Kraje Zatoki Perskiej również byłyby narażone, biorąc pod uwagę duże kwoty zainwestowane w tę branżę. Spadek popytu na towary związane ze sztuczną inteligencją byłby

również odczuwalny zwłaszcza w Chile, Indonezji lub Demokratycznej Republice Konga, głównych eksporterach litu, niklu i kobaltu. Wszystkie te czynniki sprawiłyby, że wiele banków centralnych rynków wschodzących powróciłoby do polityki łagodzenia polityki pieniężnej. Poza sztuczną inteligencją, poważna globalna korekta mogłaby mieć wpływ na obniżenie globalnego poziomu płynności, co dodatkowo przyczyniłoby się do cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzedowski

+ 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.