

Allianz Research

# Frammentazione economica in atto: Mercati emergenti

23 Marzo 2023



**Pablo Espinosa Uriel**  
Investment Strategist  
[pablo.espinosa-Uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-Uriel@allianz.com)

**Andreas Jobst**  
Head of Macroeconomic and  
Capital Markets Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)

**Nihal Temüge**  
Research Assistant  
[nihal.temuege@allianz.com](mailto:nihal.temuege@allianz.com)

**Marco Caccia**  
Research Assistant  
[marco.caccia@allianz.com](mailto:marco.caccia@allianz.com)

## EXECUTIVE SUMMARY

- **Crisi dopo crisi, le economie di mercato emergenti (EM) hanno messo in discussione un sistema finanziario globale dominato dalle economie avanzate e ancorato al ciclo finanziario statunitense.** Dalle catene di approvvigionamento messe a dura prova da una pandemia, alle falle troppo evidenti nei mercati energetici e nel coordinamento delle sanzioni, fino alle più recenti scosse nel settore bancario, la frammentazione sembra essere inevitabile. Nel frattempo, la Cina e alcuni grandi Paesi emergenti sono diventati più deliberati e strategici nel promuovere iniziative per ottenere una maggiore sovranità monetaria e ridurre la loro dipendenza dai flussi di capitale transfrontalieri provenienti dalle economie avanzate.
- **Un sistema finanziario multipolare potrebbe essere più resiliente e migliorare il benessere, soprattutto per le economie più piccole che dipendono dai capitali esteri, ma anche alzare la posta in gioco per un maggiore coordinamento delle politiche.** Mercati dei capitali locali più profondi nei Paesi emergenti potrebbero aiutare ad attutire l'impatto degli shock esterni, a maggior ragione quando i cicli non sono completamente sincronizzati. Tuttavia, il disaccoppiamento significa anche adeguare il quadro politico e la governance degli EM agli standard alla base dell'attuale sistema finanziario globale, il che richiederà tempo. Le tensioni geopolitiche richiedono maggiore (e non minore) interazione e coordinamento per contribuire a plasmare un sistema finanziario globale che riconosca il maggiore ruolo economico dei Paesi emergenti.

## Il consenso sul quadro post-Bretton Woods della finanza globale sembra sfilacciarsi

**La crescente frammentazione e le tensioni geopolitiche mettono a dura prova la globalizzazione proprio quando il coordinamento internazionale è più necessario.** Le recenti crisi hanno messo a dura prova le catene di approvvigionamento globali, hanno messo alla prova la volontà dei Paesi di coordinare il contenimento di un virus letale e hanno messo a nudo le criticità dei mercati energetici in molte parti del mondo. Allo stesso tempo, le scelte politiche adottate per affrontare questi shock economici hanno avuto conseguenze indesiderate e, se utilizzate deliberatamente per ottenere vantaggi economici a spese di altri, potrebbero anche rallentare o addirittura invertire decenni di integrazione globale. In molti Paesi, il sostegno pubblico all'apertura economica è diminuito e i flussi transfrontalieri di beni e capitali si sono stabilizzati per oltre un decennio (in rapporto al PIL), anche se i flussi di dati sono aumentati in modo massiccio. Inoltre, le attuali scosse nel settore bancario aumentano ulteriormente la necessità di un maggiore coordinamento delle politiche per mitigare il rischio di ricadute negative degli shock finanziari.

**A ciò si aggiungono le tensioni geopolitiche, che hanno reso ancora più difficile raggiungere un accordo internazionale sulle sfide più importanti e hanno sollevato lo spettro di una**

**frammentazione della finanza e del commercio internazionale in blocchi economici rivali.** Più di recente, i tre importanti fallimenti bancari negli Stati Uniti e il recente matrimonio riparatore di UBS e Credit Suisse hanno inflitto un nuovo trauma al settore finanziario delle economie avanzate, lasciando presagire ulteriori sconvolgimenti, che probabilmente avranno implicazioni economiche di proporzioni eccessive per molte economie dei mercati emergenti (EM). Secondo un recente studio del FMI (2023), il costo a lungo termine della sola frammentazione del commercio potrebbe variare dallo 0,2% della produzione globale in uno scenario di frammentazione limitata a quasi il 7% in uno scenario grave. Se a ciò si aggiunge il disaccoppiamento tecnologico, alcuni Paesi potrebbero subire perdite fino al 12% del PIL.<sup>1</sup>

**La crisi energetica (e le relative sanzioni occidentali<sup>2</sup>) innescata dalla guerra in Ucraina ha anche catalizzato gli sforzi per smantellare l'attuale sistema finanziario mondiale.** Il congelamento delle riserve valutarie russe detenute da altre banche centrali ha sollevato le preoccupazioni di molti grandi Paesi EM circa il dominio del sistema finanziario statunitense e la misura in cui il regime monetario globale è legato alla politica estera degli Stati Uniti (e a quella degli alleati prevalentemente occidentali). Ma già prima della guerra in Ucraina, i Paesi BRICS erano diventati più consapevoli e strategici nel distaccarsi gradualmente dall'infrastruttura del mercato finanziario dominata dagli Stati Uniti e dall'intermediazione dei flussi di capitale globali.

**Molti paesi emergenti vogliono ottenere una maggiore sovranità monetaria e una minore dipendenza dai capitali stranieri attraverso una maggiore integrazione regionale del commercio e della finanza.**

**Dato il limitato sviluppo del mercato locale dei capitali e l'elevata dipendenza dai prestiti esterni, i paesi EM tendono ad essere molto vulnerabili alle condizioni di finanziamento delle economie avanzate.** Ad esempio, durante i cicli di inasprimento, le banche centrali dei Paesi emergenti hanno poco spazio di manovra per non mettere a rischio la stabilità del tasso di cambio (poiché un'elevata quota di fatturazione commerciale denominata in USD limita i benefici derivanti da esportazioni meno costose). Uno dei presupposti per la sovranità monetaria in un'economia aperta è una dimensione sufficiente. Sebbene la Cina abbia compiuto alcuni sforzi<sup>3</sup> nell'apertura dei propri conti e internazionalizzare la propria valuta, la quota dello yuan cinese nelle riserve della banca centrale è ancora esigua (Riquadro 1, Figura 1.1). I Paesi EM più piccoli hanno proposto aree valutarie comuni per raggiungere una maggiore dimensione attraverso l'aggregazione. Tuttavia, l'insufficiente integrazione economica e finanziaria limita il loro potenziale di creazione di unioni valutarie efficaci e sostenibili (Figura 1). In alternativa, la sovranità monetaria può essere raggiunta attraverso l'accumulo di riserve, e in molti EM si osserva una chiara tendenza a un maggiore accumulo di riserve in attività diverse dal dollaro, come l'oro (Riquadro 1, Figura 1.2). La temporanea stabilizzazione unilaterale in oro del rublo russo, in combinazione con la fatturazione in rubli delle esportazioni di energia, ha reintrodotta un gold standard de facto, che potrebbe fornire il

---

<sup>1</sup> L'impatto complessivo sarebbe probabilmente ancora più ampio, a seconda di quanti canali di frammentazione vengono presi in considerazione. Oltre attraverso le restrizioni commerciali e le barriere alla diffusione della tecnologia, potrebbe essere avvertito attraverso le restrizioni alla migrazione transfrontaliera, la riduzione dei flussi di capitale e un forte calo della cooperazione internazionale che ci renderebbe incapaci di affrontare le sfide di un mondo più incline agli shock.

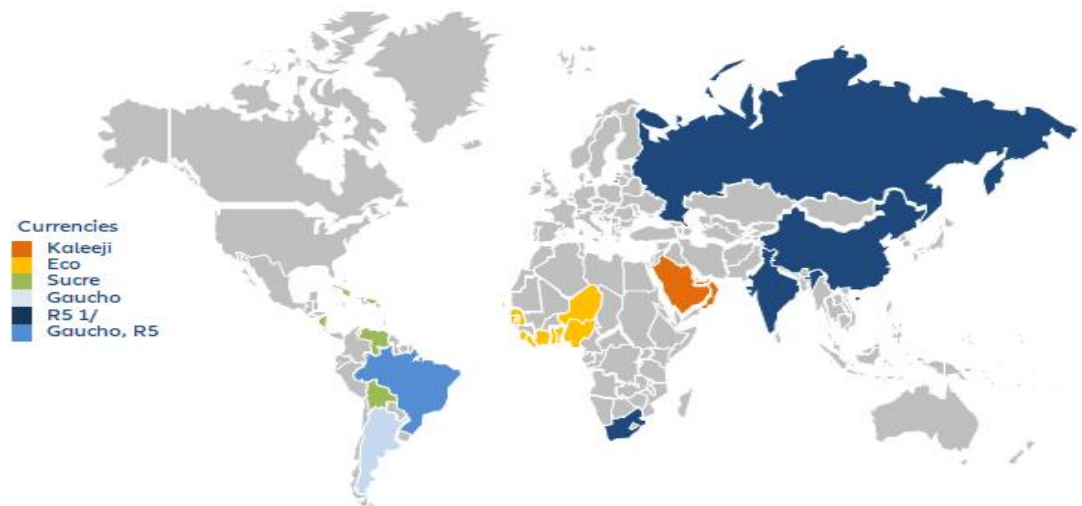
<sup>2</sup> Leggete il nostro rapporto completo sull'argomento al seguente indirizzo [Rallying Ruble and the weaponization of finance](#).

<sup>3</sup> Leggi il nostro rapporto completo sull'aumento del CNY a : [Financial globalization: moving towards a polarized system?](#)

modello per i paesi esportatori di materie prime per allontanarsi dal sistema post-Bretton Woods di valute a corso fisso e raggiungere una maggiore sovranità monetaria.

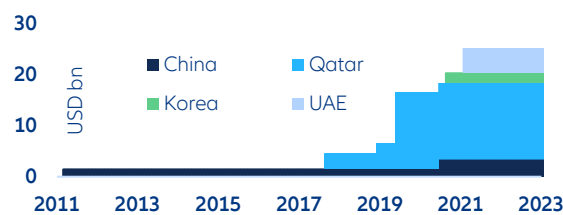
**La ricerca di una maggiore sovranità monetaria implica anche un maggiore sostegno reciproco alle crisi senza il coinvolgimento delle economie avanzate.** Il sostegno monetario intra-EM è aumentato negli ultimi 30 anni sulla scia delle dolorose crisi degli anni Ottanta e Novanta. Sulla scia della crisi asiatica, l'iniziativa di Chiang Mai (CMI)<sup>4</sup> delle principali economie asiatiche ha introdotto un accordo regionale di swap multicurrency, che ha favorito un maggiore coordinamento della politica monetaria nella regione Asia-Pacifico. Gli swap di valute concordati bilateralmente tra i paesi EM sono un altro esempio più recente, tra cui l'esperimento di "lira-izzazione" della Banca centrale della Turchia (Figura 2), che probabilmente ha mantenuto la sua continuità.

Figura 1: Proposte di valuta comune nei paesi dei mercati emergenti (EM)



Fonte: Allianz Research. Nota: il Brasile ha partecipato alle iniziative Gaucho, Sur e R5. 1/ L'attuale proposta dell'R5 prevede una valuta di riserva di tipo DSP piuttosto che un'area valutaria comune..

Figura 2: Accordi bilaterali di swap in valuta con la Banca Centrale di Turchia



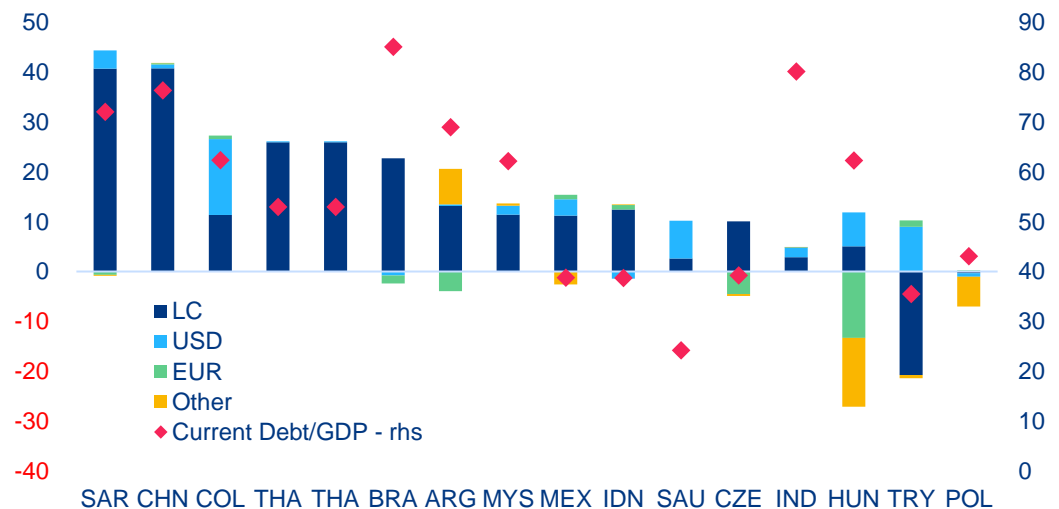
Fonti: Banca centrale della Turchia, Allianz Research. Nota: il grafico non include altri tipi di sostegno che hanno de facto aiutato il Paese allo stesso modo (ad esempio, i depositi in dollari sauditi presso la Banca centrale della Turchia)

<sup>4</sup> Il CMI è il primo accordo regionale di currency swap lanciato dai Paesi ASEAN+3 nel maggio 2000 in occasione di una riunione annuale della Banca asiatica di sviluppo per affrontare le difficoltà di liquidità a breve termine nella regione e integrare gli accordi finanziari internazionali esistenti. Sebbene non possa essere considerata un'iniziativa solo per gli EM, dal momento che include Giappone e Corea del Sud come paesi membri, si tratta di un'iniziativa regionale che promuove l'assistenza finanziaria indipendentemente dalle istituzioni e dagli accordi che coinvolgono gli Stati Uniti.

**Alcuni Paesi emergenti stanno anche cercando di ridurre la loro dipendenza dal sistema monetario e dall'infrastruttura dei mercati finanziari dominati dagli Stati Uniti.** Da quando molte banche statunitensi hanno ridotto le reti e i servizi di corrispondenza, molti Paesi emergenti sono rimasti senza un accesso sufficiente o conveniente al sistema finanziario globale. Di conseguenza, la Cina ha creato un proprio sistema di pagamento all'ingrosso (CIPS) per facilitare il regolamento transfrontaliero senza accesso al sistema finanziario globale. I Paesi membri dei BRICS intendono esplorare la creazione di una propria valuta di riserva e di valute digitali interoperabili delle banche centrali. Queste ultime collegherebbero direttamente le valute digitali all'interno di un'infrastruttura tecnica comune (ad es. "[Project mBridge](#)" dall'Autorità monetaria di Hong Kong, dalla Banca di Thailandia, dalla Banca popolare cinese e dalla Banca centrale degli Emirati Arabi Uniti).

**Inoltre, molti EM stanno cercando di diversificare i propri flussi di capitale transfrontalieri.** Tradizionalmente, le economie avanzate erano la principale fonte di finanziamento esterno per gli EM, in gran parte attraverso hub finanziari che riciclavano i risparmi degli EM. Di conseguenza, gran parte del debito estero emesso dagli EM è ancora denominato in USD e, in misura minore, in EUR, a causa del conseguente costo più basso dei fondi. Tuttavia, diversi EM si stanno allontanando da questo "peccato originale" per diversificare i finanziamenti e attenuare la loro dipendenza dalla politica monetaria statunitense (Figura 3). Così come i mutuatari beneficiano di un più ampio bacino di finanziatori, anche paesi come la Cina e i membri del Consiglio di Cooperazione del Golfo hanno aumentato i loro prestiti bilaterali ai paesi EM vulnerabili o hanno ampliato le loro attività di investimento diretto estero. La Belt and Road Initiative ne è un esempio, con l'aumento dei prestiti della Cina ai Paesi africani e la crescente influenza geoeconomica in molti Paesi dell'Asia centrale e sudorientale.

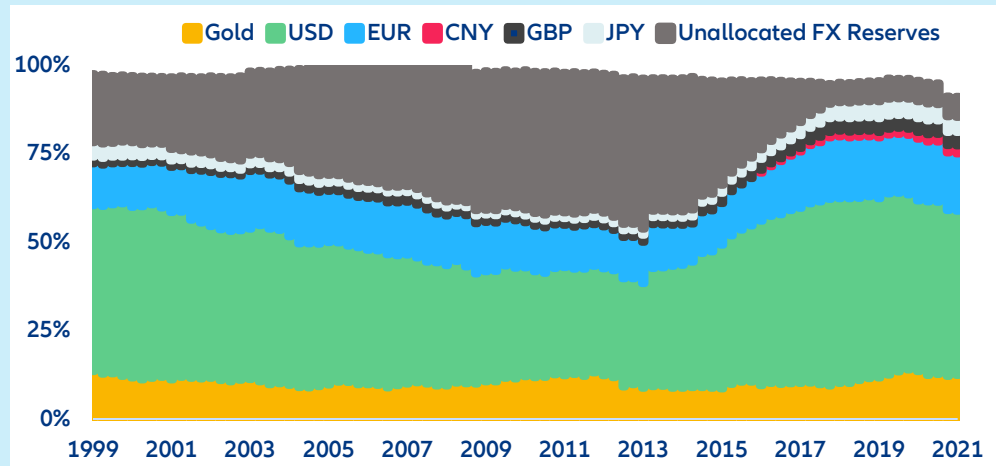
Figura 3: Variazione della composizione valutaria del debito pubblico (in % del PIL) in alcuni paesi emergenti selezionati



Fonti: Istituto per la Finanza Internazionale (IIF), Allianz Research

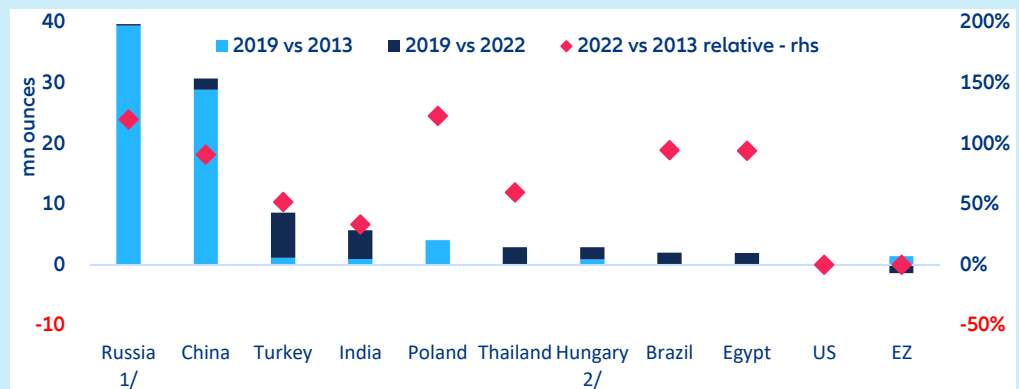
**Riquadro 1: Composizione delle riserve in valuta estera delle banche centrali nei paesi dei mercati emergenti (EM).**

Figura 1.1: Composizione delle riserve ufficiali della BC



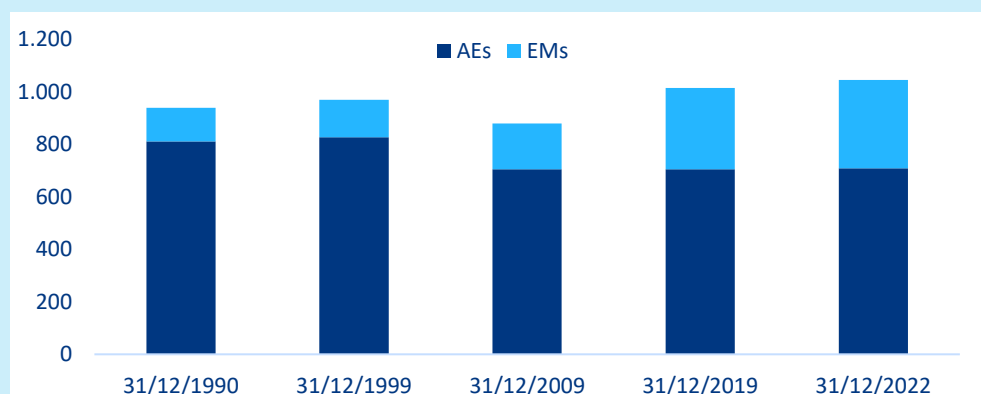
Fonti: FMI, Refinitiv, Allianz Research

Figura 1.2: Aumento delle disponibilità in oro in alcune economie di mercato avanzate ed emergenti



Fonti: FMI, Refinitiv, Allianz Research. Nota: 1/ le riserve auree ufficiali della CBR sono state comunicate l'ultima volta nel gennaio 2022; 2/ le disponibilità auree dell'Ungheria nel 2013 erano prossime allo zero..

Figura 1.3: Convergenza delle disponibilità auree tra economie di mercato avanzate ed emergenti (milioni di onces)



**La creazione di istituzioni finanziarie internazionali - soprattutto sotto la guida della Cina - è un altro segno della crescente influenza attraverso gli investimenti.** A seguito dell'insoddisfazione per la sua limitata influenza all'interno di istituzioni finanziarie internazionali come la Banca Mondiale, la Cina ha creato la Banca asiatica per gli investimenti infrastrutturali (AIIB), che a differenza della Banca asiatica di sviluppo (ADB) esclude Stati Uniti e Giappone. Sebbene le sue attività di investimento rimangano modeste rispetto a quelle dell'ADB, si tratta di una chiara dichiarazione politica volta a rimodellare l'influenza regionale. Il gruppo BRICS ha anche creato una propria istituzione finanziaria internazionale, la Nuova Banca di Sviluppo, per creare un braccio finanziario per gli ambiziosi piani del gruppo. La banca include anche Paesi EM più piccoli che non sono membri del gruppo BRICS (per un riepilogo dei potenziali aderenti al gruppo, si veda la figura 4).<sup>5</sup> In particolare, la Cina ha incrementato i suoi IDE nei Paesi emergenti, una strategia concepita durante la riunione del Congresso del Popolo nel 2000, che è poi diventata parte del 10° Piano quinquennale. Dal 2015 il Paese è diventato il secondo investitore straniero e da allora ha ampliato la sua sfera di influenza (Figura 5). In questo contesto, il capitale privato è diventato nel tempo il principale motore degli IDE.

Figura 4: Panoramica dell'adesione ai BRICS (paesi membri attuali e proposti)



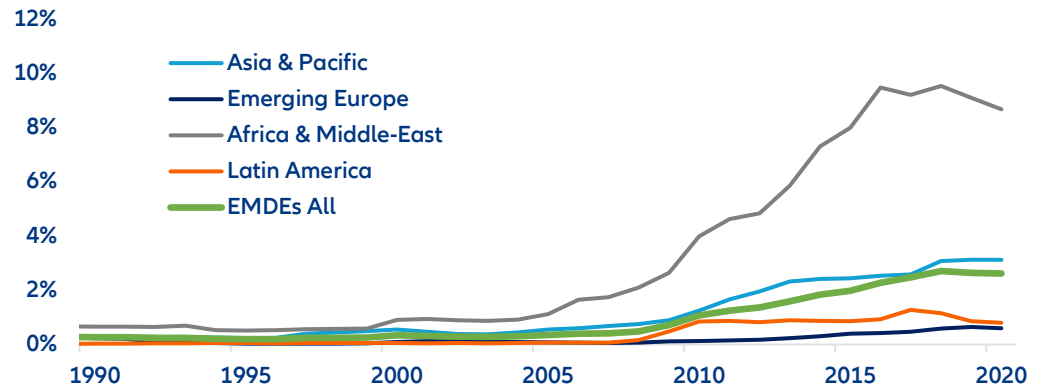
*Fonte: Allianz Research: Allianz Research. Nota: l'adesione allargata (BRICS+) comprenderebbe il 50% della popolazione mondiale e il suo PIL sarebbe superiore del 30% a quello degli Stati Uniti, con un importante controllo sulle materie prime energetiche (in particolare il gas naturale).*

**Parallelamente all'inizio del disaccoppiamento finanziario, anche le relazioni commerciali e politiche globali si stanno frammentando.** Sono nate nuove istituzioni, come l'Organizzazione per la Cooperazione di Shanghai (SCO),<sup>6</sup> mentre le sedi consolidate per i negoziati commerciali, come il WTO, sono cadute in disgrazia rispetto agli accordi commerciali regionali (in parte anche a causa della svolta protezionistica degli Stati Uniti).

<sup>5</sup> L'Argentina sarebbe pronta ad aderire, mentre altri Paesi come Iran, Arabia Saudita, Egitto e Turchia mostrano un interesse crescente. È necessaria un'accettazione unanime.

<sup>6</sup> Inizialmente un'iniziativa sino-russa per risolvere le controversie di confine, è passata dall'occuparsi di sicurezza al potenziare la cooperazione economica dei membri. I suoi membri asiatici coprono il 40% della popolazione globale e il 30% del PIL. Tra i suoi membri ci sono Cina, India, Russia, Pakistan e Iran, e sono previsti nuovi ingressi per Egitto, Arabia Saudita e Turchia.

Figura 5: Quota del debito estero dei mercati emergenti nei confronti della Cina (%)



Fonti: Banca Mondiale, Allianz Research

**Un mondo finanziario multipolare potrebbe essere più resiliente e favorire il benessere se aiutasse ad arricchire i mercati dei capitali locali e ad attutire l'impatto degli shock esterni sui Paesi emergenti.** Tuttavia, il disaccoppiamento significa anche adeguare il quadro politico e la governance degli EM agli standard alla base dell'attuale sistema finanziario globale, il che richiederà tempo..

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali. Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.