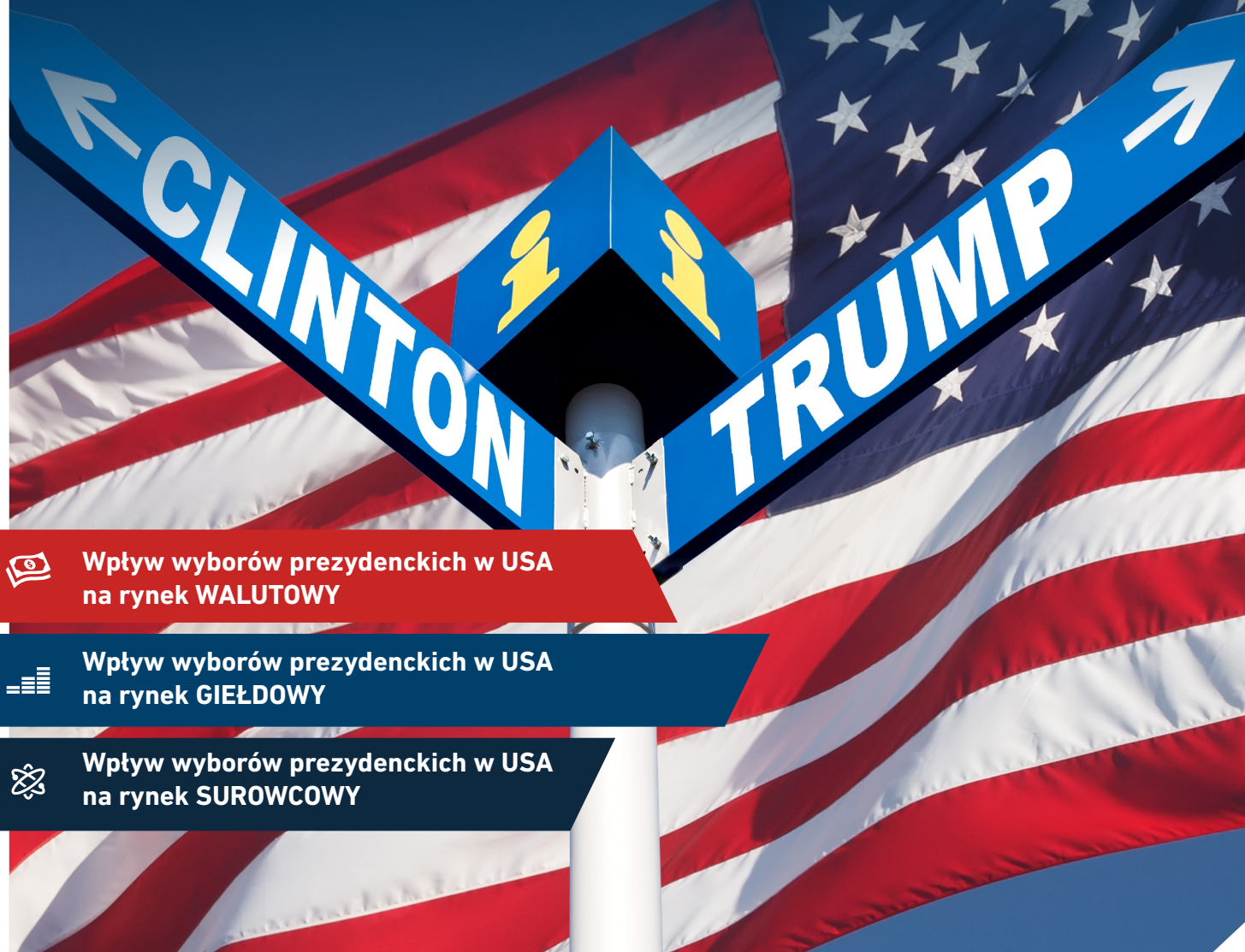




BOSSA RAPORT

RAPORT ANALITYCZNY DM BOŚ S.A.
PAŹDZIERNIK 2016

Wpływ wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych na rynki finansowe



Wpływ wyborów prezydenckich w USA
na rynek WALUTOWY



Wpływ wyborów prezydenckich w USA
na rynek GIEŁDOWY



Wpływ wyborów prezydenckich w USA
na rynek SUROWCOWY



SPIS TREŚCI

Jak Amerykanie wybierają swojego Prezydenta?	03
Clinton vs. Trump – poznaj ogólne założenia polityki kandydatów	04
Wynik wyborów z 8 listopada będzie trudny do przewidzenia?	05
 Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy	11
 Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek giełdowy	19
 Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek surowcowy	22



Jak Amerykanie wybierają swojego Prezydenta?

Paweł Kluska, Specjalista w DM BOŚ S.A.

Wybory w Stanach Zjednoczonych odbiegają w swojej formule od tych znanych nam z polskiego podwórka. Na pierwszy rzut oka, przede wszystkim długość kampanii wyborczej oraz jej rozgłos zdecydowanie przewyższają to, co towarzyszy wyborom w naszej części świata. Czy jest to związane tylko z tym, że Stany Zjednoczone są uznawane za wciąż najpotężniejsze światowe mocarstwo? Niekoniecznie, także same procedury związane z wyborem nowego Prezydenta USA są dosyć specyficzne i nieco zawile. Postaram się przybliżyć je Państwu w poniższym tekście.

1. Prawybyory

W wyborach prezydenckich kandydować może każdy obywatel, który ukończył 35 lat, mieszka na terenie USA od co najmniej 14 lat i nie jest przy tym naturalizowanym obywatelem, czyli takim, któremu obywatelstwo nadano, a nie uzyskał go automatycznie w momencie narodzin. Tyle mówi konstytucja, a jak sytuacja wygląda w praktyce? Poza pierwszym Prezydentem, Georgem Washingtonem, w wyborach nigdy nie zwyciężył kandydat spoza tych popieranych przez Partię Demokratyczną bądź Republikańską. W związku z tym wyścig o fotel prezydenta rozpoczyna się zwykle już dwa lata przed wyborami, ponieważ obydwie partie przeprowadzają prawybyory trwające między lutym a lipcem roku wyborczego. Prawybyory podzielone są na dwa etapy. Najpierw, od lutego do czerwca trwają głosowania, w trakcie których zwolennicy danej partii, w trybie tajnym (primaries) bądź jawnym (caucuses), wybierają delegatów. Delegaci wybierani są proporcjonalnie, a ich liczba z każdego stanu określana jest na podstawie liczby jego mieszkańców. Wybrani delegaci biorą następnie udział w **lipcowych konwencjach partyjnych**, podczas których wyłaniany jest kandydat danej partii.

Tegoroczne prawybyory już za nami, także nie wnikając w samą ich formułę oraz przebieg wystarczy przypomnieć, że kandydatem Demokratów została **Hilary Clinton** a Republikanie **wybrali Donalda Trumpa**.

2. Wybory powszechne

Po konwencjach rusza kampania wyborcza, która ma na celu walkę o głosy Amerykanów w najważniejszej części całego cyklu, czyli w wyborach powszechnych. Odbývają się one zawsze w drugi wtorek listopada. Tegoroczne głosowanie powszechne odbędzie się 8 listopada. Wyborcy głosując na kandydatów nie wybierają ich samych, lecz jedynie elektorów, którzy w poszczególnych parlamentach stanowych formalnie wybiorą 45. Prezydenta Stanów Zjednoczonych. System jest skonstruowany w ten sposób, że każdy stan wybiera tylu elektorów, ilu posiada członków w Izbie Reprezentantów plus dwóch Senatorów. Liczba członków Izby Reprezentantów zależy natomiast od liczby mieszkańców danego stanu. Ponadto, w większości Stanów (wyjątki są dwa - Nebraska oraz Maine) cała pula elektora przypada kandydatowi, który zdobył choć jeden głos przewagi.

Taka formuła wyborów zarysowała wyraźny kontrast pomiędzy preferencjami wyborczymi mieszkańców poszczególnych Stanów. W wyborczej nomenklaturze przyjęto się określenie **Blue States**, w których zwyciężają zazwyczaj kandydaci Demokratów oraz **Red States**, gdzie większym poparciem cieszą się Republikanie. Do tych pierwszych należą przede wszystkim Waszyngton, Oregon, Kalifornia, Minnesota, Wisconsin, Illinois, Michigan, Pensylwania, Nowy Jork oraz Vermont, ponieważ kandydaci Partii Demokratycznej odnieśli w tych stanach zwycięstwo w każdych wyborach w XXI wieku. Za bastiony Republikanów uznawane są przede wszystkim Teksas, Oklahoma, Montana, Idaho, Dakota Południowa i Północna, Kansas oraz Missouri.

3. Kolegium elektorskie oraz Kongres

Co istotne, **elektorzy mają obowiązek respektować preferencje wyborców**. W związku z tym, już w momencie policzenia głosów z wyborów powszechnych będzie w stanie z bardzo wysoką dozą prawdopodobieństwa określić kto zostanie następcą Baracka Obamy. Kolegium Elektorskie (które obecnie liczy 538 głosów) w grudniu większością głosów formalnie wybierze Prezydenta. Jeśli żaden z kandydatów nie zdobędzie większości, wtedy zgodnie z konstytucją wyboru Prezydenta dokonuje Izba Reprezentantów.

Warto dodać, iż 435 członków Izby Reprezentantów Amerykanie wybiorą także w trakcie tych samych listopadowych wyborów powszechnych, w jednomandatowych okręgach wyborczych, których granice ustalone są proporcjonalnie do liczby obywateli zamieszkujących dany obszar. Nieco inaczej wygląda ordynacja w wyborach do Senatu USA, gdzie każdy z 50 stanów ma dwóch przedstawicieli, niezależnie od liczby mieszkańców. W listopadzie bieżącego roku Amerykanie wybiorą 1/3 składu tej Izby (wybory odbywają się w cyklu dwuletnim). Warto przypomnieć, że Senat wraz z Izbą Reprezentantów stanowi **Kongres**, którego zgodę musi otrzymać Prezydent na wprowadzenie w życie wszelkich propozycji w zakresie polityki społeczno-gospodarczej USA.

Jak można się domyślać, Izba Reprezentantów oraz Senat także są prawie całkowicie zdominowane przez Partię Republikańską oraz Demokratyczną, a kandydaci do tych izb uzyskują nominacje także w wyniku prawybyorów. W związku z tym można pokusić się o stwierdzenie, że tegoroczne wybory są w stanie doprowadzić do całkowitej zmiany władzy, a trwająca obecnie kampania wyborcza jest rzeczywistą walką pomiędzy dwoma partiami o zdobycie pełnego wpływu na kształt i kierunek polityki Stanów Zjednoczonych.



Clinton vs. Trump – poznaj ogólne założenia polityki kandydatów

Paweł Kluska, Specjalista w DM BOŚ S.A.

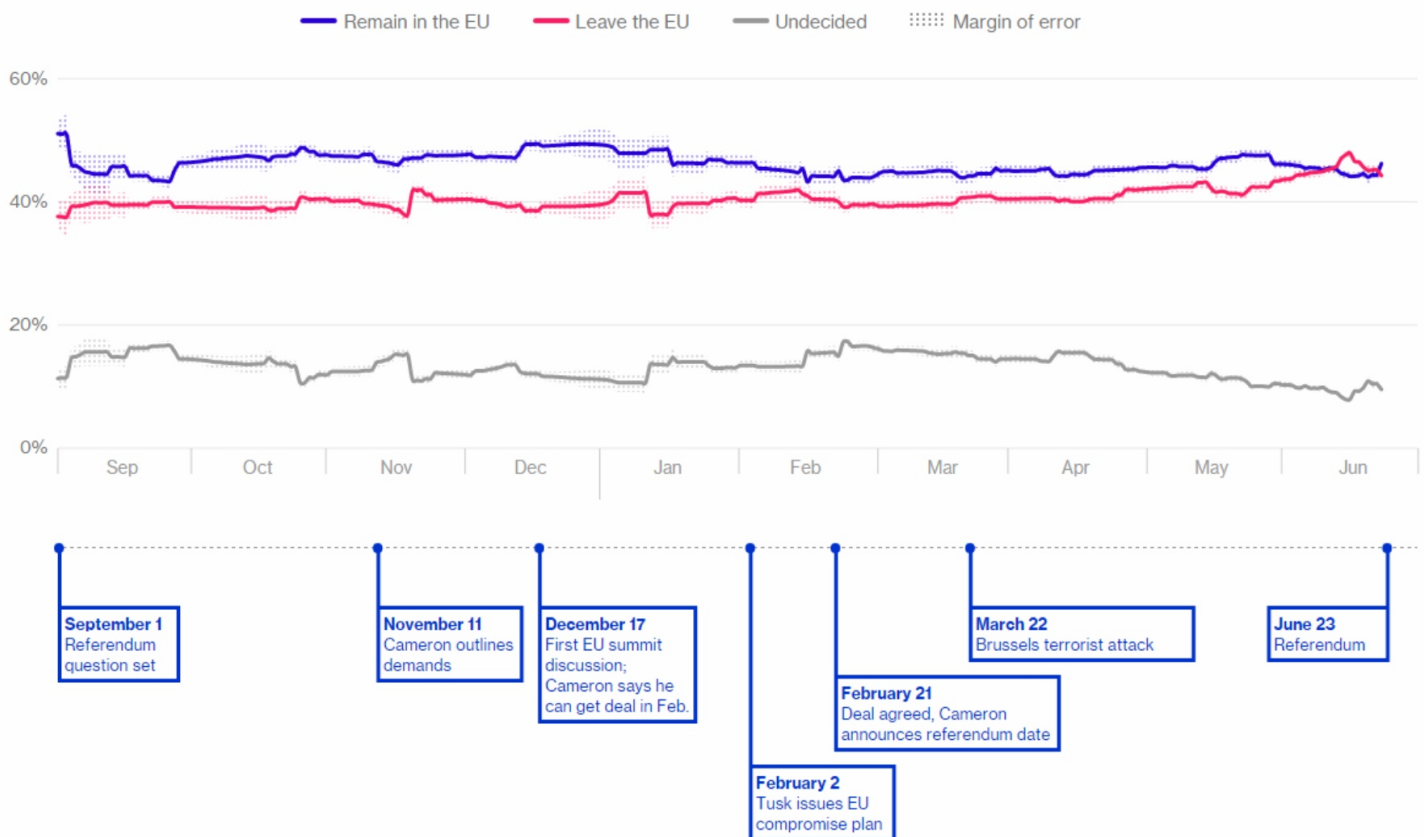
	Hilary Clinton	Donald Trump
Podatki	<ol style="list-style-type: none"> 1) Podwyżki podatku dla najbogatszych 2) 30% efektywnej stopy podatku dla gospodarstw z dochodem wyższym niż 2 mln dolarów 3) 4% dodatkowego podatku dla dochodów powyżej 5 mln dolarów 4) Dodatkowy podatek od zysków dla aktywów o terminie zapadalności do 6 lat 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Cięcia podatkowe 2) Obniżenie najwyższej stawki podatku indywidualnego z 39,6% do 25% 3) Usunięcie podatków od spadków 4) Obniżenie podatku od przedsiębiorstw z 35% do 15% (pozytywny wpływ na sektor SME)
FED i polityka monetarna	<ol style="list-style-type: none"> 1) zapowiedź zmian osobowych w stanowych FED, zmniejszenie roli banków 	<ol style="list-style-type: none"> 1) utrzymanie stóp na obecnym poziomie do momentu pojawienia się inflacji 2) z drugiej strony krytyka zbyt luźnej polityki monetarnej w ostatnich latach
Polityka socjalna i rynek pracy	<ol style="list-style-type: none"> 1) kontynuacja <i>Obamacare</i> (państwowa opieka medyczna) w obecnej formie 2) minimalna płaca 12\$ za godzinę 3) wprowadzenie 6-miesięcznych urlopów rodzinnych na wychowanie dzieci 	<ol style="list-style-type: none"> 1) rząd ma zajmować się „negocjacją umów ze szpitalami” 2) utrzymanie płacy minimalnej na poziomie 10\$, wprowadzenie autonomii dla poszczególnych stanów 3) wprowadzenie obowiązkowych, 6-tygodniowych urlopów macierzyńskich
Handel zagraniczny	<ol style="list-style-type: none"> 1) Kontynuacja dotychczasowej polityki. 	<ol style="list-style-type: none"> 1) renegotjacja traktatów handlowych 2) utrudnienia w outsourcingu poza granice USA dla amerykańskich firm 3) wzmocnienie kontaktów handlowych z Rosją
Imigracja	<ol style="list-style-type: none"> 1) zwiększenie praw imigrantów 	<ol style="list-style-type: none"> 1) deportacja wszystkich nielegalnych imigrantów 2) zaostrzenie ochrony granic (południowych) 3) zaostrzenie przepisów dla imigrantów
Rynek Finansowy – regulacje	<ol style="list-style-type: none"> 1) opodatkowanie dla HFT (High Frequency Trading) 2) dodatkowy podatek od krótkoterminowych zysków z aktywów 	<ol style="list-style-type: none"> 1) zwiększenie kar za przestępstwa finansowe dla instytucji i indywidualne dla pracowników 2) zmiana regulacji w razie upadłości banków: bail-in zamiast bail-out 3) przywrócenie regulacji Glass-Steagall (zakaz łączenia bankowości komercyjnej z inwestycyjną) 4) usunięcie regulacji Dodd-Franka (chroniącej konsumentów)



Wynik wyborów z 8 listopada będzie trudny do przewidzenia?

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

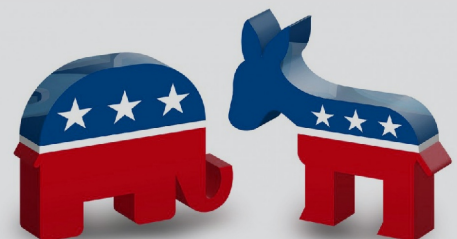
O ile w 2008 r. kandydat Demokratów Barack Obama wygrał z dużą przewagą (365/173), dzięki kryzysowi zaufania do Partii Republikańskiej po niepopularnych rządach G.W.Busha, to już przy reelekcji w 2012 r. nie udało mu się uzyskać aż tak znaczącej przewagi (332/206). W międzyczasie Kongres, który w 2008 r. trafił do Demokratów (Republikanie stracili aż 20 miejsc w Izbie Reprezentantów i 9 w Senacie, co dało dodatkową legitymizację administracji Obamy do przeprowadzenia zapowiadanych reform), już dwa lata później zaczął powracać do Republikanów (odzyskali oni Izbę Reprezentantów), a w 2014 r. przejęli oni dominację w dwóch izbach Kongresu. Niemniej teraz Demokraci mają szansę nieco odbudować straconą pozycję (zwłaszcza w Senacie). Teoretycznie, zatem pozycja wyjściowa Hillary Clinton, nie jest zła. **Niemniej te wybory prezydenckie będą specyficzne i to z wielu względów.**



WYKRES_01

Sondaże przez długi okres czasu zakładały, że Brexitu nie będzie

źródło: Bloomberg.com

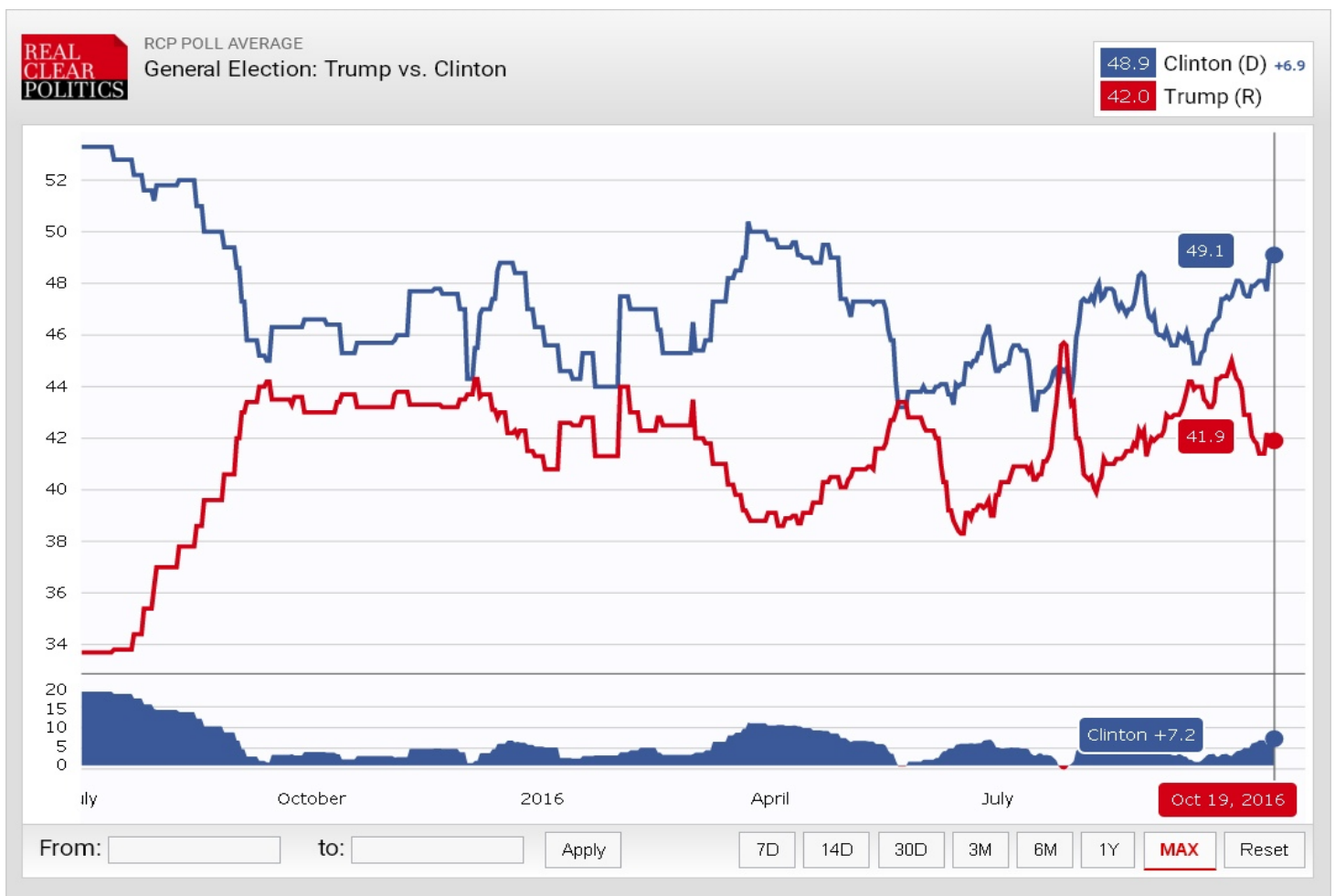




Wynik wyborów z 8 listopada będzie trudny do przewidzenia?

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

Droga, którą przebył Donald Trump od zgłoszenia własnej kandydatury w prawyborach w Partii Republikańskiej w 2015 r., do ostatecznego uzyskania nominacji GOP w lipcu b.r., sprawia, że jest to kandydat, którego nie da się ignorować, chociaż próbują to robić mainstreamowe media. Tymczasem wybór może być prosty. Wyeliminowanie z walki o Białą Dom Berniego Sandersa przez Hillary Clinton, sprawia, że wyborcy będą wybierać pomiędzy kandydatem reprezentującym dotychczasowy establishment (Clinton), a przeciwnikiem dotychczasowego systemu (Trump). To sprawia jednak, że próba przewidzenia wyniku wyborów na bazie ogólnodostępnych sondaży, może wiązać się z ryzykiem. Jakim? To inwestorzy przekonali się już 23 czerwca b.r., kiedy to ostateczne wyniki referendum w Wielkiej Brytanii pokazały, że naród wybrał opcję wyjścia z Unii Europejskiej. Wybór, który w zasadzie nie był wcześniej na poważnie brany w sondażach. **Tymczasem za Brexitem głosowało aż 51,89 proc., którzy oddali głos, więc nie można tu mówić o przypadku. Casus Brexitu to mocny dowód, że elektorat antysystemowy jest zaniżany w sondażach.**



WYKRES_02

Wykres procentowego poparcia dla kandydatów (średnia z sondaży)

źródło: RealClearPolitics.com stan na 19 października 2016 r

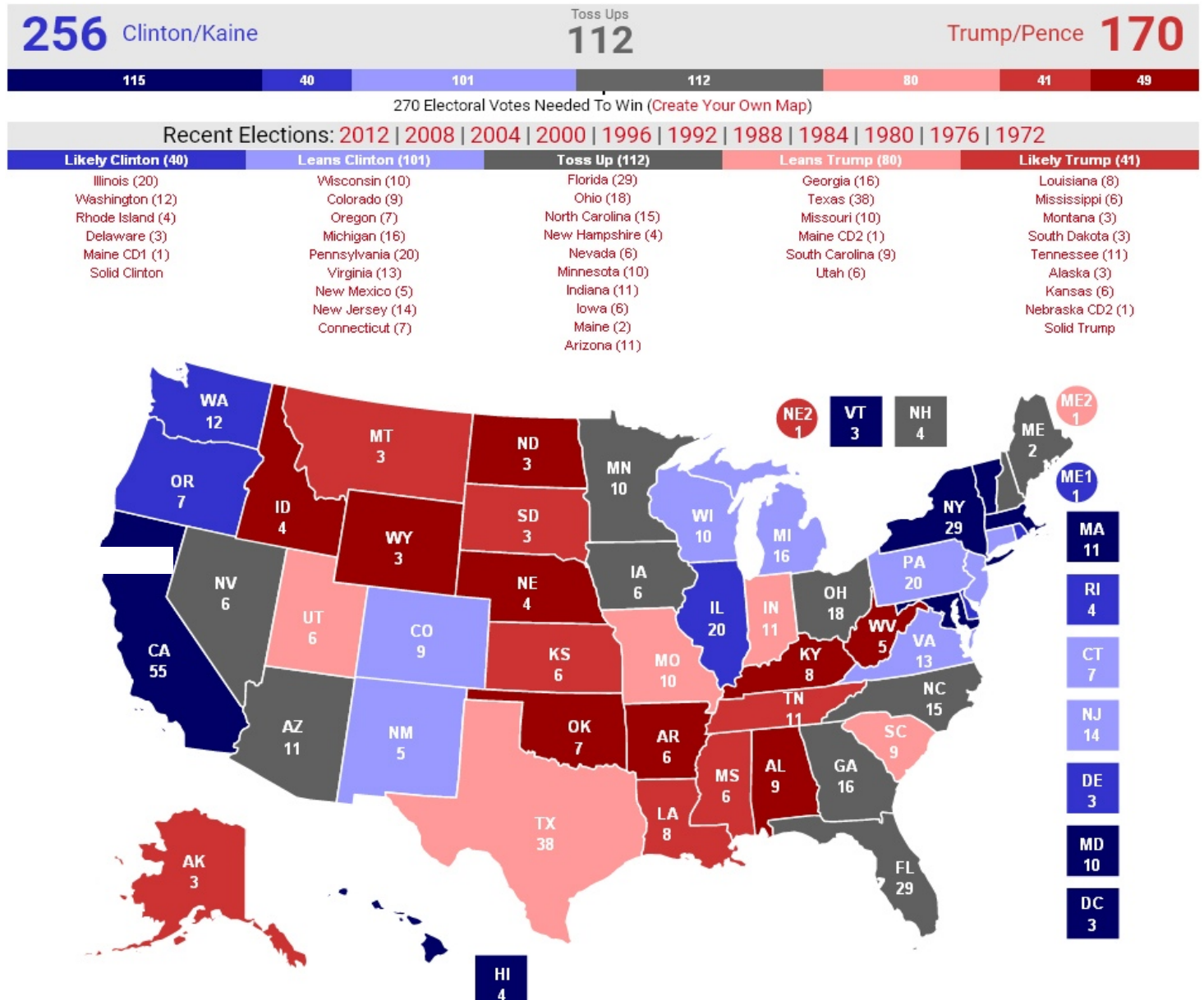




Wynik wyborów z 8 listopada będzie trudny do przewidzenia?

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

Wybory prezydenckie w USA są pośrednie, co oznacza, że kluczowa jest suma „zdobytych” głosów elektorów, a nie liczba głosów oddanych w wyborach powszechnych – dobrym przykładem był casus wyborów z 2000 r. Spójrzmy na dwie grafiki poniżej. Pierwsza przedstawia poparcie procentowe w sondażach dla Clinton i Trumpa, a druga faktyczne przełożenie na głosy elektorów.



CREATE YOUR OWN MAP

CLINTON/Kaine		TRUMP/PENCE	
Solid	Likely	Solid	Likely
Leans	Toss up	Leans	Toss up

WYKRES_03

Wykres rozkładu głosów elektorских na bazie średniej z sondaży.
Kolor szary oznacza stany „wahające się”

źródło: RealClearPolitics.com, stan na 19 października 2016 r.



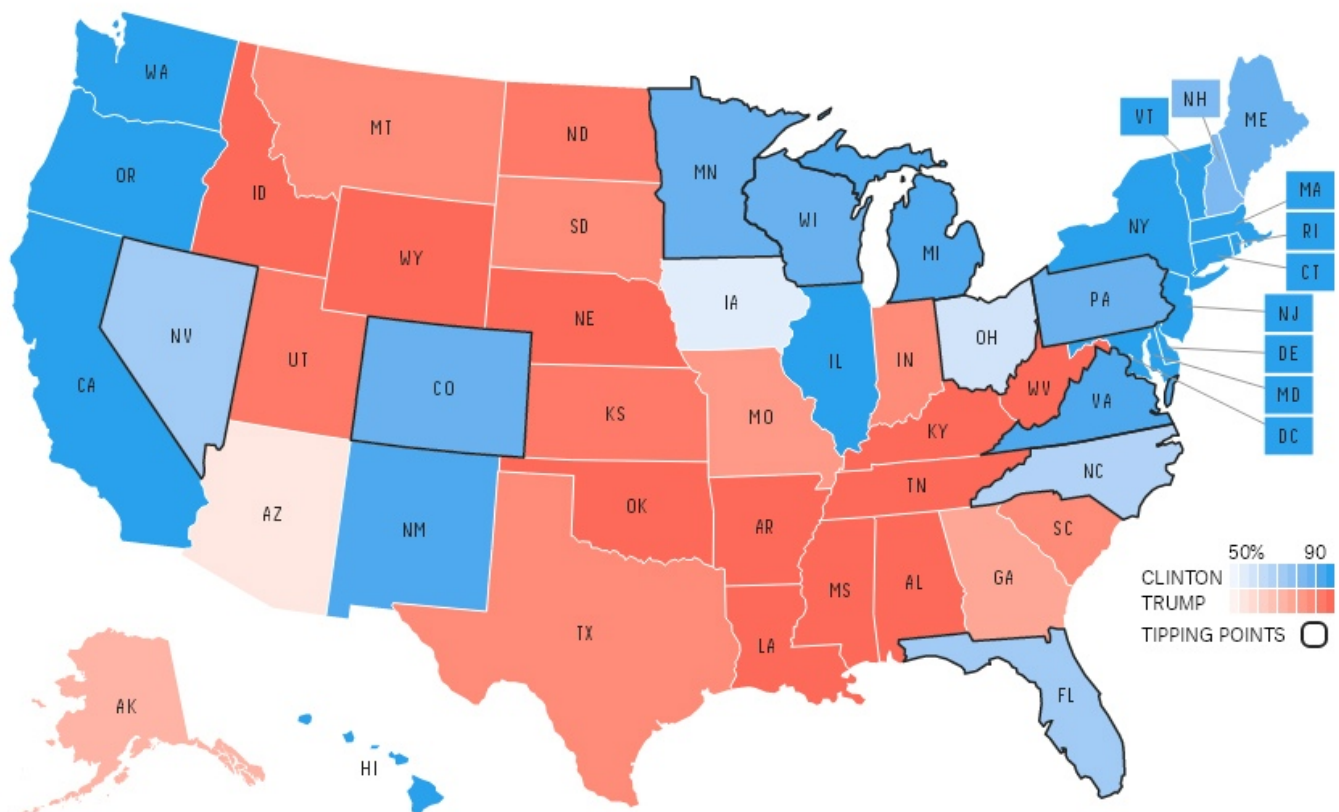
Wynik wyborów z 8 listopada będzie trudny do przewidzenia?

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

Przewaga Clinton nad Trumpem wydaje się być komfortowa, zwłaszcza, że kandydatka Demokratów jest znacznie bliżej uzyskania wymaganych 270 głosów elektorskich, niż jeszcze była kilka tygodni temu. Stąd też chociażby wyliczenia instytucji FiveThirtyEight wyraźnie wskazują na wygraną Hillary Clinton, ale nie można tego brać za pewnik ze względu na poruszany już wątek elektoratu antysystemowego. Czy jest on rzeczywiście właściwie ujmowany w sondażach, oraz na ile może być on zdyscyplinowany przy urnach? **Hillary Clinton ma ogromny elektorat negatywny, część wyborców może ją popierać tylko ze względu na swoją niechęć wobec Donalda Trumpa.**

Jeżeli z sondaży będzie wynikać, że wygrana Hillary Clinton będzie przesądzona, to mogą oni pozostać w domu – może to dotyczyć zwłaszcza tych, którzy wcześniej mocno popierali kontrkandydata Clinton w prawyborach, czyli Bernieego Sandersa. Na ile może to wpłynąć na ostateczny wynik wyborów, trudno jednak stwierdzić – ale raczej nie będzie to niski odsetek wyborców.

Chance of winning



WYKRES_04

Hipotetyczny rozkład wyniku listopadowych wyborów wg. FiveThirtyEight (model Polls-plus uwzględniający też zależności historyczne)

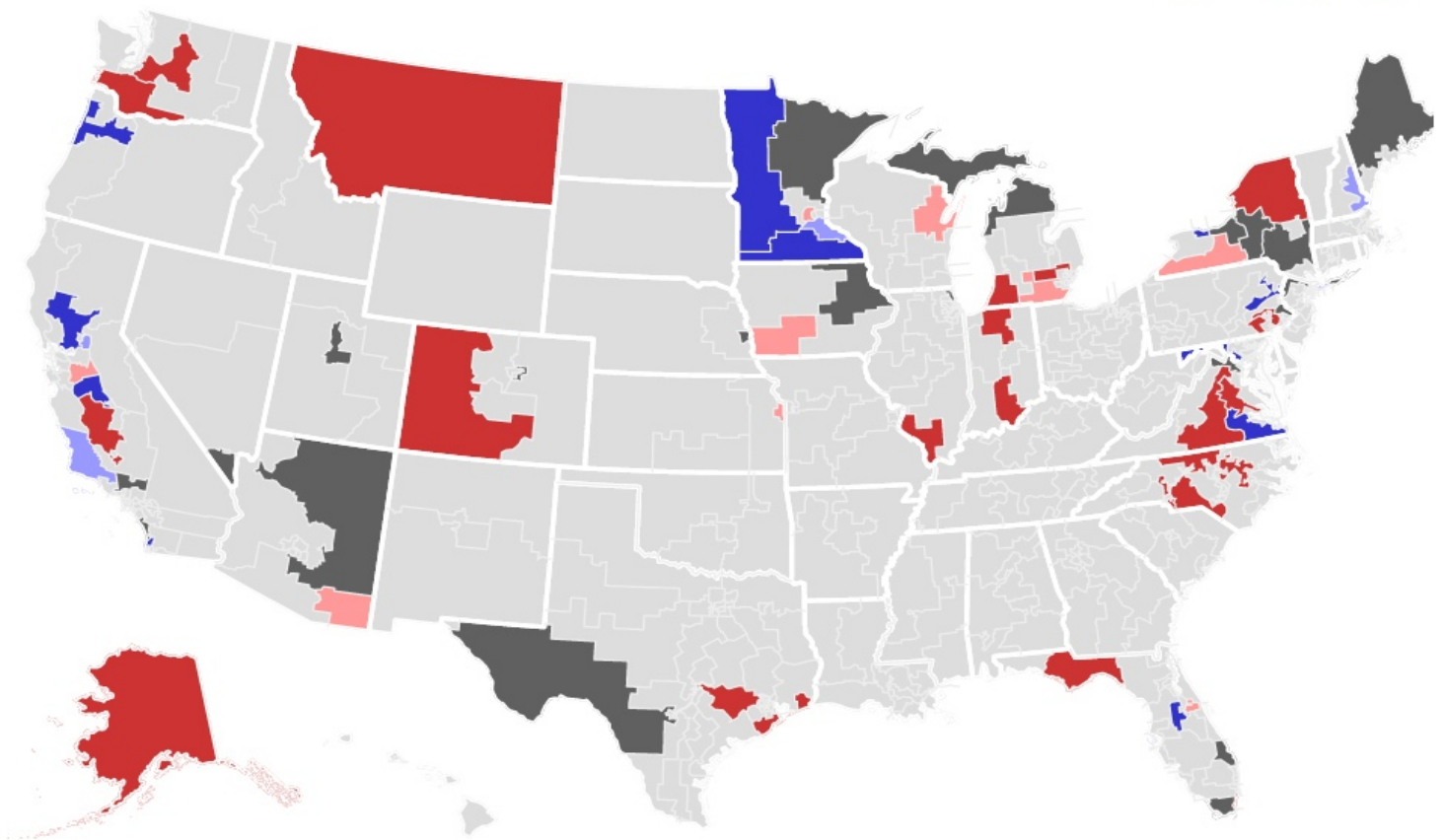
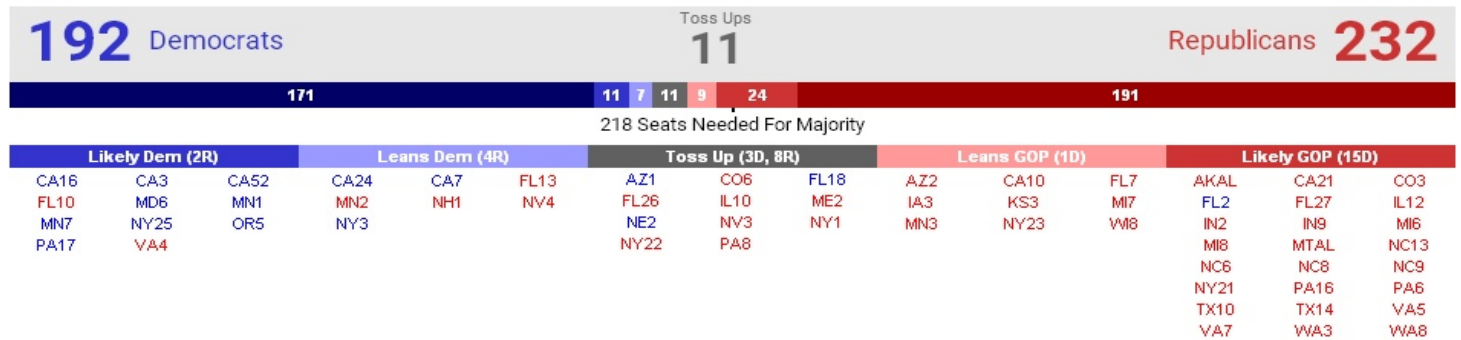
źródło: fivethirtyeight.com, stan na 19 października 2016 r.



Wynik wyborów z 8 listopada będzie trudny do przewidzenia?

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

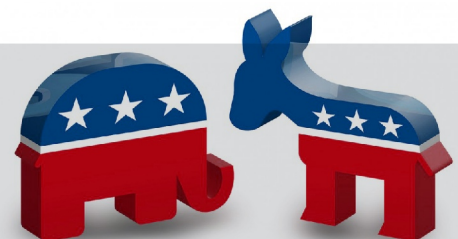
W kontekście pewnych obaw, co do ostatecznego wyniku wyborów prezydenckich w listopadzie, równie duże znaczenie może mieć to, jaki będzie nowy układ sił w Kongresie po wyborach, które też odbędą się w listopadzie. Przypomnijmy, że Amerykanie, co 2 lata wybierają całą Izbę Reprezentantów i 1/3 Senatu. Według ostatnich sondaży (RealClearPolitics) przewaga Republikanów zdobyta w 2014 r. stopnieje. O ile utrzymają oni większość w Izbie Reprezentantów, to już w Senacie możemy mieć przystawiony pat.



WYKRES_05

Hipotetyczny rozkład głosów w Izbie Reprezentantów

źródło: RealClearPolitics.com, stan na 19 października 2016 r.



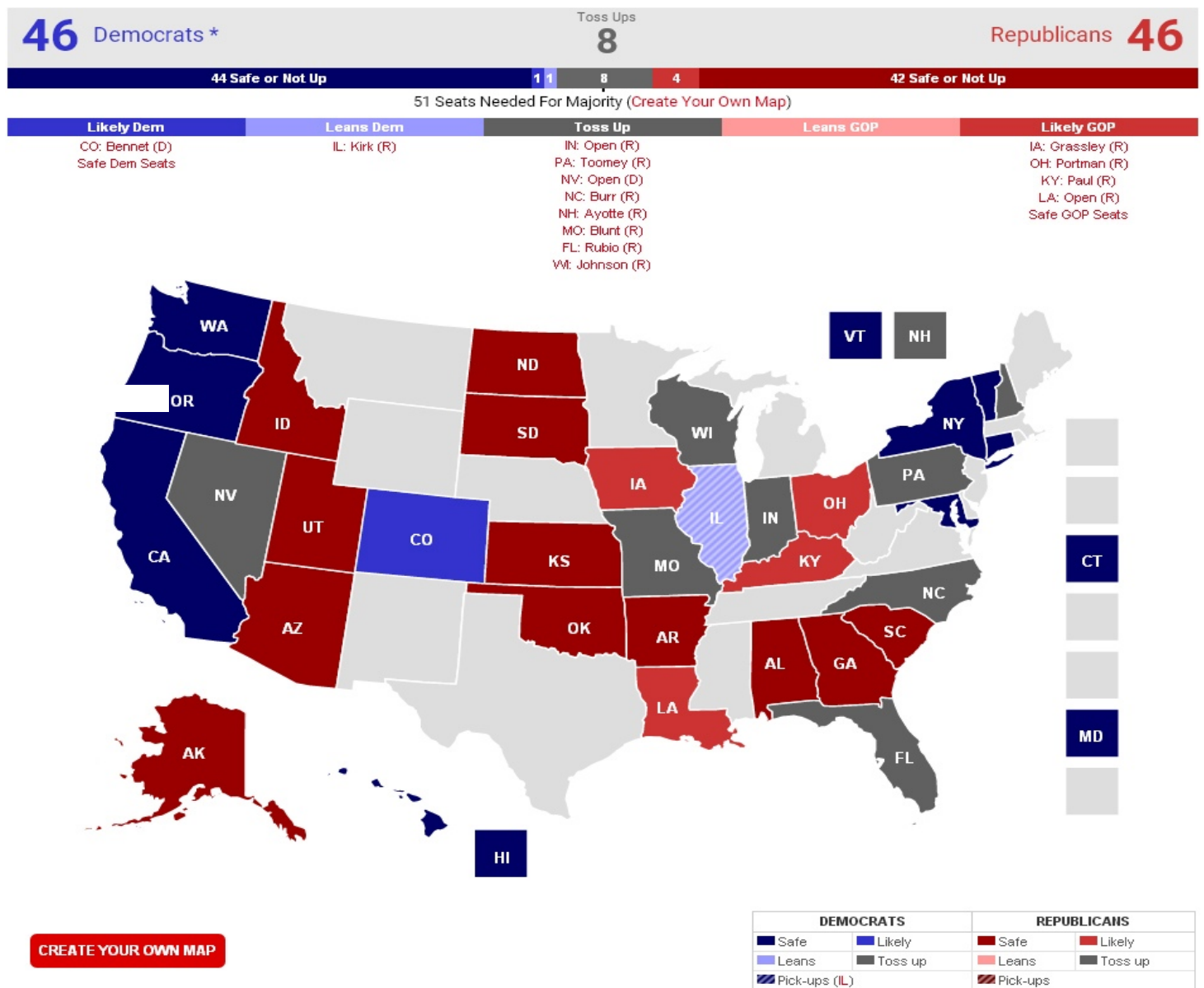


Wynik wyborów z 8 listopada będzie trudny do przewidzenia?

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

A to może mieć już duży wpływ na to, jaką politykę będzie faktycznie prowadzić nowa administracja w Białym Domu. Proces legislacyjny w USA zakłada, że każda ustawa powinna niezależnie od siebie uzyskać aprobatę Izby Reprezentantów oraz Senatu. **W efekcie może się okazać, że niektóre kontrowersyjne pomysły z kampanii wyborczej (co się dotyczy głównie Donalda Trumpa) mogą nigdy nie zostać przyjęte.**

Wnioski: Faworytką sondaży pozostaje Clinton, ale nie jest to pewnik. Kluczowa będzie frekwencja przy wyborach – oboje mają spory elektorat negatywny, ale to wyborcy Trumpa mogą być bardziej zdyscyplinowani. Jednocześnie elektorat kandydata GOP może być niedoszacowany w badaniach opinii publicznej. Tym samym nie należy odrzucać skrajnego wydawałoby się scenariusza, chociaż nie należy on do preferowanych.



WYKRES_06

Hipotetyczny rozkład głosów w Senacie

źródło: RealClearPolitics.com, stan na 19 października 2016 r.





Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

Co mówi statystyka?

Aby móc ocenić, na ile wybory prezydenckie w USA rzeczywiście wpływają na rynki finansowe (powszechnie przyjmuje się, że polityka nie gra aż takiej roli), warto najpierw zbadać historyczne zależności. Siłą rzeczy są one zrobione dla rynku dolara, a przedmiotem badań jest zachowanie się dolarowego koszyka US Dollar Index w okresie poprzedzającym listopadowe głosowanie oraz po tym wydarzeniu. Ilość obserwacji nie jest duża (zaledwie 11), co wynika z faktu, że pierwsze badanie obejmuje wybór Richarda Nixona z Partii Republikańskiej w 1972 r.

Zachowanie indeksu dolara w latach 1972-2015

		Zmiana przed wyborami		Zmiana po wyborach		Ilość obserwacji
		3 miesiące	1 miesiąc	1 miesiąc	3 miesiące	
Wszystkie lata wyborcze	Średnia	1,78%	0,61%	0,15%	2,10%	11
	Mediana	0,95%	0,54%	0,18%	1,57%	
	Odsetek dodatnich zmian	64%	64%	64%	55%	
Wygrana kandydata dotychczasowego obozu	Średnia	-1,54%	-1,58%	-0,39%	2,39%	6
	Mediana	-0,65%	-2,00%	-0,13%	1,19%	
	Odsetek dodatnich zmian	50%	33%	50%	50%	
Przegrana kandydata dotychczasowego obozu	Średnia	5,77%	3,24%	0,79%	1,76%	5
	Mediana	3,73%	3,76%	1,81%	1,57%	
	Odsetek dodatnich zmian	80%	100%	80%	60%	
Pozostałe lata bez wyborów	Średnia	-1,60%	-0,28%	0,12%	-0,18%	34
	Mediana	-0,94%	-0,56%	0,07%	-0,06%	
	Odsetek dodatnich zmian	38%	35%	50%	50%	

źródło: opracowanie własne

To co się rzuca w oczy to fakt, że w okresie do 3 miesięcy przed wyborami i po tym czasie, dolar częściej zyskiwał na wartości niż tracił. Duży wpływ na badaną próbę danych miał pamiętny rok 2008 r., kiedy władzę po republikańskim G.W.Bushu przejął Demokrat Barack Obama. Wtedy jednak wybory odbywały się w cieniu największego od dziesięcioleci kryzysu finansowego wywołanego upadkiem banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. (na niecałe 2 miesiące przed wyborami), chociaż nieprawidłowości na rynku kredytowym, oraz nieruchomości, były widoczne już wcześniej. Indeks dolara zyskał wtedy aż 14,2 proc. w okresie 3 miesięcy poprzedzającym listopadowe wybory i 3,81 proc. w okresie jednego miesiąca do głosowania. Ta tendencja, choć w mniejszym stopniu, utrzymała się w okresie po wyborze Baracka Obamy, chociaż już w okresie kampanii wyborczej było widać, że ma on szanse wygrać z Johnem McCainem (ostatecznie zdobył głosy 365 elektorów, znacznie powyżej wymaganych 270, podczas kiedy jego kontrkandydat zaledwie 173).

Statystyka pokazuje też, że dolar zachowywał się znacznie lepiej w sytuacji, kiedy dochodziło do zmiany dotychczasowej administracji w Białym Domu. Może to sugerować, że inwestorzy wiązali ten fakt z pewnym wzrostem ryzyka inwestycyjnego, które z kolei było pochodną niepewności, co do faktycznych posunięć nowej administracji. Tę tezę nieco podważa jednak casus z 2000 r., kiedy to G.W.Bush wygrał w wyścigu do Białego Domu z Demokratą Alem Gore'm, uzyskując poparcie 271 elektorów. To zaledwie o jeden głos więcej, niż wymagana większość, oraz 4 głosy ponad to, co zdobył kontrkandydat. Niemniej to Gore zwyciężył w powszechnym głosowaniu, chociaż to Bush zdobył więcej głosów elektorów. O wygranej bitwie zadecydowało ręczne liczenie głosów na Florydzie, gdzie do zdobycia było 25 głosów elektorskich. Batalia, o której rozstrzygnięciu zadecydował ostatecznie wyrok sądu o zaprzestaniu ręcznego liczenia głosów, trwała aż 36 dni, a przewaga Busha w tym stanie wyniosła zaledwie 537 głosów. Co ciekawe, w okresie 30 dni od 8 listopada, indeks dolara spadł o 1,71 proc. (a zatem w okresie, kiedy niepewność na rynkach finansowych była olbrzymia). Niemniej w okresie poprzedzającym głosowanie w 2000 r. dolar nieznacznie zyskiwał. Z kolei w przypadku utrzymania wpływów w Białym Domu przez dotychczasowy obóz polityczny, dolar najczęściej tracił w okresie przedwyborczym oraz miesiąc po głosowaniu. Niemniej już w okresie trzech miesięcy po głosowaniu, a więc wtedy, kiedy można było już ocenić wstępne posunięcia nowej administracji (do oficjalnego zaprzysiężenia nowego prezydenta i przejścia władzy, dochodzi po dwóch miesiącach od głosowania), amerykańska waluta zyskiwała.

Zmiany procentowe US Dollar Index w kontekście wyborów w 2008 r.

Zmiana przed wyborami		Zmiana po wyborach	
3 miesiące	1 miesiąc	1 miesiąc	3 miesiące
14,20%	3,81%	1,96%	1,57%

źródło: opracowanie własne



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

Pewne rozbieżności od powyższej średniej zanotowano podczas drugiej kadencji Ronalda Reagana w 1984 r., a także kolejnego wyboru Billa Clintona w 1996 r. (wtedy to dolar bardziej zyskiwał, niż tracił). Tym samym teza, że wybór przewidywalnego szefa Białego Domu oznaczał mniejsze ryzyko dla rynków i tym samym mógł prowadzić do osłabienia się dolara, wprawdzie dominuje, ale nie można uznać jej za pewnik.

Reasumując. Prawidłowości zaobserwowane w badanym okresie czasu (11 prezydentów) pozwalają na wyciągnięcie pewnych wniosków – dolar zyskuje w momencie zmiany władzy w Białym Domu – ale wydaje się, że nie mogą one stanowić podstawy do wyciągania samodzielnych tezy. Wpływ na notowania dolara ma wiele czynników, w tym perspektywy polityki monetarnej w wydaniu FED, czy też ogólna sytuacja geopolityczna i gospodarcza na świecie.

Zmiany procentowe US Dollar Index w kontekście wyborów w 2000 r.

Zmiana przed wyborami		Zmiana po wyborach	
3 miesiące	1 miesiąc	1 miesiąc	3 miesiące
3,66%	0,62%	-1,71%	-4,87%

źródło: opracowanie własne

Kluczowe determinanty dla zachowania się rynku walut w okresie wyborczym 2016 r.

Pisząc o historycznych aspektach wyborów prezydenckich w USA, zwróciliśmy uwagę, że nie można uznawać tego za decydujący czynnik dla dolara, a wpływ mają jeszcze inne zmienne. **Spróbujmy, zatem zastanowić się, co w sytuacji, gdyby teraz nie odbywały się wybory, byłoby kluczowe.**

1. Polityka FED

Temat perspektyw polityki monetarnej w USA niezmiennie towarzyszy dolarowi, a wydaje się, że stał się bardziej istotny po 2008 r., kiedy to FED przejął większą odpowiedzialność za losy gospodarki, która została mocno dotknięta przez kryzys na rynku subprime. Wtedy to zdecydowano się niemalże wyrzucić tezy z ksiąg do ekonomii wprowadzając pojęcie tzw. luzowania ilościowego, chociaż FED w przeciwieństwie do innych banków centralnych, które później zdecydowały się na podobne działania, nigdy nie zdecydował się na wprowadzenie ujemnych stóp

FedWatch Tool | [Learn More](#)

Based on CME Group 30-Day Fed Fund futures prices, which have long been used to express the market's views on the likelihood of changes in U.S. monetary policy, the CME Group FedWatch tool allows you to view the probability of FOMC rate moves for upcoming meetings.



WYKRES_07

Model CME FEDWatch. Prawdopodobieństwo ruchu na stopach liczymy odejmując od 100 odsetek szans na zachowanie obecnego status quo.

źródło: www.cmegroup.com

procentowych. Jednocześnie był też pierwszym z banków centralnych, który oficjalnie zaczął odchodzić od luźnej polityki – potwierdziła to podwyżka stóp procentowych o 25 p.b. w grudniu 2015 r. Niemniej ambitne założenia członków FED, że ta zmiana będzie odbywać się szybko (pierwotnie zakładano aż 4 podwyżki stóp w 2016 r.), zostały później mocno zweryfikowane. Ożywienie w amerykańskiej gospodarce nie postępowało na tyle szybko, aby dać legitymizację FED do dalszego zacieśnienia polityki. W efekcie obecnie inwestorzy zastanawiają się na ile możliwy jest grudniowy ruch. Według modelu CME FEDWatch szansę na taki scenariusz wynoszą blisko 70 proc. Rynki finansowe dyskontują



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

Jednak nie tylko najbliższą przyszłość. Tymczasem z wypowiedzi przedstawicieli FED wynika, że kolejne ruchy będą stopniowe, a sama Janet Yellen przyznała ostatnio, że zmniejsza się zależność pomiędzy rynkiem pracy, a perspektywami dla inflacji. Może to sugerować, że członkowie FED będą w kolejnych miesiącach dość ostrożni w swoich decyzjach – czy tym samym uda się zrealizować zakładany przez rynki plan minimum w postaci 2 podwyżek w 2017 r.? Wydaje się, że może być to trudne.

Reasumując, grudniowy ruch FED na stopach może być już zdyskontowany, tymczasem skala podwyżek w 2017 r. nadal pozostaje niepewna. To może mieć spore znaczenie dla zachowania się dolara w najbliższych miesiącach – warto wspomnieć, że w latach 2015 i 2016 r. pierwsza połowa roku była bardziej spadkowa.

2. Sytuacja międzynarodowa

Teoretycznie można uznać ją za względnie ustabilizowaną – wprawdzie stosunki społecznościami międzynarodowej z **Rosją** są nietatwe, a rozwiązanie konfliktu w **Syrii** może być tak trudne jak przystawienie węzła gordyjskiego, to jednak nowych obszarów konfliktu z Kremlm na razie nie ma. Podobny casus jak Syria ma też sprawa **Państwa Islamskiego** (terytorialnie są one powiązane), którą należy rozpatrywać też przez pryzmat wzajemnych zależności i interesów mocarstw na Bliskim Wschodzie (polaryzacja obozów skupionych wokół Iranu i Arabii Saudyjskiej, oraz grającego solo Izraela). Pozycja Stanów Zjednoczonych w tym regionie świata za kadencji Baracka Obamy znacząco osłabła. **Niemniej dla rynków finansowych Bliski Wschód równa się ropa** – nieoczekiwany konflikt militarny w tym regionie zwiększyłby globalną awersję do ryzyka, ale jednocześnie mógłby dać mocny pretekst do wzrostu cen ropy, co z kolei dałoby impuls do wzrostu inflacji. Teoretycznie pożądanym dla FED, ale nie dla innych banków centralnych, które zostałyby zmuszone do szybszego wyjścia z ultraluznej polityki monetarnej (zakładając oczywiście, że mówimy o dłuższym konflikcie i tym samym trwalszych, wyraźniejszych wzrostach cen czarnego złota). **Reasumując, ewentualne zaognienie sytuacji na Bliskim Wschodzie mogłoby nieść za sobą negatywne skutki dla rynków finansowych.** Tym samym jest to obszar, który nadal pozostanie dużym wyzwaniem dla amerykańskiej dyplomacji, także w kontekście ostatnich posunięć Turcji w regionie (Erdogan próbuje wybić się na niezależność od USA).

Dla rynków finansowych o wiele ważniejszą sprawą od Bliskiego Wschodu, jest **temat przyszłości Unii Europejskiej** – chociaż w dużej mierze są to tematy powiązane, chociażby ze względu na kryzys uchodźczy, który w pewnej wpłynął na fakt, że Brytyjczycy zdecydowali się na scenariusz Brexitu. Problem imigracyjny na szczeblach unijnych nadal pozostaje nierozwiązany, co okazuje się być wodą na młyn dla ugrupowań, których można opisać jako antyunijne, antyimigranckie i antyestablishmentowe. Teoretycznie casus Grecji z 2015 r., kiedy to populistyczna Syriza ostatecznie ugięła się pod „międzynarodowym prężeniem”, wyrzekła się swoich ideałów i zaczęła realizować program narzucony przez międzynarodowych pożyczkodawców, może rodzić wrażenie, że ryzyko systemowe dla Unii Europejskiej nie jest aż tak duże, ale może to być mylne. Zwrot w stronę akcentowania własnych lokalnych interesów osłabia mechanizmy integracji. A tu już łatwo o postawienie pytań o przyszłość euro, która nie zależy tylko od działań Europejskiego Banku Centralnego, ale aktywności lokalnych polityków (zresztą Mario Draghi coraz częściej o tym wspomina na konferencjach prasowych, zachęcając rządy do wdrożenia działań mających na celu pobudzenie gospodarki). O to może być jednak trudno, jeżeli spadnie wiara w konieczność europejskiej integracji. Tymczasem szybki wgląd w sondaże polityczne dla poszczególnych krajów pokazuje rosnące znaczenie populistów, co sprawia, że dotychczasowy establishment, czy tego chce, czy nie chce, zdaje się być zmuszony adaptować elementy ich programu aby utrzymać się przy władzy (w taką pułapkę wpadł premier David Cameron obiecując zwolennikom partii UKIP przeprowadzenie referendum ws. Brexitu, którego skutki Wielka Brytania będzie dopiero szacować).

Trzecim obszarem globalnych ryzyk, poza Bliskim Wschodem i Unią Europejską, są Chiny. I nie chodzi tu wcale o tłący się po cichu potencjalny konflikt o dominację na Morzu Południowochińskim, a bardziej o powracające regularnie obawy związane z faktycznym stanem tamtejszej gospodarki. Teoretycznie działania podjęte przez władze, a mające na celu wzmocnienie znaczenia klasy średniej i popytu wewnętrznego są słuszne, ale publikowane dane budzą wątpliwości. Zwłaszcza, jeżeli chodzi o skalę udzielonych kredytów w tamtejszej gospodarce. Spora część z nich może okazać się niespłacalna, a skala problemu ogromna, o czym niedawno raportował prestiżowy Bank Rozliczeń Międzynarodowych (BIS). Władzom udaje się jednak zamykać „potencjalne ryzyka pod dywan”. Problem w tym, że być może wystarczy impuls do tego, aby takowe ujrzały światło dzienne.

Reasumując, w perspektywie najbliższych miesięcy można wskazać kilka obszarów ryzyka, chociaż prawdopodobieństwo ich nagłej eskalacji nie wydaje się być znaczące.

3. Sektor bankowy, a polityka banków centralnych

W ostatnich miesiącach odżyły obawy o to, na ile nazbyt luźna polityka monetarna prowadzona przez niektóre banki centralne (nie dotyczy to FED-u, a amerykańskie instytucje finansowe są obecnie mocniejsze od swoich zagranicznych konkurentów) odbije się na kondycji sektora bankowego. Drażliwym tematem są zwłaszcza ujemne stopy procentowe – temat istotny zwłaszcza dla strefy euro (stopa depozytowa -0,4 proc.), oraz Japonii (główna stopa benchmarkowa -0,1 proc.) i Szwajcarii (środek stawki LIBOR 3M to -0,75 proc.) – które ograniczają zyski banków. Dlatego też w ostatnich tygodniach decydenci coraz rzadziej wspominali o konieczności ich dalszego cięcia, a Bank Japonii na wrześniowym posiedzeniu przyjął tzw. program kontroli krzywej rentowności, który sprowadza się do tego, że BOJ będzie teraz bardziej



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

elastyczny w zakupach obligacji, po to, aby ograniczyć spadki rentowności na długim końcu krzywej. Powszechnie uznaje się to za ukłon w stronę banków, ale i też sygnał pewnego „przesilenia” w działaniach banków centralnych. Czy na podobny ruch zdecyduje się też Europejski Bank Centralny? Powszechnie oczekuje się, że na grudniowym posiedzeniu zostanie podjęta decyzja o wydłużeniu w czasie obecnego programu skupu aktywów wartego 80 mld EUR miesięcznie, który kończy się w marcu 2017 r. Wraz z nią ECB najpewniej zaproponuje też techniczne zmiany w funkcjonowaniu programu, które mogą zmierzać do tego, że będzie on bardziej „elastyczny”. Pytanie, jednak czy uwagi członków ECB nie zaprzątnie kondycja sektora bankowego – tu niewrażliwym obszarem są Niemcy, oraz Włochy. W czerwcowym raporcie Międzynarodowy Fundusz Walutowy przyznał, że Deutsche Bank stanowi największy czynnik ryzyka dla globalnego systemu finansowego. Tymczasem problemy tej instytucji rosną (kara w wysokości 14 mld USD nałożona przez Departament Sprawiedliwości USA za nadużycia przy udzielaniu kredytów hipotecznych – chociaż według rynkowych plotek może zostać zredukowana), co sprawia, że raczej nie obejdzie się bez częściowej nacjonalizacji tego banku. Pytanie tylko, do jakiego momentu będą czekać decydenci, zanim zdecydują się na takie posunięcie. Przełomową datą mogą być **wyniki DB za III kwartał, jakie zostaną opublikowane 27 października**. Na razie niemiecka kanclerz Merkel, oraz przedstawiciele Europejskiego Banku Centralnego ucinają spekulacje (co jest po części słuszne, ale z drugiej strony może tylko nasilać nerwowość i mnożyć niepotrzebne plotki).

Reasumując. Niewykluczone, że banki centralne doszły już do szczytu swoich możliwości w temacie luzowania polityki (choć nikt tego otwarcie nie powie, gdyż mogłoby to zaważyć na wiarygodności) i będą próbować odbijać piłeczkę w stronę rządów, aby te podjęły dodatkowe działania zmierzające do ożywienia gospodarki. Odpowiedzialność polityków za pewne sprawy bywa jednak dyskusyjna, stąd raczej nie będzie to stabilizatorem dla rynków finansowych. Niemniej w najbliższym czasie uwagę mogą przyciągać problemy sektora bankowego, zwłaszcza, że raczej nie zostaną załatwione szybko. To może negatywnie ważyć na rynkowych nastrojach w najbliższych tygodniach utrzymując wyższą, globalną awersję do ryzyka.

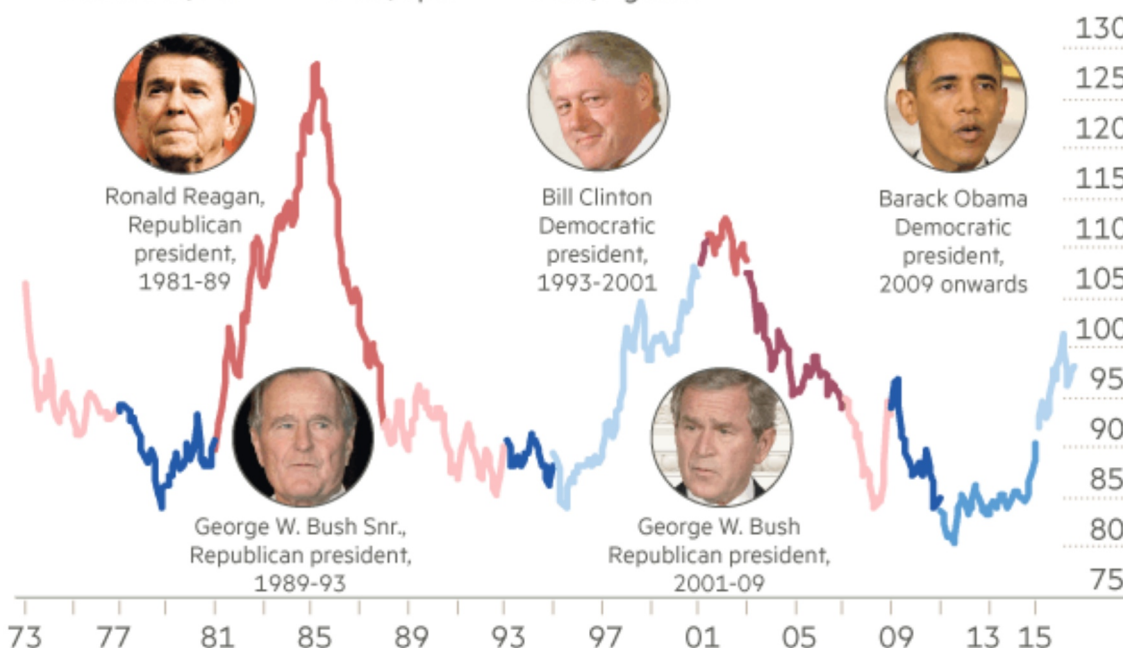
Scenariusze rynkowe Clinton vs Trump

W kontekście nadchodzących wyborów jedno można stwierdzić – **zmiennosc na rynkach wzrośnie i to niewykluczone, że jeszcze przed 8 listopada**. Inwestorzy po prostu nie będą pewni, kto ostatecznie zasiądzie w Białym Domu. Wpływ mieć będzie też ogólna sytuacja rynkowa (problemy sektora bankowego w Europie, obawy związane z możliwością podwyżki stóp przez FED w grudniu). Preferowanym scenariuszem

Real Effective Exchange Rate of the US dollar

President/House and Senate

— Republican/For — Rep/Split — Rep/Against
— Democrat/For — Dem/Split — Dem/Against



WYKRES_08

*Zachowanie się
US Dollar Index,
a amerykańscy
prezydenci
i ich relacje
z Kongresem*

źródło: Financial Times,
Societe Generale



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

jest wygrana Clinton, ale najpewniej pojawi się strach przed Trumpem, który dla rynków oznacza niepewność ze względu na swoje, chociaż nieraz sprzeczne ze sobą, poglądy. Niemniej tak, jak wspominaliśmy wcześniej, warto będzie zestawić wynik wyborów prezydenckim z nowym rozdaniem, jakie wypadnie w Kongresie. **Ostatecznie, zatem ewentualne rządy Trumpa mogą okazać się bardziej „mainstreamowe”, niż się tego powszechnie oczekuje.** Zwłaszcza w kwestii polityki międzynarodowej, którą nie będzie mu łatwo zmienić bez znalezienia wsparcia w Kongresie (traktaty handlowe, uznanie Chin za tzw. manipulatora walutowego, co mogłoby być wstępem do zaostrzenia wzajemnych relacji, zmiana podejścia wobec roli NATO itd.). Niewykluczone zatem, że w takiej sytuacji administracja Trumpa będzie szukać większego kompromisu w kwestiach krajowych, takich jak obniżki podatków, czy też cięcia sztywnych wydatków w budżecie (tzw. Trump's Penny Plan), które być może i tak nie zostaną w pełni zrealizowane. Wydaje się, że trudno będzie chociażby wdrożyć pomysły wymuszające na amerykańskich koncernach globalnych skoncentrowanie większej części działalności w kraju. Ale oczywiście, czas pokaże...

Poniższa grafika próbuje nam udowodnić, że za rządów Republikanów dolar radził sobie gorzej, niż za Demokratów, oczywiście z wyłączeniem pierwszej dekady rządów Ronalda Reagana, kiedy to FED walcząc z inflacją zdecydował się na radykalne podwyżki stóp procentowych. **Próbka badań jest jednak zbyt mała, aby móc na tej bazie stawiać wnioski, jaka będzie kadencja Clinton, czy też Trumpa.**

W punktach poniżej zgrupowaliśmy nasze opinie, co mogłoby się stać z relacjami dolara względem wybranych walut w przypadku wygranej konkretnego kandydata i jakie argumenty towarzyszyłyby danemu scenariuszowi. Zdajemy sobie sprawę z tego, że **liczba czynników wpływających na kurs walutowy jest w zasadzie nieskończona**, łącznie z aspektami analizy technicznej, czy też rynkowej psychologii, niemniej mamy nadzieję, że będzie to wypadkowa do dalszych Państwa przemysłów i budowaniu rynkowych strategii.

HILLARY CLINTON

INDEKS DOLARA (FUSD, BOSSAUSD)

Jest faworytką sondaży, więc jej wygrana w zasadzie wiele nie wniesie do układu rynku, który skupi się na bieżących aspektach. Tymczasem ostatnie wyżki dolara sprawiły, że grudniowa podwyżka stóp może być już w cenie, tymczasem rynek nie jest pewien o skalę ruchów w 2017 r. Wsparciem dla dolara mogą być, zatem ewentualny wzrost globalnej awersji do ryzyka. Inaczej dolar będzie raczej szukał swojego szczytu, który może zostać ustanowiony jeszcze przed grudniową decyzją FED.

USD vs EUR

Cieniem na pozycji euro mogą kłaść się problemy europejskich banków (27 października, a więc na 11 dni przed wyborami mamy w USA wyniki Deutsche Banku), chociaż trudno ocenić, na ile ten temat może być rzeczywiście znaczący. Zwłaszcza, że dzięki relatywnie lepszym danym ze sfery makro w ostatnim czasie, mogą narastać spekulacje związane z ograniczeniem miesięcznej skali zakupów w ramach programu QE, po tym jak najprawdopodobniej na posiedzeniu ECB w grudniu podjęta zostanie decyzja dotycząca jego wydłużenia do końca 2017 r. To za kilka tygodni może zacząć wyraźniej wspierać euro.

USD vs GBP

Według ostatnich informacji formalny proces negocjacji dotyczących Brexitu rozpocznie się już w I kwartale przyszłego roku. Na rynku utrzymują się obawy związane z tzw. „hard Brexit”, co wiąże się z możliwym brakiem determinacji rządu Theresy May do walki za wszelką cenę o utrzymanie pełnego dostępu do unijnego rynku. To będzie rodzić niepewność dla biznesu (planowanie inwestycji) i uderzać w gospodarkę. Niemniej funt został już mocno przeceniony, a decyzja o tym, że to parlament ma formalnie rozpocząć negocjacje z Unią Europejską, może zmniejszyć ryzyko rzeczywistego wystąpienia „hard Brexit”. Funt może mieć więcej powodów do odbicia.

USD vs JPY

Rynek jest podzielony, co do oceny ostatnich działań Banku Japonii, który zamiast zdecydować się na dodatkowe luzowanie, wprowadził tzw. program kontroli krzywej dochodowości. Może być to sygnał, że sytuacja wewnątrz BOJ robi się patowa i trudno będzie liczyć na to, że Bank zdecyduje się w najbliższych miesiącach na zwiększenie skali luzowania. Może to wspierać notowania jena.

USD vs CHF

Narodowy Bank Szwajcarii pojawiał się na rynku w sytuacji, kiedy frank był nazbyt silny (casus interwencji z 24 czerwca b.r. po wynikach brytyjskiego referendum). To ucina temat pojawienia się większego umocnienia franka, nawet gdyby doszło do wzrostu globalnej awersji do ryzyka.



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

USD vs AUD

RBA z nowym prezesem Philip'em Lowe wydaje się przyjmować politykę wait&see, chociaż jednocześnie wyraźniej ucina dyskusje nt. ewentualnej obniżki stóp procentowych. W efekcie oczekiwania, co do takiego ruchu w najbliższych miesiącach zmały, a AUD umocnił swoją pozycję na głównych układach. To mogłoby się zmienić w sytuacji wzrostu globalnego ryzyka, zwłaszcza obaw związanych z perspektywami dla chińskiej gospodarki. Na razie jednak te są wciąż tonowane, gdyż dane makroekonomiczne z Państwa Środka nie dają ku temu mocnych pretekstów.

USD vs NZD

Najbliższe posiedzenie RBNZ zaplanowano na 10 listopada. Po bardziej „gotębim” niż oczekiwano przekazie na wrześniowym spotkaniu prawdopodobieństwo cięcia stóp wzrosło, co teoretycznie może negatywnie ważyć na notowaniach dolara nowozelandzkiego. Problem w tym, że ruch ten może być już w dużej mierze zdyskontowany, a rynek może zakładać, że RBNZ nie będzie się nadmiernie spieszyć z kolejnymi cięciami, co może pomagać notowaniom NZD.

USD vs CAD

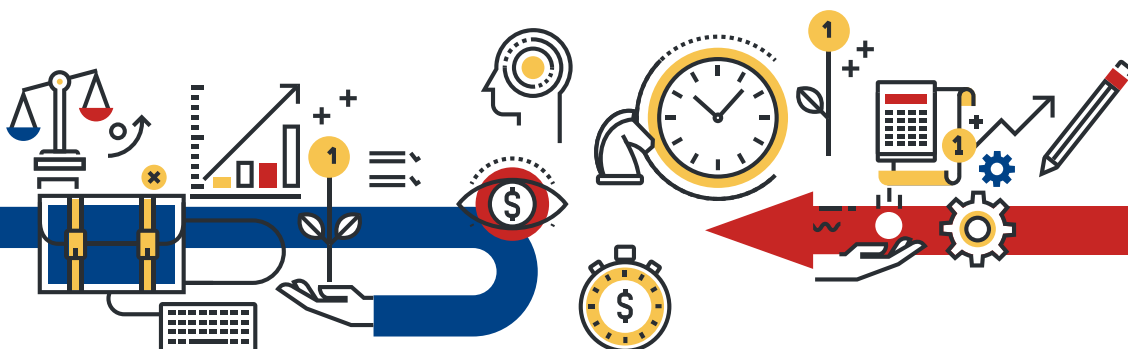
W ostatnich tygodniach dolar kanadyjski odrabiał wcześniejsze straty, będące wynikiem nasilenia się obaw, co do strukturalnej słabości tamtejszej gospodarki, której nie pomaga zbyt mało program stymulacyjny zainicjowany przez premiera Trudeau'u. Powodem do odbicia CAD była drożająca ropa naftowa, ale i też malejące szanse na wybór Trumpa. Wygrana Clinton może przynieść reakcję – kupuj plotki, sprzedaj fakty. Reakcja ta może być ograniczona w sytuacji, kiedy utrzyma się korzystna tendencja na rynku ropy.

USD vs MXN

Peso w ostatnich tygodniach było barometrem amerykańskich wyborów. W ostatnich tygodniach, kiedy sytuacja zaczęła się klarować na korzyść Clinton, wyraźnie odrabiało straty. Pomogła w tym też decyzja tamtejszego banku centralnego, który w końcu września podniósł stopy procentowe o 50 p.b. do 4,75 proc. i nie wykluczył dalszych posunięć w kolejnych miesiącach. Teoretycznie MXN może zareagować na wygraną Clinton na zasadzie kupuj plotki, sprzedaj fakty i się ostatecznie. Niemniej w średniej perspektywie istotna może okazać się retoryka, jaką przyjmie wspomniany bank centralny (Banxico) – to teoretycznie może sprzyjać peso, o ile nie pojawią się jakieś nieoczekiwane czynniki mogące wpłynąć na wzrost poziomu globalnego ryzyka.

USD vs PLN

Ostatni czas nie był dobry dla złotego, któremu szkodziły obawy związane z posunięciami banków centralnych – zwłaszcza FED (podwyżka stóp procentowych w grudniu), ale i też ECB (pojawiające się niepotwierdzone spekulacje dotyczące możliwego początku redukcji programu QE za kilka miesięcy). Wpływ miały też obawy dotyczące sytuacji w kraju – związane z tempem wzrostu gospodarki, ale i też populistycznych działań rządu (spodziewane cofnięcie wieku emerytalnego w listopadzie), które jeżeli podsumujemy sprowadzały się do ryzyka naruszenia dyscypliny fiskalnej, na co zwyczajowo są uczulone agencje ratingowe. Decyzję Standard&Poor's dotyczącą oceny naszego kraju poznamy w grudniu, a Moody's planowo ma zająć się tym w styczniu. Teoretycznie ryzyko zmian nie jest duże, ale negatywny klimat może się utrzymywać. W efekcie szanse na odreagowanie złotego mogą nie być zbyt duże. Chociaż warto zaznaczyć, że plusem w przypadku naszej waluty są wysokie, realne stopy procentowe na tle regionu.





Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

DONALD TRUMP

INDEKS DOLARA (FUSD, BOSSA USD)

Jego wygrana będzie dużym zaskoczeniem, zwłaszcza, jeżeli sondaże aż do samych wyborów będą faworyzować Clinton. W efekcie można będzie **wyobrazić sobie skokowe umocnienie się dolara** (z wyjątkiem relacji do franka i jena) na fali silnej awersji do ryzyka na globalnych rynkach, zwłaszcza wycofywania środków z emerging markets. Niemniej później sytuacja może się relatywnie szybko stabilizować. Wiele będzie zależeć od tego, jaką pozycję będą mieć Republikanie w Kongresie. Niemniej po wspomnianym silnym skoku w górę, amerykańska waluta może zacząć wyraźniej tanieć (choć z wyjątkami: AUD, NZD i PLN), gdyż pojawią się obawy, że wybór Trumpa może zniechęcić FED do forsowania podwyżek stóp procentowych (niepewność w gospodarce). Potrzeba będzie nieco czasu, zanim rynki dojdą do wniosku, że prezydentura Trumpa nie jest nadmiernym zagrożeniem dla amerykańskiej gospodarki. Być może przełomem będą dopiero pierwsze tygodnie po oficjalnym zaprzysiężeniu nowego prezydenta w drugiej połowie stycznia i pierwszych posunięciach jego administracji (kluczowe będzie na jakie nazwiska postawi Trump).

USD vs EUR

Zwycięstwo Trumpa spowoduje, że rynki zaczną zwracać większą uwagę na sytuację polityczną w Europie, gdzie można by oczekiwać podobnego wzrostu znaczenia kandydatów bądź partii antysystemowych. Tymczasem na 4 grudnia zaplanowano referendum konstytucyjne we Włoszech (teoretycznie mało ważne, bo premier Renzi wycofał już swoje wcześniejsze groźby, że poda się do dymisji, jeżeli będzie przegrane), które inwestorzy zaczną wiązać z trudną sytuacją we włoskich bankach (co będzie przejawskrawiane), w kontekście utrzymujących się problemów niemieckiego Deutsche Banku. Częściej będzie się też wskazywać na polityczne ryzyka w temacie wyborów zaplanowanych na 2017 r. w Niemczech i Francji (inwestorzy zaczną się obawiać, że sondaże polityczne pokazują niemiernorodne wyniki). Pojawią się opinie sugerujące większą przecenę euro – **może dojść do przereagowania ruchu dolara, gdyż spekulacje wokół możliwych działań ECB wokół programu QE za kilka miesięcy nie będą działać na niekorzyść wspólnej waluty, a wręcz odwrotnie.**

USD vs GBP

Obawy związane z „hard Brexit”, które ostatnio najbardziej ważą na notowaniach funta teoretycznie mogą się nasilić, gdyż inwestorzy będą oceniać, że Bruksela usztywni stanowisko w negocjacjach z Londynem, które rozpoczną się w I kwartale 2017 r. Urzędnicy będą obawiać się, że nadmierne preferencje dla Wielkiej Brytanii mogą w dłuższym horyzoncie prowadzić do dalszej dezintegracji Wspólnoty. Niemniej i tu **może dojść do przereagowania ruchu dolara, funt w ostatnich tygodniach już mocno potaniał.**

USD vs JPY

W sytuacjach kryzysowych jen to wyjątek od reguły w relacjach większości walut z amerykańskim dolarem – dobrze to pokazuje chociażby casus z jesieni 2008 r. (panika na rynkach po upadku Lehman Brothers). Tymczasem wygrana Trumpa będzie dużym szokiem dla rynków, który doprowadzi do wyraźnego odpływu kapitałów do tzw. bezpiecznych przystani, do których zalicza się jen. Z kolei Bank Japonii ma małe możliwości, aby zaradzić umocnieniu się JPY.

USD vs CHF

Kluczowe pytanie brzmi – na ile aktywny będzie Narodowy Bank Szwajcarii, który już 24 czerwca pokazał, że uważnie monitoruje rynek i nie waha się bronić kursu CHF przed nadmiernym umocnieniem, jeżeli zajdzie taka potrzeba (wtedy mieliśmy skokowy wzrost awersji do ryzyka po publikacji wyników brytyjskiego referendum). Reasumując – **spadek USD/CHF może być krótkotrwały i ograniczony.** Tu rynek może najszybciej powrócić do wcześniejszego punktu równowagi.

USD vs AUD

AUD to waluta dość wrażliwa na niekorzystne informacje z Chin. Rynki będą obawiać się, że działania Trumpa mogą uruchomić niekorzystne procesy gospodarcze w Państwie Środka – dlatego też istotne będzie to, jaki będzie nowy układ sił w Kongresie. Niewykluczone, że Trump ostatecznie nie zrealizuje swoich groźb wobec Chin, ale nie zmienia to faktu, że negatywna presja na AUD może utrzymać się przez kilka tygodni po pierwszej fali przeceny.



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek walutowy

Marek Rogalski, Główny Analityk Walutowy DM BOŚ S.A.

USD vs NZD

Związki NZD z sytuacją w Chinach są mniejsze, niż w przypadku AUD, ale negatywny sentyment udzieliłby się także i tej walucie. Trudno ocenić na ile RBNZ zdecyduje się na dalsze cięcia stóp procentowych po 10 listopada, ale niezależnie od tego decydenci mogą chcieć wykorzystać globalną sytuację do wywarcia większej presji spadkowej na NZD, który ich zdaniem jest za drogi.

USD vs CAD

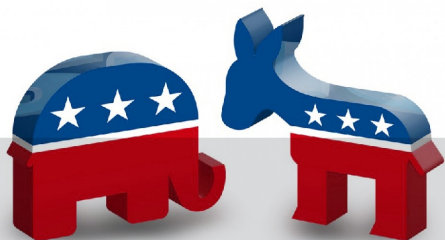
Inwestorzy będą mieć w pamięci zapowiedzi renegocjacji traktatów handlowych przez USA z kampanii wyborczej Trumpa, stąd też jego wygrana może doprowadzić do skokowego osłabienia się CAD. Niewykluczone, że dojdzie do **przereagowania**, gdyż ostatecznie nowa administracja będzie miała niewielkie pole do rzeczywistych zmian w traktacie NAFTA. Niemniej oczekiwania, że CAD zacznie szybko odrabiać straty raczej nie będą zasadne. Ciężać mogą obawy związane z polityką Banku Kanady w kontekście ostatnich słabych danych makro wskazujących na niską efektywność pakietu stymulacyjnego premiera Trudeau'u.

USD vs MXN

Większość zarzutów Trumpa wobec Meksyku to czysta populistyczna gra na potrzeby kampanii wyborczej – jak chociażby zapowiedzi wymuszenia sfinansowania budowy muru na całej granicy z USA. Analogicznie można podejść do zarzutów związanych z umowami handlowymi, oraz dotyczącymi wzajemnego opodatkowania. Niemniej to wystarczy do tego, aby rynek zareagował dość emocjonalnie na wybór Trumpa prowadząc do **nadmiernego osłabienia** się MXN. Nie można wykluczyć, że wtedy wkroczyłby do akcji Banxico decydując się chociażby na skokowe podwyższenie poziomu stóp procentowych. To mogłoby ustabilizować MXN na niskich poziomach, ale raczej nie odwróciłoby niekorzystnego trendu (tu szkodzić będą czynniki globalne, jak chociażby obawy związane z kondycją europejskich banków, czy też perspektyw dla chińskiej gospodarki).

USD vs PLN

Wygrana Trumpa spowoduje wyraźnie osłabienie się walut z grupy EM za sprawą wzrostu globalnej awersji do ryzyka. Niemniej inwestorzy szybko mogą dojść do wniosku, że wynikająca z tego tytułu **słabość złotego jest nadmierna**. Jeżeli dane makroekonomiczne będą potwierdzać, że trzeci i czwarty kwartał będą lepsze dla gospodarki, a Rada Polityki Pieniężnej będzie twardo ucinąć jakiegokolwiek dyskusje nt. cięcia stóp, to złoty będzie próbować szybko odrabiać straty. Niemniej pole do umocnienia się złotego nie będzie nazbyt duże – negatywny sentyment wokół EM może utrzymać się na dłużej za sprawą obaw o sytuację europejskich banków, kondycję chińskiej gospodarki, czy też działania FED.





Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek giełdowy

Łukasz Bugaj, CFA, Analityk DM BOŚ S.A.

1. Co mówi historia?

Badanie wpływu wyborów prezydenckich na rynek kapitałowy z historycznego punktu widzenia nie wydaje się zbyt trudne z trzech głównych powodów. Po pierwsze, dysponujemy relatywnie długimi szeregami czasowymi dla głównych indeksów, a najbardziej popularny indeks S&P500, mimo nieco krótszej historii od pozostałych, został przeliczony dla lat wstecznych. Po drugie, wybory odbywają się z przewidywalną regularnością i mają miejsce raz na cztery lata, zawsze na początku listopada. Sama data nie jest stała, gdyż dniem wyborczym jest wtorek następujący po pierwszym poniedziałku w miesiącu. Oznacza to, że najwcześniej wybory mogą się odbyć 2 listopada, a najpóźniej 8 dnia miesiąca. Taka regularność ułatwia badania statystyczne z trzeciego ważnego powodu. Otóż na parkietach giełdowych od lat zaobserwować można powtarzającą się sezonowość, która powoduje, że jedne okresy z reguły wypadają dla inwestorów korzystnie, a inne częściej prowadzą do strat niż wzrostów. Oznacza to, że zachowanie rynku w okresie wyborczym można porównać do historycznej średniej i wyciągnąć wnioski z zaobserwowanych różnic.

Zachowanie indeksu S&P500 w latach 1920-2015

		Zmiana przed wyborami		Zmiana po wyborach		Ilość obserwacji
		3 miesiące	1 miesiąc	1 miesiąc	3 miesiące	
Wszystkie lata wyborcze	Średnia	1,94%	1,75%	-0,71%	1,14%	24
	Mediana	2,86%	1,43%	-0,26%	3,48%	
	Odsetek dodatnich zmian	67%	67%	50%	58%	
Wygrana kandydata dotychczasowego obozu	Średnia	4,72%	2,18%	0,04%	3,47%	14
	Mediana	3,58%	2,03%	-0,26%	4,60%	
	Odsetek dodatnich zmian	93%	79%	50%	79%	
Przegrana kandydata dotychczasowego obozu	Średnia	-1,95%	1,15%	-1,76%	-2,13%	10
	Mediana	-1,49%	0,04%	0,47%	-1,34%	
	Odsetek dodatnich zmian	30%	50%	50%	30%	
Utrzymanie stanowiska przez Demokratów	Średnia	5,34%	2,01%	-2,07%	1,13%	7
	Mediana	3,76%	1,54%	-1,01%	4,14%	
	Odsetek dodatnich zmian	100%	86%	29%	71%	
Utrzymanie stanowiska przez Republikanów	Średnia	2,28%	-0,08%	-0,03%	-1,86%	5
	Mediana	5,07%	-0,57%	4,11%	-1,65%	
	Odsetek dodatnich zmian	60%	40%	60%	20%	
Pozostałe lata bez wyborów	Średnia	0,32%	0,89%	0,57%	2,97%	72
	Mediana	1,87%	1,69%	1,59%	4,69%	
	Odsetek dodatnich zmian	63%	64%	65%	69%	

źródło: opracowanie własne

Badając wpływ wyborów na rynek kapitałowy prześledziliśmy historię głosowań począwszy od 1920 roku aż do poprzednich wyborów sprzed czterech lat. Wybór takiej próby jest pochodną dwóch czynników. Jednym jest chęć skupienia się na aktualnie najbardziej popularnym indeksie S&P500, którego pierwsze wersje pojawiły się w latach dwudziestych ubiegłego wieku. Średnia ta mierzy zmiany cen akcji 500 największych amerykańskich podmiotów, których kapitalizacja odpowiada 80 proc. całego rynku. Drugim powodem jest fakt historycznego znaczenia wyborów z 1920 roku. Otóż były to pierwsze wybory, w których kobiety mogły głosować we wszystkich 48 stanach i drugie, w których kobiety mogły w ogóle oddać głos. Zmiany indeksu giełdowego mierzone były w czterech okresach czasowych. Dwa pierwsze tyczą się okresu przed wyborami i wskazują na tendencję obserwowaną na 3 miesiące i 1 miesiąc przed głosowaniem. Dwa kolejne określają zmiany w tych samych interwałach, ale po wyborach.

2. Rynek przed wyborami

Porównując zachowanie rynku w latach wyborczych z tym samym okresem w latach bez wyborów, rzuca się w oczy gorsze zachowanie w pierwszym miesiącu po głosowaniu. Generalnie okres listopada i początku grudnia jest pomyślny dla inwestorów, na co wskazuje dodatnia średnia i mediana zmian w latach bez wyborów. Zmienia się to w latach wyborczych w negatywne wskazania, wraz z którymi spada również



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek giełdowy

Łukasz Bugaj, CFA, Analityk DM BOŚ S.A.

odsetek dodatnich zmian w badanej próbie z 65 proc. do 50 proc.. W innych okresach nie widać podobnie istotnych zaburzeń historycznego wzorca. Analiza ta nieco się jednak zmienia, gdy zaczniemy w swoich obserwacjach uwzględniać wynik przeprowadzonych wyborów.

Dane historyczne potwierdzają ugruntowane prawdy o rynku. Historia dość dobrze potwierdza dwie znane charakterystyki rynku. Pierwsza wiąże się z próbą dyskontowania wyniku wyborów jeszcze przed ich miejscem, a druga wskazuje na niechęć wobec zmian. W przypadku wygranej partii rządzącej indeks S&P500 na trzy miesiące przed wyborami zachowuje się zdecydowanie silniej od historycznego wzorca i tym samym jest zaskakująco skuteczny we wskazaniu wyniku wyborów. **Tylko w jednym roku zdarzyło się, aby stopa zwrotu z indeksu S&P500 była ujemna w przypadku wygranej kandydata dotychczas rządzącego obozu.** Miało to miejsce w 1956 roku, kiedy na drugą kadencję został ponownie wybrany republikanin Dwight D. Eisenhower. Co interesujące, rynek dość szybko zrewidował swoje wcześniejsze zachowanie i na miesiąc przed tymi wyborami stopa zwrotu była już dodatnia i wynosiła 2,5 proc. Z drugiej strony **przegrana partii rządzącej tożsama była z zauważalnie słabszym zachowaniem rynku, który na trzy miesiące przed wyborami tracił w aż 70 proc. przypadków.** Odstępstwem od tej reguły były lata 1920, 1968 i 1980. Co ciekawe, we wszystkich tych okresach stopa zwrotu w ostatnim miesiącu przed wyborami była już ujemna, co oznacza, że rynek zrewidował swoją wcześniejszą, błędną ocenę.

3. Rynek po wyborach

W okresie powyborczym rynek w pierwszym miesiącu zachowuje się dość niejednoznacznie. Regułą jest jednak jego gorsza postawa od historycznego wzorca i to niezależnie od wyniku wyborów. Zmienia się to w późniejszym okresie, kiedy **wygrana partii rządzącej premiowana jest istotnymi zwyżkami, które zgodne są z historycznym wzorcem.** Oznacza to nie tyle radość z utrzymania stanowiska przez wcześniej rządzącą partię, a raczej powrót do wzrostowej tendencji, która z reguły jest obserwowana w grudniu i styczniu (nazywamy ją rajdem św. Mikołaja oraz efektem stycznia). **Gorzej wygląda obraz rynku w przypadku przegranej rządzącej partii. Tutaj okres przełomu roku nie jest pomyślny dla akcjonariuszy i w 70 proc. przypadków przynosi straty na średnim poziomie ponad 2 proc., co potwierdza spadająca o 1,3 proc. mediana.**

4. Co w przypadku sytuacji bliźniaczej do obecnej?

Skoncentrowanie się na latach o sytuacji podobnej do obecnej, czyli możliwości utrzymania się na stanowisku prezydenta z partii Demokratycznej bądź przejęcie władzy przez kandydata z partii Republikańskiej, co do zasady potwierdza powyższe wnioski, jednakże z pewnymi zastrzeżeniami. Otóż **przed wyborami rynek nieco później zaczyna dyskontować możliwość przegranej obecnie rządzącego obozu.** Tym samym straty kumulują się w ostatnim miesiącu przed wyborami. Z kolei zachowanie parkietu po wyborach, choć zgodne z opisaną wyżej charakterystyką w dłuższym trzymiesięcznym okresie, **to w krótszym jednomiesięcznym rynek zachowuje się słabiej po wygranej kandydata Demokratów.** Z kolei zwycięstwo Republikanina prowadzi do niejednoznacznych wniosków, na co wskazują diametralne różnice po stronie średniej i mediany.

5. Wnioski

Z przedstawionych powyżej danych wyłania się obraz, który potwierdza kojarzone z rynkiem zachowania. Oznacza to, że inwestorzy najpierw starają się dyskontować możliwy wynik wyborów i nieźle im to wychodzi. Z kolei w pierwszym miesiącu po wyborach zachowanie rynku jest trudne do przewidzenia, poza powtarzającym się schematem gorszej postawy w relacji do historycznego wzorca. Z kolei ewentualny rajd św. Mikołaja bądź efekt stycznia zależy już od wyniku wyborów, gdzie brak zmian partii rządzącej prowadzi do powrotu „business as usual”, a zmiana na stanowisku prezydenta, rodząc niepewność, premiuje spadki.

6. Jak będzie w tym roku?

Odnosząc te dane do obecnej sytuacji stwierdzić trzeba, że okres przedwyborczy odcisnie swoje piętno na rynku, który starać się będzie oceniać szanse poszczególnych kandydatów na wygraną. Każde przechylenie szali prawdopodobieństwa wygranej na stronę Donalda Trumpa powinno prowadzić do spadków, a rosnące szanse Hillary Clinton spotkają się z odwrotną reakcją. Z kolei reakcja na wynik wyborów, choć zapewne doprowadzi do dużej zmienności na samym początku, może okazać się nietrwała (zarówno w przypadku spadków towarzyszących wygranej Trumpa, jak i wzrostów w wyniku zwycięstwa Clinton). Dopiero po pierwszym niepewnym miesiącu rynek albo wróci do swojego normalnego zachowania (w przypadku wygranej Clinton) bądź czekać nas będzie słabszy niż zwykle grudzień i początek nowego roku na fali niepewności, z którą wiązać się będą rządy Donalda Trumpa. Pamiętać przy tym jednak trzeba, że powyższe wskazania nie uwzględniają innych czynników mogących zaburzyć wzorzec wynikający z historii. Przykładowo wskazać można na głośne ostatnio problemy europejskich banków, na czele z Deutsche Bankiem.



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek giełdowy

Łukasz Bugaj, CFA, Analityk DM BOŚ S.A.

7. Ocena kandydatów z punktu widzenia rynku kapitałowego

Najwięcej uwagi skupia na sobie kontrowersyjna kandydatura miliardera, która na rynku spotyka się trzema różnymi postawami:

1. *Najczęstszą związaną z przerażeniem*
2. *Obawą, ale z zastrzeżeniem, że Kongres uniemożliwi wcielenie w życie kontrowersyjnych zmian*
3. *Neutralną z możliwością pozytywnego zaskoczenia, z jakim wiązała się prezydentura Ronalda Reagana*

Z pewnością przeważają negatywne opinie, które bazują na populistycznych wypowiedziach kandydata Republikanów związanych z imigracją, chęcią renegotjowania umów handlowych czy relacji militarnych w ramach NATO. Ponadto chęć zwiększenia wydatków nie bilansuje się z jednoczesną chęcią obniżenia podatków, co wprowadza napięcia w polityce fiskalnej. Z drugiej jednak strony wybrane propozycje Hillary Clinton również trudno jest oceniać pozytywnie. Chęć zwiększenia opodatkowania osób najbogatszych do pewnego stopnia przypomina przedwyborczą retorykę obecnego prezydenta Francji, którego trudno jest posądzać o skuteczność we wprowadzaniu swoich postulatów, nie mówiąc już o ich efektywności. Ponadto w ostatnim czasie stanowisko kandydatki Demokratów względem relacji handlowych z innymi krajami stało się bardziej protekcyjnoistyczne. Warto przypomnieć zmianę jej stanowiska względem głośnej umowy TTIP. Tym samym **nie można powiedzieć, że protekcyjność jest cechą charakterystyczną wyłącznie dla Donalda Trumpa**. Wydaje się, że niezależnie od wyniku wyborów spodziewać się będzie można mniejszych bądź większych ograniczeń w polityce handlowej. Jest to trend obserwowany na całym świecie, gdzie globalizacja znalazła się na cenzurowanym. Dobrym tego przykładem jest wspomniana już umowa TTIP, która stała się niechcianym dzieckiem po obu stronach Atlantyku. W tą tendencję wpisują się najnowsze prognozy Światowej Organizacji Handlu, która obcięła swoje oczekiwania co do tegorocznej globalnej wymiany handlowej i spodziewa się, że wzrośnie ona o zaledwie 1,7 proc., podczas gdy jeszcze w kwietniu oczekiwała wzrostu o 2,8 proc.. Tym samym po raz pierwszy od piętnastu lat wzrost globalnego handlu będzie mniejszy niż światowy wzrost gospodarczy.

Kolejnym **wspólnym wątkiem obu kandydatów jest chęć zwiększenia wydatków rządowych**. Wiele w USA mówi się o potrzebie obudowy starzejącej się infrastruktury, co premiować powinno firmy z sektora budowlanego. Chęć zwiększenia wydatków budżetowych wpisuje się w narrację wielu ekonomistów sugerujących, że wyczerpywanie się możliwości jakie daje polityka monetarna głównych banków centralnych, powinno prowadzić do zwiększenia roli polityki fiskalnej, która tym samym może przejąć pałeczkę jako główny koń pociągowy polityki makroekonomicznej. Z drugiej jednak strony ponad połowa amerykańskiego budżetu idzie na wydatki społeczne i związane ze służbą zdrowia. Ponadto oczekuje się, że to właśnie ta część budżetu będzie najszybciej się rozrastała w najbliższej dekadzie. Z punktu widzenia wzrostu gospodarczego oraz w konsekwencji rynku akcji jest to negatywna wiadomość, **gdyż w programach obu kandydatów brakuje rozwiązania problemu rosnących kosztów ubezpieczeń społecznych**.

Duże różnice dotyczą polityki podatkowej. W tym względzie **bardziej prorynkowy jest program Donalda Trumpa, których chce rozkręcić koniunkturę obniżką podatków i podaje nawet cel dla wzrostu PKB równy 3,5 proc.** Do pewnego stopnia przypomina to propozycje Reagana, który działał jednak w wyjątkowej konstelacji, w której Republikanie zdobyli pełnię władzy również w Kongresie i mogli bez większych przeszkód wprowadzać swoje propozycje. Powtórka tego scenariusza wydaje się obecnie mało prawdopodobna. Pokazuje to jednak, iż nie można z góry zakładać, że potencjalna prezydentura Trumpa wiąże się z samymi negatywami. Z pewnością istnieje pole do pozytywnych zaskoczeń, choć strukturalne problemy gospodarki USA (niska stopa inwestycji oraz niewielki wzrost produktywności pracy) są na tyle duże, że nawet potencjalnie idealnemu kandydatowi ciężko byłoby je poprawnie zaadresować.

Głównym atutem Hillary Clinton jest jej przynależność do politycznego establishmentu, co oznacza mniej znaków zapytania niż ma to miejsce w przypadku nieprzewidywalnego Trumpa. Na tym jednak kończą się jej zalety. Szczególnie polityka zwiększenia opodatkowania w połączeniu z możliwością obłożenia daniną transakcji HFT czy krótkoterminowych zysków z aktywów niesie ze sobą ryzyka na poziomie wzrostu gospodarczego, jak i czystego odbioru ze strony rynku finansowego. **W tym kontekście trudno odmówić zasadności porównania obydwu kandydatów do wyboru pomiędzy dżumą a cholera. Hillary Clinton jest mocna jedynie słabością Donalda Trumpa, a ten jest wielką zagadką i jednocześnie ucieleśnieniem trendu do populizmu, który obserwowany jest na całym świecie.**

8. Wybory prezydenckie w USA a GPW

Wpływ wyborów na rynek w Polsce będzie czystą pochodną globalnych nastrojów, z tym jednak zastrzeżeniem, że Donald Trump z uwagi na swoje bardziej protekcyjnoistyczne nastawienie jest mniej korzystnie odbierany w spektrum rynków wschodzących. Wygrana kandydata Republikanów powinna więc prowadzić do sprzedaży akcji przez fundusze operujące w krajach rozwijających się. Negatywnym echem odbije się to na GPW, z tym jednak zastrzeżeniem, że dłuższych spadków spodziewać się nie należy. Wynika to z faktu, że inwestorzy zagraniczni już od maja 2015 wychodzą z polskiego rynku i większość posiada niewielką ekspozycję na nasz kraj. Większe potencjalne zagrożenie dotyczyć może spółek średnich, co jest pochodną dwóch czynników. Pierwszy to fakt, iż korelacja indeksu mWIG40 z globalnymi nastrojami jest w ostatnim czasie zdecydowanie większa niż ma to miejsce w przypadku blue chipów zgromadzonych w indeksie WIG20. Drugą kwestią jest fakt pojawiania się inwestorów zagranicznych w akcjonariacie średnich spółek, którzy zniechęceni słabą postawą blue chipów zwiększyli swoją ekspozycję na krajowe mid-cap'y.



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek surowcowy

Dorota Sierakowska, Analityk Surowcowy DM BOŚ S.A.

1. Polityka a ceny surowców

Kwestie polityczne od zawsze odgrywały znaczącą rolę na rynkach surowcowych – zresztą, była to zależność obustronna, ponieważ surowce często były ważnym elementem rozgrywek politycznych, zarówno na szczeblu międzynarodowym, jak i lokalnym. Różnicowanie poziomów celi, wprowadzanie czy znoszenie embarga, ustalanie kontyngentów na eksport i import surowców – te działania nierzadko wpływają na ceny towarów na globalnym rynku. Z kolei wewnętrzne dołaty dla producentów danego surowca, podatki od wydobycia, itp. bywają ważnym elementem walki politycznej o władzę w danym kraju.

Niemniej, zmiany na scenie politycznej w Stanach Zjednoczonych na ogół nie miały istotnego wpływu na ceny surowców. Wybory prezydenckie w USA przekładały się w pewnym stopniu na sytuację na rynkach finansowych, jednak dotyczyło to bardziej rynków akcji oraz walut, które wpływały jedynie pośrednio na sytuację na rynkach towarowych.

Zachowanie kursu złota w latach 1968-2015

		Zmiana przed wyborami		Zmiana po wyborach		Ilość obserwacji
		3 miesiące	1 miesiąc	1 miesiąc	3 miesiące	
Wszystkie lata wyborcze	Średnia	-0,09%	-1,47%	0,91%	-1,25%	12
	Mediana	-1,15%	-1,51%	-0,24%	-1,11%	
	Odsetek dodatnich zmian	42%	25%	50%	50%	
Wygrana kandydata dotychczasowego obozu	Średnia	1,14%	-0,27%	-0,03%	-3,95%	6
	Mediana	-1,15%	-0,46%	-1,23%	-4,43%	
	Odsetek dodatnich zmian	33%	33%	33%	33%	
Przegrana kandydata dotychczasowego obozu	Średnia	-1,31%	-2,67%	1,86%	1,45%	6
	Mediana	-0,76%	-2,97%	1,51%	4,02%	
	Odsetek dodatnich zmian	50%	17%	67%	67%	
Pozostałe lata bez wyborów	Średnia	3,99%	0,59%	0,62%	6,04%	36
	Mediana	2,10%	-0,25%	1,30%	4,05%	
	Odsetek dodatnich zmian	64%	39%	53%	64%	

źródło: opracowanie własne

Warto zwrócić uwagę na to, że rynki towarowe nie są tworem jednolitym – dzielą się bowiem na wiele mniejszych rynków o zróżnicowanych fundamentach. Dla przykładu, sytuacja na rynkach towarów rolnych jest w dużej mierze zależna od lokalnej sytuacji pogodowej, a także uwarunkowań politycznych w krajach produkujących konkretny towar. Z kolei ceny surowców energetycznych oraz metali przemysłowych opierają się nie tylko o międzynarodową politykę, lecz także o sytuację w globalnej gospodarce.

Wpływ wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych na ceny surowców odbywa się więc przede wszystkim za pośrednictwem amerykańskiego dolara. Z tej przyczyny, spośród wszystkich grup surowców, jest on najbardziej widoczny na rynkach metali szlachetnych. To właśnie notowania tych kruszców, ze złotem na czele, wykazują największą korelację z notowaniami amerykańskiego dolara w porównaniu do cen innych surowców i towarów. Dodatkowo, złoto jest traktowane jako jedna z „bezpiecznych przystani” na globalnych rynkach finansowych, więc jego wartość jest powiązana z awersją inwestorów do ryzyka – a ta również często zmienia się w okresach okołowyborczych.

2. Zmiany cen złota w okresach okołowyborczych

Aby móc ocenić wpływ wyborów prezydenckich w USA na ceny złota, warto sięgnąć po historyczne statystyki, obrazujące zmiany cen tego kruszcu w okresie na 3 miesiące oraz miesiąc przed wyborami, a także 3 miesiące oraz miesiąc po wyborach. W wyliczeniach uwzględnione zostały dane za lata 1968-2015. Sprawia to, że liczba badanych obserwacji nie jest duża, bowiem obejmuje ona zaledwie 12 wyborczych lat, począwszy od wyboru Richarda Nixona na 46. Prezydenta USA w roku 1968. Prezydentura Nixona była przełomowa na rynku złota, bowiem to właśnie za czasów jego kadencji nastąpił upadek systemu z Bretton Woods i oficjalnie zawieszono wymienialność dolara amerykańskiego na złoto. Przełom lat 60. i 70. XX wieku był więc początkiem faktycznego urynkwienia cen żółtego kruszcu, podczas gdy wcześniej jego cena była odgórnie ustalana.



Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek surowcowy

Dorota Sierakowska, Analityk Surowcowy DM BOŚ S.A.

Patrząc na zmiany cen złota w dwunastu analizowanych latach wyborczych uwagę zwraca fakt, że w okresach na 3 miesiące przed wyborami oraz 3 miesiące po wyborach notowania złota radziły sobie na ogół słabo – częściej cena żółtego kruszcu w tym okresie spadała niż rosła. To zjawisko jest ściśle powiązane ze zmianami wartości amerykańskiego dolara w analizowanych okresach – wartość US Dollar Index w tym czasie częściej rosła niż spadała.

Najbardziej jaskrawym przykładem tej zależności była sytuacja w roku 2008, kiedy stanowisko prezydenta USA przejmował Barack Obama. Wybory odbywały się w tym czasie w cieniu krachu na rynkach finansowych, który spowodował gwałtowną przecenę na rynkach akcji oraz surowców, przy jednoczesnej ucieczce inwestorów w kierunku gotówki. W rezultacie, cena złota spadła aż o 13 proc. w okresie 3 miesięcy przed wyborami w 2008 r., w tym aż o niemal 11 proc. w ostatnim miesiącu przedwyborczym. Z kolei po wyborach złoto odrabiało straty – w ciągu trzech miesięcy po wyborach cena tego kruszcu wzrosła o niemal 18 proc.

Chociaż negatywna korelacja notowań złota z wartością amerykańskiego dolara jest ewidentna w długoterminowej perspektywie, to nie jest ona regułą w krótszych okresach. Można to zaobserwować w przypadku analizy sytuacji, w których partia rządząca przegrywała. Zmiana władzy wiązała się ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka, na czym zyskiwał amerykański dolar – zarówno przed wyborami, jak i po nich. Tymczasem zależność cen złota od wahań wartości USD nie była już tak ewidentna – o ile przed wyborami notowania tego kruszcu spadały, to już po wyborach, w których przegrała partia rządząca, cena złota pięła się w górę, mimo że wartość amerykańskiego dolara w tym czasie nadal rosła. Może to być tłumaczone faktem, że złoto – podobnie jak amerykański dolar – jest uważane za „bezpieczną przystań” na rynkach finansowych. Ze względu na fakt, że zmiana partii rządzącej wiąże się z niepewnością dotyczącą jej polityki, powstała awersja do ryzyka może także sprzyjać wzrostom cen złota.

3. Czynniki sezonowe wpływające na notowania złota

Wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych odbywają się co cztery lata w mniej więcej tym samym czasie w roku – na początku listopada. Tymczasem miesiące jesienne i zimowe są interesującym okresem w roku na rynku złota, gdyż w tym czasie na cenę tego kruszcu wpływają pewne czynniki sezonowe.

Analiza powyższej tabeli wskazuje na to, że mają one niebagatelne znaczenie dla kształtowania się notowań złota. W latach wyborczych cena żółtego kruszcu na ogół spadała zarówno na trzy miesiące przed, jak i po wyborach. Tymczasem w latach bez wyborów ceny złota przeciętnie rosły w analogicznym okresie w roku. Po części można to uzasadniać słabością amerykańskiego dolara w latach niewyborczych – ale nie tylko.

Popyt na złoto w Azji

Jesień i zima są tradycyjnie czasem zwiększonego popytu na złoto ze strony konsumentów azjatyckich. Największymi konsumentami złota są dwa kraje tego kontynentu: Chiny i Indie, które łącznie generują ponad 70 proc. globalnego popytu na złoto, a w ostatnich latach rywalizują ze sobą o miano czołowego importera tego kruszcu. Indie są kluczowym importerem złotej biżuterii na świecie, a około dwie trzecie kruszcu w tej formie jest sprzedawane w tym kraju podczas słynącego z przepychu sezonu weselnego, przypadającego właśnie na miesiące jesienne. Złoto jest bowiem w Indiach popularną formą posagu. Co więcej, w okresie tym odbywają się także najważniejsze święta hinduskie, które również sprzyjają zwiększonym zakupom złota.

Z kolei w Chinach wzmożony popyt na złoto jest obserwowany przede wszystkim w miesiącu poprzedzającym Nowy Rok Chiński. To najważniejsze święto w kalendarzu chińskim, które przypada na ogół pod koniec stycznia lub na początku lutego. Tradycyjnym prezentem z okazji tego wydarzenia często jest właśnie złoto, będące w Chinach symbolem szczęścia i dostatku, a sprzedawane tam w dużych ilościach zarówno pod postacią biżuterii, jak i złotych monet okolicznościowych oraz sztabek. Wzmoczone zakupy złota przez chińskich konsumentów pozytywnie wpływają na ceny tego kruszcu pod koniec grudnia oraz w styczniu każdego roku, podczas gdy po obchodach Nowego Roku Chińskiego popyt na ten kruszec w Państwie Środka istotnie spada.

Polityka monetarna FED

Kluczowym czynnikiem wpływającym na notowania złota od lat jest polityka monetarna prowadzona przez Rezerwę Federalną. Poziom stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych przekłada się na atrakcyjność złota jako inwestycji. Kruszec ten jest bowiem traktowany zarówno jako ochrona przed słabością papierowej waluty (w praktyce – dolara amerykańskiego), jak i jako alternatywa dla lokaty bankowej.

W okresach wysokich stóp procentowych lokaty są atrakcyjną formą inwestowania kapitału w porównaniu do złota, którego przechowywanie nie wiąże się z żadnym oprocentowaniem. Co więcej, wysokie stopy procentowe generują presję na wzrost wartości amerykańskiego dolara, więc inwestorzy nie mają motywacji, by uciekać od papierowej waluty. I, konsekwentnie, okresy niskich stóp procentowych sprzyjają wzrostowi wartości złota, które staje się atrakcyjne jako inwestycyjna alternatywa dla trzymania pieniędzy w gotówce.

Niemniej, po krachu na rynkach finansowych w 2008 r. polityka monetarna Rezerwy Federalnej zaczęła obejmować także mniej standardowe środki w postaci programów luzowania ilościowego. Pierwszy z nich został wprowadzony w Stanach Zjednoczonych już w listopadzie 2008 r.

Wpływ wyborów prezydenckich w USA na rynek surowcowy

Dorota Sierakowska, Analityk Surowcowy DM BOŚ S.A.

i był jedną z przyczyn dynamicznego wzrostu notowań złota w kolejnych miesiącach (a więc w okresie tuż po wyborach prezydenckich). Druga runda skupu aktywów (QE2) została ogłoszona w listopadzie 2010 r., czyli w roku niewyborczym, podczas gdy QE3 zostało ogłoszone we wrześniu 2012 r. – czyli w miesiącach poprzedzających wybory prezydenckie. Wtedy jednak wpływ tej decyzji na ceny złota był krótkoterminowy – notowania kruszcu rosły już wcześniej na fali oczekiwania kolejnej rundy luzowania ilościowego i zwyżkowały istotnie także w samym dniu ogłoszenia QE3, jednak w kolejnych tygodniach odreagowały ten wzrostowy ruch.

Pierwsze pokryzysowe lata były okresem przedłużonego utrzymywania się stóp procentowych w USA na rekordowo niskim poziomie i wyjątkowo luźnej polityki monetarnej Fed, co sprzyjało utrzymywaniu się wysokich cen złota. Jednak późniejsze stopniowe wycofywanie się Rezerwy Federalnej z programów QE, a także imponujący trend wzrostowy na amerykańskich indeksach akcji sprawiły, że złoto stało się relatywnie mało atrakcyjną inwestycją.

4. Scenariusz dla cen złota w okresie okołowyborczym w 2016 r.

Próba stworzenia jednoznacznego scenariusza dla cen złota na kolejne miesiące jest dużym wyzwaniem w obliczu relatywnie niewielkiej ilości dotychczasowych obserwacji. Tabela zawarta w niniejszym rozdziale przedstawia dane zaledwie z dwunastu wyborczych lat, więc warto je analizować z dystansem, przy uwzględnieniu jednorazowych czynników, wpływających na ceny złota w konkretnych latach.

Niemniej, tabela ta sugeruje jednocześnie, że w latach wyborczych złoto częściej traciło na wartości, na 3 miesiące przed i 3 miesiące po wyborach, niż zyskiwało. Aby ocenić, czy spadkowy scenariusz może powtórzyć się także w tym roku, przeanalizujemy poszczególne czynniki, które w najbliższych miesiącach będą wpływać na ceny złota.

Czynnik 1. Niepewność dotycząca wyniku wyborów i ich skutku dla gospodarki amerykańskiej

Wpływ: negatywny

Dotychczasowe reakcje inwestorów na rynkach finansowych na sondaże przedwyborcze pokazują, że większe obawy budzi u nich wybór Donalda Trumpa na prezydenta. Niemniej, jest to kandydat kontrowersyjny głównie ze względu na jego opinie dotyczące kwestii społecznych. Również wybór Hillary Clinton jest w pewnej mierze niewiadomą – mimo że zapewniłby on ciągłość rządów Partii Demokratycznej, to wciąż jest ona politykiem, który po raz pierwszy objąłby to stanowisko. Możliwe więc, że sama niepewność dotycząca konsekwencji wyboru któregośkolwiek z kandydatów wpłynie pozytywnie na notowania amerykańskiego dolara, a to oznaczałoby presję podażową na rynku złota.

Czynnik 2. Zapowiedzi podwyżki stóp procentowych w USA jeszcze w tym roku

Wpływ: negatywny

Wizja dalszego zacieśniania polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych sprzyja wzrostowi wartości amerykańskiego dolara, co pośrednio sprzyja sprzedającym na rynku złota. Presja na spadek cen żółtego kruszcu będzie tym większa, im lepsze dane makroekonomiczne będą pojawiać się w Stanach Zjednoczonych i im bardziej jastrzębie będą wypowiedzi przedstawicieli Rezerwy Federalnej w najbliższych miesiącach.

Czynnik 3. Prognozowany wzrost popytu na złoto w Indiach

Wpływ: pozytywny

Chociaż import złota do Indii jest rozczarowujący od początku bieżącego roku, to nadchodzący okres wesel i świąt hinduskich powinien doprowadzić do wzmożonego popytu na ten kruszec i większego importu – co pozytywnie przełożyłoby się na ceny złota.

Czynnik 4. Sezonowy wzrost popytu na złoto w Chinach

Wpływ: pozytywny

Na przełomie tego i kolejnego roku prawdopodobnie do gry wkroczą konsumenci chińscy, generujący duży popyt na złotą biżuterię, monety oraz sztabki przed obchodami Nowego Roku Chińskiego, przypadającymi na koniec stycznia 2017 r.

Czynnik 5. Wysoka liczba długich pozycji na rynku złota

Wpływ: negatywny

Wzrost cen złota w bieżącym roku zachęcił wielu inwestorów do zawierania długich pozycji na tym rynku. Liczba otwartych pozycji długich wśród inwestorów instytucjonalnych utrzymuje się na wyjątkowo dużym poziomie w porównaniu do ostatnich kilku lat. Jeśli zwyżka nie będzie kontynuowana i rozczarowani inwestorzy zdecydują się na zamykanie tych pozycji, może się to mocno odbić negatywnie na cenie złota.

ZASTRZEŻENIA

Prezentowany komentarz został przygotowany w Domu Maklerskim Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (DM BOŚ) tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” lub jakiegokolwiek porady, w tym w szczególności porady inwestycyjnej, lub rekomendacji w zakresie doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z póź. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Inwestor wykorzystuje informacje zawarte w niniejszym komentarzu na własne ryzyko i odpowiedzialność. Przedstawiony komentarz jest wyłącznie wyrazem wiedzy i poglądów autora według stanu na dzień sporządzenia. Przy sporządzaniu komentarza DM BOŚ działał z należytą starannością oraz rzetelnością. DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania klienta lub innego inwestora podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszego komentarza lub zawartych w nim informacji. Niniejszy raport został sporządzony w celu udostępnienia osobom zainteresowanym w celu promocji usług świadczonych przez DM BOŚ. Niniejszy dokument nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania po stronie DM BOŚ. W przypadku klientów DM BOŚ, którzy zawarli Umowę o Opracowania, o której mowa w Regulaminie doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych (Regulamin), niniejszy raport stanowi Opracowanie w rozumieniu Regulaminu. Regulamin jest dostępny na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

Inwestycje w instrumenty pochodne na rynku OTC wykorzystują mechanizm dźwigni finansowej, co oznacza że istnieje ryzyko poniesienia strat finansowych przewyższających zainwestowany kapitał.

DM BOŚ S.A. prowadzi działalność na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. DM BOŚ S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z póź. zm.). Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

STANDARD DLA WYMAGAJĄCYCH