

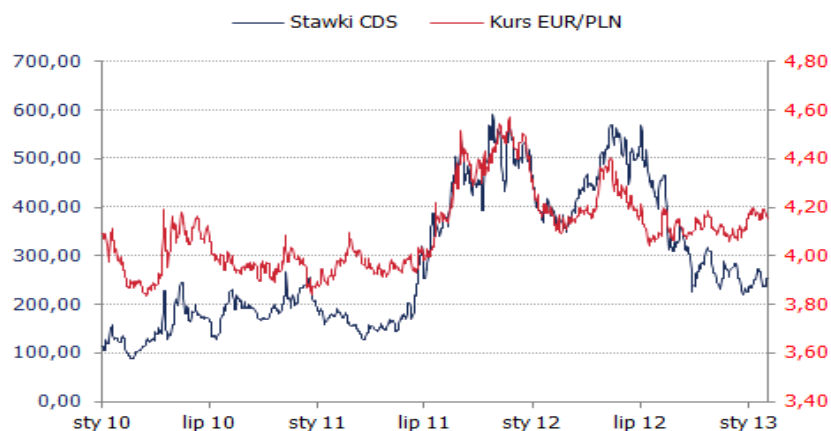
**WYBORY WE WŁOSZECH — ZAGROŻENIA LICZNIEJSZE NIŻ SZANSE**

Od destabilizacji włoskiej sceny politycznej zaczęła się wyprzedaż obligacji tego kraju w 2011 roku. W konsekwencji silnych, negatywnych efektów zakażenia towarzyszyły im również wzrosty rentowności obligacji skarbowych Hiszpanii. Od tamtego czasu, do lipca ubiegłego roku sytuacja na rynkach długu obu państw, była kluczowym czynnikiem osłabiającym euro, jak również nadawała kierunek notowaniom europejskich indeksów.

*Rys. 1: Stawki CDS dla Włoch i kurs EUR/USD*

Źródło: BLOOMBERG

Złoty jako waluta bardzo wrażliwa na zmiany apetytu na ryzyko wraz z forintem i w mniejszym stopniu czeską koroną wykazywał bardzo silną korelację ze wskaźnikami poziomu ryzyka kredytowego: spreadem rentowności obligacji państw peryferyjnych i Niemiec oraz stawkami CDS na ich dług. W rezultacie wzrostowi obaw o przyszłość krajów PIIGS towarzyszyło blisko dwudziestoprocentowe osłabienie polskiej waluty do euro i wzrost EUR/PLN do 4,5990. Dziś ponownie stoimy w obliczu ważnych rozstrzygnięć pod postacią przedwczesnych wyborów parlamentarnych, a sytuacja na włoskiej scenie politycznej jest nad wyraz zagmatwana.

*Rys. 2: Stawki CDS dla Włoch i kurs EUR/PLN*

Źródło: BLOOMBERG

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa  
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776  
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

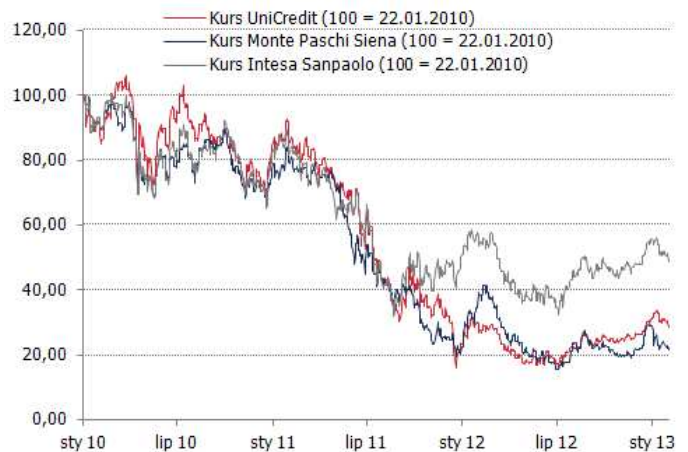
**Harmonogram i sondaże**

Wybory we Włoszech rozpoczęły się w niedzielę, a zakończą dziś o godzinie 15:00 polskiego czasu. Wstępne wyniki (exit polls) powinniśmy poznać w ciągu kilkunastu minut po zamknięciu lokali. Wyniki oficjalne będą natomiast znane najpóźniej we wtorek o 14:00.

Ostatnie przedwyborcze sondaże zgodnie z prawem mogły zostać opublikowane na dwa tygodnie przed terminem wyborów. Właśnie ze względu na legislacyjne ograniczenia, do ich wyników należy podejść z pewną rezerwą. Wszystkie wskazują, że faworytem jest centrolewicowa Partia Demokratyczna na czele z Pier Luigi Bersanim, która w sondażach z lutego miała średnie poparcie na poziomie 34,5 proc. W badaniach opinii z tego samego okresu na drugiej pozycji plasuje się Dom Wolności Silvio Berlusconi (29 proc. respondentów). Trzecie miejsce przypada negującemu reformy gabinetu Montiego Ruchowi Pięciu Gwiazd, a dopiero czwarte blokowi skupionemu wokół Mario Montiego. Niskie poparcie dla byłego premiera Włoch to pochodna nie tylko niepopularnych społecznie reform. To także efekt braku silnego zaplecza politycznego oraz niezbyt udanej kampanii wyborczej.

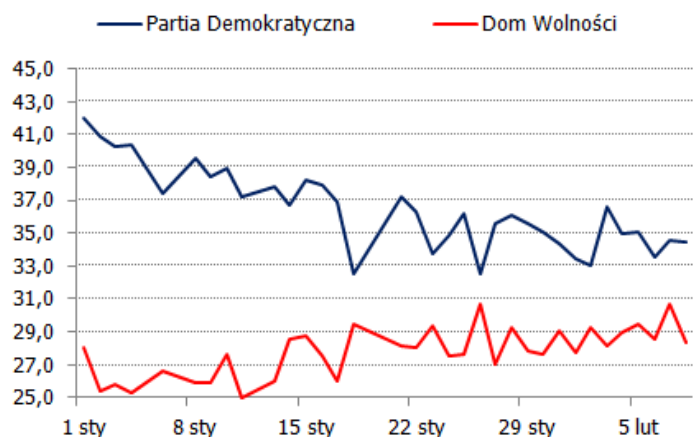
**Mnożące się znaki zapytania**

W wyniku skandalu wokół Monte dei Paschi di Siena, trzeciego największego włoskiego banku i zarazem najstarszej instytucji bankowej na świecie może mieć poważniejsze konsekwencje niż wyprzedaż na mediołańskiej giełdzie (FTSE MIB jest w lutym najslabszym zachodnioeuropejskim indeksem), czy chwilowe wyhamowanie spadków rentowności włoskich obligacji. Problem wypłynął na światło dzienne zaledwie miesiąc przed wyborami parlamentarnymi i przyczynił się do radykalizacji nastrojów społecznych. Efektem jest znaczny wzrost poparcia dla radykalnych lub antyreformatorskich ugrupowań, co dodatkowo komplikuje i tak zagmatwaną sytuację na rozdrobnionej scenie politycznej. Główni beneficjenci medialnej burzy to nieposia-



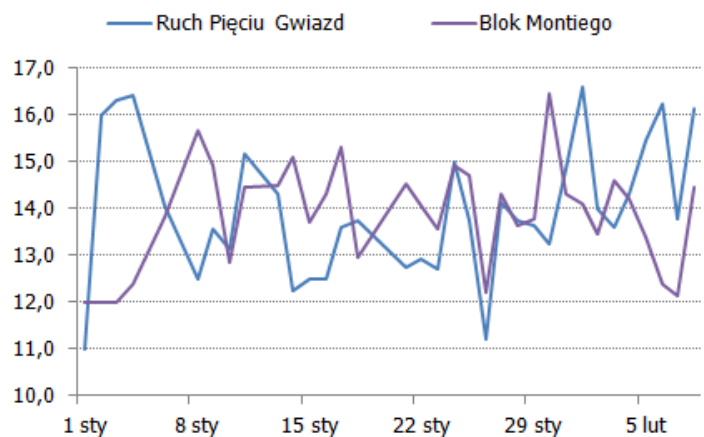
Rys. 3: Ceny akcji włoskich banków

Źródło: BLOOMBERG



Rys. 4: Wyniki sondaży

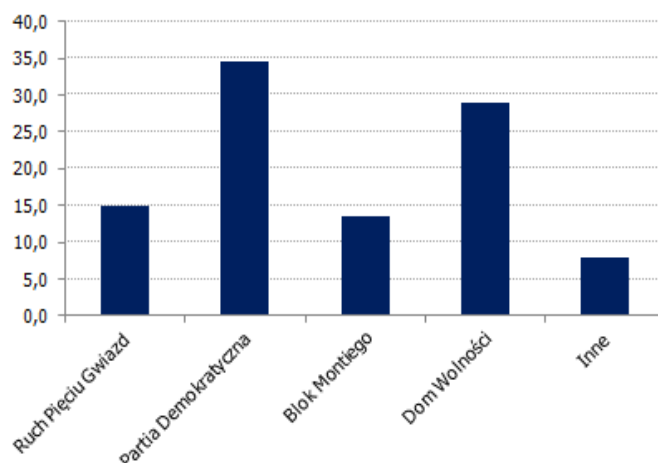
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EMG, IPR, SWG, Ipsos, TP, ISPO



Rys. 5: Wyniki sondaży

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EMG, IPR, SWG, Ipsos, TP, ISPO

dający zdolności koalicyjnej Ruch Pięciu Gwiazd komika Beppe Grillo oraz Dom Wolności Silvio Berlusconi, który swoją kampanię opierał na obietnicach porzucenia reform, w tym wycofania bardzo niepopularnego podatku od nieruchomości, który dotknął 80 proc. włoskich gospodarstw domowych. Co więcej, na drodze do ewentualnego uformowania proreformatorskiej koalicji z liderem Partii Demokratycznej Pier Luigim Bersanim na stanowisku premiera i Mario Montim na czele jednego z ministerstw stoi konieczność zerwania przez PD współpracy z tradycyjnym, lewicowym partnerem. Kolejną niewiadomą stanowi bardzo wysoki odsetek osób niezdecydowanych. Należy założyć, że im wyższa będzie frekwencja, tym wyższe poparcie dla Berlusconi. W tym kontekście warto odnotować trudne warunki pogodowe, które mogą negatywnie oddziaływać na odsetek Włochów, którzy oddadzą swój głos i tym samym uderzyć w poparcie dla Berlusconi. W końcu należy wspomnieć, że w poprzednich wyborach parlamentarnych son-



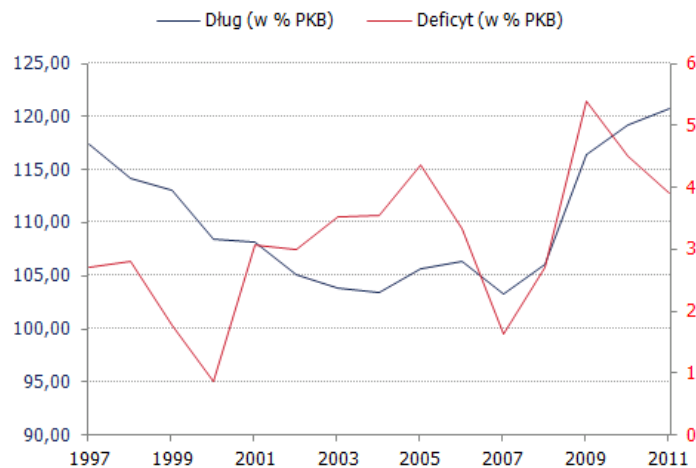
Rys. 6: Średnie wyniki sondaży od początku lutego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EMG, IPR, SWG, Ipsos, TP, ISPO

### Potencjalne rozstrzygnięcia

Na podstawie ostatnich badań można zdefiniować trzy najbardziej prawdopodobne scenariusze.

**Scenariuszem bazowym jest wygrana Partii Demokratycznej, stworzenie stabilnej koalicji z blokiem Mario Montego i zabezpieczenie bezpiecznej większości w obu izbach parlamentu.** Taki wynik wyborów byłby pozytywnie przyjęty przez inwestorów, ostatnie umiarkowane wzrosty rentowności zostałyby wymazane, co byłoby czynnikiem korzystnym dla euro. Jednocześnie wzrósłaby siła relatywna najsłabszego w lutym giełdowego indeksu Europy Zachodniej – mediolańskiego FTSE MIB. W dłuższym terminie taki wynik wyborów i tak oznacza spowolnienie tempa reform, z czasem mogą pojawiać się obawy o trwałość koalicji.



Rys. 7: Dług i deficyt (w proc. PKB)

Źródło: BLOOMBERG

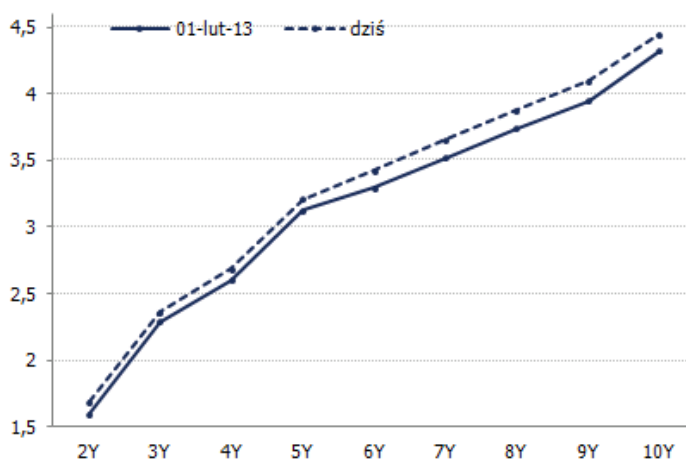
**Drugim prawdopodobnym rozstrzygnięciem jest wygrana Partii Demokratycznej przy uzyskaniu większości w Senacie przez Dom Wolności.** Kluczowe dla podziału miejsc w izbie wyższej okażą się zapewne wyniki wyborów w regionach: Veneto, Kampanii, na Sycylii, a zwłaszcza w Lombardii. Z ostatniego z wymienionych regionów do Senatu desygnowanych jest aż 49 spośród 350 senatorów, a sondaże nie wskazują na jednoznacznego faworyta.

**Taki scenariusz miałby trzy warianty: uformowanie rządu mniejszościowego, utworzenie szerokiej koalicji centrowej oraz rozpisanie ponownych wyborów, jeśli oba z nich okazałyby się niemożliwe.** Utworzenie rządu mniejszościowego byłoby przez rynki odebrane negatywnie i groziłoby zarazem zablokowaniem procesu reform sektora finansów publicznych w dłuższym terminie. Uformowanie szerokiej, centrowej koalicji tylko przejściowo uspokoiłoby nastroje na rynkach, wraz z narastaniem konfliktów w rządzie i pogłębianiem się różnic w sprawie kontynuacji reform, wyprzedaże na rynku długu nasilałyby się, co uderzałoby również w eurodolara.

Najbardziej niekorzystnym dla euro wariantem jest rozpisanie ponownych wyborów. Niepewność dotycząca przyszłości włoskiej sceny politycznej wywołałaby destabilizację rynku długu, jednak biorąc pod uwagę możliwość rozpoczęcia skupu długu przez Europejski Bank Centralny w ramach programu OMT, skala wzrostów rentowności obligacji skarbowych państw peryferyjnych byłaby ograniczona.

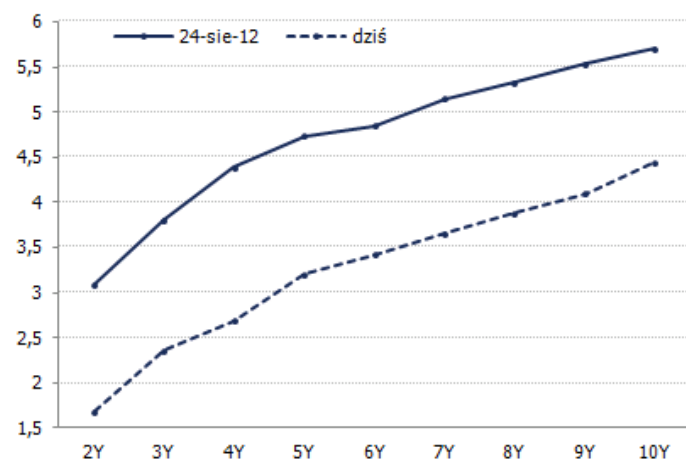
**Trzecim, choć mało prawdopodobnym rezultatem jest uzyskanie większości niezbędnej do uformowania rządu przez Partię Demokratyczną lub Lud Wolności.** Pierwszy wariant jest dalece bardziej prawdopodobny niż powrót do władzy Berlusconi. Byłby również zdecydowanie pozytywniej odebrany przez inwestorów, jednak z punktu widzenia trwałości reform korzystniejsze byłoby utworzenie rządu z udziałem Mario Montiego. Gdy Silvio Berlusconi piastował stanowisko premiera, narastały strukturalne problemy włoskiej gospodarki, a polityka rządu doprowadziła do eskalacji napięć na rynku długu, które następnie w wyniku negatywnych efektów zarażenia przeniosły się na rynek długu Hiszpanii. W tym świetle utworzenie przez Lud Wolności samodzielnego gabinetu to scenariusz najmniej korzystny dla euro.

Pozytywny wynik włoskich wyborów, który sugerują wszystkie dostępne sondaże jest w największym stopniu zdyskontowany. W rezultacie nawet utworzenie koalicji ugrupowań Bersaniego i Montiego, choć w krótkim terminie pozytywne, nie będzie w średnim horyzoncie czasowym czynnikiem wystarczającym by odwrócić tendencję spadkową w notowaniach kursu EUR/USD. Natomiast negatywne rozstrzygnięcia (szeroka koalicja, ponowne wybory, większościowy gabinet Berlusconi) stałyby się kolejnym czynnikiem obok dysparytetu w tempie wzrostu gospodarczego, rosnącego prawdopodobieństwa zakończenia programu ilościowego luzowania polityki pieniężnej przez Fed i wymazy-



Rys. 8: Krzywa rentowności dzisiaj i na początku lutego

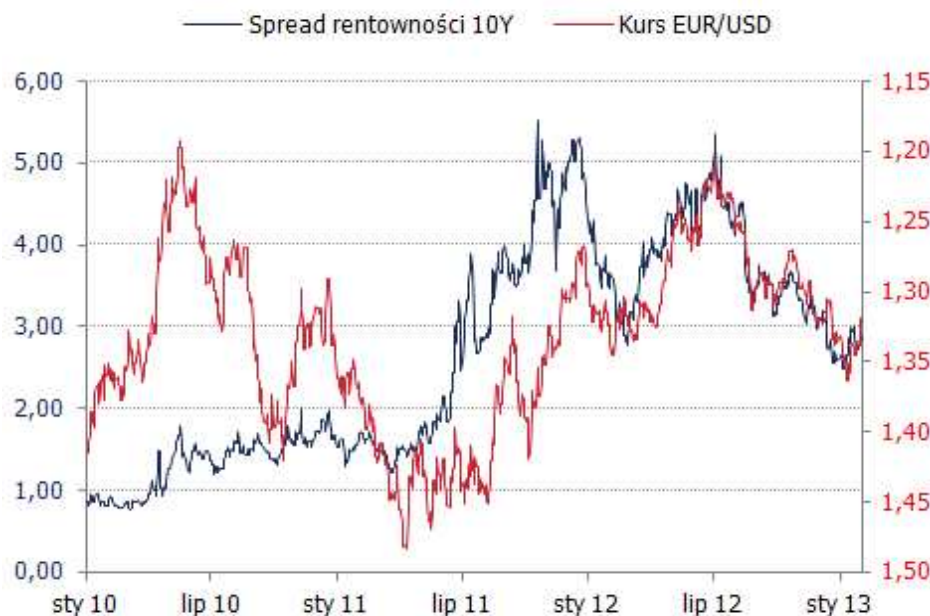
Źródło: BLOOMBERG



Rys. 9: Krzywa rentowności dzisiaj i 24 sierpnia 2012 r.

Źródło: BLOOMBERG

wania wzrostu rynkowych stóp procentowych w Eurolandzie, który uderzyłby w siłę wspólnej waluty. **Nasze prognozy zakładają spadek EUR/USD do 1,30 w perspektywie kilku tygodni. W przypadku destabilizacji włoskiej sceny politycznej prowadzącej do zaniechania reform (co nie jest naszym scenariuszem bazowym) osłabienie euro byłoby znacznie dynamiczniejsze i głębsze.**



Rys. 10: Spready rentowności włoskich obligacji i kurs EUR/USD

Źródło: BLOOMBERG

Sporządził: Bartosz Sawicki

## Departament Analiz:

Tel: +48 (22) 529 76 38

|                  |                  |                      |                    |
|------------------|------------------|----------------------|--------------------|
| Bartosz Sawicki  | Analityk         | tel: +48 603 307 161 | e-mail: bs@tms.pl  |
| Szymon Zajkowski | Analityk         |                      | e-mail: sz@tms.pl  |
| Marcin Pietrzak  | Młodszy Analityk |                      | e-mail: mpi@tms.pl |

Prezentowany raport jest wynikiem analiz prowadzonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. i, choć sporządzony został na podstawie wiarygodnych źródeł informacji, TMS Brokers nie gwarantuje kompletności, dokładności i poprawności danych w nich zawartych. Dystrybucja raportu ogranicza się do klientów, z którymi TMS Brokers podpisał odpowiednie umowy świadczenia usług, jak również użytkowników serwisów informacyjnych, w tym serwisów internetowych udostępnianych przez TMS Brokers. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za działania podjęte na podstawie rekomendacji, prognoz, przewidywań i jakichkolwiek informacji zawartych w prezentowanym raporcie o ile przy ich przygotowaniu TMS Brokers dołożył należytej staranności. Szczegółowe informacje dotyczące TMS Brokers, zasad sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji, źródeł informacji, określenia odbiorców rekomendacji, terminologii fachowej, konfliktów interesów, jak również częstotliwości wydawania i ważności rekomendacji, wskazane zostały na stronach internetowych [www.tms.pl](http://www.tms.pl) w części „zastrzeżenia”.