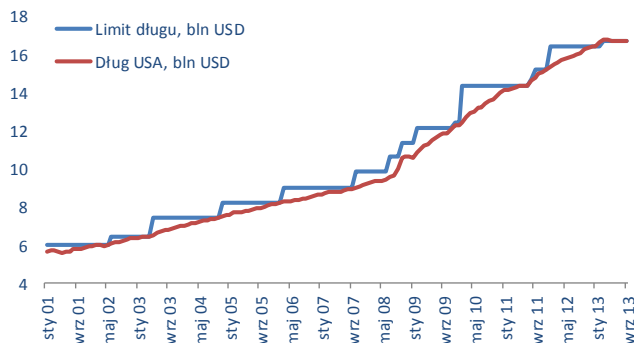


W naszej ocenie zamieszanie związane z blokadą budżetową i limitem zadłużenia w USA zakończy się w najbliższych dniach. Zwycięzcą walki politycznej będzie Prezydent B.Obama, który zdaje sobie sprawę, że społeczeństwo obwinia Republikanów za paraliż państwa i będzie chciał to wykorzystać przyjmując twardą pozycję w negocjacjach. Niewykluczone, że ostateczne porozumienie zostanie poprzedzone „porozumieniem krótkookresowym”, którego ma na celu dać więcej czasu i zminimalizować niepewność na rynkach finansowych.

Gdy nie wiadomo o co chodzi, to chodzi o pieniądze

W ostatnich dniach w centrum zainteresowania rynków znajduje się zamieszanie polityczne związane z *government shutdown* w USA. Jest to pierwszy od 17 lat przypadek wystąpienia blokady budżetu. Poprzednia w latach 1995-1996 miała podobny przebieg. Prezydent B.Clinton nie zgadzał się na ograniczenie wydatków na priorytetowe – w jego ocenie - programy z zakresu edukacji i opieki medycznej. Brak porozumienia doprowadził do dwóch okresów zawieszenie funkcjonowania rządu (14-19 listopada 1995 r. oraz 16 grudnia 1995 r.-6 stycznia 1996 r.) i ostatecznie zakończył się porozumieniem, które zakładało niewielkie cięcia wydatków oraz podwyżki podatków. W praktyce Prezydent B.Clinton wyszedł z tej walki zwycięsko, czego potwierdzeniem była jego reelekcja w 1996 r.

Wykres 1. Zadłużenie USA i limit długu



Źródło: Bloomberg

Obecnie w związku ze sprzeciwem najbardziej radykalnych Republikanów z *Tea Party* wobec reformy systemu opieki zdrowotnej (zwanej potocznie *Obamacare*) Kongres nie uchwalił budżetu na rok 2013/2014. W efekcie ponad 800tys. pracowników administracji zostało zmuszonych do przejścia na bezpłatne urlopy, co doprowadziło do znacznego ograniczenia działalności instytucji federalnych. Publikacje istotnych danych makroekonomicznych zostały wstrzymane, co było czynnikiem zmniejszającym aktywność inwestorów. Brak uchwalonego budżetu i paraliż części kraju – jeśli potrwa dłużej niż kilka dni - będzie wpływać negatywnie na wskaźniki aktywności gospodarczej i w konsekwencji zagrożi

odbiciu amerykańskiej gospodarki. Blokada wydatków budżetowych jest realnym zagrożeniem, jednak nie jest to obecnie największy problem gospodarczo-polityczny USA.

Deal or No Deal?

Do 17 października politycy w USA muszą bowiem zdecydować o podniesieniu limitu długu. Bez tej decyzji USA nie będą w stanie obsługiwać swojego zadłużenia, co będzie oznaczać *de facto* bankructwo. Limit długu w USA jest ustalany w ujęciu nominalnym, co powoduje, że nawet w sytuacji utrzymywania się stałej relacji zadłużenie do PKB konieczne będzie jego okresowe podnoszenie (za sprawą wzrostu nominalnego PKB). W obliczu ekspansywnej polityki fiskalnej w USA w ostatnich latach częstotliwość z jaką zmiany limitu długu są konieczne istotnie wzrosła (wykres 1). Fundamentalne różnice polityczne pomiędzy Demokratami i Republikanami sprawiły również, że

Wykres 2. Rentowności 10 letnich obligacji USA



Źródło: Bloomberg

w ostatnich latach limit był podwyższany tylko nieznacznie, a negocjacje zazwyczaj trwały do ostatniej chwili. Republikanie z *Tea Party* dążą do znacznego ograniczenia wydatków i sprzeciwiają się każdej próbie podniesienia podatków przez Prezydenta, co było przyczyną podobnego kryzysu dotyczącego limitu długu w 2011 r. Kryzys został zażegnany w ostatniej chwili, a do jego najpoważniejszych konsekwencji należy zaliczyć obniżkę ratingu USA do AA+ z AAA przez agencję S&P. **Taki układ polityczny sprawia, że politycy z USA coraz częściej stawiają sprawę na ostrzu noża i biorą światowe rynki finansowe za zakładników.**

Polityka, głupcze!!!

Rynki finansowe na razie z dużą rezerwą podchodzą do doniesień o braku postępu w negocjacjach. Z jednej strony wpływa na to głęboko zakotwiczone przekonanie, że porozumienie zostanie osiągnięte w ostatniej chwili, do czego amerykańscy politycy zdążyli już nas przyzwyczaić w ostatnich latach. Z drugiej strony należy zauważyć, że problemem USA nie jest brak możliwości znalezienia chętnych do zakupu obligacji. Popyt na nie

pozostaje wysoki (wspiera je również Fed w ramach programu skupu aktywów – wykres 3), a rentowności są niskie (wykres 2). Papiery emitowane przez USA uchodzą za „bezpieczną przystań”, a USD jest najważniejszą walutą rezerwową na świecie, co stawia amerykański rząd w uprzywilejowanej pozycji. Potencjalny *default* amerykańskiego rządu wynika z problemów politycznych, a nie z nadmiernego zadłużenia i braku możliwości obsługi długu jak w przypadku np. Grecji (dlatego w kontekście USA mówi się o technicznej niewypłacalności). **Inwestorzy zdają sobie sprawę z tych uwarunkowań i na razie zachowują spokój. W takim przekonaniu utwierdzają ich również główne agencje ratingowe, które sygnalizują, że nie ma podstaw aby mówić o bankructwie. Jednak wraz ze zbliżaniem się do kluczowej daty napięcie na rynkach będzie stopniowo wzrastać.**

Dokąd zmierzają USA?

Prezydent i Partia Demokratyczna optują za rozwiązaniem, które umożliwiłyby podniesienie limitu długu bez dodatkowych ustępstw tzn. cięć wydatków w służbie zdrowia i opiece społecznej. Republikanie domagają się ograniczenia wydatków i proponują podwyżkę limitu, która sprawi, że cały proces podwyższania limitu długu będzie trzeba powtórzyć jeszcze przed wyborami do Kongresu w 2014 r.

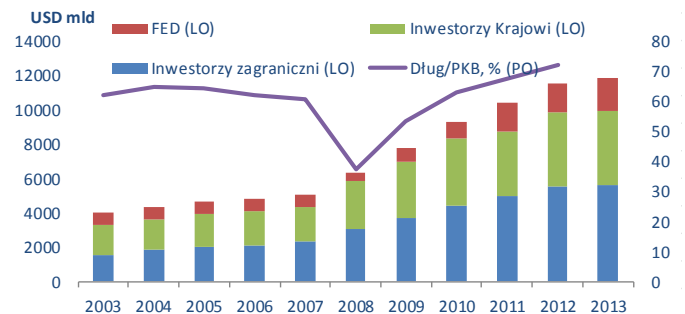
Z ekonomicznego punktu widzenia bankructwo USA to nadal scenariusz rodem z filmów *science fiction*. Polityczny punkt widzenia jest jednak inny, dlatego coraz częściej w kontekście podniesienia limitu zadłużenia pojawiają się odniesienia do analizy konfliktów i teorii gier. W takim układzie zarówno Republikanie jak i Demokraci najlepiej wychodzą na twardym obstawianiu przy swoich stanowiskach. Ponieważ ustępstwa wobec drugiej strony są uznawane za objaw słabości. Realizacja takiej strategii – optymalnej z punktu widzenia indywidualnych interesów obu partii – prowadzi jednak do najgorszego społecznie rozwiązania, tj. braku porozumienia i paraliżu państwa. Politycy zdają sobie sprawę, że taki rezultat spotkałby się z negatywną reakcją wyborców (*Government shutdown* w latach 1995-1996 wsparł Prezydenta B.Clintona w walce o reelekcję – za impas rządowy obwiniana była republikańska opozycja) i odbiłby się na ich notowaniach. Ostatnie sondaże przeprowadzone na zlecenie CNN wskazują, że społeczeństwo za obecny impas w większym stopniu wini partię republikańską. W takim układzie to Republikanie będą najprawdopodobniej zmuszeni do silniejszych ustępstw.

Do spektrum możliwych rozwiązań należy zaliczyć:

- 1) Porozumienie osiągnięte przed 17 października za sprawą poparcia Prezydenta Obamy przez część Republikanów – **zdecydowanie najlepsze rozwiązanie z punktu widzenia rynków finansowych, ale w obliczu braku postępu w negocjacjach wydaje się ono mało prawdopodobne. B.Obama nie będzie skłonny do ustępstw, ponieważ zdaje sobie sprawę, że za obecny impas większość społeczeństwa obwinia Republikanów**
- 2) Główne siły polityczne podnoszą limit zadłużenia nieznacznie, aby dać sobie więcej czasu (2-6 tygodni) na osiągnięcie długoterminowego porozumienia – **takie rozwiązanie oddaliłoby perspektywę niewypłacalności, jednak przedłużyłoby okres niepewności na światowych rynkach. Obecnie prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza wzrasta.**
- 3) Administracja USA w obliczu impasu i przekroczenia krytycznej daty 17 października 2013 r. decyduje się na ograniczenie płatności dla części programów rządowych. W takim scenariuszu płatności odsetkowe od obligacji miałyby pierwszeństwo przed innymi wydatkami – **jest to rozwiązanie tymczasowe, które pozwoliłoby uniknąć konieczności zaprzestania obsługi długu, jednak jego charakter jest krótkookresowy i nie rozwiązuje problemu limitu długu. Gdyby doszło do takiej sytuacji niepewność na rynkach finansowych wzrosłaby znacząco.**

Debata dotycząca budżetu i limitu długu w USA prowadzi bez wątpienia do nerwowości na rynkach finansowych - choć jego skala jest mniejsza niż w

Wykres 3. Struktura zadłużenia USA



Źródło: Bloomberg

przypadku poprzedniego kryzysu dotyczącego limitu długu w 2011 r. - a brak porozumienia może mieć katastrofalne skutki ze względu na centralną rolę jaką na rynkach finansowych pełnią amerykańskie obligacje skarbowe i dolar. Nie zmienia to faktu, że po pokonaniu problemów natury polityczno/administracyjnej wpływ tej debaty na realną sferę gospodarki będzie ograniczony. W centrum uwagi rynków w najbliższych kwartałach nadal będą znajdować się banki centralne, w tym przede wszystkim Fed. Kryzys budżetowy w USA może mieć jednak negatywny wpływ na wskaźniki aktywności gospodarczej w USA (jeżeli potrwa co najmniej kilka tygodni) i tym samym przedłużyć okres utrzymywania łagodnej polityki pieniężnej przez Fed. Realizacja takiego scenariusza sprzyjałoby utrzymaniu słabszego dolara i niskich rentowności obligacji skarbowych. Utrzymywanie wysokiej nadpłynności w globalnym systemie finansowym i zjawisko *search for yield* na światowych rynkach może przejściowo wpłynąć na większe zainteresowanie polskimi aktywami. W dłuższej perspektywie zamieszanie w USA nie powinno mieć przełożenia na polską gospodarkę.

Podsumowując, scenariusz zakładający ogłoszenie niewypłacalności przez USA nadal jest bardzo mało prawdopodobny, chociaż ryzyko jego wystąpienia wyraźnie wzrosło w ostatnich dniach. Negatywne konsekwencje takiego scenariusza trudno sobie obecnie wyobrazić, jednak historia i ostatnie wypowiedzi przedstawicieli głównych sił w Kongresie USA pokazują, że jakaś forma porozumienia powinna być osiągnięta w najbliższych dniach.

Piotr Łysienia

p.lysienia@pocztowy.pl