

Komentarz rynkowy

Grudzień to statystycznie najlepszy miesiąc na giełdzie warszawskiej, ale przez ostatnie 2 lata rynek skutecznie opierał się tej dobrej tradycji i kto wie, czy właśnie na naszych oczach nie rodzi się nowa, znacznie gorsza. Słaby początek tegorocznego grudnia nie może napawać optymizmem, a w rolach głównych ponownie znaleźli się politycy i ich „radosna” twórczość, dla której Mario Draghi mógł być tylko statystą.

Końcówka listopada i sam początek grudnia raczej nie zapowiadały kolejnych problemów na giełdzie warszawskiej, a wręcz przeciwnie można było doszukać się symptomów nadchodzącego przesilenia i przynajmniej kilkutygodniowej korekty wzrostowej. Pogorszenie nastrojów zapoczątkowała w minioną środę informacja, że przychody z tzw. „podatku miedziowego” znalazły się w projekcie budżetu na 2016 rok. Spowodowało to ponad 7% przecenę akcji KGHM oraz, ze względu na wagę tej spółki w indeksie WIG20 i WIG, znacząco pogorszyło sentyment na całym rynku. Wszystko wskazuje na to, że przedwyborcza obietnica złożona przez rządzącą obecnie partię, dotycząca zniesienia „podatku miedziowego”, była tylko „kiefbasą wyborczą” wykorzystaną, aby zdobyć jak największą liczbę głosów w regionie, który tradycyjnie znany był z odmiennych preferencji politycznych.

Miniony czwartek przyniósł z kolei dwa ciekawe wydarzenia. Tym, które niespodziewanie zeszło na dalszy plan, było posiedzenie ECB. Podjęte zostały na nim m.in. decyzje o obniżeniu stopy depozytowej z -0,2% do -0,3%, wydłużeniu minimalnego czasu skupu aktywów z września 2016 do marca 2017, a także zwiększeniu zakresu skupowanych papierów. To jednak nie wystarczyło do spełnienia oczekiwań inwestorów, które wcześniej skutecznie „pompował” sam szef ECB Mario Draghi. W efekcie czwartkowe, poranne wzrosty głównych europejskich indeksów szybko zostały zanegowane, a dzień skończył się na wyraźnych minusach (niemiecki DAX oraz francuski CAC40 spadły solidarnie po 3,6%).

Drugim, znacznie istotniejszym wydarzeniem z punktu widzenia polskiego rynku akcji, była publikacja projektu ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych, nazywanego potocznie „podatkiem bankowym”. Założenia są następujące:

1. Podstawą opodatkowania będą aktywa pomniejszone o kapitały własne z kwotą wolną od podatku w wysokości 4 mld PLN.
2. Stawka podatku została ustalona na 0,0325% miesięcznie (0,39% rocznie) dla banków oraz 0,05% miesięcznie (0,6% rocznie) dla ubezpieczycieli.
3. Podatek nie będzie stanowić kosztów uzyskania przychodów dla potrzeb obliczenia podatku dochodowego.

W stosunku do oczekiwań rynku, bazujących na wcześniejszych zapowiedziach polityków, podatek w takiej wersji jest nieco mniej restrykcyjny dla banków (aktywa pomniejszone o kapitał własny) oraz mniej korzystny dla ubezpieczycieli (wyższa stawka opodatkowania). Początkowo publikacja spowodowała wyprzedaj akcji zarówno banków, jak i PZU, która była kontynuowana także na sesji piątkowej. Jednakże w piątek około godziny 15 uaktywniła się strona popytowa i to głównie za sprawą inwestorów zagranicznych i przede wszystkim na akcjach banków. Na razie trudno ocenić z czego wynika i jak trwałe może być to ożywienie. Być może inwestorzy ocenili, że po publikacji projektu ustawy wszystkie ryzyka dla sektora są już uwzględnione w wycenach i warto kupić przecenione akcje, a być może jest to tylko realizacja zysków na krótkich pozycjach, która może, ale nie musi przekształcić się w nieco dłuższy trend wzrostowy.

Z punktu widzenia gospodarki oraz rynku kapitałowego wprowadzenie podatku według przedstawionego projektu wiąże się głównie z dodatkowymi czynnikami ryzyka i zagrożeniami, choć dostrzegamy także pewne szanse. Wśród tych pierwszych na pierwszy plan wysuwają się głównie te wynikające ze zderzenia intencji twórców projektu z rzeczywistością. Poniżej opisaliśmy najważniejsze z założeń, które budzą nasze wątpliwości:

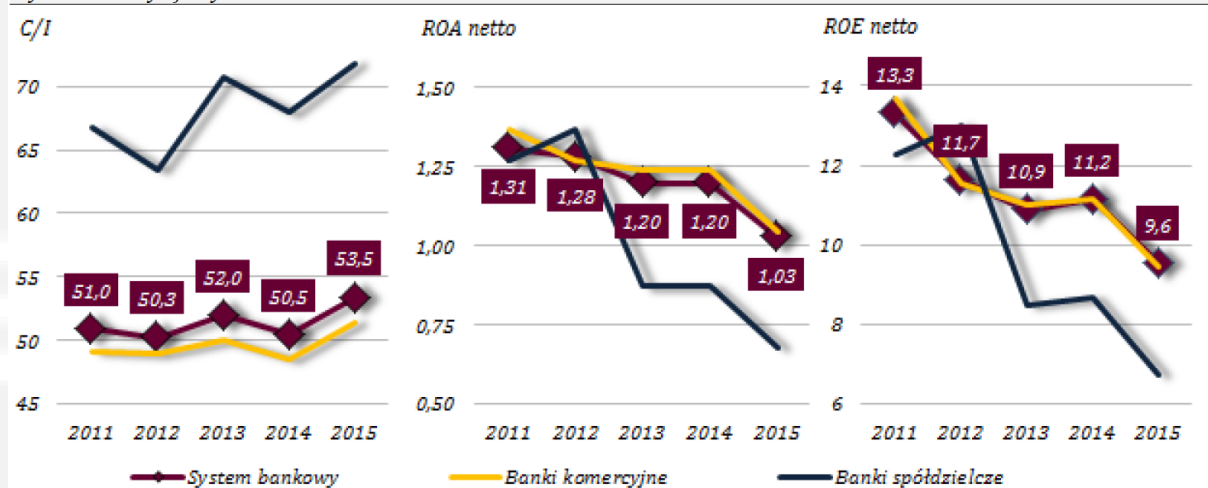
1. Uzasadnieniem dla podatku jest pozyskanie dodatkowego źródła finansowania wydatków budżetowych oraz wzrost udziału sektora finansowego w finansowaniu tych wydatków. Podatek ma dać podobną kwotę, jaka obciążała społeczeństwo z tytułu podniesienia stawki VAT w ostatnich latach o 1 pkt. proc. Zdaniem twórców projektu podatek nie obciąży społeczeństwa, a uszczupli zyski banków i ubezpieczycieli, ponieważ jest to podatek majątkowy i przerzucenie podatku na klientów nie powinno mieć miejsca. Należy przez to rozumieć, że jeśli piekarza obciąży się podatkiem majątkowym np. z tytułu posiadania pieca, który zabiera 1/3 jego zysku, to dalej będzie piekł chleb w tej samej cenie. Cóż, naiwność ludzką rzeczą jest.
2. Zamiar przeniesienia podatku na klientów ma być ograniczony m.in. istniejącą na rynku konkurencją. Być może tak byłoby w rzeczywistości, gdyby dodatkowe obciążenie było niewielkie. Niestety sam fakt obciążenia sektora takim „haraczem” w istotny sposób ingeruje w mechanizm rynkowej konkurencji i najbardziej obciąży te instytucje, które chciały konkurować cenowo oferując produkty bardziej atrakcyjne dla klientów. Jeśli ktoś oferuje wyższe oprocentowanie na depozytach i lokatach oraz tańszy kredyt, to osiąga mniejszą rentowność i płaci większy podatek w relacji do swoich zysków. Podatek w przedstawionej formie jest de facto karą za konkurencyjność.
3. Twórcy projektu oceniają, że podatek nie wpłynie na konkurencyjność polskiego rynku dla instytucji zagranicznych ze względu na fakt, że podatek będzie wprowadzony na równych zasadach dla podmiotów krajowych i zagranicznych, a samo jego wprowadzenie ma pozostać bez wpływu na atrakcyjność polskiego rynku dla inwestorów zagranicznych. Za powyższymi tezami musi stać jakaś skomplikowana formuła matematyczna skoro 1 wciąż równa się 1 po odjęciu 1/3 (czy czarne wciąż jest czarne, a białe wciąż białe). Kapitał ma charakter globalny, nie ma dla niego granic i płynie tam, gdzie może więcej zarobić. Skoro w Polsce zarobi o 1/3 mniej niż dotychczas, to z całą pewnością znajdą się na świecie liczne kraje, których atrakcyjność inwestycyjna znacząco wzrośnie w porównaniu z Polską.
4. W przypadku obniżenia podstawy opodatkowania o wysokość kapitałów własnych intencja ustawodawcy wydaje się oczywista i nie jest nią na pewno chęć ulżenia instytucjom finansowym. Celem jest ograniczenie skłonności do wypłacania dywidend, szczególnie przez inwestorów zagranicznych. Niestety jest to raczej nieudana próba, ponieważ wypłata dywidendy w takim samym stopniu obniży zarówno kapitały własne, jak i aktywa. Trzeba ją tylko wypłacić w tym samym miesiącu, w którym Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podejmie decyzję o podziale zysku.
5. Kwota wolna od podatku w wysokości 4 mld PLN ma z założenia chronić mniejsze instytucje, które ze względu na skalę działania charakteryzują się niższą rentownością. Pomimo to nie mieliśmy większych problemów ze znalezieniem instytucji, która dzięki „łaskawości” twórców ustawy zamiast niemal dwukrotności rocznego zysku, odda w ramach podatku jedynie jego ogromną część.

Jaki będzie rzeczywisty wpływ podatku na decyzje podejmowane przez banki? Zakładając, że banki będą działać racjonalnie, wprowadzenie podatku powinno skutkować dążeniem do optymalizacji aktywów ze względu na rentowność. Sam wzrost aktywów absolutnie przestanie być priorytetem, a więc gospodarka będzie musiała zmierzyć się z poważnym wyhamowaniem, a nawet spadkiem akcji kredytowej i mniejszą dostępnością finansowania (podobnie, jak stało się na Węgrzech po wprowadzeniu podobnego rozwiązania). Prawdopodobne działania po stronie kosztowej to redukcje zatrudnienia, obniżki płac, zmniejszenie liczby oddziałów, niższe oprocentowanie depozytów i lokat. Po stronie przychodowej całkowita eliminacja bądź znaczący wzrost cen, co najmniej w przypadku produktów o najniższej rentowności. Z tego powodu ucierpieć mogą najbardziej kredyty hipoteczne oraz kredyty korporacyjne. Podatek bankowy jest szczególnie złą informacją dla potencjalnych nabywców mieszkań oraz całego rynku mieszkaniowego, ponieważ prawdopodobnie spowoduje znaczący spadek dostępności kredytu hipotecznego, przy jednoczesnym braku alternatywy.

Wątpliwy stanie się także sens posiadania w bilansie obligacji skarbowych przy obecnych poziomach rentowności. To oznacza, że finansowanie deficytu budżetowego w większym stopniu zależeć będzie od kapitału zagranicznego i w ten sposób, próbując „ukarać” zagranicznych inwestorów obecnych w polskich bankach, twórcy projektu strzelają sami sobie w kolano (argument, że podatek zapłacą banki, które są w większości w rękach kapitału zagranicznego był nieraz podnoszony przez krzewicieli podatku).

Gwoli sprawiedliwości dostrzegamy w projekcie także pewne pozytywne aspekty, choć są one zapewne skutkiem ubocznym, a nie intencją twórców projektu. W przypadku finansowania działalności gospodarczej, ale tylko w odpowiednio dużej skali, dostrzegamy pewną alternatywę dla kredytów, która jednocześnie stanowi szansę na rozwój rynku obligacji korporacyjnych. Z punktu widzenia banku zamiast udzielić kredytu, który zwiększy podstawę opodatkowania, lepiej zorganizować emisję obligacji, którą uplasuje się wśród klientów banku. Taka emisja może być bardzo atrakcyjna dla klientów banku zarówno pod względem rentowności, jak i bezpieczeństwa, pod warunkiem, że bank zagwarantuje spłatę obligacji przyjmując w zamian od emitenta analogiczne zabezpieczenia, jak w przypadku udzielenia kredytu. Efekt będzie ten sam, a wszystko zostanie poza bilansem, czyli nie zwiększy podstawy opodatkowania. W banku zostaną jedynie zyski z wynagrodzenia od emitenta za organizację i gwarantowanie emisji oraz prowizje i opłaty od klientów, którzy chętnie zapłacą otrzymując rentowny, bezpieczny i płynny instrument (bank może oferować np. odkup na żądanie za odpowiednią opłatą). Kolejne działania „obronne” banków mogą zmierzać w kierunku wypychania klientów z depozytów i lokat do funduszy. Skutkować to będzie zmniejszeniem podstawy opodatkowania i wzrostem przychodów z prowizji i opłat z tytułu sprzedaży jednostek uczestnictwa i partycypacji w opłacie za zarządzanie (i nie zmieni tego żaden MiFID, ponieważ prowizje można różnie nazywać i od różnych rzeczy je naliczać, zawsze znajdzie się sposób, jeśli tylko ktoś będzie chciał zapłacić). To z kolei stanowić będzie szansę dla rynku funduszy inwestycyjnych i napływ nowych środków na rynek obligacji i akcji. Pytanie tylko, czy w zaistniałych okolicznościach zamiast na giełdzie warszawskiej, pieniądze te nie będą inwestowane głównie za granicą?

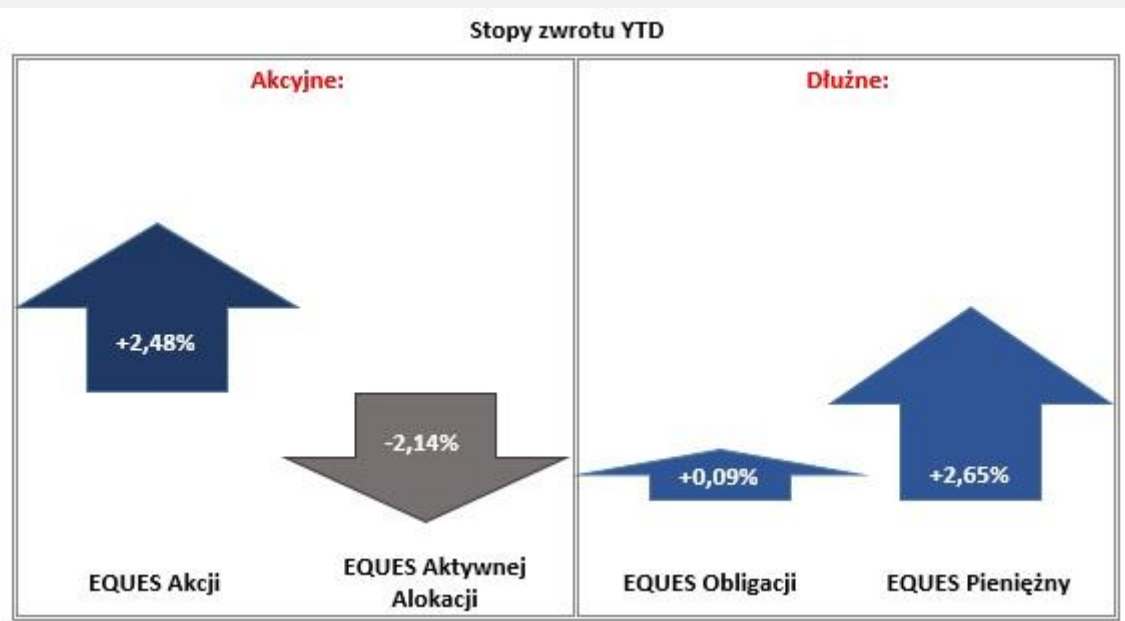
Wybrane miary efektywności działania



Wykres 1: Miary efektywności banków. Kolejno wskaźniki: koszty/ przychody (C/I), rentowność aktywów (ROA) i rentowność kapitałów własnych (ROE). Źródło: KNF, Raport o sytuacji banków w I półroczu 2015.

Reasumując projekt ma wiele wad, ale są także pozytywne aspekty, które w dłuższym terminie mogą wesprzeć rozwój rynku kapitałowego. W chwili obecnej giełda warszawska jest po sporych spadkach, co może teoretycznie sprzyjać wzrostowej korekcie. Teoretycznie, ponieważ na horyzoncie wciąż widzimy liczne czynniki ryzyka związane np. z ewentualnym rozwiązaniem problemu kredytów walutowych kosztem banków oraz ratowaniem górnictwa kosztem sektora energetycznego. Największym zagrożeniem ze wszystkich jest jednak ewentualne dokończenie rozbioru OFE.

Potrzeby budżetu państwa w najbliższych latach będą bardzo duże ze względu na chęć choćby częściowej realizacji obietnic wyborczych, a władza dzięki spadkom na giełdzie, których sama jest sprawcą, otrzyma solidny argument do takich działań w postaci słabych wyników OFE w 2015 roku. Kolejnym czynnikiem ryzyka dla banków jest także słaba kondycja banków spółdzielczych (wykres 1). Ewentualna niewypłacalność niektórych spośród banków spółdzielczych wiązać się będzie z dodatkowymi opłatami na Bankowy Fundusz Gwarancyjny, które obciążą wyniki banków komercyjnych. Ponadto prawdopodobna obniżka stóp procentowych w 2016 roku będzie wywierać dodatkową presję na marżę odsetkową banków. Z drugiej strony niższe stopy procentowe zwykle sprzyjają zachowaniu małych i średnich spółek. Między innymi dlatego, wciąż podtrzymujemy opinię, że warto stawiać na selekcję i przeważać w portfelu ten segment rynku, oczywiście pod warunkiem, że wciąż wierzymy w sens inwestycji na giełdzie warszawskiej.



Stopy zwrotu subfunduszy EQUES SFIO w okresie od 31.12.2014 do 04.12.2015. Źródło: Obliczenia własne EQUES Investment TFI SA

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i promocyjny, w żadnym zatem wypadku nie może być traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.).

Materiał ten nie stanowi także usługi doradztwa finansowego czy inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej.

Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa, chyba że w materiale wskazano wyraźnie inne źródło pochodzenia danych.

Wymagane prawem informacje, w tym: szczegółowy opis czynników ryzyka związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, wysokość i sposób pobierania opłat manipulacyjnych, wysokość kosztów obciążających fundusz oraz obowiązki podatkowe związane z dokonaniem inwestycji, zawarte są odpowiednio: w prospekcie informacyjnym funduszu i/lub kluczowych informacjach dla inwestorów („KIID”) albo w statucie funduszu i/lub w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Osoby zainteresowane nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, powinny uważnie zapoznać się z tymi dokumentami. Należy przy tym zwrócić uwagę, że informacje dotyczące obowiązków podatkowych związanych z dokonaniem inwestycji, zawarte odpowiednio w prospekcie informacyjnym albo warunkach emisji, mają charakter ogólny oraz ze względu na fakt, że obowiązki podatkowe zależą od indywidualnej sytuacji Uczestnika i miejsca dokonywania inwestycji, w celu ustalenia obowiązków podatkowych, wskazane jest zasięgnięcie porady doradcy podatkowego lub prawnego. Prospekty informacyjne funduszy, KIID-y, aktualna Tabela Opłat i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) www.eitfi.pl, w siedzibie Towarzystwa i w oddziale w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, przesyłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki dotyczą okresów wyraźnie wskazanych w niniejszym materiale i oparte są wyłącznie na danych historycznych. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem inwestycyjnym, wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wiąże się z ryzykami, a Uczestnicy powinni liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa albo od ceny nabycia i dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.

Przy lokowaniu aktywów Subfundusze EQUES SFIO mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U.04 Nr 146, poz.1546 z późn. zm.), w stosunku do papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez: a) Skarb Państwa, b) Narodowy Bank Polski, c) Republikę Federalną Niemiec, d) Stany Zjednoczone Ameryki, e) Cesarstwo Japonii, f) Republikę Turcji (tj. mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów w takie papiery wartościowe).

Niniejszy materiał chroniony jest prawem autorskim na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity Dz. U. z 2000 r. Nr 80, poz. 904 z późn. zm.), a prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie EQUES Investment TFI SA z siedzibą w Gdańsku. Bez wyraźnej zgody Towarzystwa materiał ten nie może być w całości ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób.

Jeśli chcecie Państwo zrezygnować z otrzymywania Tygodniowych komentarzy rynkowych EQUES oraz Aktualności EQUES Investment TFI prosimy e-mail zwrotny z dopiskiem 'rezygnuję'.

© EQUES Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA