



ALTERNATYWY

# Niejasne implikacje rynkowe reformy podatkowej w Stanach Zjednoczonych

December 21, 2017

Próby zreformowania kodeksu podatkowego w Stanach Zjednoczonych mają długą (ponad trzydziestoletnią) historię, ale w tym roku wreszcie przyniosły efekty. Ratyfikowanie zakrojonej na szeroką skalę reformy podatkowej przez Kongres będzie miało wpływ na obywateli, przedsiębiorstwa i całą gospodarkę. Ed Perks, CIO z Franklin Templeton Multi-Asset Solutions, przedstawia swój punkt widzenia na prawdopodobne gospodarcze i rynkowe implikacje tych zmian.

**Ed Perks, CFA**

**Wiceprezes wykonawczy**

**CIO**

**Franklin Templeton Multi-Asset Solutions**

Ogólnie rzecz ujmując, rynek najwyraźniej uwzględniał już zatwierdzenie reformy kodeksu podatkowego w swoich wycenach, zatem nie spodziewamy się poważniejszej reakcji na podpisanie projektu ustawy przez prezydenta Trumpa. Niektórzy obserwatorzy rynku optymistycznie oczekują, że reforma amerykańskiego systemu podatkowego okaże się korzystna dla rynku akcji oraz dla całej gospodarki, ale w rzeczywistości pojawią się zarówno zwycięzcy, jak i przegrani, a skali ostatecznych konsekwencji nie jesteśmy w stanie oszacować. Możemy natomiast wskazać pewne wyróżniające się obszary, w których konsekwencje rynkowe i gospodarcze mogą być poważne.

## **Stawki podatku dochodowego od przedsiębiorstw**

W ostatecznie uzgodnionej wersji ustawy podatkowej stawki podatku dochodowego od przedsiębiorstw zostały obniżone z 35% do 21% — nie jest to tak niski poziom, jak w poprzednich wersjach ustawy, ale zmiana jest i tak dość znacząca. Wydaje się oczywiste, że niższe stawki podatku od dochodów spółek przełożą się na wyższe dochody netto amerykańskich przedsiębiorstw, co z kolei byłoby korzystne dla S&P 500 i innych ważnych indeksów rynkowych. Niemniej jednak zważywszy na duże rozbieżności pomiędzy dotychczasowymi efektywnymi stawkami opodatkowania spółek, wpływ zmian w prawie podatkowym na zysk netto będzie różny w przypadku poszczególnych spółek.

Zmniejszenie opodatkowania zysków wygenerowanych zagranicą i sprowadzanych do kraju oraz obowiązkowe jednorazowe naliczenie podatku od tych zysków wypracowanych w przeszłości prawdopodobnie przełożą się na napływ większych ilości środków pieniężnych z rynków zagranicznych do Stanów Zjednoczonych, co z kolei może skłonić przedsiębiorstwa do zwiększenia wydatków na wykup akcji, wypłatę dywidendy czy inwestycje kapitałowe (CAPEX) na amerykańskim rynku krajowym. Wzrost wydatków kapitałowych może dodatkowo stymulować szybszą amortyzację.

Ponadto wielu obserwatorów z optymizmem przewiduje, że reforma podatkowa będzie miała decydujący wpływ na pobudzenie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Generalnie uważamy, że nowe prawo może wywołać przyspieszenie wzrostu amerykańskiego produktu krajowego brutto (PKB), ale taką prognozę należy opierać na pewnych optymistycznych założeniach. W optymalnej sytuacji kombinacja niższych stawek podatku dochodowego od przedsiębiorstw, większego napływu wypracowanych zagranicą zysków do kraju oraz szybszej deprecjacji przełożyłaby się na wzrost wydatków kapitałowych na rynku krajowym w Stanach Zjednoczonych, co z kolei wywołałoby przyspieszenie wzrostu gospodarczego w dalszej przyszłości.

Niemniej jednak czynniki determinujące wzrost gospodarczy są złożone, a podatki to tylko jeden z wielu istotnych aspektów.

## **Problem z deficytem**

Jedną z rzeczy, co do których mamy więcej pewności, jest fakt, że nowa ustawa powiększy deficyt w budżecie federalnym Stanów Zjednoczonych — niektóre szacunki przewidują wzrost deficytu (w efekcie zmniejszenia przychodów do budżetu federalnego) o 1 bln USD w ciągu najbliższej dekady. Choć ostateczny wpływ reformy podatkowej na pogłębienie deficytu federalnego będzie po części zależny od skali stymulacji wzrostu amerykańskiego PKB, wzrostu dochodów i wzrostu przychodów do budżetu federalnego w amerykańskiej gospodarce, sądzimy, że prawdopodobną konsekwencją będą wyższe długoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych.

Perspektywa wzrostu deficytu zbiega się w czasie z decyzją Fedu o przejściu do zmniejszania bilansu, a kilku ważnych nabywców papierów skarbowych (takich jak zagraniczne rządy, azjatyckie banki centralne czy państwa produkujące ropę naftową) ogranicza skup tych instrumentów. Zważywszy na większą ilość papierów dłużnych, jakie muszą wchłonąć światowe rynki, należy zastanowić się, czy obecne poziomy rentowności są dostatecznie wysokie, by skusić nabywców. Spodziewamy się wzrostu rentowności w związku z dążeniem do równowagi pomiędzy podażą a popytem.

Prawdopodobieństwo, że stymulacja dalszej ekspansji gospodarczej przez reformę podatkową ostatecznie pobudzi inflację, także skłania nas do oczekiwania wzrostów stóp. Zgadzaemy się z naszymi [kolegami z Templeton Global Macro](#), że warunki do wzrostu inflacji w ciągu kilku najbliższych lat są efektem działania licznych czynników — nawet poza polityką podatkową. Gdy Fed będzie zmniejszał swój bilans z bezprecedensowo dużych rozmiarów, wszelkie ewentualnie wątpliwości rynkowe mogą mieć, według nas, nieproporcjonalnie duży wpływ na wycenę obligacji. Sądzimy, że inwestorzy mają powody do ostrożnego szacowania potencjalnych zwrotów z długoterminowych papierów skarbowych.

## **Co to oznacza dla nas?**

W warunkach zsynchronizowanego globalnego wzrostu gospodarczego, umiarkowanej inflacji i sprzyjających warunków w obszarze płynności preferujemy aktywa o wyższym ryzyku, co generalnie oznacza preferencje zarządzających naszymi strategiami inwestycji w aktywa mieszane dla akcji w odróżnieniu od instrumentów o stałym dochodzie. Jeżeli chodzi o akcje, unikamy ekspozycji na Stany Zjednoczone i preferujemy papiery z Japonii i rynków wschodzących, natomiast w segmencie stałochodowym skłaniamy się ku inwestowaniu w papiery krótkoterminowe, unikając instrumentów o dłuższym czasie trwania.<sup>[1]</sup> Zważywszy na nasze założenie, że zmiany w prawie podatkowym będą miały zróżnicowany wpływ na poszczególne branże i spółki, sądzimy, że aktywne zarządzanie i selekcja papierów na podstawie czynników fundamentalnych będą miały w przyszłości istotny wpływ na wyniki inwestycji.

*Komentarze, opinie i analizy zawarte w niniejszym tekście są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani rekomendacji dotyczących inwestowania w jakiejkolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiejkolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.*

*Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego materiału. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym materiale; inwestor może opierać swoje decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby się dowiedzieć, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.*

*CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.*

*Komentarze ekspertów z Franklin Templeton Investments możesz otrzymywać bezpośrednio do swojej skrzynki e-mail. Subskrybuj nasz blog: [„Beyond Bulls & Bears”](#).*

Aby mieć szybki dostęp do krótkich bieżących informacji inwestycyjnych, znajdź nas na Twitterze ([@FTI\\_Global](#)) i portalu [LinkedIn](#).

## **Jakie jest ryzyko?**

**Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnąć lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków.** Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach. Ceny obligacji generalnie poruszają się w kierunku przeciwnym do kierunku zmian stóp procentowych. Gdy zatem rynkowe ceny obligacji utrzymywanych w portfelu będą korygowane pod wpływem podwyżek stóp procentowych, wartość portfela może pójść w dół. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących obarczone są jeszcze większym ryzykiem wynikającym z tych samych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami i mniejszą płynnością.

[1] Czas trwania to miara wrażliwości obligacji na zmiany stóp procentowych.