

# PODSUMOWANIE SYTUACJI RYNKOWEJ I PERSPEKTYWY NA 2023 ROK

**Informacja reklamowa.** Inwestowanie wiąże się z ryzykiem. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych zapoznaj się z prospektem informacyjnym funduszu.



9 stycznia 2023 r.

Podsumowanie (strona 2)

Najważniejsze wydarzenia 2022 roku (strona 3)

Perspektywy na 2023 rok (strona 9)

Implikacje inwestycyjne (strona 16)

## Outlook 2023

## PODSUMOWANIE

---

### Najważniejsze wydarzenia 2022 roku

- Agresja wojskowa Rosji na Ukrainę w lutym spowodowała dużą niepewność oraz wywołała istotne wzrosty na rynkach surowców. Wzrost cen paliw, energii elektrycznej, nawozów oraz żywności nałożył się na tendencje proinflacyjne wywołane jeszcze przez pandemię.
- Banki centralne przystąpiły do zacieśniania polityki pieniężnej. Fed podniósł stopy procentowe z przedziału 0-0,25% do 4,25-4,5%, a NBP o 500 punktów bazowych, do poziomu 6,75%.
- Miniony rok zakończył się największymi w historii spadkami cen obligacji skarbowych z rynków rozwiniętych. Spadków nie uniknęły także obligacje korporacyjne. Pod koniec roku polskim obligacjom skarbowym udało się odrobić część strat i zakończyć rok lepiej niż na większości rynków.
- Rok 2022 nie był udany również dla inwestujących w akcje. Głównym czynnikiem spadków był wzrost kosztu kapitału. W efekcie globalny indeks akcji spadł w o 19,5%. Relatywnie lepiej zachowywały się akcje europejskie. Europa zdołała sobie całkiem dobrze poradzić z kryzysem energetycznym.
- Oczywiście nie był to także udany okres dla inwestujących na polskim rynku akcji. Bliskość działań wojennych w Ukrainie, pośrednie zaangażowanie w konflikt czy niekorzystne regulacje sektorowe odstraszały inwestorów zagranicznych.
- W tak wymagającym otoczeniu rynkowym bardzo trudno było wypracować satysfakcjonujące wyniki inwestycyjne. Ostatecznie zyskały tylko fundusze o niskim ryzyku tj. subfundusze dłużne krótkoterminowe, a także subfundusz absolutnej stopy zwrotu (Santander Prestiż Alfa).
- Pomimo ujemnych stóp zwrotu w skali całego roku warto podkreślić istotną poprawę wyników funduszy w II poł. 2022 r. W tym okresie większość subfunduszy miała już dodatnie wyniki inwestycyjne.

### Perspektywy na 2023 rok

- W 2022 r. wszyscy zastanawiali się jak szybko i do jakiego poziomu wzrośnie inflacja. W tym roku może być odwrotnie. Spadkowi inflacji powinny sprzyjać m.in. spadki na rynkach surowców i towarów rolnych oraz normalizacja sytuacji w globalnych łańcuchach dostaw.
- Spadek inflacji powinien pozwolić bankom centralnym na zakończenie w 2023 cyklu podwyżek stóp procentowych.
- W takich warunkach warto zwrócić uwagę na spory potencjał stóp zwrotu na rynku obligacji skarbowych, wynikający z dokonanego w okresie ok. 1,5 roku wzrostu ich rentowności.
- Silny wzrost rentowności i marż kredytowych stanowi również bazę do znaczącej poprawy stóp zwrotu z obligacji korporacyjnych w przyszłości.
- Jesteśmy ostrożni jeśli chodzi o akcje zagraniczne. Priorytetem Fed jest obecnie zahamowanie tempa wzrostu cen m.in. poprzez schłodzenie koniunktury gospodarczej.
- Jednym z europejskich rynków akcji, który w znacznym stopniu ucierpiał w wyniku wybuchu wojny jest Polska. Obecnie jesteśmy pozytywnie nastawieni do inwestycji w polskie akcje.
- Istnieje szereg czynników, które mogą stać się katalizatorem wzrostów na polskim rynku m.in. potencjalne odblokowanie KPO, wspierająca gospodarkę polityka fiskalna czy niskie poziomy wycen.

## Najważniejsze wydarzenia 2022 roku

Miniony rok cechował się istotnymi przetasowaniami na politycznej arenie międzynarodowej. **Wskutek agresji wojskowej Rosji na Ukrainę** w lutym, doszło do ograniczenia relacji gospodarczych między Rosją a Unią Europejską i USA. **Sankcje oraz duża niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji powodowały istotne wzrosty na rynku surowców energetycznych** (ropy i gazu), zwłaszcza w pierwszej połowie roku. W drugiej połowie roku ceny te ulegały już większej normalizacji, między innymi w obawie o spowolnienie gospodarcze. Wojna była dodatkowym katalizatorem dla inflacji, której kolejne odczyty z różnych gospodarek zaskakiwały w górę przez większą część roku.

WYKRES 1. CENA ROPY WTI (W USD ZA BARYŁKĘ)



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

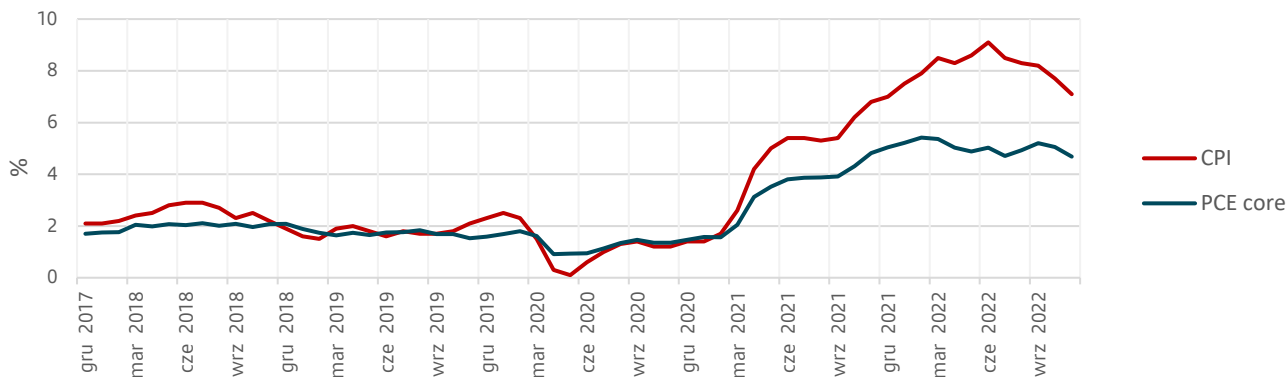
WYKRES 2. CENY GAZU W EUROPIE (W EUR ZA MWH)



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

**Wzrost cen paliw, energii elektrycznej, nawozów oraz żywności nałożył się na tendencje proinflacyjne wywołane jeszcze przez pandemię Covid-19**, takie jak ograniczenia podaży wynikające z zaburzeń w łańcuchach dostaw czy realizację odłożonego popytu. Problem z obsadzeniem wolnych miejsc pracy, szczególnie w pracochłonnym sektorze usług, przetożył się z kolei na presję płacową i wzrost wynagrodzeń.

WYKRES 3. INFLACJA W USA R/R



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

**W takim otoczeniu banki centralne przystąpiły do zmasowanego zacieśniania polityki pieniężnej.** Na szali leżało bowiem odnotowanie oczekiwań inflacyjnych i wpadnięcie w spiralę płacowo-cenową. Tempo podwyżek stóp było największe w historii, a wraz z kolejnymi zaskoczeniami inflacyjnymi oczekiwania co do poziomu docelowej stopy procentowej rosły.

**Amerykański bank centralny podniósł stopy procentowe z przedziału 0-0,25% do 4,25-4,5%,** czyli aż o 425 punktów bazowych. Główna stopa procentowa sięgnęła zatem najwyższego poziomu od 15 lat. Z przedstawionych przez FOMC (Federalny Komitet Otwartego Rynku) projekcji dotyczących oczekiwanych stóp procentowych (tzw. *dot plot*) wynika, że podwyżki prawdopodobnie zakończą się, gdy główna stopa będzie w przedziale 5-5,25%.

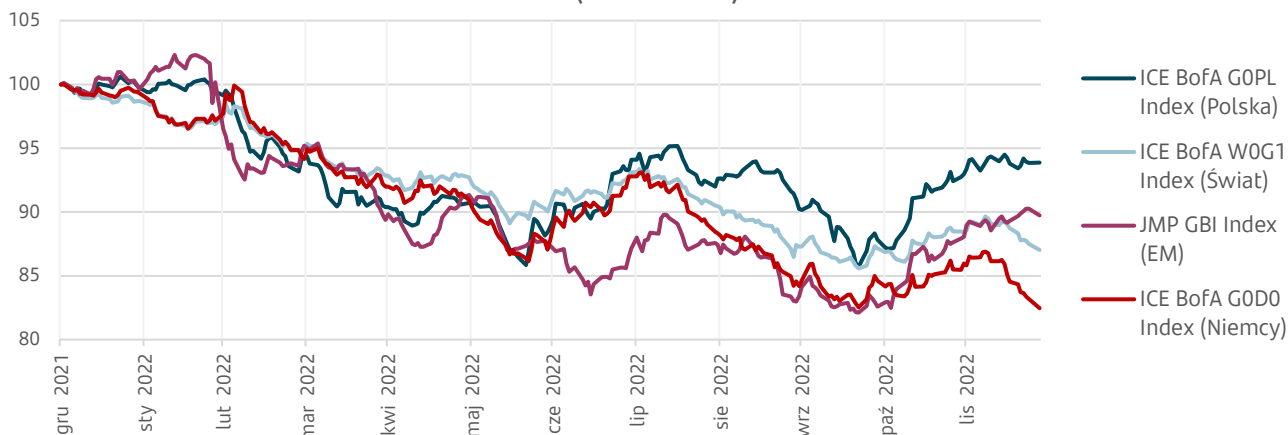
**Europejski Bank Centralny (ECB) rozpoczął podwyżki dopiero w III kw. 2022. Do końca roku główna stopa procentowa została podniesiona o 250 punktów bazowych, do poziomu 2,5%.** Oczekiwana jest kontynuacja podwyżek. Oprócz tego, od marca 2023 roku zmniejszana ma być suma bilansowa ECB poprzez wstrzymanie się od reinwestycji środków z zapadających obligacji znajdujących się w portfelu. To także jest elementem dalszego zacieśniania polityki monetarnej.

**Narodowy Bank Polski w ciągu roku podwyższył stopy procentowe o 500 punktów bazowych i główna stopa referencyjna wzrosła we wrześniu do 6,75%.** Równocześnie RPP przeszła w tryb pauzy, chcąc zaobserwować efekt zmian poziomu stóp.

## Zły okres na rynku obligacji skarbowych

**Miniony rok zakończył się największymi w historii spadkami indeksów obligacji z rynków rozwiniętych.** Skala i tempo podwyżek stóp procentowych, w połączeniu z niską rentownością obligacji na początku roku, spowodowała masową przecenę obligacji na całym świecie. Straty były tym większe im bardziej spóźniony był dany bank centralny, co oznaczało dłuższy okres zacieśniania polityki pieniężnej. Pewną ulgą było ustabilizowanie się inflacji CPI w USA, a dwa ostatnie odczyty wskazujące na spadek inflacji większy niż oczekiwania, przyczyniły się do istotnego odbicia indeksu obligacji z rynków wschodzących.

WYKRES 4. INDEKSY OBLIGACJI SKARBOWYCH NA ŚWIECIE W 2022 R. (GRU 2021 = 100)

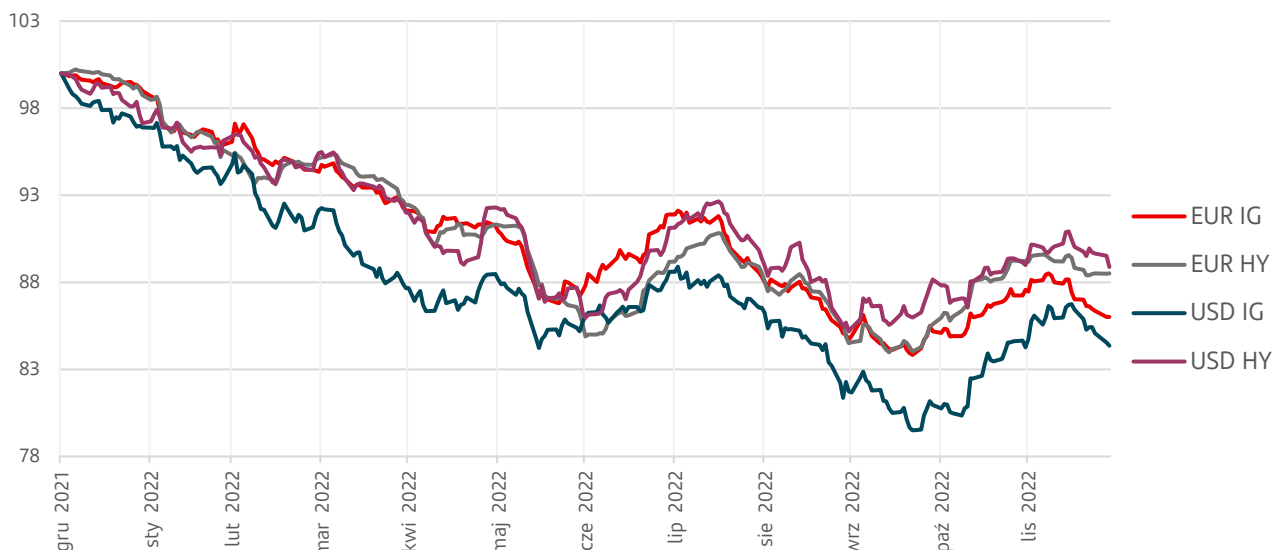


ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

Z uwagi na to, że NBP rozpoczął podwyżki stóp jeszcze w ubiegłym roku, a jesienią zasygnalizował co najmniej przerwę w cyklu, **pod koniec roku polskim obligacjom skarbowym udało się odrobić część strat i zakończyć rok lepiej niż na większości rynków.** W trakcie roku występowała jednak ogromna zmienność cen. Poprzedni rok także nie był łaskawy dla obligacji zmienno kuponowych. Wysokie odpływy z funduszy inwestycyjnych, wzrost niepewności i ryzyka krajowego oraz niejasna przyszłość stawki WIBOR zniechęcały do inwestycji także w tym segmencie.

**Spadków nie uniknęły także obligacje korporacyjne.** W pierwszej połowie roku marże za ryzyko kredytowe wzrosły o ponad 200 punktów bazowych dla obligacji wysokodochodowych (*high yield*) oraz o ok. 90 punktów dla obligacji z ratingiem inwestycyjnym. Wraz z oddaleniem się widma gwałtownej recesji i przy całym czasie dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw, połowa tego ruchu odwróciła się w drugiej części roku. Ostatecznie główną przyczyną słabych wyników obligacji korporacyjnych był wzrost stopy wolnej od ryzyka.

WYKRES 5. INDEKSY OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W 2022 R. (GRU 2021=100)



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

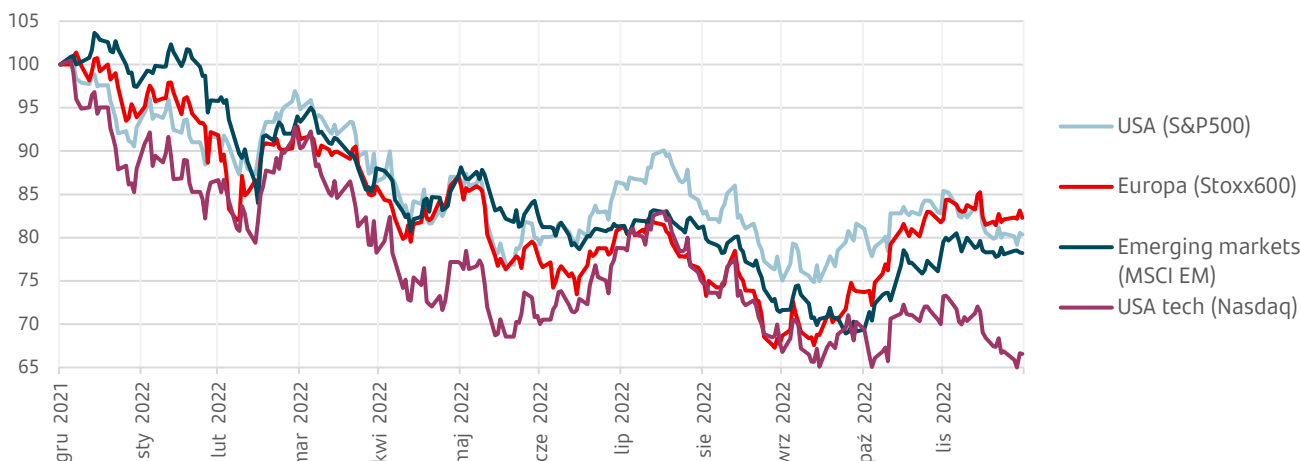
## Spadki na rynkach akcyjnych

Rok 2022 nie był udany również dla inwestujących na rynkach akcji. Głównym czynnikiem spadków indeksów był wzrost kosztu kapitału, wynikający z wysokiej inflacji, podwyżek stóp procentowych i oczekiwań spowolnienia gospodarczego w przyszłości (wyższa wymagana premia za ryzyko). Za spadki raczej nie odpowiadały wyniki przedsiębiorstw. W całym roku globalne zyski spółek wzrosły nieco ponad 5%. Było to zatem niewiele niżej niż zakładaty oczekiwania analityków pod koniec 2021 roku, kiedy prognozowano wzrosty rzędu 8-10%.

Najbardziej popularny wskaźnik wyceny dla rynków akcji, C/Z (Cena/Zysk), pokazujący ile średnio inwestorzy byli skłonni płacić za zyski spółek notowane na danym rynku, mocno spadł. Dla globalnego indeksu MSCI World był to spadek z poziomu 20x do 15x. W efekcie globalny indeks akcji MSCI World stracił w USD 19,5%, a rynek amerykański S&P 19,4%. Najstabszy był technologiczny NASDAQ ze spadkiem o 33,1%. Relatywnie lepiej zachowywały się akcje europejskie (indeks Stoxx 600 stracił 18,1% w USD). Europa zdołała sobie całkiem dobrze poradzić z kryzysem energetycznym w 2022 roku. Mniejsze dostawy gazu z Rosji zostały zrekompensowane dużym początkowym wypełnieniem magazynów, niższą konsumpcją gazu (pomogła też wyjątkowo ciepła jesień) oraz dostawą z innych kierunków (głównie LNG). Zwiększono również udział produkcji energii z elektrowni węglowych. Od początku trwania kryzysu energetycznego Europa wydała ponad 700 mld EUR na subsydia by utrzymać detaliczne ceny energii i gazu dla gospodarstw domowych i małych firm na poziomach poniżej wartości rynkowych.

**Miniony rok był najgorszym dla rynków wschodzących od 2008 roku.** Na negatywne zachowanie miało wpływ przede wszystkim umocnienie dolara oraz spowolnienie gospodarcze w Chinach (najniższy wzrost gospodarczy od ponad 40 lat). Druga gospodarka świata wyraźnie zwalniała trapiąca problemami wewnętrznymi (utrzymywanie polityki zero-COVID, problemy na rynku nieruchomości), **przy jednoczesnym spowolnieniu aktywności w światowym handlu.**

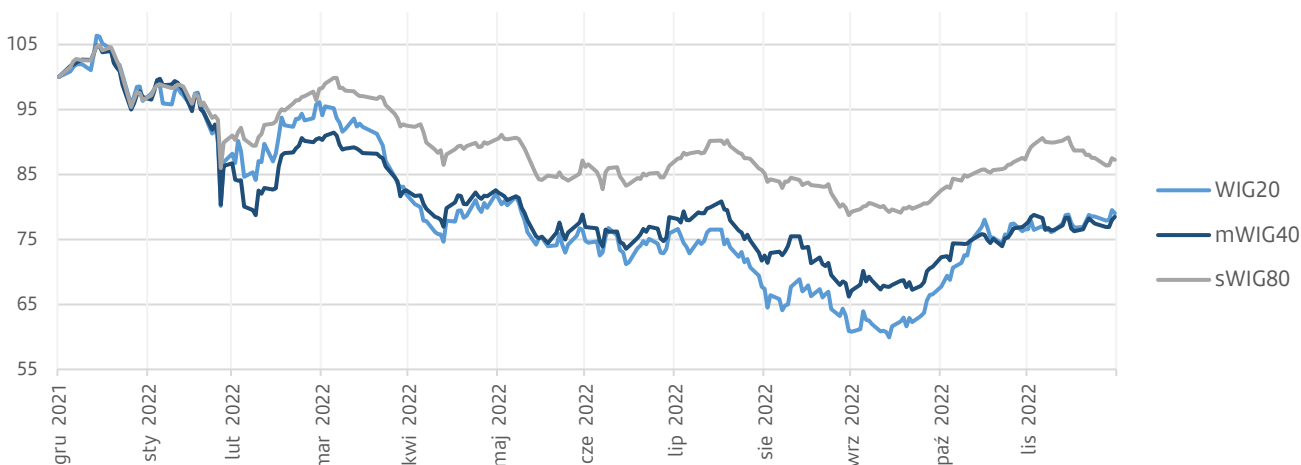
WYKRES 6. ŚWIATOWE INDEKSY AKCJI W 2022 R. W USD (GRU 2021 = 100)



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

**Oczywiście nie był to także udany okres dla inwestujących na polskim rynku akcji.** Oprócz dużej korelacji z zachowaniem rynków rozwijających się i indeksu dolara, wpływ miały na to także czynniki geopolityczne. **Bliskość działań wojennych w Ukrainie, pośrednie zaangażowanie w konflikt czy niekorzystne regulacje sektorowe odstraszały inwestorów zagranicznych,** którzy wycofali z naszego rynku blisko 4 mld PLN. Z tego powodu większe spadki obserwowaliśmy wśród dużych spółek. Indeks WIG20 spadł w roku o 20,9%. Porównywalny spadek, głównie przez duży udział sektora bankowego, zaliczył indeks średnich spółek mWIG40. Relatywnie lepiej zachowywały się mniejsze spółki zgrupowane w indeksie sWIG80. Pomagały im dodatnie napływy na rynek akcji ze strony krajowych inwestorów (głównie PPK oraz inwestorów detalicznych) oraz brak niekorzystnych regulacji sektorowych w porównaniu do spółek z WIG20.

WYKRES 7. POLSKIE INDEKSY AKCJI W 2022 R. (GRU 2021=100)



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

## Podsumowanie wyników funduszy Santander

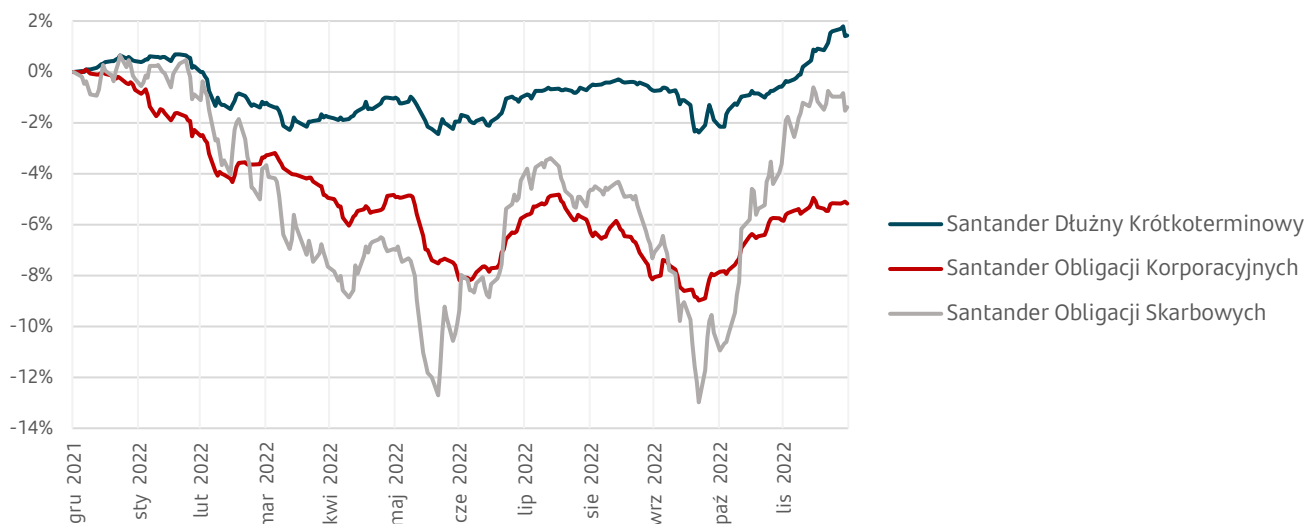
W tak wymagającym otoczeniu rynkowym, z jakim mieliśmy do czynienia w 2022 r., bardzo trudno było wypracować satysfakcjonujące wyniki inwestycyjne. W sytuacji kiedy większość aktywów przyniosła ujemne stopy zwrotu, podobnie wyglądały wyniki naszych subfunduszy. Na palcach jednej ręki można policzyć te produkty, które wypracowały dodatnie wyniki w minionym roku. Sytuacja uległa jednak dużej poprawie w końcówce roku ponieważ jeszcze na koniec trzeciego kwartału nie było subfunduszu z dodatnią stopą zwrotu.

Ostatecznie zyskały tylko fundusze o niskim ryzyku tj. subfundusze dłużne krótkoterminowe, a także subfundusz absolutnej stopy zwrotu (Santander Prestiż Alfa). Subfundusze dłużne krótkoterminowe wypracowały dodatnie stopy zwrotu, ok. 1,4%, chociaż sytuacja na krajowym rynku obligacji skarbowych o niskim ryzyku stopy procentowej również nie była łatwa. Santander Prestiż Alfa osiągnął zysk (1,1%) nawet mimo trudnych warunków rynkowych, zarówno jeśli chodzi o akcje jak i obligacje. Wynik bliski zera zanotował również subfundusz Santander Strategia Konserwatywna (od stycznia ze zmienioną polityką inwestycyjną, jako Santander Dłużny Aktywny).

Subfundusze inwestujące w polskie obligacje skarbowe ostatecznie były bliskie wyjścia „na plus”, osiągając stopy zwrotu na poziomie -1,4% oraz -1,9% (odpowiednio Santander Obligacji Skarbowych i Santander Prestiż Obligacji Skarbowych), choć pierwsze 9 m-cy wcale tego nie zapowiadało. Wynik, mimo iż ujemny, jest wart podkreślenia bo dzięki aktywnej postawie zarządzającego był znacznie lepszy od krajowego indeksu obligacji skarbowych (GOPL), który stracił w 2022 r. aż 6,2%.

W otoczeniu odwrótu od ryzykownych aktywów na całym świecie nie był to udany okres dla subfunduszy obligacji korporacyjnych. Należy jednak zauważyć pewną stabilizację w II poł. roku.

WYKRES 8. STOPY ZWROTU YTD WYBRANYCH SUBFUNDUSZY DŁUŻNYCH W 2022 R.



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

To zdecydowanie nie był udany rok dla posiadaczy jednostek subfunduszy akcyjnych. Wszystkie subfundusze akcyjne osiągnęły ujemne stopy zwrotu. Najlepszym, pod kątem osiągniętej stopy zwrotu, okazał się subfundusz Santander Prestiż Akcji Europejskich (-8,2%). Jednak, co do zasady, lepsze wyniki w minionym roku osiągnęły subfundusze zorientowane na krajowy rynek akcji. Spośród nich najlepiej wypadł Santander Akcji Małych i Średnich Spółek (-13,1%) oraz Santander Prestiż Akcji Polskich (-14,9%). Spośród produktów inwestujących na rynkach zagranicznych, oprócz wspomnianego już subfunduszu akcji europejskich, relatywnie lepiej poradziły sobie także Santander Prestiż Akcji Rynków Wschodzących (-16,4%) oraz stosujący podejście ESG, Santander Prestiż Odpowiedzialnego Inwestowania Globalny (-18,8%).

WYKRES 9. STOPY ZWROTU YTD WYBRANYCH SUBFUNDUSZY AKCYJNYCH



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

Pomimo ujemnych stóp zwrotu w skali całego roku, **warto podkreślić istotną poprawę wyników funduszy w II poł. 2022 r. W tym okresie większość subfunduszy (za wyjątkiem kilku subfunduszy akcji zagranicznych) miała już dodatnie wyniki inwestycyjne.**



## Perspektywy na 2023 rok

---

**Rok 2023 rysuje się jako okres wciąż podwyższonej zmienności na rynkach.** Z analiz danych i raportów, rozmów z innymi uczestnikami rynku (inwestorami, analitykami) oraz kontaktów ze spółkami w Polsce, Europie i USA, wyłania się obraz dużej niepewności i obaw przed spowolnieniem gospodarczym. My również uważamy, że wydarzenia na rynkach będą definiowane przez nadchodzące spowolnienie. Trzeba wziąć pod uwagę współzależność i zachowanie się inflacji, wzrostu gospodarczego, stóp procentowych, przychodów i zysków firm, dokładając do tego względy geopolityczne. Mamy przed sobą dwa zasadniczo odmienne okresy - wchodzenia w spowolnienie, a następnie wychodzenia z niego. Będzie też można wyróżnić kilka odmiennych faz na rynku. **Obecnie banki centralne dużych gospodarek jeszcze podnoszą stopy procentowe, przeciwdziałając inflacji. W pewnym momencie jednak względy gospodarcze (spowolnienie) okażą się ważniejsze i doprowadzą do zatrzymania cyklu podwyżek.** Następnie stopy będą utrzymane na podwyższonym poziomie przez pewien czas. **Gdy banki centralne zmienią nastawienie, a spodziewamy się, że może to mieć miejsce w drugiej połowie roku, zacznie się faza cięcia stóp procentowych.** Od tego momentu warto poważniej zainteresować się zwiększeniem zaangażowaniem w aktywa ryzykowne takie jak akcje, obligacje korporacyjne wysokodochodowe czy rynki rozwijające się. Aktywa te powinny zyskiwać wcześniej, jeszcze przed faktyczną poprawą sytuacji gospodarczej, w momencie gdy inwestorzy zaczną już antycypować i odpowiednio wyceniać tą poprawę. Oczywiście nie sposób generalizować ponieważ dynamiki gospodarcze, moment w cyklu polityki monetarnej poszczególnych regionów czy poziomy wycen są różne. Na przykład, polski rynek akcji w ubiegłym roku wycenił już dość duże pogorszenie gospodarcze, podczas gdy amerykański wydaje się być jeszcze dosyć drogi. Recesja (bądź spowolnienie) wydaje się najbardziej oddalona w USA, podczas gdy w Europie być może jesteśmy już w jej trakcie.

**Konsekwencją i dobrą stroną przeceny na rynkach w 2022 jest fakt, że rozważając inwestycje w różnego rodzaju instrumenty finansowe, znajdujemy się na dużo ciekawszych poziomach niż na początku poprzedniego roku.** Szczególnie atrakcyjnie stosunek potencjalnego zysku do ryzyka wygląda w przypadku obligacji skarbowych. To wynika z ich wysokiej bieżącej rentowności, która stanowi pewien bufor bezpieczeństwa, chroniący nawet przed kolejnymi wzrostami rynkowych stóp procentowych. Obligacje korporacyjne oferują jeszcze wyższą rentowność, są jednak bardziej wrażliwe na spowolnienie gospodarcze. Podobnie jak akcje, które przy spadkach zysków, malejących mnożnikach wycen i podwyższonej niepewności makroekonomicznej mogą się jeszcze przeceniać.

**Nadchodzące spowolnienie jest bardzo szeroko oczekiwane, a więc do pewnego stopnia wyceniane. Nie znamy jednak jego głębokości i długości trwania.** Na tym będzie polegać trudność i klucz do efektywnego inwestowania w 2023.

### Obligacje skarbowe

**W 2022 r. wszyscy zastanawiali się jak szybko i do jakiego poziomu wzrośnie inflacja. W tym roku może być odwrotnie.** Globalnie spadkowi inflacji powinny sprzyjać m.in. obserwowane w II poł. 2022 spadki na rynkach surowców i towarów rolnych, normalizacja sytuacji w globalnych łańcuchach dostaw, wysoki poziom zapasów w gospodarkach oraz wpływ dokonanego do tej pory zacieśnienia monetarnego na popyt w gospodarce.

**Spadek inflacji powinien pozwolić największym bankom centralnym na stopniowe zakończenie w I lub II kw. 2023 r. cyklu podwyżek stóp procentowych.** Inwestorzy oczekują, że Fed dokona jeszcze podwyżek o co najmniej 0,5 punktu proc., a będący na nieco wcześniejszym etapie cyklu zacieśniania Europejski Bank Centralny o 1,5 punktu procentowego. Narodowy Bank Polski, ze względu na dużo wcześniejszy start, prawdopodobnie zakończył cykl podwyżek po wrześniowej decyzji o wzroście stopy referencyjnej do poziomu 6,75%. Podobnie zresztą wygląda sytuacja jeśli chodzi o inne banki centralne krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Mamy zatem przed sobą co najmniej perspektywę stabilnych stóp procentowych. **W takich warunkach warto zwrócić uwagę na spory potencjał stóp zwrotu na rynku obligacji skarbowych, wynikający z dokonanego w okresie ok. 1,5 roku wzrostu ich rentowności.** Dla przykładu, średnia rentowność globalnego indeksu obligacji skarbowych gospodarek rozwiniętych (ICE BofA Global Government Index) jest najwyższa od 2008, podobnie jak indeksu polskich obligacji skarbowych (ICE BofA Poland Government Index).

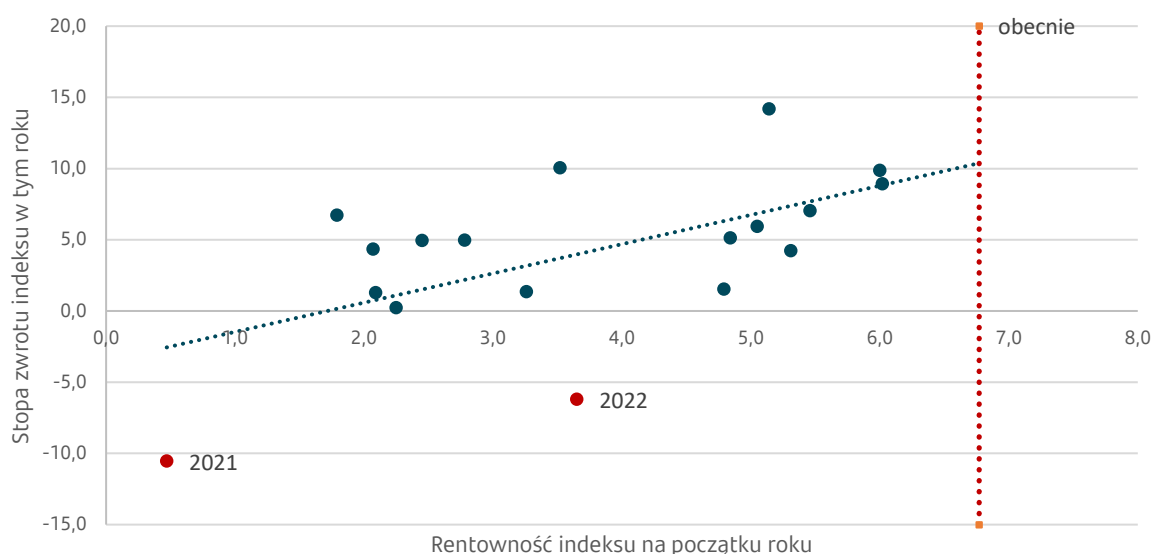
WYKRES 10. ŚREDNIA RENTOWNOŚĆ DO WYKUPU INDEKSÓW OBLIGACJI SKARBOWYCH



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

Poziom rentowności jest o tyle ważny, że w długim terminie stanowi kluczowy czynnik determinujący przyszłe stopy zwrotu na rynku obligacji.

WYKRES 11. WPŁYW RENTOWNOŚCI NA STOPY ZWROTU (ICE POLAND GOVERNMENT)



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

Powyższy wykres obrazuje dość dużą zależność pomiędzy poziomem rentowności indeksu obligacji na początku roku, a stopą zwrotu w najbliższym roku. **Im ta rentowność jest wyższa tym szanse na osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu rosną.** Tak właśnie jest obecnie, gdy rentowność jest na najwyższym poziomie od kilkunastu lat.

**Dodatkowym źródłem zysków na rynku obligacji skarbowych, szczególnie tych o stałym kuponie i dłuższych terminach do wykupu, może być wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych.** Szanse na takie obniżki będzie determinować tempo spadku inflacji w 2023. W tym względzie historia uczy, że inwestorzy zwykle niedoszacowują zarówno skali wzrostów jak i spadków inflacji oraz, że od zakończenia podwyżek stóp procentowych do rozpoczęcia ich obniżek zwykle mija jedynie kilka miesięcy. Dla wykrystalizowania się oczekiwań inwestorów w tym zakresie kluczowe powinny być pierwsze dwa kwartały 2023 roku.

**Mniejsze obawy o inflację i stabilizacja stóp procentowych globalnie powinny sprzyjać stopniowemu spadkowi zmienności na rynku obligacji, a co za tym idzie premii za ryzyko,** której inwestorzy wymagają za inwestowanie na rynku obligacji. Wzrost tej premii był wyraźnie widoczny na rynku polskim. Poza niepewnością co do poziomu stóp procentowych spowodowały go również bliskość konfliktu na Ukrainie, obawy o relacje z Unią Europejską czy kilka fal odpływów aktywów z funduszy inwestycyjnych. **W scenariuszu stopniowego spadku premii za ryzyko, dodatkowe zyski mogą przynieść zarówno obligacje skarbowe o stałym, jak i o zmiennym kuponie.** Wydaje się, że proces ten na rynku rozpoczął się już w dwóch ostatnich miesiącach mijającego roku.

## Obligacje korporacyjne

Rok 2022 był jednym z najstarszych w historii dla globalnego rynku obligacji korporacyjnych. **Silny wzrost rentowności i marż kredytowych stanowi jednak bazę do znaczącej poprawy stóp zwrotu z obligacji korporacyjnych w przyszłości.** Europejski rynek długu korporacyjnego oczywiście wciąż stoi w obliczu szeregu wyzwań i ryzyk związanych z wysoką inflacją, spowolnieniem gospodarczym, zacieśnieniem polityki pieniężnej czy też sytuacją na rynku energii. **Stabnąca koniunktura gospodarcza będzie odbijać się negatywnie na wynikach finansowych firm, jest to jednak czynnik już w dużej mierze zdyskontowany przez rynki i znajdujący odzwierciedlenie w szerokich premiach za ryzyko kredytowe.** W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że gospodarkom USA i strefy euro uda się uniknąć głębokiej recesji, a dynamiki PKB będą zbliżone do 0%. Europejscy emitenci wchodzą w ten okres z silnymi bilansami i ponadprzeciętnymi poziomami płynnych aktywów, co zmniejsza ryzyko niewypłacalności. **Oczekiwane zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych oraz stopniowe spadki inflacji mogą sprzyjać stabilizacji lub spadkom rentowności papierów skarbowych.** To z kolei powinno pozytywnie przekładać się na notowania papierów korporacyjnych, przede wszystkim tych o dłuższych terminach do wykupu oraz z mniejszym ryzykiem kredytowym. W segmentach rynku cechujących się wyższym ryzykiem kredytowym również widzimy szanse na osiągnięcie wysokich stóp zwrotu, choć zapewne będzie to rok, w którym większą uwagę trzeba zwrócić na selekcję obligacji.

WYKRES 12. RENTOWNOŚĆ - INDEKSY OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W EURO



Polski rynek obligacji korporacyjnych mierzył się przede wszystkim ze skutkami odpływu środków z lokalnych funduszy inwestycyjnych oraz wzrostu premii za ryzyko dla polskich obligacji skarbowych. W końcowych miesiącach 2022 roku obserwowaliśmy jednak stopniową poprawę- wyhamowanie spadku aktywów funduszy oraz spadek premii za ryzyko. Jeśli ta sytuacja się utrzyma to powinna również przekładać się na wzrosty cen złotówkowych obligacji korporacyjnych oraz powrót aktywności na rynku pierwotnym.

## Akcje zagraniczne

**W obliczu wysokiej inflacji, priorytetem Fed jest obecnie zahamowanie tempa wzrostu cen m.in. poprzez schłodzenie koniunktury gospodarczej.** Jesteśmy obecnie świadkami bardzo gwałtownego zacieśnienia polityki pieniężnej co rodzi ryzyko, że pokonanie inflacji będzie wiązało się z wysokimi kosztami dla gospodarki.

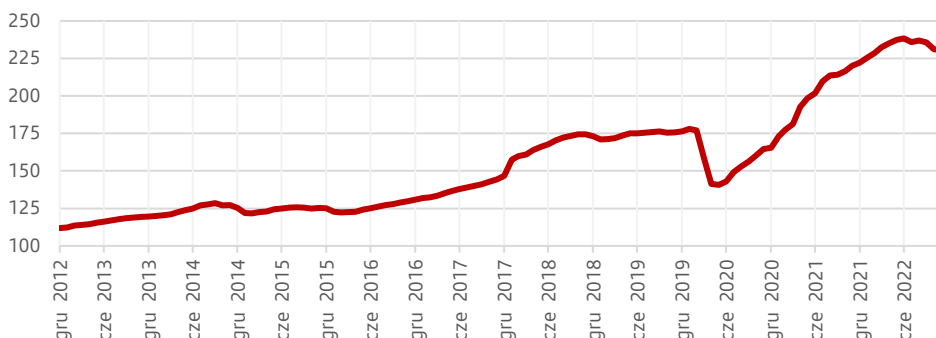
WYKRES 13. STOPA FED FUNDS



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

Spowolnienie gospodarcze wydaje się nieuniknione. W takiej sytuacji należy oczekiwać spadku wyników finansowych spółek, które obecnie znajdują się na bardzo wysokim poziomie co widać na poniższym wykresie.

WYKRES 14. PROGNOZOWANY PRZEZ ANALITYKÓW ZYSK SPÓŁEK Z INDEKSU S&P 500 (USD/1 AKCJĘ)



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

Wysokie wyniki to zastęga nie tylko wzrostu przychodów, wspieranego wysoką inflacją, ale również ponadprzeciętnych marż. Przy gorszej koniunkturze gospodarczej marżowość firm może obniżyć się co najmniej do przeciętnego poziomu. W związku z powyższym, możemy się spodziewać dalszego obniżania oczekiwań co do poziomu zysków spółek. **Wyżej opisany scenariusz wydaje się oczekiwany przez wielu uczestników rynku finansowego.**

Drugim ważnym czynnikiem, oprócz przyszłych wyników finansowych, są tak zwane mnożniki wyceny. Patrząc na poziom wskaźnika Cena/Zysk dla indeksu S&P 500, który jeszcze stosunkowo niewiele odchyła się od swojej 10-letniej średniej, widać, że nadal nie mamy do czynienia wyjątkową okazją. **Jest prawdopodobne, że w trakcie 2023 r. rynek przyniesie nam lepsze okazje na zajęcie pozycji w akcjach amerykańskich.** Przy ewentualnej dalszej przecenie, warto stopniowo budować pozycję na rynku, który wykazuje się długoterminowymi przewagami m.in. dzięki wysokiemu poziomowi innowacyjności spółek.

WYKRES 15. WSKAŹNIK CENA/ZYSK DLA S&P 500 - PROGNOZOWANE ZYSKI



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

Pozytywnym zaskoczeniem dla rynku może być szybszy od oczekiwań spadek inflacji bez pojawienia się recesji. Taki scenariusz byłby możliwy np. przy spadku cen surowców energetycznych, po powrocie do większego handlu w tym zakresie z Rosją.

**Nasz scenariusz bazowy dla inwestycji w europejskie akcje zakłada neutralne podejście.** Relatywnie silne zachowanie się indeksów tej części świata w całym 2022 roku (mniejsze spadki), a przede wszystkim silne odbicie od wrześniowych dołków, może ograniczać potencjał stopy zwrotu w najbliższym czasie.

**Zakładamy, że aktualne poziomy europejskich indeksów nie są ani dużą okazją inwestycyjną, ani też nie są to poziomy wygórowane.** Znajdujemy się w fazie szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i wciąż nierozwiązany jest kryzys energetyczny. Są to podstawowe czynniki oddziałujące na koniunkturę gospodarczą, w szczególności na rynek nieruchomości, budownictwa czy na konsumpcję. Oczekiwane spowolnienie gospodarcze w strefie euro, do okolic 0% r/r, powinno skutkować spadkami wyników spółek. Ryzykiem w dalszym ciągu pozostaje wysoka inflacja i potencjalnie niższa dostępność surowców energetycznych, co jednoznacznie wpływa na konkurencyjność gospodarki strefy euro.

**Wciąż największym czynnikiem kreującym zarówno szanse, jak i zagrożenia dla europejskich rynków akcji jest wojna na Ukrainie.** Ciężko na obecnym etapie ferować wyroki odnośnie scenariusza kolejnych wydarzeń wojennych. Oczywistym wnioskiem jest fakt ich bezpośredniego wpływu na zachowanie się ryzykownych aktywów: pozytywnego, w przypadku deeskalacji/zakończenia konfliktu oraz negatywnego w przypadku dalszego zaognienia wydarzeń.

## Akcje polskie

Jednym z europejskich rynków akcji, który w znacznym stopniu ucierpiał w wyniku wybuchu wojny jest Polska. Obecnie jesteśmy pozytywnie nastawieni do inwestycji w polskie akcje w 2023 roku. Rozkład szans oraz ryzyka, w relacji do wyceny notowanych aktywów, zachęca do zwiększenia alokacji w te aktywa.

W Polsce ubiegły rok przyniósł kumulację negatywnych czynników, od wspomnianej już wojny w Ukrainie i związanej z tym wydarzeniem większej premii za ryzyko alokowania kapitału w tej części Europy, do negatywnych skutków dla gospodarki w obliczu kryzysu energetycznego, podwyższonej inflacji, a także wdrożenia regulacji na sektory, które na skutek wojny, wysokich cen surowców i wysokich stóp procentowych wykazały nadzwyczajne zyski.

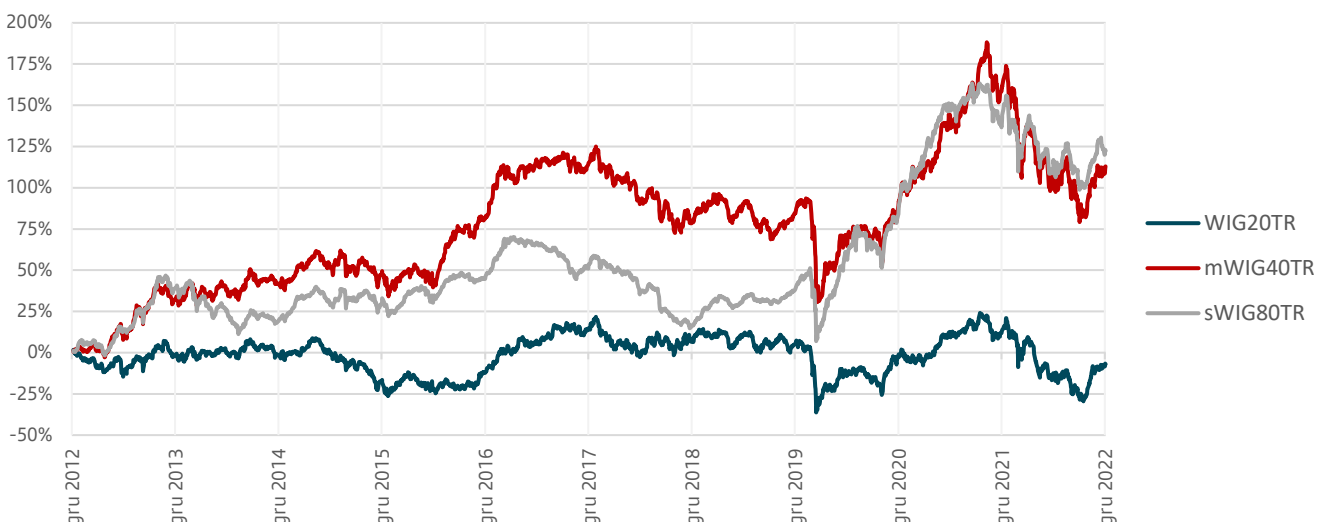
Istnieje szereg czynników, które mogą stać się katalizatorem wzrostów na polskim rynku akcji. Pierwszym z nich jest tzw. auto zapis do Pracowniczych Planów Kapitałowych. 1 marca 2023 roku tracą ważność wszystkie początkowe deklaracje wypisania się z programu, co daje szansę na zwiększenie partycypacji z obecnego poziomu 34%. Szacunki domów maklerskich przewidują ok. 6,1 mld zł napływów środków do PPK w 2023 roku, z czego ok. 2,6 mld zł może trafić na polski rynek akcji. Ewentualny wzrost partycypacji o każde 5 punktów procentowych oznaczałby przyrost aktywów o dodatkowe 0,9 mld zł w skali roku, z czego ok. 0,5 mld w akcje. Kolejnym potencjalnym, pozytywnym czynnikiem dla polskiego rynku może być długo oczekiwane pozyskanie przez Polskę środków UE na finansowanie Krajowego Programu Odbudowy. W perspektywie do 2027 r. Polska z tego tytułu może uzyskać wsparcie w wysokości blisko 160 mld zł.

Otoczenie bardzo wysokiej inflacji zmusiło bank centralny do gwałtownych podwyżek stóp procentowych, do poziomu 6,75%. Mimo podwyżek, realne stopy procentowe są wciąż ujemne. RPP wykazuje dużą troskę o stan koniunktury gospodarczej, tak aby zminimalizować ryzyko recesji.

Polityka fiskalna również nakierowana jest na wsparcie gospodarki. Warto przytoczyć niedawno ogłoszony program pierwsze mieszkanie, gdzie będzie można uzyskać wysokie dopłaty do oprocentowania kredytu hipotecznego, co powinno pozytywnie wpłynąć na rynek mieszkaniowy a także na banki.

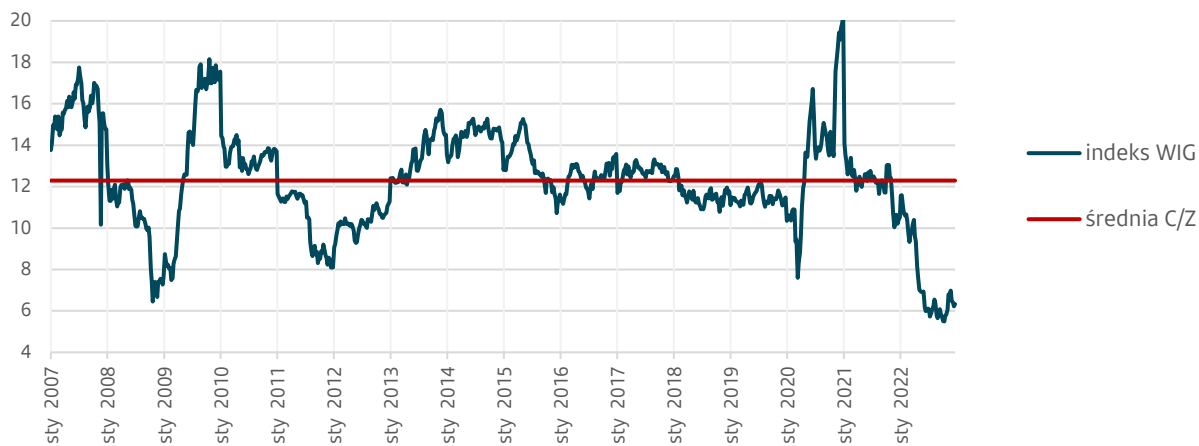
Spowolnienie gospodarcze nie ominie Polski, ale dostrzegamy wiele spółek, które mogą sobie radzić relatywnie dobrze, również w trudnym otoczeniu. Historia dobitnie pokazuje, że budowanie majątku jest łatwiejsze poprzez inwestycje w spółki z sektorów o niższym ryzyku regulacyjnym oraz będące w rękach prywatnych akcjonariuszy. Powyższe kryteria częściej spełnione pozostają dla małych i średnich spółek, gdzie w wielu przypadkach widzimy dobre średnioterminowe perspektywy wzrostu.

WYKRES 16. SKUMULOWANA STOPA ZWROTU ZA 10 LAT



Wyraźnie niższy od średniej wskaźnik wyceny Cena/Zysk dla szerokiego indeksu WIG wskazuje, że obawy co do powtarzalności obecnych wyników są już mocno uwzględnione w cenach polskich akcji. Im niższy poziom tego wskaźnika tym wyceny są bardziej atrakcyjne.

WYKRES 17. WSKAŹNIK CENA/ZYSK DLA WIG



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

## Implikacje inwestycyjne

---

Poniżej wskazujemy na czynniki, które mogą w najbliższym czasie być najważniejsze przy budowie własnego portfela inwestycyjnego.

### Subfundusze dłużne

- Prawdopodobnie kumulację obaw o inflację i docelowy poziom stóp procentowych mamy za sobą, co powinno oznaczać **bardziej przyjazne środowisko do inwestycji w produkty obligacyjne. Najlepszym wyborem wydaje się zdywersyfikowany portfel funduszy dłużnych** ze względu na wysoki potencjał stóp zwrotu w wielu segmentach rynku długu, a także efekty dywersyfikacji.
- Zmienność na rynkach obligacji skarbowych może powracać ze względu na możliwe zmiany oczekiwań co do docelowego poziomu stóp procentowych głównych banków centralnych. **Momenty wzrostu zmienności w I połowie 2023 r. można wykorzystywać do zwiększania udziału funduszy obligacji skarbowych o wyższym poziomie duration.**
- **Scenariusz obniżek stóp procentowych będzie szczególnie korzystny dla funduszy z wyższym poziomem ryzyka stopy procentowej (fundusze obligacji skarbowych).**
- **Już scenariusz stabilizacji na rynku i braku odptywów z rynku obligacji powinien umożliwić uzyskanie atrakcyjnych stóp zwrotu nawet najbardziej konserwatywnym funduszom (fundusze dłużne krótkoterminowe)** na skutek wysokich premii za ryzyko.
- **Fundusze obligacji korporacyjnych powinny być składnikiem zdywersyfikowanego portfela funduszy dłużnych ze względu na najwyższą rentowność portfela** oraz relatywnie niską korelację z funduszami opartymi o dług skarbowy. Potencjalnym źródłem zmienności w tym segmencie rynku może być wejście globalnej gospodarki w fazę spowolnienia. Momenty potencjalnej zmienności mogą również stanowić okazje inwestycyjne.

### Subfundusze akcyjne

- **Na najbliższy rok przyjmujemy ostrożne podejście do akcji, przy czym widzimy więcej szans dla relatywnie lepszego zachowania się akcji krajowych niż zagranicznych.** Warto zauważyć, że spadki na np. amerykańskim rynku trwają już rok, a w Polsce nawet dłużej bo od listopada 2021 r. O preferencji rynku polskiego względem rynków zagranicznych decyduje fundamentalnie kluczowy czynnik tj. wycena, która jest dużo niższa niż na rynkach rozwiniętych.
- **Biorąc pod uwagę, że mnożniki wycen w Polsce są znacznie poniżej historycznych średnich, warto według nas wykorzystywać ewentualne przeceny na rynku do systematycznego akumulowania lokalnych akcji.** Najlepszymi do tego narzędziami z naszej oferty są subfundusze akcji polskich uniwersalnych, a także subfundusz akcji małych i średnich spółek.
- Obecnie inwestorzy za oceanem skupiają uwagę na szybkości spowolnienia gospodarczego w USA i co z tym jest związane jak duży będzie spadek wyników finansowych firm. **Kumulacja negatywnych rewizji prognoz zysków oraz ewentualna zmiana nastawienia banku centralnego (tzw. pivot), mogłaby się stać okazją do zwiększenia alokacji w zagraniczne akcje.**

### Subfundusze mieszane

- **Ciekawą propozycją inwestycyjną dla osób, które chcą w prosty sposób uzyskać zdywersyfikowany portfel inwestycyjny są fundusze mieszane.**
- **Rok 2022 r. okazał się wyjątkowy, gdyż podstawowe dwie klasy aktywów, akcje i obligacje skarbowe, przyniosły wyraźnie ujemne stopy zwrotu.** Tradycyjnie przy przyspieszeniu wzrostu gospodarczego i inflacji, tak jak to miało miejsce w 2021 r., dodatnie stopy zwrotu powinny przynosić akcje, gorzej mogą sobie natomiast radzić obligacje skarbowe, które zaczynają wówczas wyceniać podwyżki stóp procentowych. Z kolei gdy gospodarka wpada w turbulencje, tak jak np. w 2008 r. podczas kryzysu finansowego, akcje tracą na wartości, a zyski przynoszą obligacje skarbowe, w oczekiwaniu na luźną politykę monetarną banków centralnych. W poniższej tabeli prezentujemy stopy zwrotu od 2000 r. dla globalnego indeksu akcji i obligacji skarbowych. **Lata gdy obie te klasy aktywów przyniosły**



**jednocześnie straty występują rzadko.** Tym bardziej sytuacja, gdy mieszany portfel składający się w 30% z akcji i 70% z obligacji przyniósł mocno ujemną stopę zwrotu, jak w 2022 r.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
MSCI World Index (akcje)	-20%	20%	14%	25%	-10%	20%	5%	-3%	3%	24%	13%	-8%	10%	27%	-42%	7%	18%	8%	13%	31%
ICE BofA Global Government Index (obligacje)	-17%	-7%	9%	5%	0%	7%	2%	-3%	0%	-4%	2%	7%	6%	2%	11%	11%	6%	-6%	0%	14%
portfel 30% akcje / 70% dług	-18%	1%	11%	11%	-3%	11%	3%	-3%	1%	4%	5%	2%	7%	10%	-5%	10%	10%	-2%	4%	19%

ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE SANTANDER TFI

- **Obecnie rynek akcji obawia się recesji, a rynek obligacji utrzymania wysokiej inflacji. Prawdopodobieństwo wystąpienia jednocześnie obu tych zdarzeń oceniamy jako niskie,** w związku z czym co najmniej jedna z podstawowych wyżej wymienionych klas aktywów powinna dać dobrą dodatnią stopę zwrotu w 2023 r.

W scenariuszu wysokiej niepewności i podwyższonej zmienności ważne jest, aby zachować spokój i pamiętać, że najlepszymi narzędziami, jakimi dysponujemy są: efektywna dywersyfikacja (także geograficzna), utrzymanie odpowiedniego horyzontu czasowego inwestycji i dobór instrumentów finansowych właściwych do naszego profilu ryzyka.

**Materiał jest prezentowany w celach marketingowych, nie stanowi umowy ani nie jest dokumentem informacyjnym wymaganym na mocy przepisów prawa. Materiał nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Bieżący skład portfeli funduszy Santander publikowany jest co miesiąc na stronie Santander.pl/TFI.**

Prezentowane wyniki (stopy zwrotu) funduszy Santander dotyczą zmian wartości aktywów netto odpowiednich subfunduszy przypadających na jednostkę uczestnictwa w odpowiednim okresie, są danymi historycznymi i nie stanowią gwarancji uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Wyniki te nie uwzględniają ewentualnego opodatkowania uczestników oraz ponoszonych przez nich opłat z tytułu zbycia i odkupienia jednostek - zgodnie z tabelą opłat dostępną w języku polskim na stronie Santander.pl/TFI.

Wartość aktywów netto niektórych subfunduszy funduszy Santander cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego. Niektóre subfundusze mogą inwestować więcej, niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa lub NBP.

Korzyściom wynikającym z inwestowania w jednostki uczestnictwa towarzyszą również ryzyka. Opis czynników ryzyka, dane finansowe oraz informacje na temat opłat znajdują się w prospektach informacyjnych, dokumentach zawierających kluczowe informacje oraz tabelach opłat dostępnych w języku polskim na Santander.pl/TFI/dokumenty i u dystrybutorów funduszy Santander. Streszczenie praw inwestorów znajduje się w prospekcie informacyjnym (Rozdział III, pkt 4).

Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego, a przyszłe wyniki podlegają opodatkowaniu, które zależy od sytuacji osobistej każdego inwestora i które może ulec zmianie w przyszłości. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej uczestnik powinien wziąć pod uwagę opłaty związane z subfunduszem oraz uwzględnić ewentualne opodatkowanie zysku. Uczestnik musi liczyć się z możliwością straty przynajmniej części wpłaconych środków.

Inwestując w fundusze inwestycyjne uczestnik nabywa jednostki uczestnictwa tych funduszy, a nie aktywa bazowe będące przedmiotem inwestycji samego funduszu.

Niniejszy dokument nie może być kopiowany, cytowany lub rozpowszechniany w jakikolwiek sposób bez przedniego pisemnego zezwolenia Santander TFI S.A. **Informacje zawarte w dokumencie są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności. Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji niniejszego dokumentu.**

2023 © Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa Santander i logo „płomień” są zarejestrowanymi znakami towarowymi.