



10 stycznia 2024 r.

Lepiej być nie może?

Komentarz rynkowy oraz perspektywy na 2024 r.

List do inwestorów	2
Najważniejsze wydarzenia 2023 r.	3
Wyniki subfunduszy Santander	6
Główne tezy inwestycyjne na 2024 r.	8
Czynniki ryzyka dla rynków	13

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

 **Santander**
Fundusze Inwestycyjne

Szanowni Państwo,

za nami znakomity rok dla inwestorów z bardzo dobrymi wynikami subfunduszy Santander TFI. Wszystkie zakończyły 2023 rok na solidnych plusach, a wiele z nich znalazło się na historycznie rekordowych poziomach.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami miniony rok upływał przede wszystkim pod znakiem spadku inflacji. To spowodowało, że główne banki centralne mogły zakończyć cykl podwyżek stóp, który wcześniej negatywnie wpływał na rynki finansowe. Koniec podwyżek oraz oczekiwania na ich przyszłe obniżki wpłynęły na mocne zachowanie się rynków obligacji, zwłaszcza pod koniec roku.

Sytuacja na rynkach akcyjnych okazała się lepsza od naszych oczekiwań. Gospodarka amerykańska była zaskakująco odporna na podwyżki stóp procentowych. Bezrobocie nie wzrosło, a wydatki konsumpcyjne utrzymały się na wysokim poziomie. To, w połączeniu ze spadającą inflacją spowodowało, że inwestorzy uwierzyli w scenariusz miękkiego lądowania. Z kolei mniejsze obawy związane z wojną w Ukrainie, niskie poziomy wycen oraz zmiana nastawienia inwestorów do polskiego rynku akcji po wyborach doprowadziły do tego, że indeks **WIG zakończył rok w czołówce najlepszych światowych indeksów.**

W 2024 roku spodziewamy się miękkiego lądowania światowej gospodarki. **Oczekujemy dalszego obniżania się inflacji oraz umiarkowanie dodatniego wzrostu gospodarczego. Taki scenariusz, przy relatywnie wysokich stopach procentowych, powinien wspierać wyniki funduszy dłużnych.** Zalecamy zdywersyfikowane zaangażowanie zarówno w dług skarbowy jak i korporacyjny. Inwestor, który ma taki portfel powinien być w stanie uzyskać atrakcyjne stopy zwrotu również w przypadku alternatywnych scenariuszy. **Na rynku polskim oczekujemy stabilizacji stóp procentowych. Stwarza to naszym zdaniem atrakcyjne środowisko dla subfunduszy dłużnych krótkoterminowych.**

Biorąc pod uwagę stosunek potencjalnego zysku do ryzyka (zmienności) danych klas aktywów rynki obligacji, co do zasady, postrzegamy relatywnie lepiej od akcji. **Na tle globalnych rynków pozytywnie powinien wyróżniać się polski rynek akcji.** Oczekujemy, że w 2024 roku polski konsument ruszy na zakupy. Naszym zdaniem powinno to wpłynąć pozytywnie na wyniki spółek, zwłaszcza z sektora dóbr konsumpcyjnych oraz e-commerce. Mimo imponującego wzrostu cen akcji, jaki miał miejsce w ubiegłym roku, wyceny polskich spółek nie są wysokie w porównaniu do wieloletniej średniej i innych rynków wschodzących.

Po bardzo udanym roku dla funduszy zarówno akcji jak i obligacji, **warto naszym zdaniem spojrzeć przychylniej na fundusze absolutnej stopy zwrotu,** których polityka inwestycyjna cechuje się wysoką elastycznością.

Przypominamy, że przyszłość jest niepewna i mogą się zdarzać okresy podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Ważne jest, aby w takich sytuacjach zachować spokój i pamiętać, że najlepszymi narzędziami, jakimi dysponuje inwestor, są skuteczna dywersyfikacja (także geograficzna), odpowiedni horyzont inwestycji i dobór instrumentów finansowych odpowiednich do swojego profilu ryzyka.

Zapraszamy do lektury całego materiału oraz życzymy Państwu wysokich stóp zwrotu również w 2024 roku.



Marcin Groniewski
Prezes Zarządu Santander TFI



Szymon Borawski-Reks
Dyrektor Inwestycyjny,
Członek Zarządu Santander TFI

Najważniejsze wydarzenia 2023 r.

Rok normalizacji

Ubiegły rok był punktem zwrotnym dla wielu klas aktywów. Ryzyko stagflacji, czyli recesji połączonej z podwyższoną inflacją, nie zmaterializowało się. Za sukcesem mijającego roku stoi głównie odporność gospodarek na środowisko wysokich stóp procentowych przy równoczesnym, dość szybkim spadku inflacji.

Słowem, które w minionym roku pojawiało się w wielu kontekstach było „normalizacja”. Po burzliwych wydarzeniach z ostatnich lat, czyli po pandemii Covid-19 i wybuchu wojny w Ukrainie, w 2023 roku nie wystąpiły istotne zagrożenia o globalnym charakterze. **Kontynuowana była poprawa w łańcuchach dostaw, a ceny surowców energetycznych oraz żywności spadały. W rezultacie wskaźniki inflacji systematycznie się obniżały.** Do spektakularnego spadku inflacji doszło także w Polsce, gdzie roczna dynamika cen zmniejszyła się o blisko 12 punktów proc. od szczytu z lutego 2023 roku.

Trend inflacji bazowej, czyli po wyłączeniu cen energii i żywności, również był spadkowy, głównie ze względu na niższą dynamikę cen towarów. Ostatnim elementem niezbędnym do powrotu wskaźników inflacji do celów są ceny usług, wspierane jak dotąd przez wzrost wynagrodzeń pracowników w tempie wyższym niż przed pandemią.

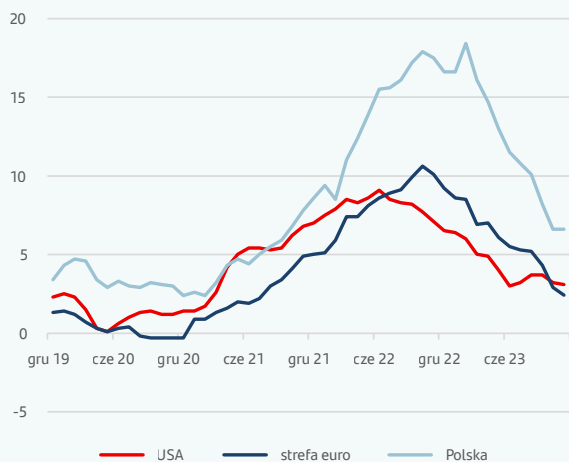
W poprzedni rok wchodziliśmy z dużymi obawami odnośnie perspektyw koniunktury w głównych gospodarkach. Stąd też, największym zaskoczeniem w 2023 roku była siła amerykańskiej gospodarki. Oszczędności z okresu pandemii pozwoliły złagodzić wpływ wysokich stóp procentowych na konsumpcję. Wzrost PKB w USA wspierany był także przez wysokie wydatki rządowe.

Z kolei niższa skłonność do konsumpcji oraz bardziej konserwatywne podejście do reguł fiskalnych w strefie euro, przetożyły się na kontynuację stagnacji w tym rejonie świata, choć co ważne – przy uniknięciu istotnego spadku aktywności. W Polsce zanotowaliśmy lokalny dotek dynamiki PKB, a dobre dane o konsumpcji z końcówki roku pozwalają postawić tezę o wejściu naszej gospodarki w fazę ożywienia.

Wśród lokalnych czynników, które odegrały istotną rolę w poprzednim roku, należy wymienić wynik wyborów parlamentarnych, które doprowadziły do zmiany obozu rządzącego. Nowy rząd zapowiada proeuropejskie podejście, w tym dążenie do odblokowania środków unijnych z Krajowego Planu Odbudowy. Wraz z jastrzębią retoryką, która płynie z ust członków RPP, spowodowało to m.in. silne umocnienie się złotego w IV kwartale 2023 roku.

Spadającej inflacji towarzyszył umiarkowany wzrost gospodarczy

Inflacja konsumencka r/r



Źródło: Opracowanie własne na podstawie BLS, Eurostat, GUS

PKB w cenach stałych (2019=100)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie BEA, Eurostat, GUS

Przełomowy rok dla rynków obligacji

O sile rynków obligacji w 2023 roku zadecydował moment, w którym inwestorzy ostatecznie nabrali przekonania o zakończeniu cyklu podwyżek stóp. Zanim to nastąpiło, obligacje skarbowe z rynków rozwiniętych pokonały dość wyboistą drogę. Napływające dobre dane o koniunkturze w USA skutkowały kolejnymi podwyżkami stóp procentowych. Ostatecznie Fed w ciągu roku podniósł stopy o 1 pkt proc. Z kolei EBC, który nieco później rozpoczął cykl podwyżek, w trakcie 2023 roku przesunął poziom stóp procentowych o 2 pkt proc. w górę. Równocześnie, kiedy w IV kwartale dane inflacyjne zaskakiwały w dół, stało się jasne że kolejnymi ruchami obu tych banków centralnych będą obniżki stóp. Reakcja rynków była bardzo pozytywna, co znacząco poprawiło roczną stopę zwrotu indeksu globalnych obligacji skarbowych rynków rozwiniętych, która ostatecznie wyniosła 3,9%.

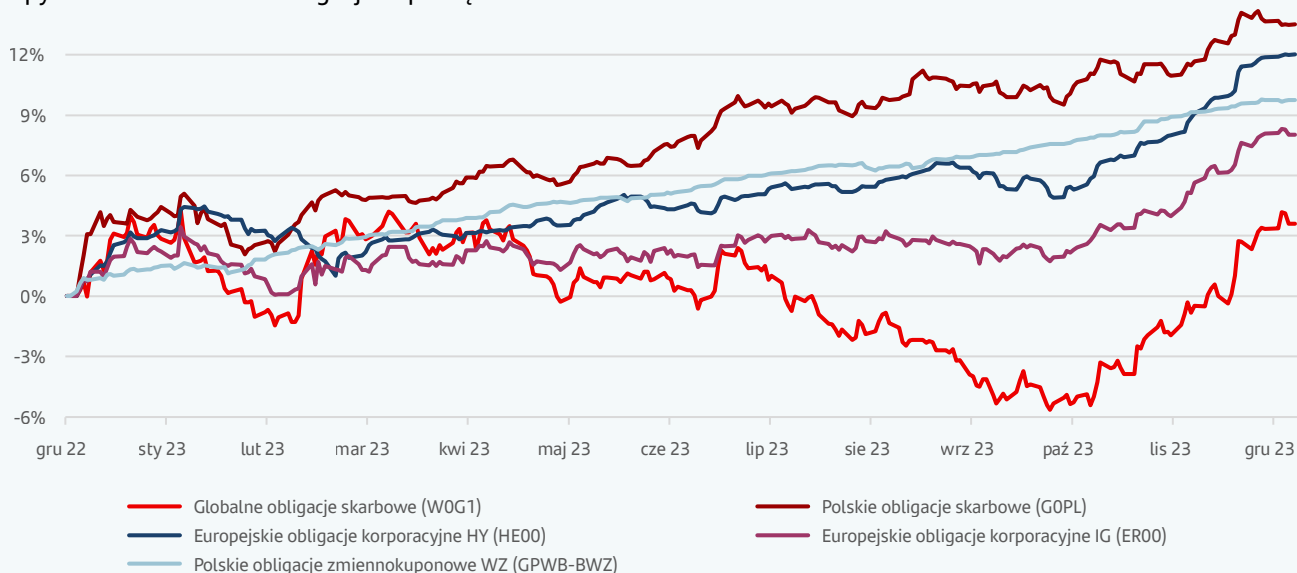
W Polsce Rada Polityki Pieniężnej nie tylko nie podnosiła stóp procentowych w 2023 roku, ale nawet je obniżyła – w sumie o 1 pkt proc., do poziomu 5,75%. Gołębie nastawienie członków Rady przez większą część roku wspierało wyceny polskich obligacji skarbowych. W rezultacie roczna stopa zwrotu z indeksu polskich obligacji skarbowych była najwyższa od 11 lat i wyniosła aż 13,5%.

Bardzo dobry wynik osiągnął także indeks polskich obligacji skarbowych zmiennokuponowych (GPWB-BWZ), który zyskał 9,7%. Z jednej strony przyczynił się do tego wysoki poziom wskaźnika WIBOR, z drugiej strony nastąpił istotny spadek marży dyskontowej, czyli premii ponad stopę WIBOR jakiej inwestorzy oczekują w zamian za nabycie tych aktywów. Było to pokłosie postępującej od 2022 roku normalizacji premii za ryzyko w tym segmencie obligacji.

W okresie dość stabilnego otoczenia makroekonomicznego, wysokie stopy zwrotu osiągnęły także europejskie obligacje korporacyjne. Już sam spadek stopy wolnej od ryzyka (związany z oczekiwaniem na obniżki stóp procentowych) pozytywnie wpłynął na ich wyceny. Dodatkowo, wraz ze wzrostem apetytu na ryzyko w końcu roku, spadły także ich marże kredytowe. Tym razem optacano się postawić na bardziej ryzykowny segment obligacji (high-yield), który charakteryzuje się wyższą rentownością. Pozwoliło to na osiągnięcie stopy zwrotu z indeksu na poziomie 12%. Indeks obligacji z ratingiem inwestycyjnym, również zanotował atrakcyjną stopę zwrotu na poziomie 8%, szczególnie biorąc pod uwagę niższy poziom podejmowanego ryzyka.

Polskie obligacje skarbowe i obligacje korporacyjne high-yield liderami wśród długu

Stopy zwrotu z indeksów obligacji od początku 2023 r.



Akcje zaskoczyły na plus

W 2023 rok inwestorzy na rynkach akcji wchodzili pełni obaw o nadchodzącą recesję, po serii dynamicznych podwyżek stóp procentowych na świecie. Te obawy przetożyły się na duże spadki cen aktywów jeszcze w 2022. Tym samym, dużo negatywnych informacji i oczekiwań zostało już wcześniej uwzględnionych w cenach. To w połączeniu z zaskakująco pozytywnie inflacją i wzrostem gospodarczym sprawiło, że miniony rok ostatecznie okazał się bardzo udany dla posiadaczy akcji. Oszczędności zgromadzone w czasie pandemii, silna chęć konsumowania, brak pogorszenia na rynku pracy, wzrosty płac oraz spadająca szybciej od oczekiwań inflacja spowodowały, że obraz makro był lepszy od oczekiwań.

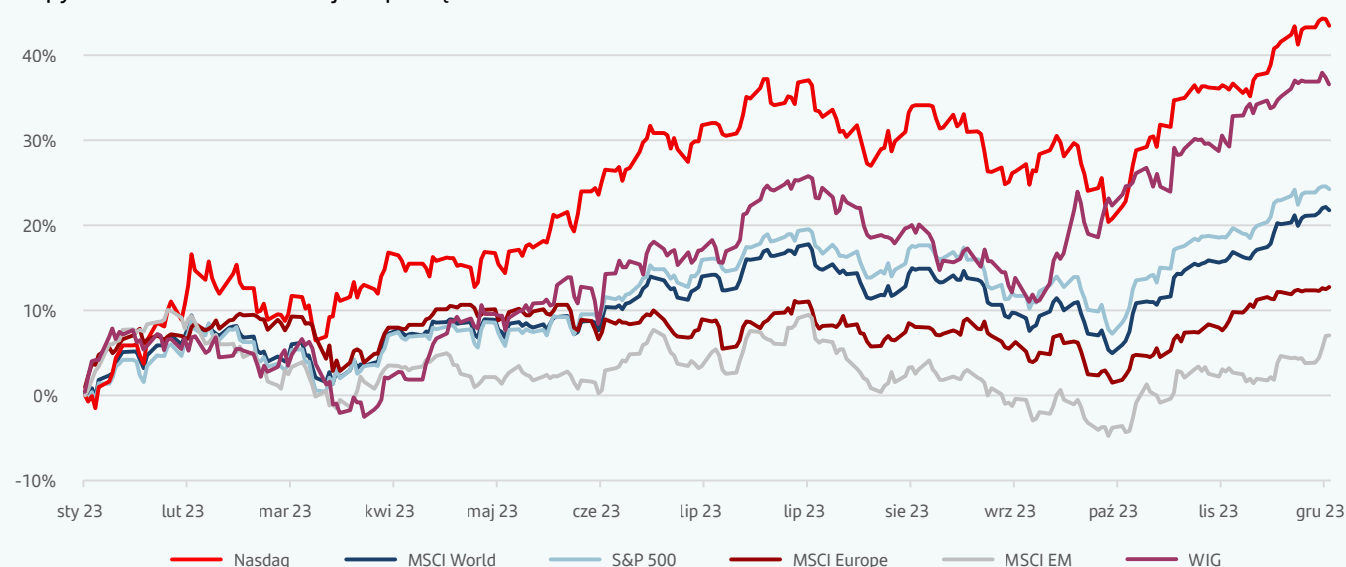
Pozytywnie zaskoczyła gospodarka amerykańska i to jej rynek akcji okazał się być jednym z najlepszych w minionym roku. Indeks S&P 500 wzrósł o 24,2%. W szczególności, bardzo dobrze zachował się segment spółek technologicznych. Wraz z pojawieniem się ChatGPT w 4Q22 temat sztucznej inteligencji rozgrzewał wyobraźnię inwestorów. Póki co najbardziej skorzystali na tym trendzie dostawcy infrastruktury do AI – producenci chipów do AI (Nvidia) oraz firmy udostępniające moce obliczeniowe w chmurze – Microsoft, Amazon i Alphabet (Google). Ceny akcji tych spółek zachowały się dużo lepiej niż szeroki rynek (S&P500) czy małe i średnie spółki. Indeks NYSE FANG+, agregujący największe spółki technologiczne, wzrósł aż o 96%, podczas gdy indeks Russel 2000 (segment małych i średnich spółek) tylko o 15,1%.

Sytuacja gospodarcza w Europie nie była tak dobra, choć również zaskoczyła pozytywnie. Tutaj szczególnie ciążył sektor przemysłowy. Index Stoxx600 miał dobrą końcówkę roku i zakończył go wzrostem o 12,7%. Na początku roku, duże nadzieje pokładano w impulsie wzrostowym związanym z luzowaniem obostrzeń pandemicznych w Chinach. Jednak nawarstwione przez lata problemy w sektorze nieruchomości działały w drugą stronę. Chińskie akcje były jednymi z najstabszych, a obrazujący to indeks Hang Seng skończył rok ze spadkiem o 13,9%. Inne rynki wschodzące radziły sobie lepiej, jednak z racji dużej wagi Chin cały indeks rynków wschodzących wzrósł zaledwie o 7%.

Jednym z najsilniejszych rynków na świecie był rynek polski. W dużej mierze odpowiada za to IV kwartał, kiedy to indeks WIG wzrósł aż o 20% i był w tym czasie wyraźnie lepszy od innych światowych indeksów. Inwestorzy z entuzjazmem przyjęli wynik wyborów parlamentarnych i przejęcie władzy przez dotychczasową opozycję, która jest postrzegana jako bardziej proeuropejska i liberalna. Dzięki temu nisko wyceniany rynek polski zmniejszył wyraźnie dyskonto wycenowe w stosunku do rynków wschodzących.

Technologia i rynek polski największymi wygranymi wśród akcji w 2023 roku

Stopy zwrotu z indeksów akcji od początku 2023 r.



Wyniki funduszy inwestycyjnych Santander TFI

W minionym roku dla zdecydowanej większości klas aktywów otoczenie rynkowe było bardzo sprzyjające. Wpływało to także na wyniki zarządzanych przez nas subfunduszy. Wszystkie odnotowały dodatnie stopy zwrotu, a zyski rosły niemal proporcjonalnie do podejmowanego przez subfundusze ryzyka.

Wartym podkreślenia jest również fakt, że **wszystkie subfundusze osiągnęły wyniki lepsze od swoich benchmarków**. Świadczy to o tym, że oprócz czynników rynkowych, ważną składową wyniku był wkład zarządzających poszczególnymi subfunduszami.

Subfundusze dłużne

Spośród subfunduszy dłużnych najwyższe stopy zwrotu zanotowały subfundusze obligacji skarbowych, które osiągnęły zysk w wysokości niemal 15%. Znakomity rok mają za sobą także subfundusze obligacji korporacyjnych, które wypracowały wynik na poziomie ok. 13,7-13,8%.

Tak znakomite stopy zwrotu były pochodną wysokich rentowności obligacji na początku roku, spadku rynkowych stóp procentowych w I półroczu oraz aktywnej postawy zarządzających subfunduszami, a w przypadku obligacji korporacyjnych dodatkowo zmniejszenia się premii za ryzyko wbudowane w obligacje przedsiębiorstw.

Warto zwrócić uwagę, że **nawet subfundusze o najbardziej konserwatywnej polityce inwestycyjnej tj. subfundusze dłużne krótkoterminowe, osiągnęły dwucyfrowe stopy zwrotu**, kończąc 2023 rok z wynikiem na poziomie 10,5%.

Subfundusze absolutnej stopy zwrotu

W tej kategorii subfunduszy wyniki również były bardzo dobre. Santander Prestiż Alfa uzyskał stopę zwrotu 13,6%, m.in. dzięki udanej selekcji akcji do portfela, a także dzięki udanym inwestycjom w obligacje korporacyjne i skarbowe.

Dwucyfrowym wynikiem (10,9%) może pochwalić się także Santander Prestiż Dłużny Aktywny dzięki udanym aktywnym zakładom głównie na polskim rynku obligacji skarbowych.

Stopy zwrotu wybranych subfunduszy obligacyjnych w 2023 r.



Subfundusze akcyjne

Miniony rok był bardzo udany dla posiadaczy jednostek subfunduszy akcyjnych. Wszystkie, które są w naszej ofercie zakończyły rok zyskiem. W wielu przypadkach przekroczył on nawet 30%. Najlepiej wypadły subfundusze, które inwestują na rynku amerykańskim oraz polskim. Dzięki sprzyjającej sytuacji rynkowej, a także trafnej selekcji spółek można było uzyskać bardzo wysokie stopy zwrotu, które zdecydowanie przekroczyły przyjęte benchmarki.

Najlepszy wynik wypracował Santander Prestiż Technologii i Innowacji, który osiągnął stopę zwrotu na poziomie 47,5%. Nieco niższe, ale również znakomite, rezultaty osiągnęły inne subfundusze rynków zagranicznych tj. Santander Prestiż Akcji Amerykańskich (40,5%) oraz Santander Akcji Spółek Wzrostowych (39,9%).

Na krajowym rynku wśród liderów wzrostu znalazł się Santander Akcji Małych i Średnich Spółek (+39,3%). Pozostałe subfundusze, które inwestują głównie w polskie akcje tj. Santander Akcji Polskich oraz Santander Prestiż Akcji Polskich również osiągnęły znakomite wyniki, odpowiednio 37,5% oraz 37,3%.

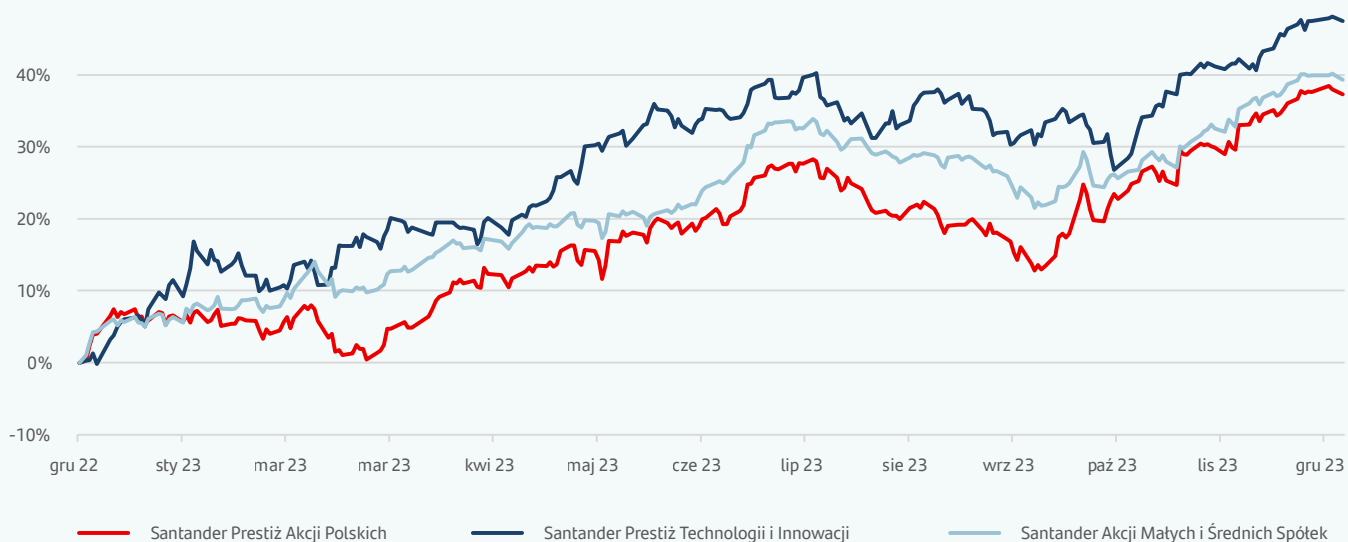
Subfundusze mieszane

Warto zwrócić uwagę, że w ubiegłym roku sytuacja rynkowa sprzyjała także subfunduszom mieszanym. Rosty niemal wszystkie klasy aktywów co miało swoje odzwierciedlenie w ich stopach zwrotu. Wyniosły one od 16,9% w przypadku Subfunduszu Santander Umiarkowany, poprzez 19,3% dla Santander Stabilnego Wzrostu aż do 25,2% dla Subfunduszu Santander Zrównowazony. Wyniki subfunduszy były pochodną średniego udziału akcji i obligacji w portfelach. Im większy udział akcji tym wyższa była finalna stopa zwrotu.

Subfundusze PPK

Szczególną kategorią subfunduszy mieszanych są subfundusze PPK. Ich wyniki również okazały się bardzo dobre i podobnie jak w przypadku subfunduszy mieszanych były pochodną sytuacji na rynkach akcji jak i obligacji. Stopy zwrotu wyniosły od 17,9% dla subfunduszu o najmniejszym ryzyku tj. Santander PPK 2025 do ponad 30% dla subfunduszy z największym udziałem akcji (tj. np. 33,4% dla Santander PPK 2045).

Stopy zwrotu wybranych subfunduszy akcyjnych w 2023 r.



Główne tezy inwestycyjne na 2024 r.

Miękkie lądowanie

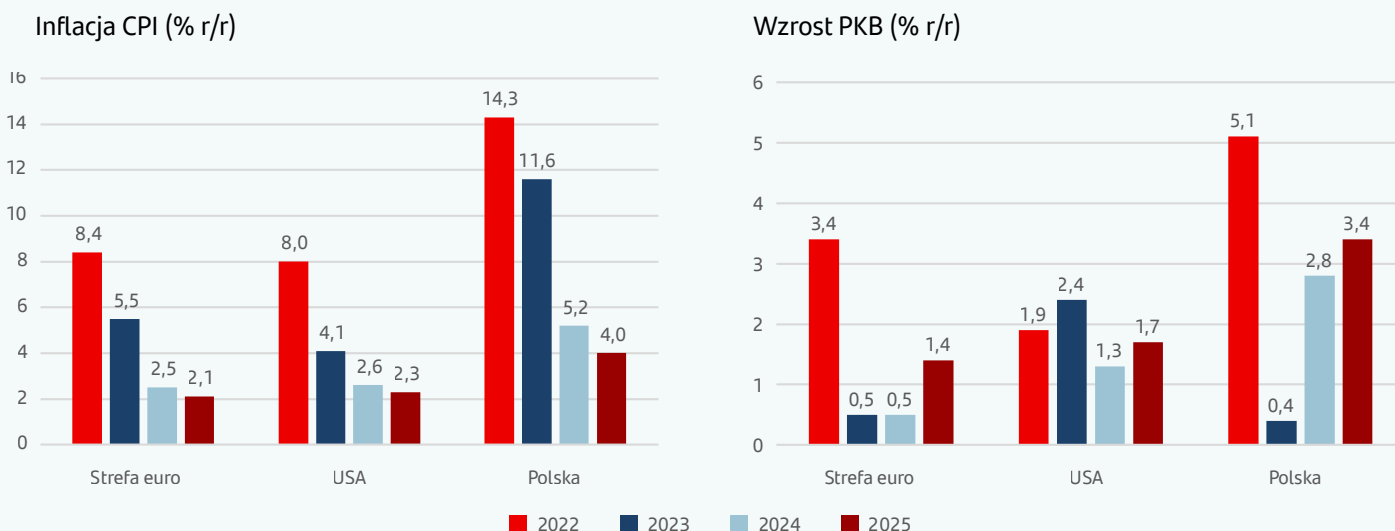
Naszym bazowym scenariuszem na 2024 rok jest tzw. „soft landing” czyli miękkie lądowanie. Oznacza to spadek odczytów inflacji, choć nie w tak dynamicznym tempie jak w 2023 roku oraz niższy, ale wciąż dodatni wzrost gospodarczy. Recesja, której rok temu tak bardzo się obawiano nie wystąpiła i obecnie również nie uwzględniamy jej w naszym podstawowym scenariuszu. Paradoksalnie fakt wyczekiwania na spowolnienie gospodarcze spowodował, że wiele spółek przeprowadziło optymalizacje kosztowe. Obniżone koszty jednych firm to niższe przychody innych co oznacza, że miało już miejsce pewne spowolnienie popytu, a firmy są bardziej przygotowane na spowolnienie. Wiele spółek zmniejszyło także swoje zadłużenie lub wykorzystało wciąż niskie koszty finansowania do wydłużenia swoich zobowiązań (podobnie zresztą zachowywali się np. amerykańscy konsumenci). Powoduje to, że zarówno firmy jak i konsumenci są w całkiem dobrej sytuacji. Pamiętajmy też, że nie ma jednego cyklu koniunkturalnego dla całego świata, a poszczególne regiony mocno się różnią.

W USA mamy wciąż mocnego i relatywnie niezadłużonego konsumenta, a rynek pracy jest w bardzo dobrej kondycji. Zmiana nastawienia banku centralnego na bardziej gotębie poprawia warunki finansowania w gospodarce, co przekłada się na poprawę sytuacji konsumentów jak i przedsiębiorstw (szczególnie tych średnich i mniejszych). Oczywiście obserwujemy też kilka zagrożeń, jak wyczerpujące się zasoby oszczędności czy problemy na rynku nieruchomości komercyjnych, jednak nie widać oznak większego spowolnienia.

Uważamy, że amerykański rynek akcji nie stwarza obecnie okazji inwestycyjnej, jednak nie powinno go zabraknąć w portfelach długoterminowych inwestorów. To tam bowiem notowanych jest najwięcej spółek, które są beneficjentem postępu technologicznego (np. popularny ostatnio temat adopcji i rozwoju AI czy cyberbezpieczeństwo). Warto też zwrócić uwagę na to, że w ostatnich dwóch latach bardzo dużo środków zostało ulokowanych w funduszach pieniężnych. Mamy nadzieję, że wraz z kolejnymi obniżkami stóp procentowych część tych pieniędzy przepływnie na rynki obligacji oraz akcji.

Europa przez ciężką sytuację sektora przetwórczego „flirtuje” ostatnio z recesją. Kolejny rok może wyglądać podobnie lub nieco lepiej. Do tego Europejski Bank Centralny jest bardziej jasztrębi niż amerykański.

W kolejnych latach prognozuje się spadek inflacji, a także stopniową poprawę koniunktury



Na rynkach wschodzących sytuacja jest bardzo zróżnicowana. W Ameryce Południowej pierwsze obniżki stóp wspierają gospodarki. Kraje południowo-wschodniej Azji są bardzo zależne od globalnego handlu, a Indie wyrastają na kolejną globalną potęgę gospodarczą. Chiny z kolei, poprzez swój rozmiar, specyficzną strukturę gospodarki jak i lokalne działania, od kilku lat są w pewnego rodzaju anty-fazie globalnego cyklu. Dopóki problem sektora nieruchomości nie zostanie rozwiązany lub przynajmniej ustabilizowany ciężko myśleć o trwalszej poprawie w gospodarce. Całej klasie aktywów rynków wschodzących na pewno pomogą niższe globalne stopy procentowe. Wsparciem może być także słabszy amerykański dolar.

Pozytywne otoczenie dla rynków obligacji

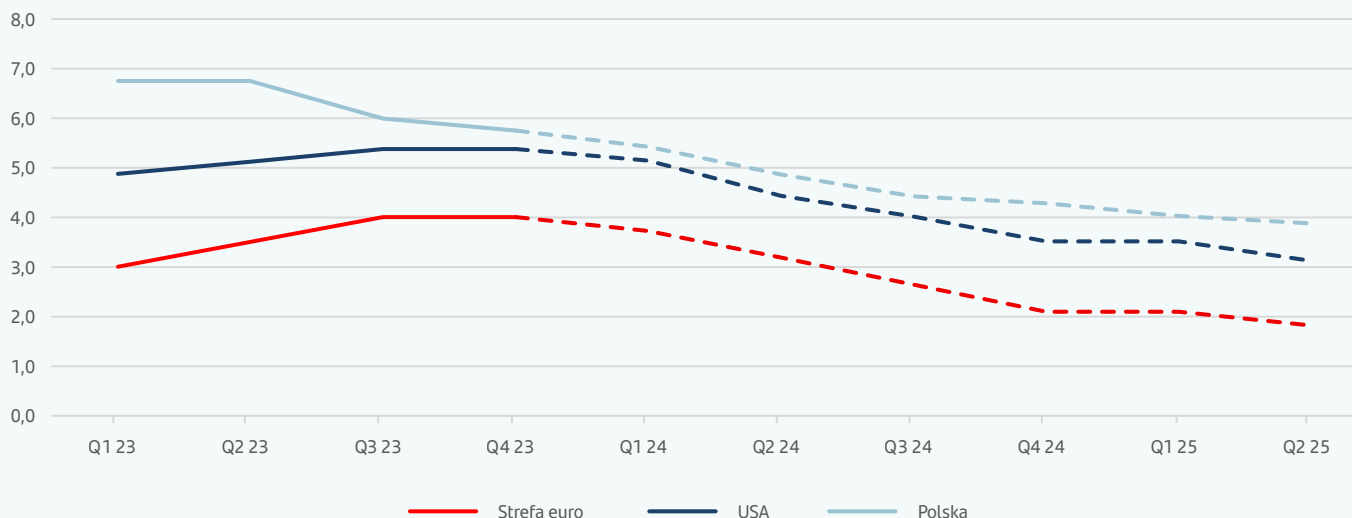
Uważamy, że w tym roku należy spodziewać się dalszych spadków inflacji. Nie powinny być one tak spektakularne jak te obserwowane w 2023 roku, ale za to wynikać z „lepszych” powodów z punktu widzenia bankierów centralnych. Do tej pory za spadek dynamiki cen odpowiadały głównie obniżki cen surowców energetycznych i towarów rolnych, czy spadki cen dóbr na skutek nagromadzenia zapasów w gospodarkach. Spadek inflacji w 2024 roku może w większym stopniu wynikać z oddziaływania wysokich stóp procentowych na gospodarkę, a więc m.in. luzowania się rynku pracy i spadku presji płacowej co powinno otworzyć furtkę do obniżek stóp procentowych.

Rajd na rynkach obligacji z IV kwartału 2023 roku, a co za tym idzie uwzględniona w wycenach ścieżka polityki pieniężnej wskazuje, że inwestorzy dostrzegają większe zagrożenia dla koniunktury gospodarczej i rychlejsze obniżki stóp niż przedstawiciele banków centralnych.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na potencjał dywersyfikacyjny różnych segmentów rynku obligacji:

- Realizacja powszechnie oczekiwanego scenariusza miękkiego lądowania (spodziewa się go ok. 70% inwestorów ankietowanych przez Bank of America) powinna w rekomendowanym horyzoncie inwestycyjnym przynieść atrakcyjne stopy zwrotu zarówno w segmencie obligacji skarbowych jak i korporacyjnych. Sprzyjać temu będą stopniowe obniżki stóp procentowych i stabilna koniunktura, a zatem sprzyjająca sytuacja finansowa przedsiębiorstw
- Alternatywny scenariusz recesji (którego spodziewa się około 20% ankietowanych inwestorów) oznaczać będzie ponadprzeciętne stopy zwrotu w segmencie obligacji skarbowych, ze względu na szybsze i głębsze obniżki stóp procentowych, a być może nawet powrót do programów skupu obligacji. Stopy zwrotu w segmencie obligacji korporacyjnych okażą się wówczas mniej atrakcyjne ze względu na wzrost premii za ryzyko kredytowe. Jednak wciąż powinny być dodatnie.

W najbliższych kwartałach oczekiwane są obniżki stóp procentowych banków centralnych



- Najmniej spodziewany (przez mniej niż 10% inwestorów instytucjonalnych) scenariusz braku spowolnienia gospodarczego może oznaczać bardziej atrakcyjne stopy zwrotu w segmencie obligacji korporacyjnych ze względu na poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw, za czym powinien podążać spadek premii za ryzyko kredytowe. Stopy zwrotu w segmencie obligacji skarbowych będą wówczas mniej atrakcyjne, ze względu na mniejszą od oczekiwanej skalę obniżek stóp procentowych. Jednak i w tym przypadku uważamy, że w rekomendowanym horyzoncie inwestycyjnym wciąż będą dodatnie.

Podsumowując, w każdym ze scenariuszy inwestor posiadający zrównoważony portfel, który ma w swoim składzie zdywersyfikowane (najlepiej również geograficznie) zaangażowanie w dług skarbowy, jak i korporacyjny powinien być w stanie uzyskać atrakcyjne stopy zwrotu przy wynikającej z dywersyfikacji mniejszej wrażliwości na poszczególne scenariusze.

Neutralne nastawienie RPP

Narodowy Bank Polski rozpoczął cykl zacieśniania polityki pieniężnej wcześniej niż banki centralne głównych obszarów gospodarczych takich jak USA i strefa euro. Wcześniej zaczął też obniżki stóp procentowych. Decyzje te argumentował silnym spadkiem inflacji. W związku z tym, że okres najbardziej dynamicznego spadku inflacji w Polsce mamy już prawdopodobnie za sobą, a także wskazując na niepewność odnośnie polityki fiskalnej i jej wpływu na inflację, po obniżkach stopy referencyjnej do poziomu 5,75% Rada Polityki Pieniężnej zadeklarowała przejście w neutralny tryb oczekiwania.

Ze względu na relatywnie większy dystans, który dzieli inflację w Polsce od celu inflacyjnego banku centralnego, w porównaniu z inflacją w USA czy strefie euro, **jest całkiem prawdopodobne, że okres stabilnych stóp procentowych w Polsce potrwa dłużej. Stwarza to przede wszystkim atrakcyjne środowisko dla obligacji zmiennokuponowych, które są podstawą strategii inwestycyjnej m.in. subfunduszy dłużnych krótkoterminowych.** Będą one oferować wysokie rentowności wynikające ze stawek WIBOR, kształtujących się na poziomach wyraźnie przewyższających rentowności obligacji o stałych kuponach przy jednocześnie niskiej ekspozycji na ryzyko stopy procentowej. Dodatkowy potencjał podwyższenia stopy zwrotu z takich obligacji daje wysoki poziom marż dyskontowych. Lepsza koniunktura gospodarcza, czy większy napływ inwestorów na polski rynek długu mogą stanowić czynnik, który spowoduje spadek marż dyskontowych, co z kolei przełoży się na stopy zwrotu przewyższające tylko i wyłącznie poziom wskaźników WIBOR.

Potencjał dywersyfikacji portfeli dłużnych

Scenariusz bazowy pozytywny dla obligacji skarbowych i korporacyjnych, odmienne zachowanie w scenariuszach skrajnych

Scenariusz	Miękkie ladowanie			Recesja			Brak spowolnienia		
	CPI	PKB	stopy	CPI	PKB	stopy	CPI	PKB	stopy
Parametry rynkowe	↓	↔	↓	↓↓	↓↓	↓↓	↔	↑	↔
Obligacje skarbowe	↓			↓			↓		
Obligacje korporacyjne				↓			↓		

Polski konsument rusza na zakupy

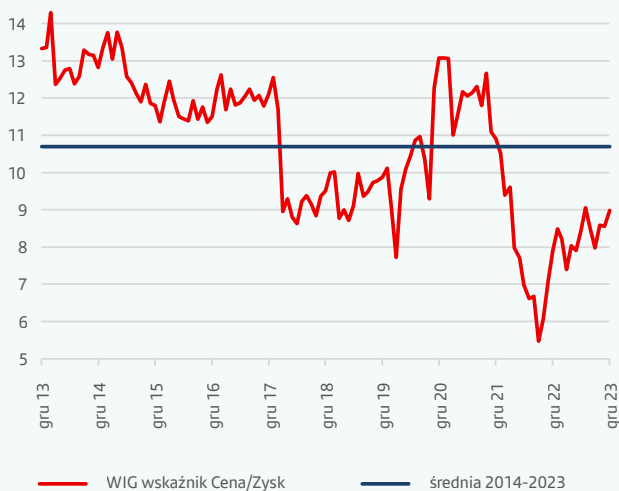
Oczekujemy, że w 2024 roku polski konsument ruszy na zakupy. Zakładamy dalszy spadek inflacji przy wspierającej polityce fiskalnej rządu. Uważamy, że rozszerzenie Programu 500+ do 800+, podwyżki minimalnego wynagrodzenia, podwyżki uposażenia w sferze publicznej spowodują, że realne wynagrodzenia gospodarstw domowych będą najlepsze od wielu kwartałów. Powinno to wspierać decyzje zakupowe, a tym samym spółki sektora dóbr konsumpcyjnych i e-commerce. Spółkom z segmentu handlu detalicznego dodatkowo będzie sprzyjało umocnienie złotego.

Obecne zadłużenie gospodarstw domowych w relacji do PKB jest najniższe od przeszło dekady, co naszym zdaniem powinno przełożyć się na wzrost nastrojów konsumenckich i większe wydatki. Zjawisko to powinno przyspieszyć na sile wraz z obniżką stóp procentowych i ożywieniem akcji kredytowej przez banki i tym samym, w naturalny sposób, napędzać wzrost PKB w Polsce.

Oczekiwane przez nas przyspieszenie wzrostu PKB będzie stanowiło wsparcie do poprawy wyników finansowych spółek, które są główną siłą napędową dla wzrostu wartości ich akcji. Oprócz wzrostu raportowanych wyników finansowych, powody do radości giełdowym inwestorom mogą dać wyższe dywidendy jakie polskie spółki powinny wypłacić w 2024 roku. Szacujemy, że wzrost dywidend dla spółek z indeksu WIG20 wyniesie ok. 50% w stosunku do roku 2023, do czego w największym stopniu przyczyni się sektor finansowy.

Mimo imponującego wzrostu cen akcji jaki miał miejsce w 2023 roku na GPW (WIG +36,5%), skumulowany wzrost indeksu WIG za lata 2022-2023 i tak nie nadążył za tempem wzrostu cen w gospodarce jaki miał miejsce w tym czasie (WIG +13,2%, inflacja blisko +24%). Może to stanowić argument za tym, że polski rynek akcji nie jest drogi. Do podobnych wniosków dochodzimy analizując kształtowanie się na przestrzeni czasu wskaźnika Cena/Zysk, który wciąż znajduje się poniżej wieloletniej średniej. **Mając na uwadze powyższe argumenty polski rynek akcji dalej powinien wyróżniać się pozytywnie na tle rynków zagranicznych.**

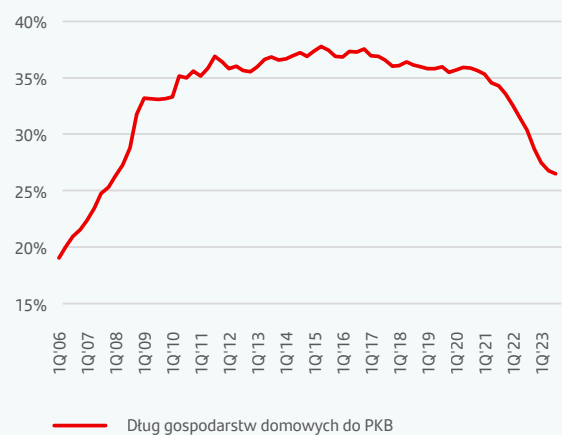
Atrakcyjna wycena polskich akcji



Źródło: Opracowanie własne Santander TFI

Polski konsument najmniej zadłużony od lat

Dług gospodarstw domowych do PKB



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, GUS

Fundusze na każdą pogodę – strategie absolutnej stopy zwrotu

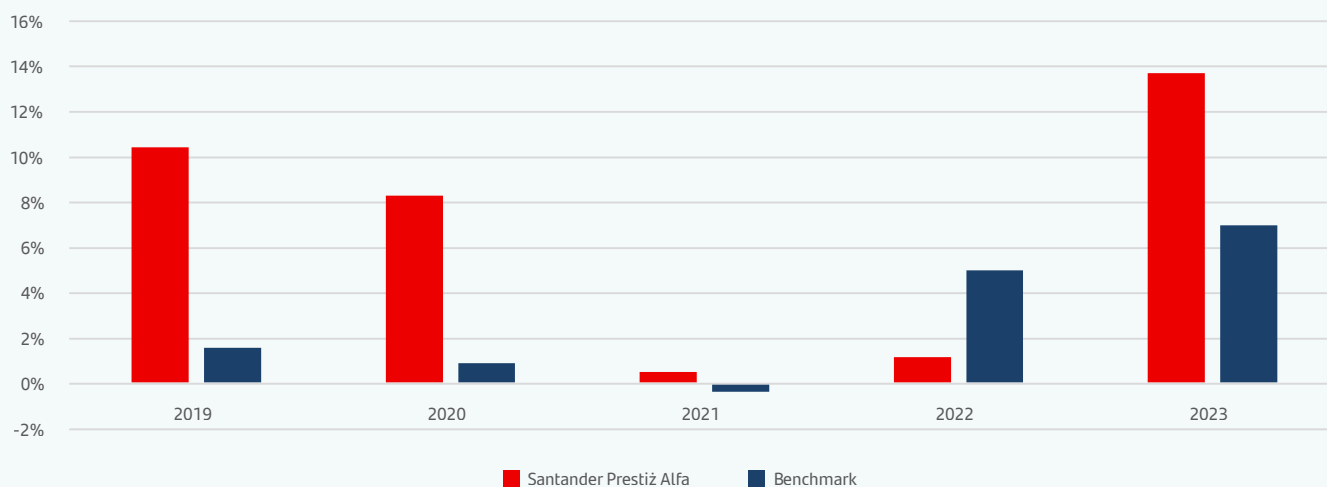
Po bardzo udanym roku dla funduszy inwestycyjnych oferujących ekspozycję na rynki akcji oraz obligacji, **warto naszym zdaniem spojrzeć przychylniej na fundusze absolutnej stopy zwrotu, których polityka inwestycyjna cechuje się wysoką elastycznością.**

Subfundusz Santander Prestiż Alfa, w ramach części akcyjnej, stosuje strategię typu „market neutral”. Polega ona na inwestowaniu w akcje spółek, które w ocenie naszych zarządzających są niedowartościowane w relacji do szerokiego rynku, przy jednoczesnym zajmowaniu krótkich pozycji na wybrany indeks giełdowy przy użyciu kontraktów terminowych. Na wynik Subfunduszu wpływ ma poziom różnicy między stopą zwrotu z portfela akcji, a stopą zwrotu z indeksu giełdowego. Wykorzystanie kontraktów terminowych na indeksy rynkowe służy minimalizacji ryzyka rynkowego.

Drugi z subfunduszy absolutnej stopy zwrotu - Santander Prestiż Dłużny Aktywny szuka okazji inwestycyjnych na rynku długu. Jego strategia inwestycyjna zakłada m.in. dopasowanie wrażliwości portfela na zmiany rynkowych stóp procentowych (duration) do oczekiwanych tendencji rynkowych. Zarządzający ma także znaczną swobodę w zakresie inwestycji w obligacje przedsiębiorstw, których udział może wynosić do 50% aktywów.

Santander Prestiż Alfa, który ma dłuższą historię, dotychczas każdy pełny rok kalendarzowy swojego funkcjonowania kończył z dodatnią stopą zwrotu.

Santander Prestiż Alfa – dodatni wynik niezależnie od warunków rynkowych



Co może pójść nie tak?

Czynniki ryzyka dla rynków

Recesja zamiast miękkiego lądowania w USA

Stopy procentowe na wyższym poziomie przez dłuższy okres, refinansowanie zadłużenia przez przedsiębiorstwa po wyższym koszcie, pogorszenie sytuacji na rynku nieruchomości komercyjnych, pogorszenie sytuacji na rynku pracy, niższe od oczekiwań wydatki konsumenckie czy mniejsze rządowe wsparcie fiskalne mogą zagrozić realizacji najbardziej prawdopodobnego scenariusza tj. miękkiego lądowania.

Geopolityka

To będzie bardzo intensywny rok wyborczy na świecie. Wybory odbędą się w krajach o populacji, która przekracza ponad połowę mieszkańców świata (m.in. USA, Indie, UK, Tajwan, Meksyk).

Zakłócenia w łańcuchach dostaw, które wynikają z kontynuacji trendów deglobalizacyjnych oraz dalszego rozwoju konfliktów militarnych. Mogą one także powodować zmienność na rynkach surowców i tym samym wyhamowywać trendy deflacyjne.

Mniejsze wsparcie wojskowe dla Ukrainy ze strony Zachodu i przechylenie się szali zwycięstwa na korzyść Rosji. Zwiększa to ryzyko bezpośredniego zaangażowania Polski i Europy w konflikt, co miałoby destabilizujący wpływ zwłaszcza na polską gospodarkę. Ryzyko to wydaje się wyższe w przypadku zmiany administracji rządzącej w Stanach Zjednoczonych.

Eskalacja na linii USA-Chiny. Każdy kolejny konflikt na świecie zwiększa ryzyko tej eskalacji, która może mieć ogromny wpływ na światową gospodarkę. Szczególnym punktem zapalnym może okazać się Tajwan.

Uporczywa inflacja i mniejsze obniżki stóp

Rynki obligacji oraz akcji starają się z wyprzedzeniem wycenić zmiany zachodzące w realnej gospodarce i na rynkach finansowych. Obecnie inwestorzy wyceniają już obniżki stóp w USA o ponad 150 punktów bazowych i o prawie 170 punktów bazowych w Europie w 2024 roku. Istnieje ryzyko, że przy wyhamowaniu tempa spadku inflacji, tych obniżek może być mniej, co może zwiększać zmienność oraz mieć negatywny wpływ na ceny obligacji oraz aktywów bardziej ryzykownych.

Słaby wzrost gospodarczy w Chinach i Europie

Wskaźnik zaufania wśród chińskich konsumentów jest bardzo niski. Utrzymujące się problemy na rynku nieruchomości i ich spadające wartości wywołują negatywne skutki majątkowe i hamują wydatki konsumpcyjne. Bardzo słabo wygląda także wskaźnik zaufania konsumentów w Niemczech – największej gospodarce strefy euro. Do tego dochodzą problemy budżetowe dotyczące finansowania zielonej transformacji i wydatków militarnych.

Rozczarowanie nowym rządem w Polsce

Nowy rząd jest postrzegany jako bardziej proeuropejski (szansa na odblokowanie znaczących środków unijnych) oraz liberalny (bardziej przyjazne środowisko dla biznesu, mniej niekorzystnych regulacji, poprawa ładu korporacyjnego w spółkach państwowych). Rozczarowanie działaniami nowego rządu może skutkować brakiem realizacji zakładanego przez nas scenariusza dalszego zmniejszania się dyskonta w wycenie Polski w stosunku do innych rynków rozwijających się.

Autorzy materiału:

Szymon Borawski-Reks
Dyrektor Inwestycyjny, Członek Zarządu



Jacek Grel
Kierownik ds. Alokacji Aktywów



Adam Nowakowski
Kierownik Rynku Akcji



Michał Hołda
Kierownik Rynku Obligacji



Marta Stępień
Zarządzająca Funduszami



Jakub Płotka
Zarządzający Funduszami



Bartosz Dębowski
Zarządzający Funduszami



Paweł Pisarczyk
Zarządzający Funduszami

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.

2024 © Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa Santander i logo „płomień” są zarejestrowanymi znakami towarowymi.