

# Outlook<sub>2024</sub>

Millennium  
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na III kwartał 2024 r.



# Szanowni Państwo,

Pierwsze półrocze 2024 roku upłynęło pod znakiem normalizacji otoczenia makroekonomicznego. Walka banków centralnych z inflacją wydaje się wygrana, a gospodarka globalna – mimo utrzymywania restrykcyjnej polityki monetarnej – uniknęła twardej recesji. Te dobre nastroje zaowocowały satysfakcjonującymi stopami zwrotu szczególnie na rynkach akcji, a historyczne szczyty notowań były niemalże cotygodniową rutyną. Jedynie rozczarowanie odsuwanymi w czasie obniżkami stóp procentowych sprawiło, że minione 6 miesięcy przebiegało pod znakiem przeceny obligacji. Czy przełomem okaże się „wyjście przed szereg” i czerwcową decyzją Europejskiego Banku Centralnego o pierwszej obniżce stóp procentowych? Co w takiej sytuacji zrobi amerykański Fed, na którego zwrócone są od dawna oczy wszystkich inwestorów?

Drugie półrocze 2024 roku to również istotne wydarzenia na arenie geopolitycznej. Czy wybory prezydenckie w USA faktycznie zmienią układ sił na rynku? Czy kolejny rozdział „wojen handlowych” pomiędzy Chinami, a już nie tylko Stanami Zjednoczonymi, ale również Unią Europejską spolarzyuje globalną gospodarkę?

Na to i inne pytanie znajdziecie Państwo odpowiedź w najnowszym Outlooku Rynkowym Millennium TFI. Stanowi on swoisty przewodnik, będący aktualizacją i weryfikacją naszych założeń strategicznych po pierwszej połowie 2024 roku, wraz z prezentacją naszych potencjalnych kierunkowych działań na najbliższy kwartał i próbą zarysowania kontekstu rynkowego na drugą połowę 2024 roku. W materiale tym spróbujemy określić szanse i zagrożenia dla głównych klas aktywów, będących w spektrum zainteresowania Millennium TFI, w ramach zarządzanych przez nas funduszy inwestycyjnych.

Zapraszamy do lektury!



**Piotr Siegieda, MPW,**  
Dyrektor ds. Komunikacji  
Inwestycyjnej



**Michał Trojanowski, EFA,**  
Dyrektor ds. Komunikacji  
Inwestycyjnej



**Krzysztof Kamiński, CFA, DI**  
Członek Zarządu

# Spis treści

Makroekonomia

Na kursie ku normalizacji

4

Rynki obligacji

W oczekiwaniu na decyzję Fed

8

Rynki akcji

Zdrowe fundamenty w cieniu wakacyjnej sezonowości

13

Podsumowanie i wyzwania na III kw. 2024 r.

20



# Makroekonomia

## Na kursie ku normalizacji

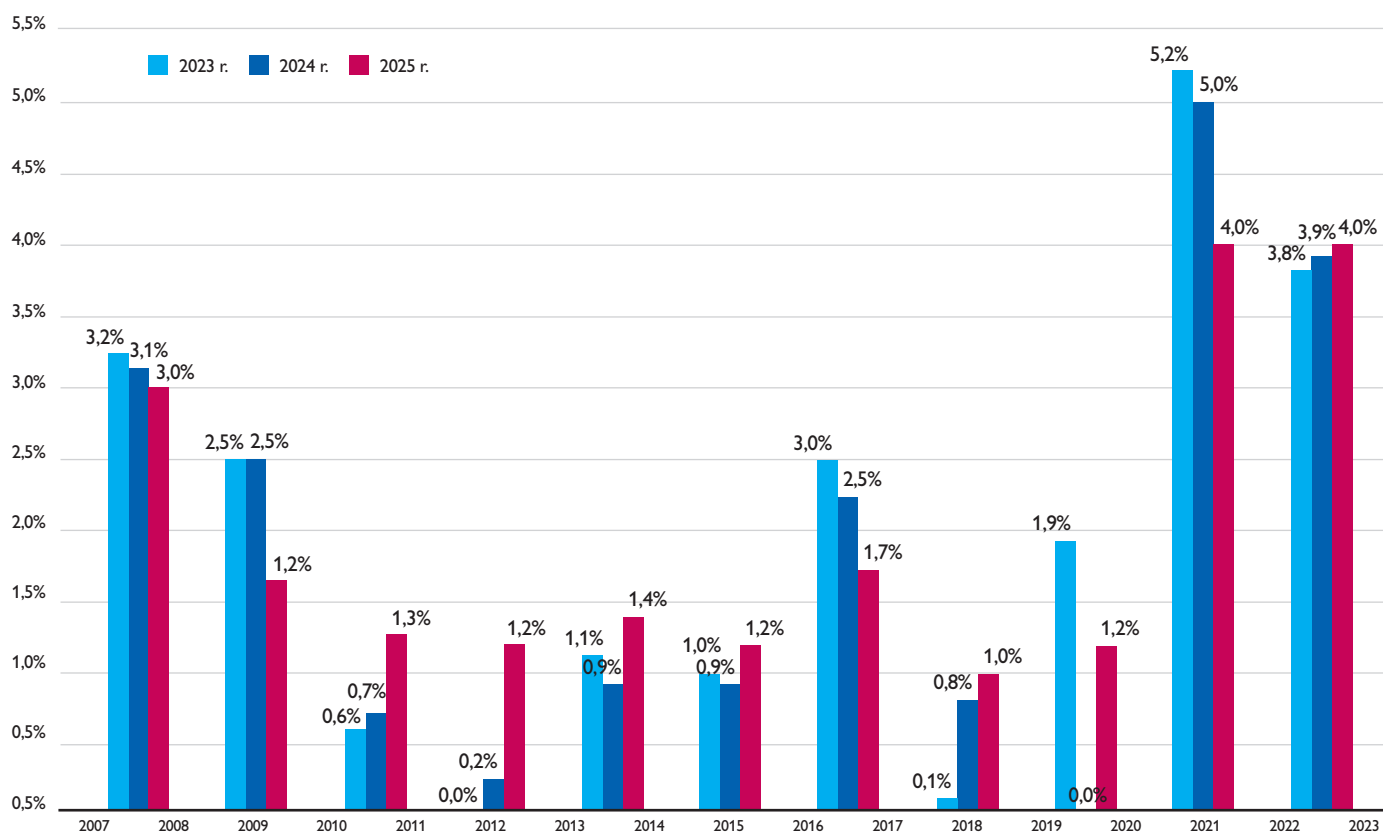
Kondycja gospodarki – mimo bezprecedensowych wzrostów stóp procentowych w latach 2021-2023 – w skali globalnej wygląda zdrowo.

Wśród ekonomistów często krąży anegdota, że oceniając gospodarkę i wiele jej składowych, niekiedy ciężko jednoznacznie zidentyfikować pewne trendy, odnieść bieżącą sytuację do historii, a wniosek, którym najłatwiej wytłumaczyć pewne anomalie czy nierównowagi, jest taki, że „tym razem jest inaczej”. Czy tak jest w rzeczywistości?

Kondycja gospodarki – mimo bezprecedensowych wzrostów stóp procentowych w latach 2021-2023 – w skali globalnej wygląda zdrowo. Zaskakująco dobrze wciąż prezentuje się rynek amerykański, szczególnie w sektorze usługowym, któremu sprzyja wciąż mocny rynek pracy, wzrost wynagrodzeń i co za tym idzie – mocny sektor kon-

sumencki. Więcej rys na tym obrazie widać w Strefie Euro, która bez taniej energii z Rosji i ograniczeniu rynku zbytu w Chinach, odnotowuje recesję w przemyśle. W Japonii – mimo wzrostu stóp procentowych do dodatnich poziomów, jen osłabia się, co sprzyja eksportowi. Dużą zagadką pozostają Chiny, które wciąż borykają się ze strukturalnymi problemami „półsterowanej” centralnie gospodarki, a także widmem istotnych ograniczeń i ceł na import chińskich produktów na Zachodzie. W Polsce z kolei „dołek” koniunkturalny wypadł jeszcze w 2023 roku, a obserwowane ożywienie – dzięki zatwierdzeniu wypłat z KPO – ma otwartą drogę do kontynuacji w tym roku.

### Odczyty i prognozy dynamiki PKB dla wybranych krajów (% r/r)



Źródło: Barclays Research

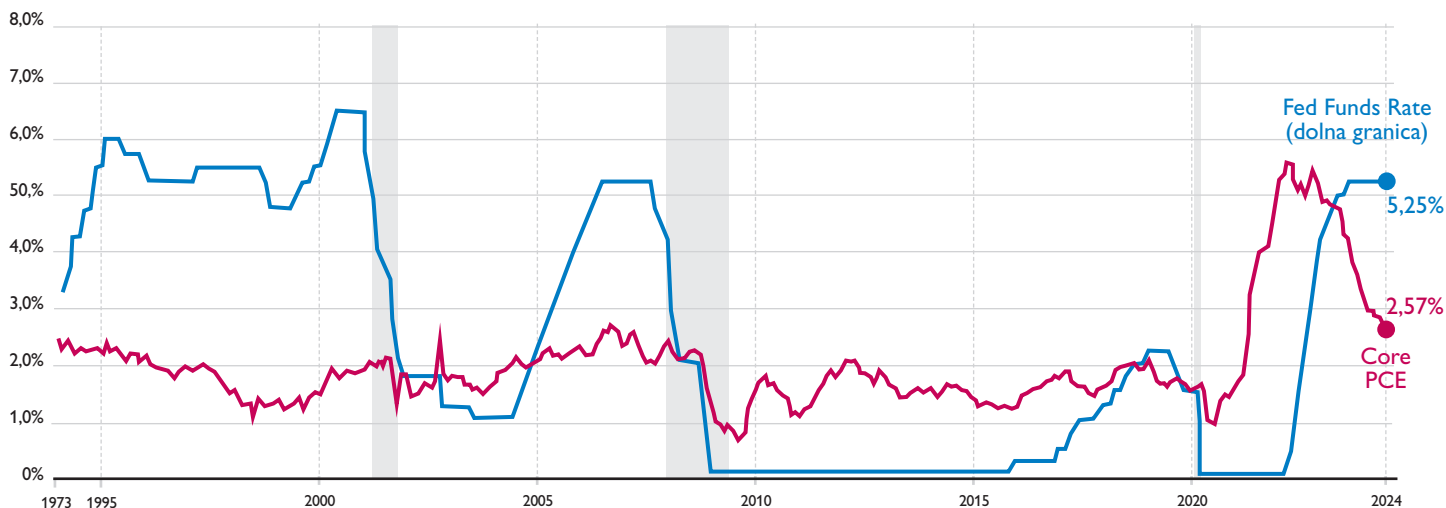
## Oczy inwestorów zwrócone na Fed

Prawdopodobieństwo pierwszej obniżki o 25 p.b. wzrosło do 73% we wrześniu i 100% w listopadzie.

- W cieniu danych makroekonomicznych, podstawowym pytaniem wśród inwestorów jest: „Kiedy Fed rozpocznie obniżki stóp procentowych”? Warto pamiętać, że obniżki te, to nie objaw recesji, a wyraz skutecznej normalizacji dynamiki inflacji, przy pierwszych sygnałach „chłodzenia” rynku pracy.

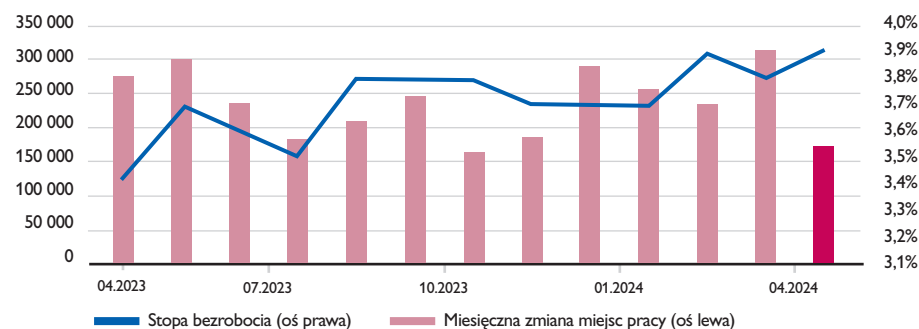
### Inflacja bazowa PCE w USA vs stopy proc. w USA

■ Target Federal Funds Rate Lower Limit  
■ US Core PCE Price Index YoY



Źródło: Creative Planning, Charlie Bilello

### Rynek pracy w USA



Źródło: Refinitiv, Fidelity International, US Bureau of Labour Statistic, 05.2024 r.

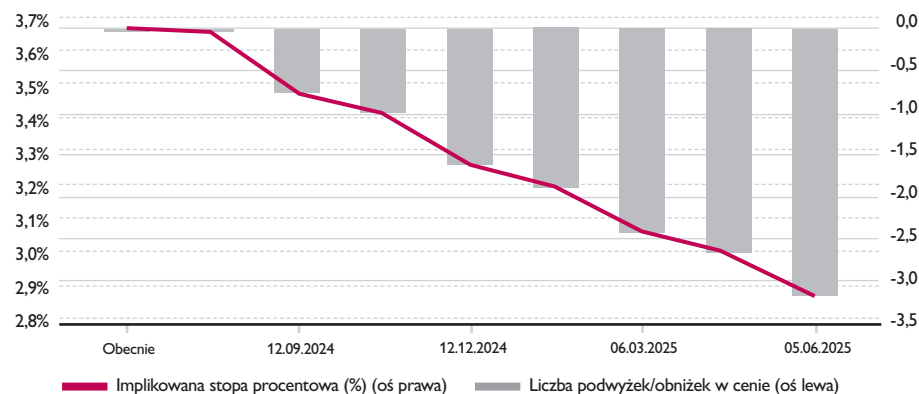


Najprawdopodobniej EBC wstrzyma się z kolejnymi decyzjami do pierwszej obniżki Fedu, a implikowany zasięg w całym cyklu szacowany jest na około 120 p.b.

## ECB - w oczekiwaniu na Fed i dane makro

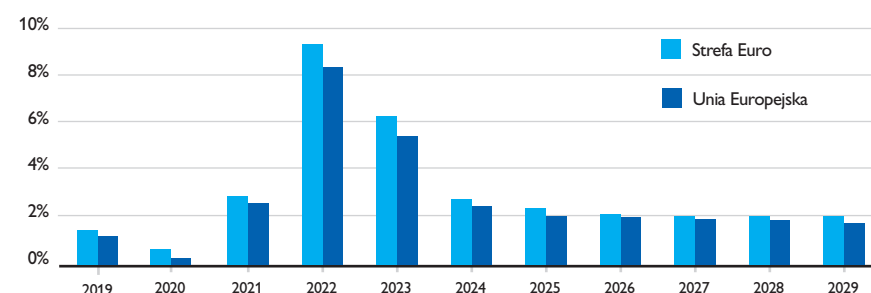
- W czerwcu 2024 – pierwszy raz od 5 lat – Europejski Bank Centralny zdecydował się obniżyć główną stopę procentową w Strefie Euro o 25 p.b. Była to decyzja spodziewana i wyceniana przez rynek. EBC jest w dużo bardziej komfortowej sytuacji, niż Fed, ponieważ gospodarka europejska jest w gorszej kondycji, a ponadto postępy w zbijaniu inflacji do celu są dużo bardziej widoczne.

### Aktualnie wyceniana ścieżka stóp procentowych w Strefie Euro



Źródło: Bloomberg

### Konsensus prognoz inflacji w Strefie Euro i w krajach Unii Europejskiej



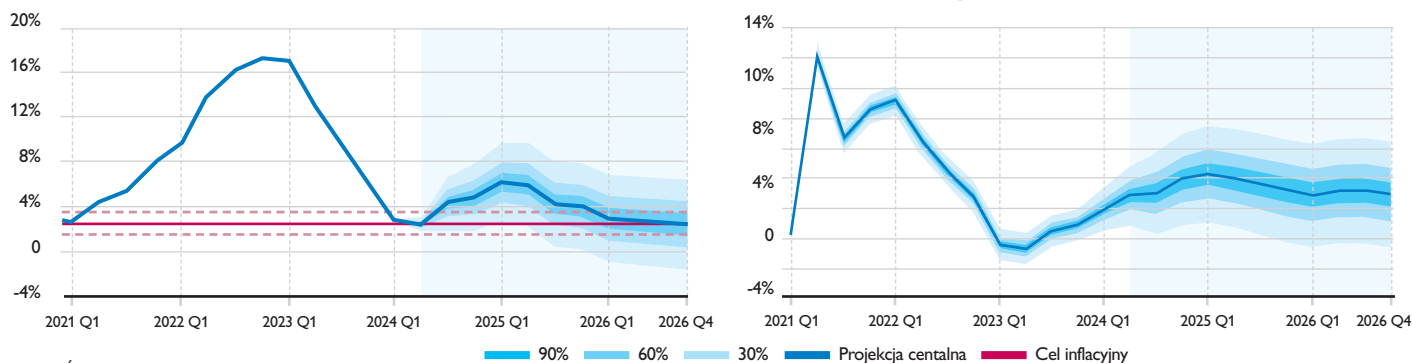
Źródło: Bloomberg

Obserwowane dobre dane makroekonomiczne powinny sprzyjać polskiej gospodarce do końca 2024 roku.

## Polska – projekcje makroekonomiczne NBP

- Według najnowszych projekcji makroekonomicznych NBP (5.07.2024 r.), inflacja w drugim półroczu powinna przyspieszać, ale w kontrolowany sposób. Jej średni poziom w 2024 roku powinien wynieść ok. 3,7%, w 2025 r. ok. 5,2%, by w 2026 r. znaleźć się w celu na poziomie 2,6%.
- Sugerowane przez Prezesa NBP odłożenie pierwszych obniżek stóp procentowych w Polsce na 2026 r. wydaje nam się mało realne i szacujemy, że dojdzie do nich na przełomie 2024/2025 r. – szczególnie, jeśli główne banki centralne rozpoczną cykle obniżek stop procentowych.

### Projekcje inflacji i PKB dla Polski według NBP



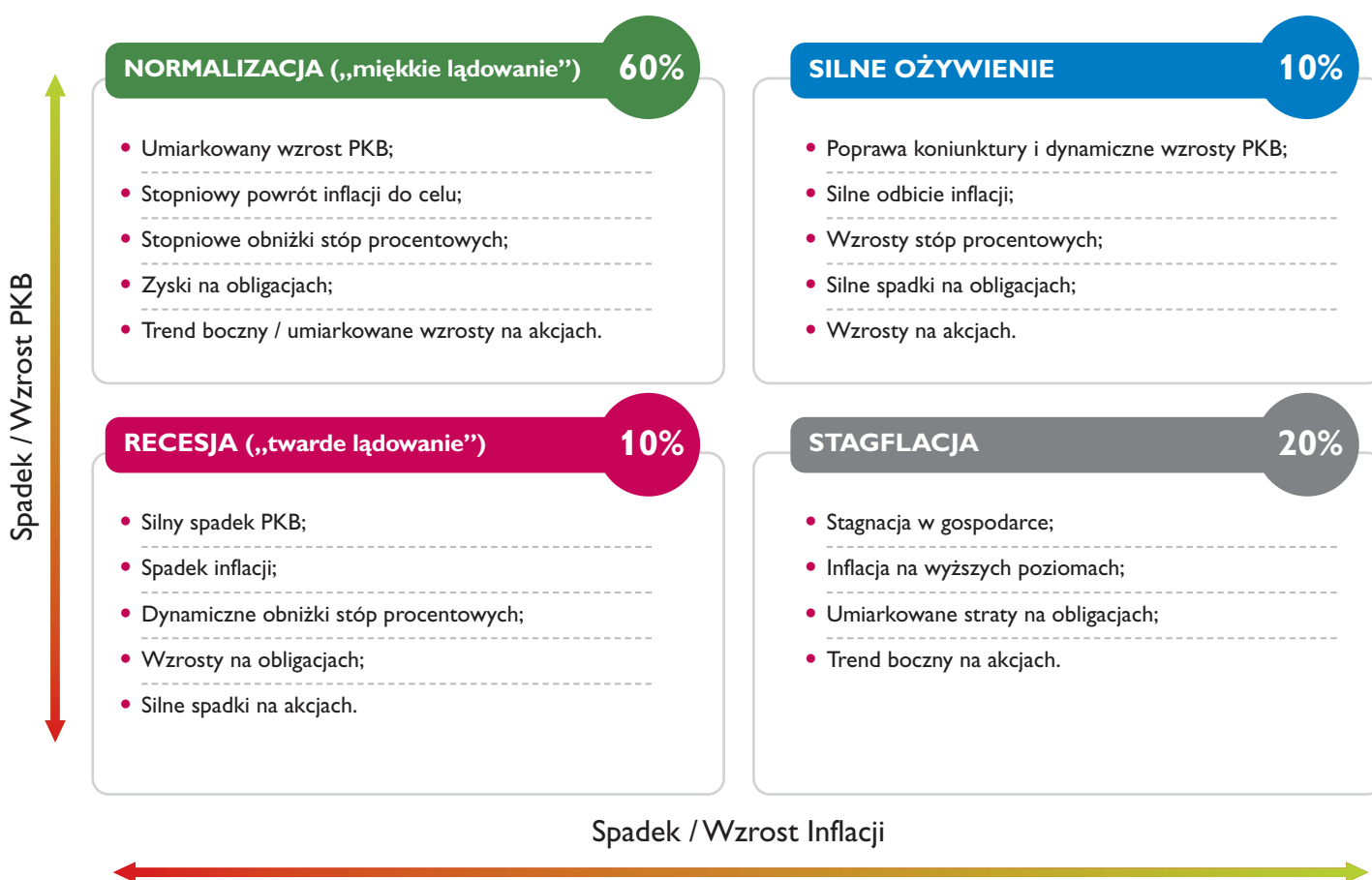
Źródło: NBP

Obawy recesyjne mogą narastać, ale naszym zdaniem nie jest to scenariusz na 2024 rok.

Czy zatem usilne wyczekiwanie przez rynek obniżek stóp procentowych i schłodzenia rynku pracy jest nietypowe lub zasadne, skoro takie symptomy powinny towarzyszyć silnym sygnałom recesyjnym? Naszym zdaniem nie. Jeśli mielibyśmy się trzymać tej narracji to można powiedzieć, że tym razem „jest dłużej” – na koniunkturę

makroekonomiczną warto spojrzeć z dłuższej perspektywy. W naszej interpretacji pierwsze półrocze upłynęło pod znakiem normalizacji i dalszym tłumieniu inflacji po jej post-pandemicznym wybuchu. Wychodząc z tego założenia prezentujemy potencjalne scenariusze, wraz z szacowanym przez nas prawdopodobieństwem ich wystąpienia:

### Potencjalne scenariusze makroekonomiczne na III kwartał 2024 wraz z prawdopodobieństwem wystąpienia, według Millennium TFI:



Za wcześnie, by mówić o globalnym ożywieniu w gospodarce, jednak jeśli nie pojawią się nowe zagrożenia geopolityczne, to na ten rok naszym scenariuszem bazowym pozostanie kontynuacja normalizacyjnego trendu, który możemy scharakteryzować jako „miękkie lądowanie”: stopniowy powrót

inflacji do celu, nieznaczne łagodzenie polityki monetarnej towarzyszące niewielkiemu osłabieniu dynamiki PKB i rynku pracy. Ewentualna recesja oczywiście jest nadal możliwa, jednak w naszej ocenie jest to scenariusz bardziej prawdopodobny w 2025/2026 roku.

# Rynki obligacji

W oczekiwaniu na decyzję Fed

Otoczenie rynkowe w I połowie roku nie pomagało w generowaniu zysków z obligacji.

## Indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych

(Treasury BondSpot Poland Index)



Źródło: Millennium TFI na podstawie danych ze Stooq.pl

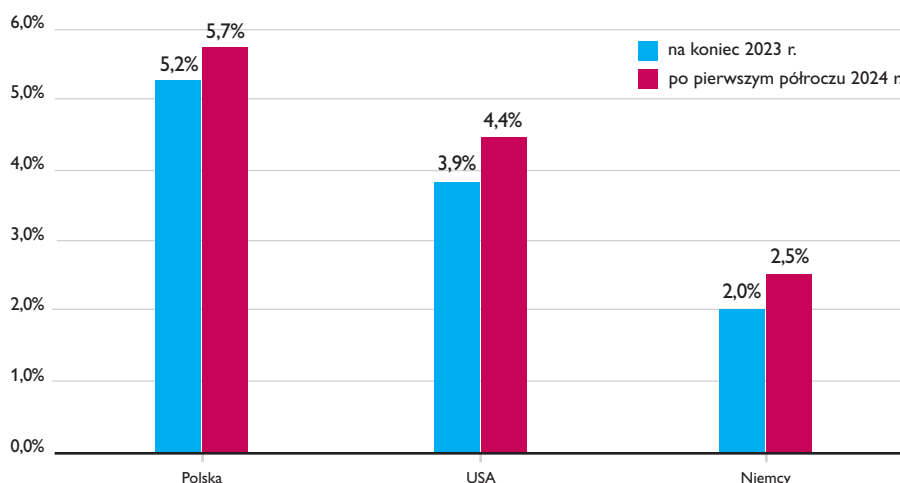
Pierwsza połowa 2024 roku była trudna dla posiadaczy papierów dłużnych o stałym oprocentowaniu.

Indeks polskich obligacji skarbowych dopiero w czerwcu wyszedł na lekki plus, kończąc pierwsze półrocze zaledwie 1% wzrostem.

Także na globalnych rynkach obligacje nie zaliczą pierwszego półrocza 2024 r. do udanych.

Pod wpływem przesuwanych z miesiąca na miesiąc obniżek stóp procentowych w USA i strefie euro rentowności obligacji skarbowych rosły, co negatywnie wpływało na stopy zwrotu z papierów dłużnych.

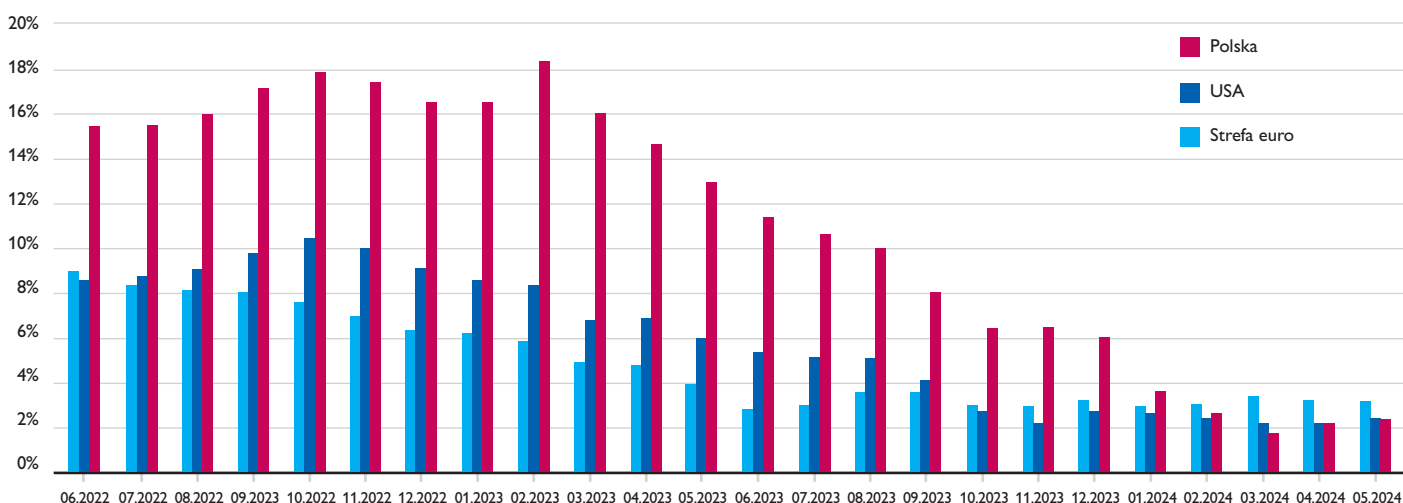
## Rentowności 10 letnich obligacji skarbowych



Źródło: Millennium TFI na podstawie danych ze Stooq.pl



## Wskaźnik rocznej inflacji konsumenckiej (CPI) w Polsce, USA i strefie euro



Źródło: Tradingeconomics

Wciąż głównym rozgrywającym na rynkach kapitałowych pozostają banki centralne.

### Banki centralne na świecie nie śpieszą się z obniżaniem stóp procentowych

Najważniejszym czynnikiem determinującym politykę banków centralnych jest oczekiwana inflacja. Pierwsze półrocze 2024 r. stało pod znakiem postępującej dezinflacji na świecie.

W Polsce po kilku miesiącach silniejszego od oczekiwań spadku inflacji wstępne dane GUS za czerwiec zaskoczyły negatywnie. Roczna dynamika cen wyniosła 2,6%, przy oczekiwanym odczycie 2,5%. Najnowsza lipcowa projekcja NBP zakłada wzrost wskaźnika inflacji w 2H 2025. Stąd średnioroczna inflacja ma wzrosnąć do 3,7% w 2024 r. i 5,2% w roku 2025. Dopiero w 2026 r. inflacja ma się zbliżyć do celu NBP i wynieść średniorocznie 2,7%. Gdyby ten scenariusz się zrealizował, to rzeczywiście o obniżkach stóp należałoby zapomnieć co najmniej do końca 2025 r. Na szczęście ekonomiści banków komercyjnych są nieco bardziej optymistycznie nastawieni do trendów inflacyjnych w Polsce. Przedział oczekiwań inflacyjnych opublikowanych w czerwcu dla średniorocznej inflacji w 2024 r. zawiera się w przedziale 3,4%-4,5% i 4%-4,9% w 2025 r.

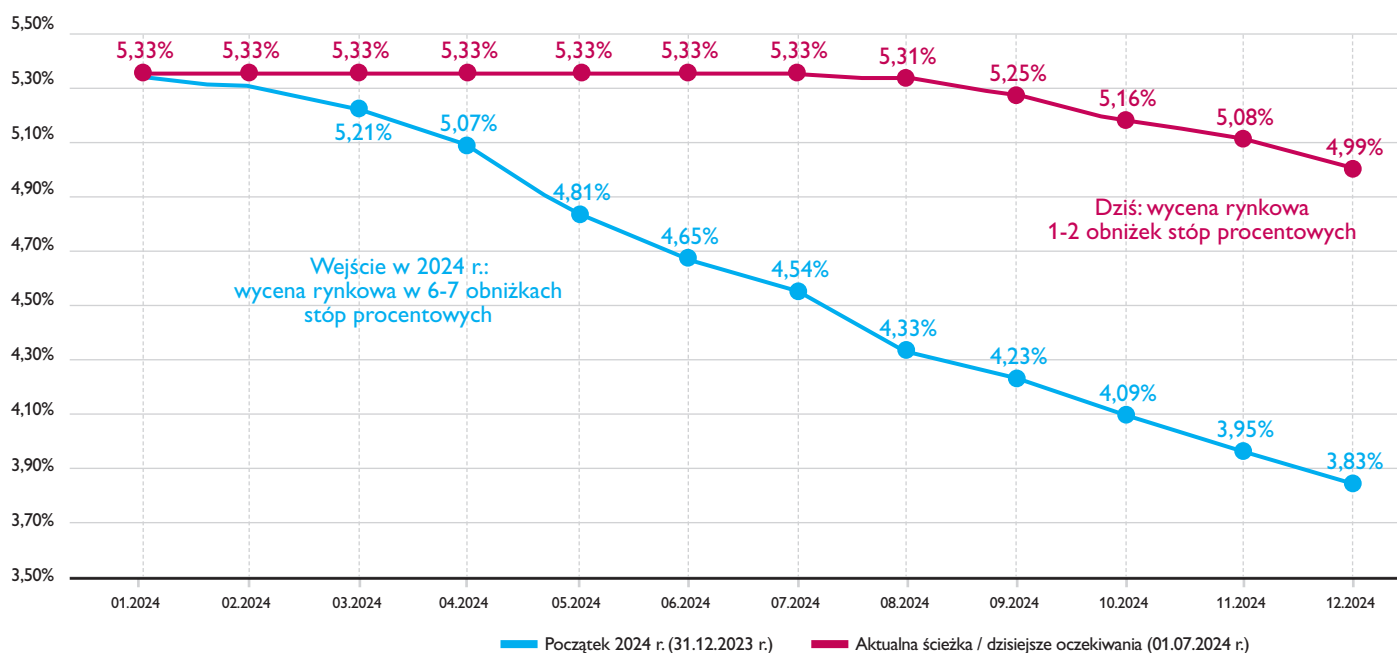
RPP od października 2023 r. nie obniżyła stóp procentowych, konsensus oczekiwań coraz bardziej przesuwają kolejną obniżkę na drugą połowę 2025 r. Retoryka wypowiedzi prezesa A. Głapińskiego nie uległa zmianie i pozostaje stosunkowo jastrzębia – prezes NBP wskazuje w swoich wypowiedziach na prawdopodobny wzrost wskaźnika inflacji w drugiej połowie roku i właściwie wyklucza możliwość obniżki

stóp procentowych w 2024 r., a nawet wspomina o perspektywie obniżki dopiero w 2026 r. Ekonomiści widzą perspektywę dla kolejnej obniżki stóp w 2H 2025, jednak niektórzy dostrzegają także przestrzeń do szybszych ruchów RPP ze względu na niemrawe na razie ożywienie w gospodarce i trajektorię procesów inflacyjnych.

Europejski Bank Centralny (EBC) – na posiedzeniu 6 czerwca obniżył stopy procentowe o 25 pb (stopa depozytowa wynosi obecnie 3,75%), zgodnie z oczekiwaniami rynku, co zakończyło 9-miesięczny okres ich stabilizacji. Posiedzenie miało jednak jastrzębi wydzwięk – w najnowszej projekcji inflacja na lata 2024 i 2025 została zrewidowana w górę, w 2024 r. ma wynieść 2,5%, a w 2025 r. obniżyć się do 2,2%. Głównymi czynnikami ryzyka dla inflacji są według EBC rosnące płace i kwestie geopolityczne. Decyzja o obniżeniu stóp była motywowana postępowaniem w obniżaniu inflacji oraz przekonaniem, że w średnim terminie powróci ona do 2% celu EBC. Prezes EBC, Ch. Lagarde, zapowiedziała, że polityka pieniężna pozostanie restrykcyjna, a choć kolejne obniżki stóp są prawdopodobne, to ich tempo i skala pozostają niepewne. EBC nie określił przy tym momentu kolejnej obniżki – decyzje będą zależały od napływających danych.

Amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) wciąż utrzymuje stopy na niezmiennym poziomie w przedziale 5,25-5,50%. Perspektywy obniżek odsuwane są z miesiąca na miesiąc ze względu na silną gospodarkę, co budzi obawy członków Fed-u o utrzymywanie się inflacji przez dłuższy czas na podwyższonym poziomie. W komunikacie po czerwcowym

Rynkowe oczekiwania dot. stóp proc. w USA obecnie i na koniec 2024 r.



Źródło: Creative Planning, Charlie Bilello

Presja na banki centralne, by rozpocząć łagodzenie polityki monetarnej, powinna narastać.

posiedzeniu FOMC (organ Fed-u odpowiedzialny za ustalanie stóp procentowych) jego szef Jerome Powell stwierdził, że w ostatnich miesiącach nastąpił dalszy niewielki postęp w kierunku osiągnięcia celu inflacyjnego, wobec odnotowania braku takiego postępu po posiedzeniu w kwietniu. Komitet podtrzymał ocenę, że do obniżek stóp dojdzie dopiero w momencie, kiedy nabierze pewności, że inflacja w sposób trwały zbliży się do celu. Jednocześnie, nowe projekcje Fed pokazały, że inflacja PCE w 2024 r. wyniesie 2,6%, a w 2025 r. 2,3%, co oznacza wzrost o odpowiednio 0,2 pp oraz 0,1 pp w stosunku do prognoz z marca. W 2026 r. nadal spodziewana jest inflacja na poziomie 2%. W porównaniu z marcem nie zmieniły się prognozy wzrostu gospodarczego – wciąż oczekiwana jest stabilizacja dynamiki PKB w okolicy 2% – a nieco w górę zrewidowano ścieżkę bezrobocia - scenariusz makro nadal wskazuje więc na „miękkie lądowanie”. Mediana prognoz dla stopy Fed funds na koniec 2024 została podniesiona o 0,4 pp do 5,1% co implikuje jedną obniżkę stóp procentowych w tym roku vs 3 oczekiwane na marcowym posiedzeniu Fed. Rynkowe oczekiwania dotyczące poziomu stóp procentowych także istotnie się zmieniły. Jeszcze w styczniu rynek wyceniał 6-7 obniżek w tym roku, a obecnie już tylko 1-2.

Mediana prognoz dotyczących stóp procentowych w długim terminie (neutralna stopa

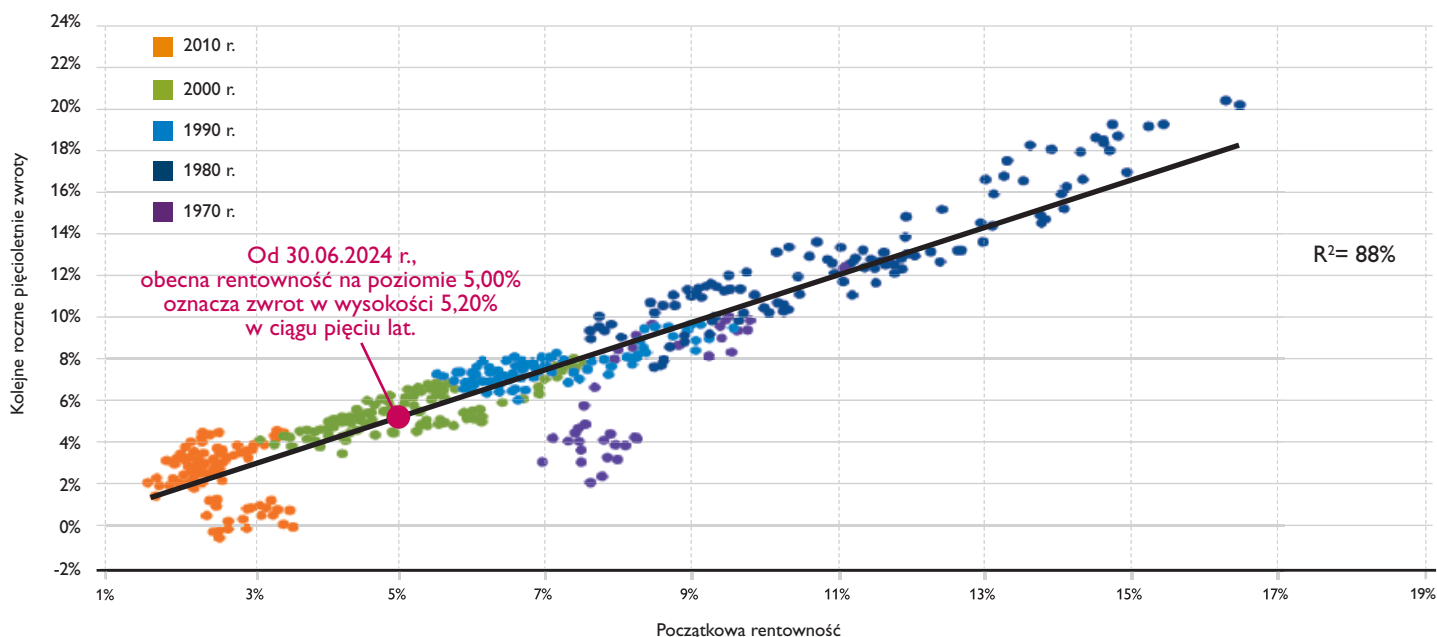
procentowa) wyniosła w czerwcu 2,8% wobec 2,6% w marcu. Jerome Powell podkreślił jednak, że mediana prognoz dla stóp nie powinna być traktowana jako plan polityki FOMC, a decyzje będą zapadać z posiedzenia na posiedzenie. Podczas konferencji prasowej J. Powell przyznał, że warunki na rynku pracy powróciły do tego, co było obserwowane przed pandemią.

Czerwcowe dane wskazują jednak na to, że Fed powinien mieć uzasadnienie do pierwszej w tym cyklu obniżki stóp proc. Rośnie bezrobocie do 4,1% – najwyższy poziom od listopada 2021 r., zwalnia tempo wzrostu liczby miejsc pracy do 1,7% r/r – najniższego poziomu od marca 2021 r. Zwalnia także tempo wzrostu wynagrodzeń: do 3,9% r/r – najniższego poziomu od maja 2021 r. I najważniejsze systematycznie spada inflacja: preferowany przez Fed bazowy wskaźnik PCE w maju osiągnął najniższy poziom od marca 2021 r. i wyniósł +2,6% r/r.

### Wysokie rentowności obligacji, to fundament przyszłych wyników

Najlepszym predyktorem przyszłych wyników na rynku obligacji jest dochodowość tych obligacji w momencie rozpoczęcia inwestycji. Jak widać poniżej na wykresie wskaźnik korelacji pomiędzy przyszłym wynikiem indeksu obligacji, a jego początkową dochodowością wynosi 88%.

### Przyszła roczna stopa zwrotu z indeksu amerykańskich obligacji (z 5 letniej inwestycji) vs początkowa dochodowość indeksu amerykańskich obligacji

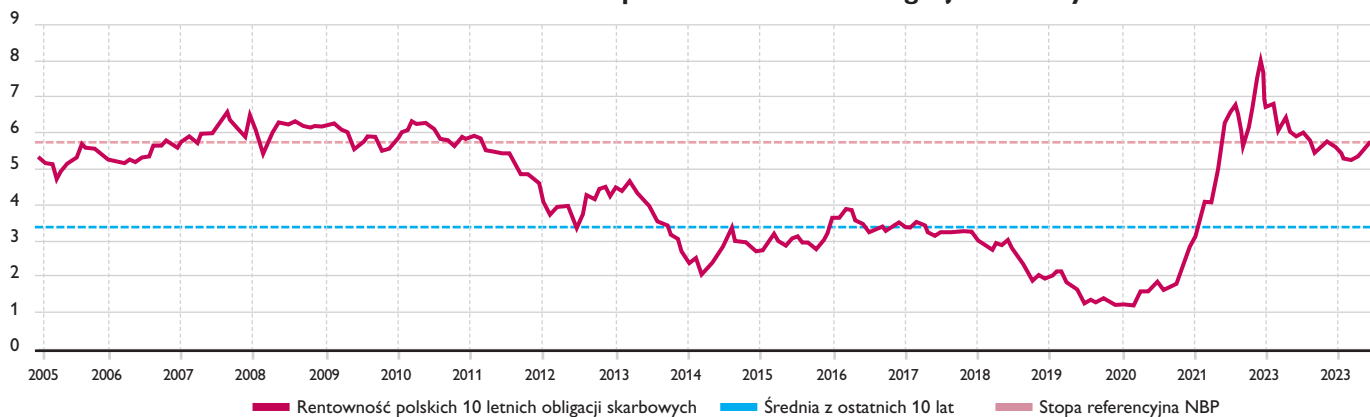


Źródło: J.P. Morgan „Guide to the markets” 30.06.2024

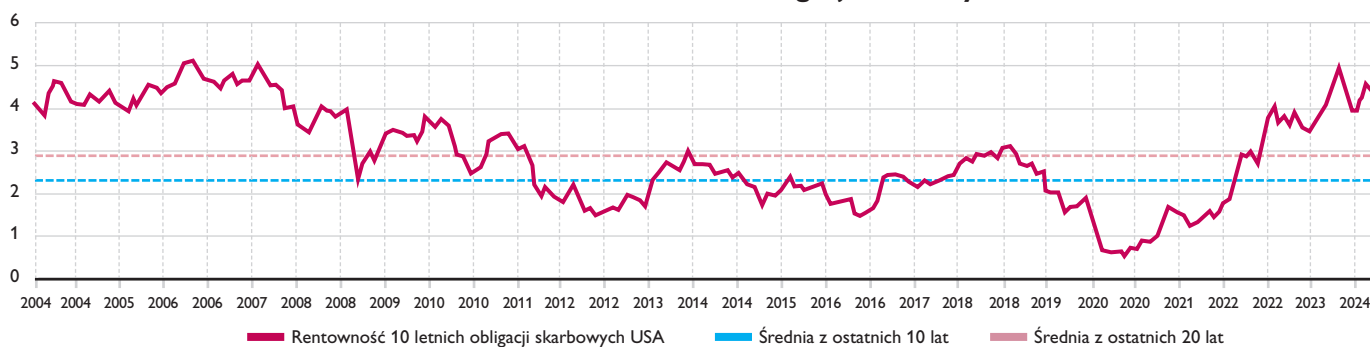
Dzisiejsze rentowności polskich obligacji skarbowych wydają się atrakcyjne zarówno na tle obecnego momentu w cyklu polityki monetarnej NBP, jak i na tle historycznym.

Także amerykańskie obligacje oferują stosunkowo wysoką rentowność na tle historycznym.

### Rentowność polskich 10 letnich obligacji skarbowych



### Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych USA



Źródło: opracowanie własne Millennium TFI na podst. stooq.pl



Papierom dłużnym powinna sprzyać dalsza globalna dezinflacja i stopniowe łagodzenie polityki przez banki centralne, czemu powinien towarzyszyć spadek globalnych rentowności obligacji.

### Perspektywy dla instrumentów dłużnych

Pomimo przesuwanych regularnie obniżek stóp proc. w USA i niepewności dot. dalszej ścieżki obniżek stóp w Polsce i strefie euro nasze ogólne pozytywne nastawienie do instrumentów dłużnych nie uległo istotnej zmianie. Papierom dłużnym powinna sprzyać dalsza globalna dezinflacja i stopniowe łagodzenie polityki przez banki centralne, czemu powinien towarzyszyć spadek globalnych rentowności obligacji.

Ścieżka spadku rentowności może być jednak kręta i naznaczona zwrotami akcji wynikającymi z napływających danych makro, ale wierzymy, że w perspektywie kolejnych 12 miesięcy nie zmieni ona kierunku i rentowności w dłuższej perspektywie spadną. W przypadku realizacji tego scenariusza lepiej powinny radzić sobie papiery dłużne z dłuższą duracją, ale odbywać się to będzie kosztem wyższej zmienności.

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do obligacji z rynków bazowych zarówno skarbowych, jak i korporacyjnych, zarówno z ratingiem inwestycyjnym, jak i wysokodochodowych ze względu na atrakcyjne rentowności i spodziewane obniżki stóp procentowych na tamtejszych rynkach.

Ze względu na dużą niepewność dotyczącą kształtowania się ścieżki inflacji w Polsce i wynikającą z tego niepewność kształtowania stóp procentowych przez RPP jesteśmy neutralnie nastawieni do polskich obligacji skarbowych. Uważamy jednak, że utrzymujące się stosunkowo wysokie rentowności w obecnej fazie cyklu polityki monetarnej NBP, powinny w dłuższej perspektywie zapewnić atrakcyjne zwroty także z tych instrumentów.

Podsumowując, uważamy, że instrumenty dłużne pomimo stosunkowo słabej pierwszej połowy 2024 roku, powinny wypracować stosunkowo atrakcyjne zwroty w drugiej połowie roku.





# Rynki akcji

## Zdrowe fundamenty w cieniu sezonowej zmienności

Sezonowo niższe obroty na rynkach niestety sprzyjają podwyższonej zmienności... i poszukiwaniu pretekstów do spadków.

Za nami doskonałe półrocze dla akcji, które wynagrodziły inwestorom ich cierpliwość. Historycznym szczytom notowań (tzw. All-time high) przewodziły indeksy w Stanach Zjednoczonych, ale mogliśmy je zaobserwować również na innych rynkach.

Na Starym Kontynencie rekordy osiągał niemiecki DAX, co jest o tyle ciekawe, że gospodarka niemiecka nadal jest w stagnacji. Szczególnie w słabej kondycji jest sektor przemysłowy, który cierpi z powodu braku taniego źródła energii (do 2022 roku był to gaz z Rosji) oraz szerokiego rynku zbytu w Chinach.

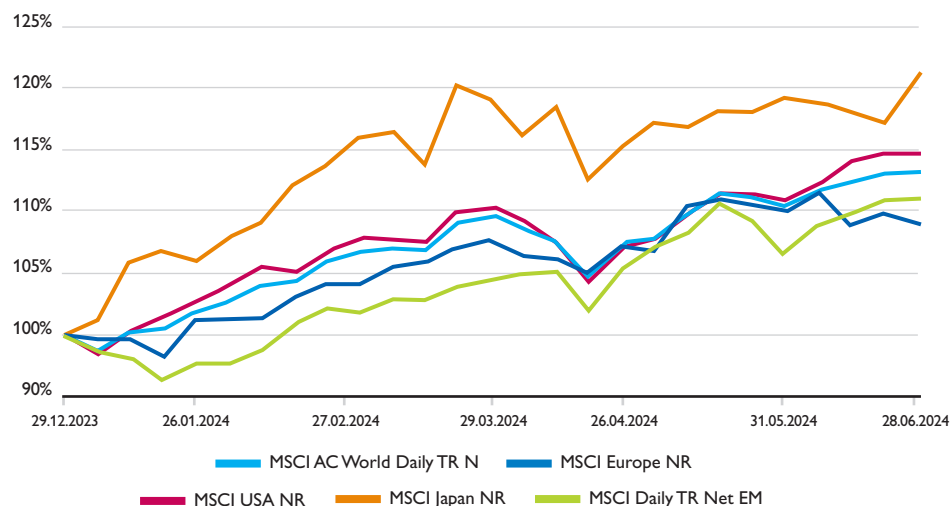
W Japonii historyczne odejście od polityki kontroli krzywej rentowności i wzrost stóp procentowych pierwszy raz od 2007 roku nie zaszkodził koniunkturze. Mimo, że decyzje Banku Japonii powinny teoretycznie wspierać jena, japońska waluta nadal się osłabia do dolara amerykańskiego. To z kolei wspiera eksport, który jest główną siłą napędową japońskiej gospodarki i winduje w górę wyceny spółek.

Mimo wciąż wielu strukturalnych problemów gospodarczych, nawet chińska giełda, jak i szeroki koszyk Rynków Wschodzących pokazał

swoją siłę. Wysiłki Państwa Środka do odbudowy swojej pozycji również na rynkach kapitałowych wciąż jeszcze nie odniosły zamierzonego rezultatu. Próby ratowania płynności zadłużonego sektora nieruchomości jest czasochłonne, ale dużą przeszkodą stają się cła nakładane na chiński przemysł motoryzacyjny przy eksporcie samochodów elektrycznych do Unii Europejskiej czy do USA (Chiny są ich największym producentem na świecie).

W pierwszym półroczu – podobnie jak w 2023 roku – GPW okazała się jednym z najmocniejszych rynków na świecie. Odbicie w danych makro, satysfakcjonujące wyniki finansowe oraz brak eskalacji zagrożeń geopolitycznych, sprzyjało kontynuacji napływu kapitałów zagranicznych. Kwietniowa i czerwcową korekta okazała się dosyć krótka, jak na historyczny wzorzec sezonowości. W centrum zainteresowania inwestorów były przede wszystkim najbardziej płynne spółki z sektora finansowego, o największej wadze w indeksie WIG i WIG20. W segmencie małych i średnich spółek popyt generowany był przede wszystkim ze strony PPK i krajowych funduszy inwestycyjnych, odnotowujących napływy na bazie wyników historycznych stóp zwrotu.

### Stopy zwrotu globalnych indeksów akcji w I półroczu 2024 roku (w %)



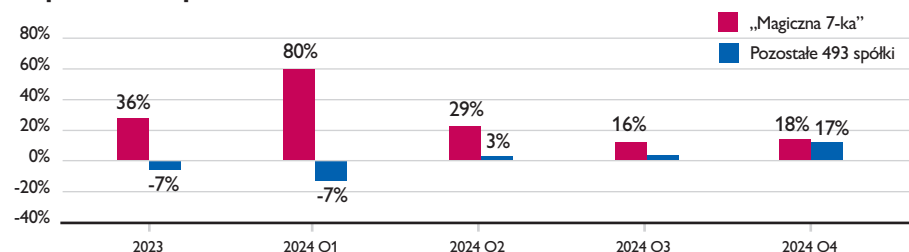
Źródło: Bloomberg

„Anatomia” wzrostów na amerykańskim rynku akcji znów pokazuje, że zachowanie indeksu nie odzwierciedla zachowania wszystkich spółek, które się w nim znajdują.

## Akcje – „Magiczna 7-ka” lokomotywą wzrostów indeksów

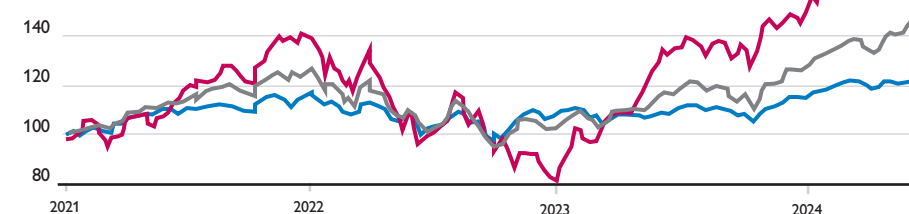
- Sektor technologiczny „ciągnął” indeksy akcji w górę, tworząc dużą dysproporcję pomiędzy pozostałymi spółkami. Historycznie stwarzało to okazje do „nadrabiania zaległości” w kolejnym roku przez szersze grono spółek ze zdrowymi biznesami i racjonalnymi wycenami. W ostatnich 50-ciu latach te średnie wzrosty indeksu oscylowały wokół 12%.

### Dysproporcja stóp zwrotu „Magicznej 7-ki vs. pozostałe spółki z indeksu S&P500



### Stopy zwrotu „Magicznej 7-ki vs. indeks

Stopy zwrotu	2021	2022	2023	YTD' 2024
„Magicznej 7-ki”	40%	-40%	76%	33%
Udział w zwrotach	33%	56%	63%	61%
493 spółki indeksu S&P 500	17%	-8%	8%	5%
Udział w zwrotach	67%	44%	37%	39%

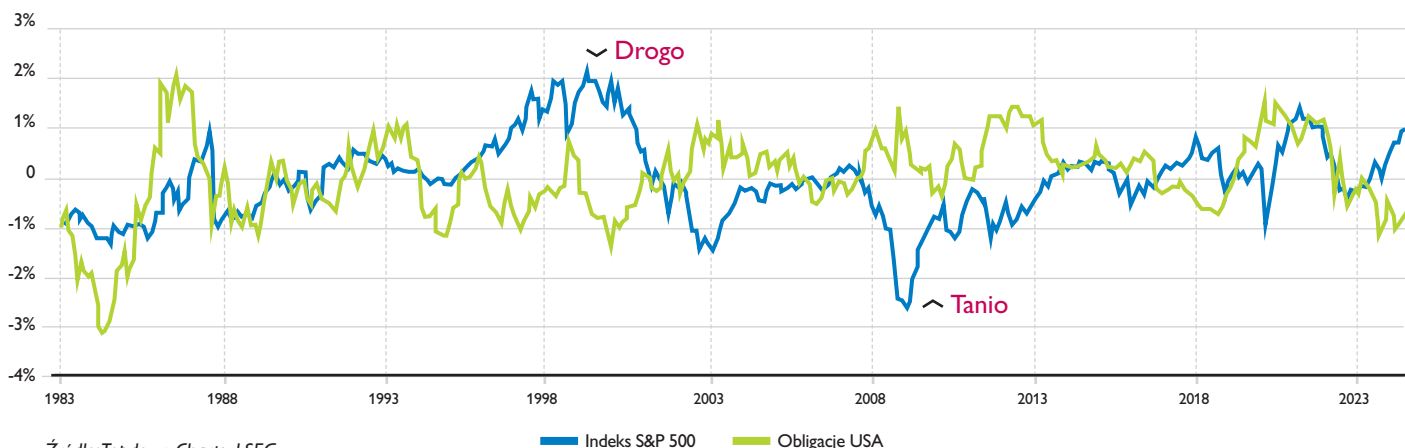


Źródło: JP Morgan, BlackRock

## Główne klasy aktywów z perspektywy wycen historycznych

- Najdroższe na tle historycznym są akcje dużych spółek z USA i obligacje wysokodochodowe (U.S. High Yield).

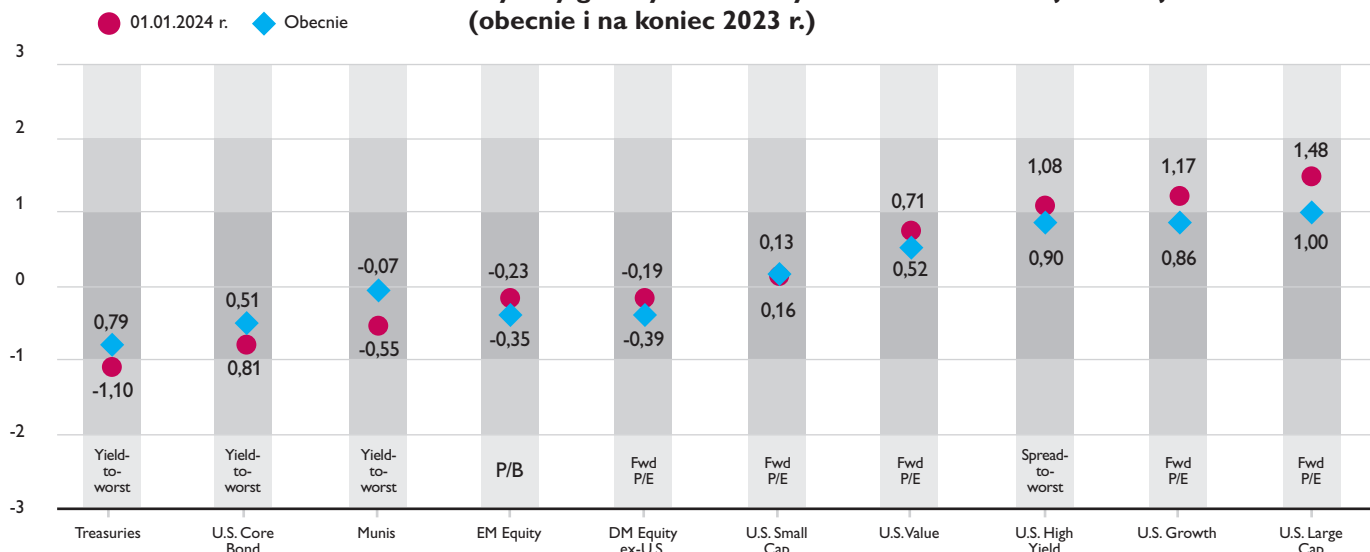
### Relatywna atrakcyjność wycen akcji i obligacji w USA



Źródło: Topdown Charts, LSEG

- Z perspektywy historycznych wycen, najbardziej atrakcyjnie wyglądają obligacje skarbowe USA.
- Minimalnie poniżej 25 letnich średnich znajdują się akcje z rynków wschodzących (EM Equity) i z rynków rozwiniętych bez USA (DM Equity ex U.S.).

### Wyceny głównych klas aktywów na tle 25 letniej średniej (obecnie i na koniec 2023 r.)



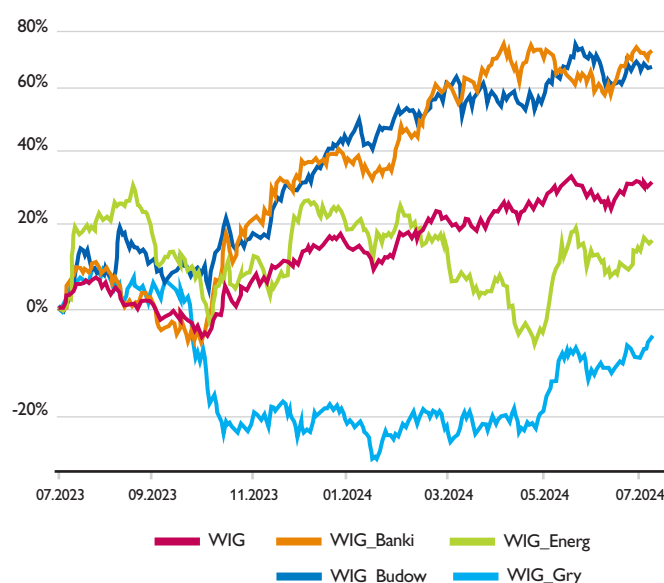
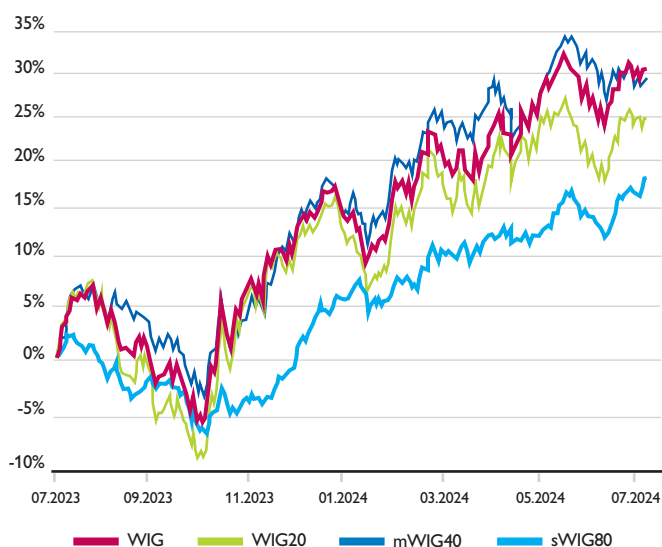
Źródło: JP Morgan

W pierwszym półroczu – podobnie jak w 2023 r. – GPW okazała się jednym z najmocniejszych rynków na świecie

### Rynek akcji w Polsce – indeksy i sektory

- Odbicie w danych makro, satysfakcjonujące wyniki finansowe oraz brak eskalacji zagrożeń geopolitycznych, sprzyjało kontynuacji napływu kapitałów zagranicznych. Kwietniowa i czerwcową korekta okazała się dosyć krótka, jak na historyczny wzorzec sezonowości.
- W centrum zainteresowania inwestorów były przede wszystkim najbardziej płynne spółki z sektora finansowego, o największej wadze w indeksie WIG i WIG20. W segmencie małych i średnich spółek, popyt generowany był przede wszystkim ze strony PPK i krajowych funduszy inwestycyjnych, odnotowujących napływy na bazie wyników historycznych stóp zwrotu.

### Dynamika zmian polskich indeksów akcji w 2024 r.



Źródło: stoq.pl

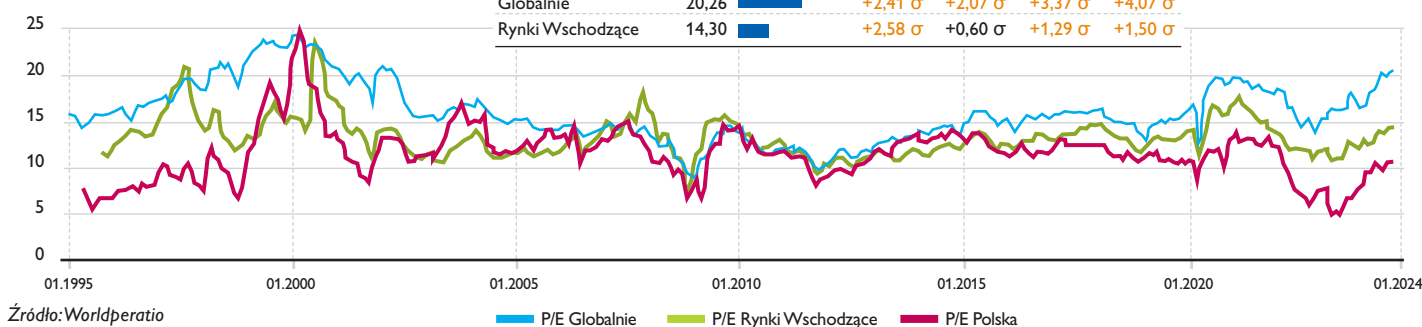
Z perspektywy zagranicznych inwestorów GPW nadal pozostaje atrakcyjnie wyceniona względem Rynków Wschodzących i Świata.

## Wyceny polskich akcji vs rynków wschodzących i globalnych

- Wskaźnik cena zysk (P/E) dla polskich akcji (iShares MSCI Poland ETF) jest na poziomie 10,59, co jest w okolicach średniej z 5 lat i poniżej średniej z 10 i 20 lat. Dla porównania akcje globalne są wyceniane wg tego wskaźnika na 20,26, co jest ponad 2 odchylenia standardowe ( $2\sigma$ ) od średniej z ostatnich 5 lat i ponad 3 odchylenia stand. ( $3\sigma$ ) od średniej z 10 lat i ponad  $4\sigma$  od 20 letniej średniej.
- Akcje z rynków wschodzących są wyceniane wyżej niż polskie wg P/E na poziomie 14,3, co jest wartością zbliżoną do 5 letniej średniej, ale powyżej 10 i 20 letniej średniej o ponad 1 odchylenie standardowe.

### Wskaźnik cena do zysku (P/E) dla akcji polskich, globalnych i z rynków wschodzących na tle historycznej średniej

Rynki	P/E	Odchylenia vs. $\mu$			
		1R	5L	10L	20L
Polska	10,59	+1,52 $\sigma$	+0,32 $\sigma$	-0,45 $\sigma$	-0,77 $\sigma$
Globalnie	20,26	+2,41 $\sigma$	+2,07 $\sigma$	+3,37 $\sigma$	+4,07 $\sigma$
Rynki Wschodzące	14,30	+2,58 $\sigma$	+0,60 $\sigma$	+1,29 $\sigma$	+1,50 $\sigma$



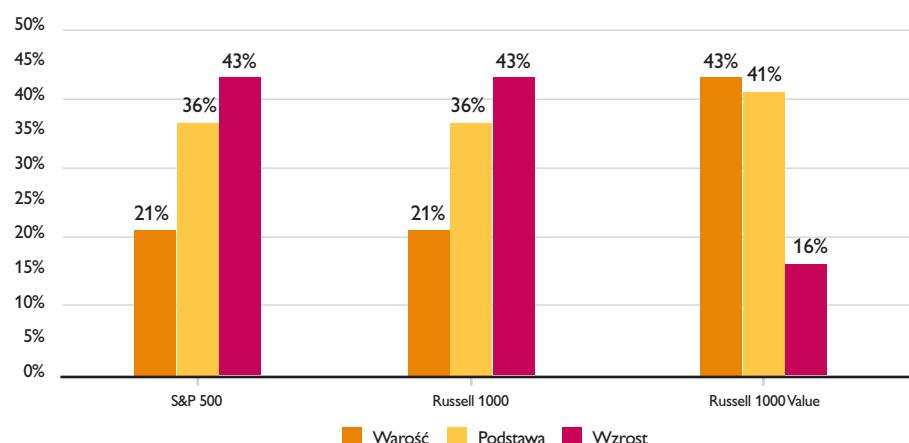
Mimo wysokich wycen, rynek amerykański nadal pozostaje w centrum uwagi inwestorów z racji jego wielkości.

## Gdzie szukać potencjału

### Spółki o mniejszej kapitalizacji

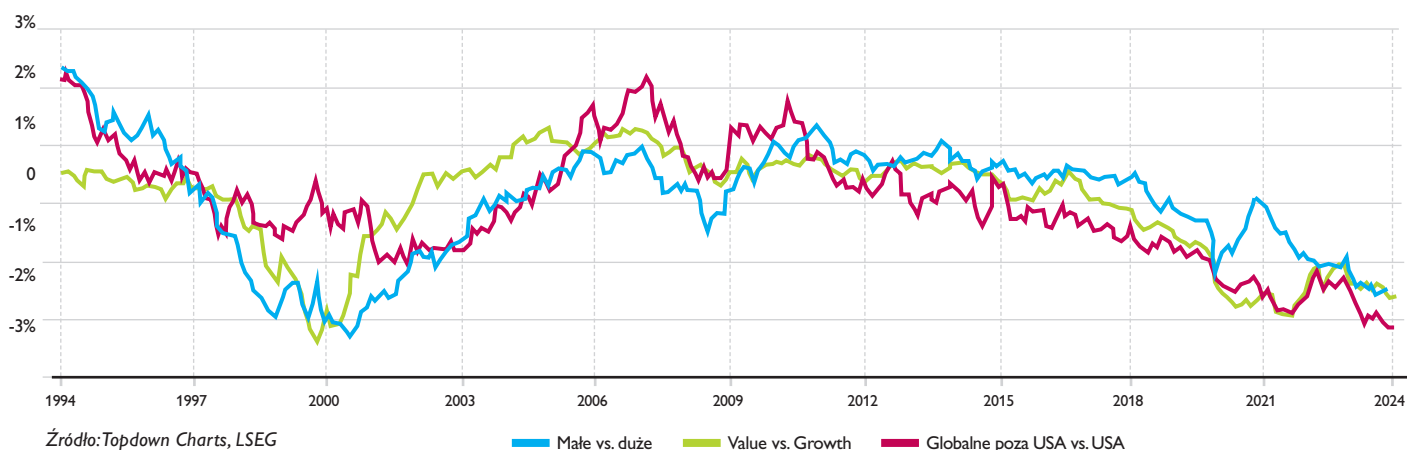
- W ramach dywersyfikacji i ograniczenia ryzyka koncentracji na najbardziej „zatłoczonych” zakładach, szukamy również potencjału w innych segmentach rynku: spółki Growth poza „Magiczną 7-ką” (którym powinna sprzyjać presja na spadek rentowności obligacji), spółki Value (choć wiele z nich musi poczekać na cykliczne ożywienie koniunktury, ich wyceny są relatywnie niskie), spółki małe i średnie (to segment dużo mocniej dotknięty drastycznymi wzrostami stóp procentowych, ale często o zdrowych i zoptymalizowanych modelach biznesowych, których wyceny i wzrosty w 2024 były dużo bardziej racjonalne).

### Udział spółek w indeksach według stylu (Value, Core, Growth)





### Relatywna atrakcyjność wycen akcji w skali globalnej



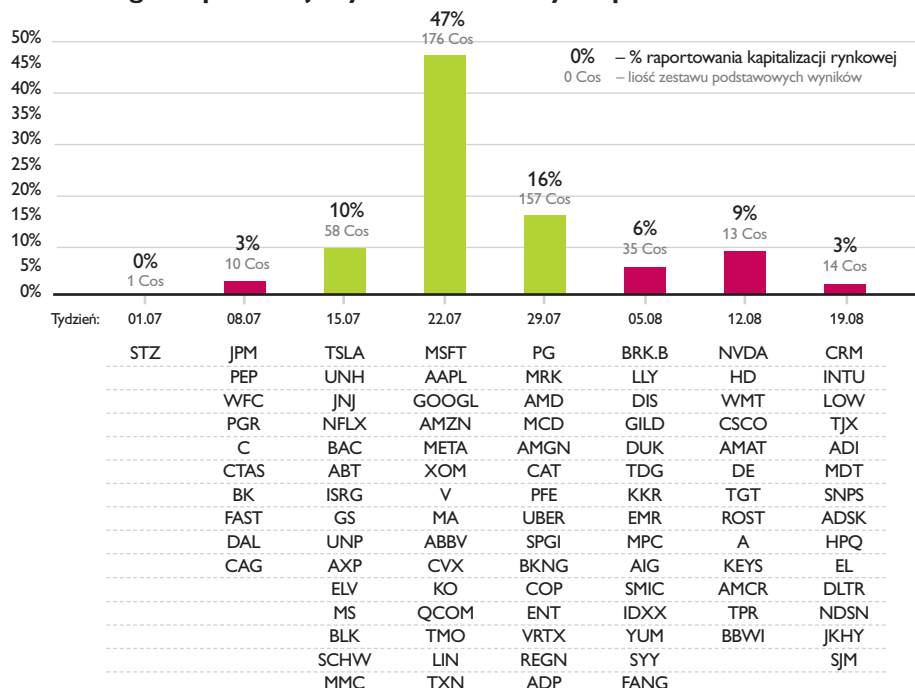
Według prognoz spółek to I kwartał 2024 r. miał być tym najgorszym, a wyniki w kolejnych okresach bieżącego roku powinny być lepsze.

### Gdzie szukać potencjału

### Sezon wyników spółek za II kwartał 2024 r.

- Sezon publikacji wyników kwartalnych spółek to z reguły okres podwyższonej i naturalnej zmienności. Inwestorzy – zarówno Ci indywidualni jak i instytucjonalni – mogą zrewidować swoje szacunki i potencjał inwestycji i dokonują rotacji w portfelach.
- Najbliższy sezon wyników w USA rozpoczyna się 12 lipca 2024. i tradycyjnie na początku swoje wyniki pokazują największe banki. Największym zainteresowaniem jednak cieszą się publikacje gigantów technologicznych, które przypadną na ostatni tydzień lipca i połowę sierpnia. Analiza wyników spółek odnosi się do czystych fundamentów i najczęściej wolna jest od pozarynkowego „szumu informacyjnego” i to ona w dłuższym terminie przekłada się na wyceny spółek.
- W tym roku „poprzeczka” wynikająca z oczekiwań jest zawieszona dość wysoko i średni szacowany wzrost dynamiki zysków na akcję wynosi 8,8% dla S&P500. Jeśli te oczekiwania zostaną spełnione, będzie to największy wzrost od I kwartału 2022 roku.

### Harmonogram publikacji wyników kwartalnych spółek w USA



Źródło: Standard & Poor's, Bloomberg, FactSet, UBS

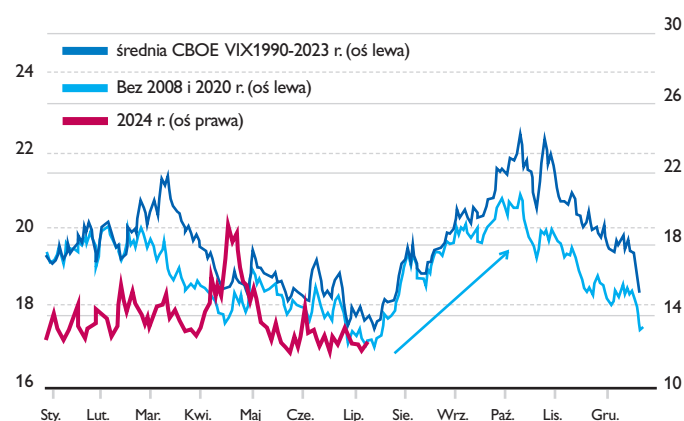
Specyfiką okresu wakacyjnego są niższe obroty na giełdach – a zatem łatwiej o emocje i większa zmienność.

## Uwaga na preteksty do korekty

### Sezonowa zmienność

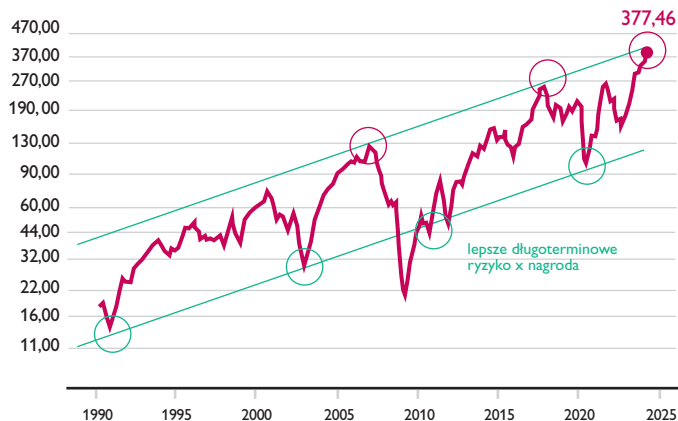
- Mniejszym kapitałem można wywołać podwyższoną zmienność, która nie zawsze ma poparcie w fundamentach – jest mniej wiarygodna. Ponadto wzorce sezonowej atrakcyjności (a więc oparte na historycznych stopach zwrotu) zestawiają w bezpośrednim „sąsiedztwie” najlepsze miesiące w roku (lipiec) i te gorsze (czerwiec, wrzesień).
- Obawy przed zmiennością dobrze obrazuje tzw. „indeks strachu”, czyli VIX (poziom opcji zabezpieczających przed zmiennością na indeksie S&P500). Poza kwietniowym szczytem obecny rok póki co wpisuje się w znany schemat. Czy zatem pretekstem do wzrostu zmienności może być typowe i nieracjonalne przeświadczenie „że tak mocno akcje urosły, że powinny spaść”? Inwestorzy dobrze znają te schematy, a mimo to często im ulegają.

**Sezonowość VIX** (średni dzienny poziom VIX)



Źródło: Topdown Charts, LSEG

**Indeks Zmienności S&P 500** (średnia 6-cio miesięczna)



Źródło: i3invest.tech

## Uwaga na preteksty do korekty

### Wybory prezydenckie w USA

#### Wyniki wyborów w USA a zachowanie Indeksu S&P 500

Rok wyborczy	Prezydent USA	Indeks S&P 500
2016	Trump	12,0%
2012	Obama	16,0%
2008	Obama	-37,0%
2004	Bush W.	10,9%
2000	Bush W.	-9,1%
1996	Clinton	23,1%
1992	Clinton	7,7%
1988	Bush H.W.	16,8%
1984	Regan	6,3%
1980	Regan	32,4%
1976	Carter	23,8%
1972	Nixon	19,0%
1968	Nixon	11,1%
1964	Johnson	16,5%
1960	Kennedy	0,5%
1956	Eisenhower	6,6%
1952	Eisenhower	18,4%
1948	Truman	5,5%

Źródło: Barclays

- Gdy brakuje fundamentalnych argumentów, „szum informacyjny” skupia się wokół geopolityki. Jesienne wybory prezydenckie w USA są bazą do wielu teorii i scenariuszy – również tych negatywnych.
- W rzeczywistości zmiana gospodarza w Białym Domu, kolejna kadencja czy fakt wygranej Demokratów lub Republikanów nie miał większego wpływu na rynek – S&P 500 w latach wyborczych po II wojnie światowej średnio rósł o 11,3%.
- Taktycznym błędem byłoby również czekanie na wynik wyborów – z reguły ryzyka rynkowe, odzwierciedlane w wycenach, mają miejsce wcześniej oraz mają charakter przejściowy.

#### Indeks S&P 500 w latach wyborów prezydenckich w USA (1928-2016)

Wyniki wyborów prezydenckich w USA	Średnia stopa zwrotu
Wygrana Republikanów	15,3%
Wygrana Demokratów	7,6%
Wszystkie lata wyborcze	11,3%

Fakt wygranej Demokratów lub Republikanów nie miał większego wpływu na rynek.

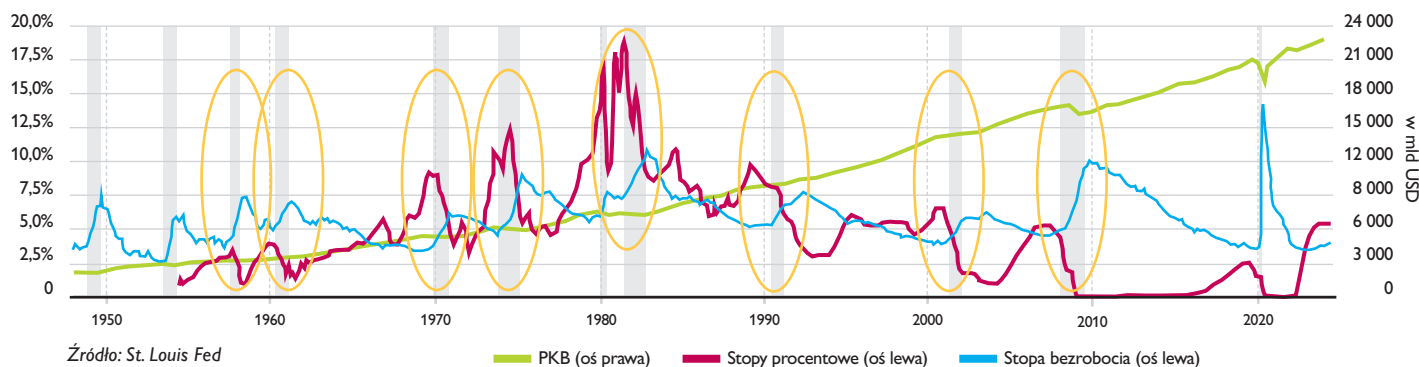
Oczekiwane przez inwestorów tzw. „miękkie lądowanie” gospodarki, a więc normalizacja dynamiki inflacji, schłodzenie rynku pracy, obniżka stóp procentowych może dość szybko przerodzić się w obawy o recesję.

## Uwaga na preteksty do korekty

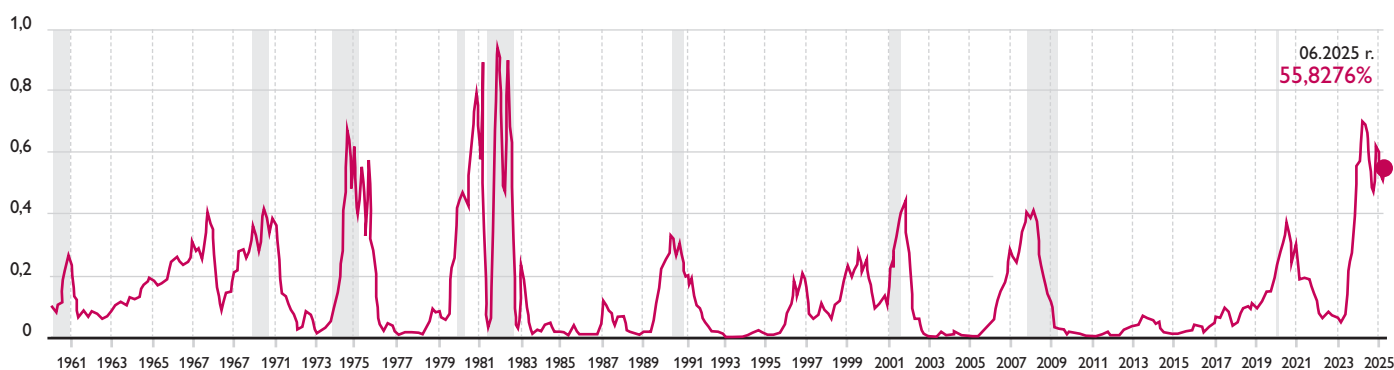
### Obawy o recesję

- Oliwy do ognia dolewają wypowiedzi takie, jak lipcowy wywiad Claudii Sahm, byłej ekonomistki Fed, która stwierdziła, że „Fed igra z ogniem, utrzymując tak długo obecne wysokie stopy procentowe i ryzykuje wprowadzeniem gospodarki w recesję”. Niby to nic nowego, jednak inwestorzy zapominają, że historycznie podobna konfiguracja czynników finalnie i tak prowadziła do recesji. Naszym zdaniem jednak nie jest to scenariusz na 2024 rok.
- Nie tylko inwestorzy, ale również banki centralne próbują przewidywać recesję. Jednym z ciekawszych modeli jest ten z Fed z Nowego Jorku, gdzie szacowane prawdopodobieństwo recesji za kolejne 12 miesięcy wynosi 55,8% (historycznie model ten sprawdzał się przy prawdopodobieństwie już 40%).

### Historyczne recesje w USA na tle stóp procentowych, PKB i stopy bezrobocia



### Prawdopodobieństwo recesji w ciągu kolejnych 12 miesięcy według Fed New York



Źródło: Fed New York, dane na 07.07.2024r.

Parametry oszacowano na podstawie danych z okresu od stycznia 1959 r. do grudnia 2009 r., prawdopodobieństwo recesji prognozowano na podstawie danych do czerwca 2024 r. Oszacowano następujące parametry:  $\alpha = 0.5333$ ,  $\beta = 0.6330$

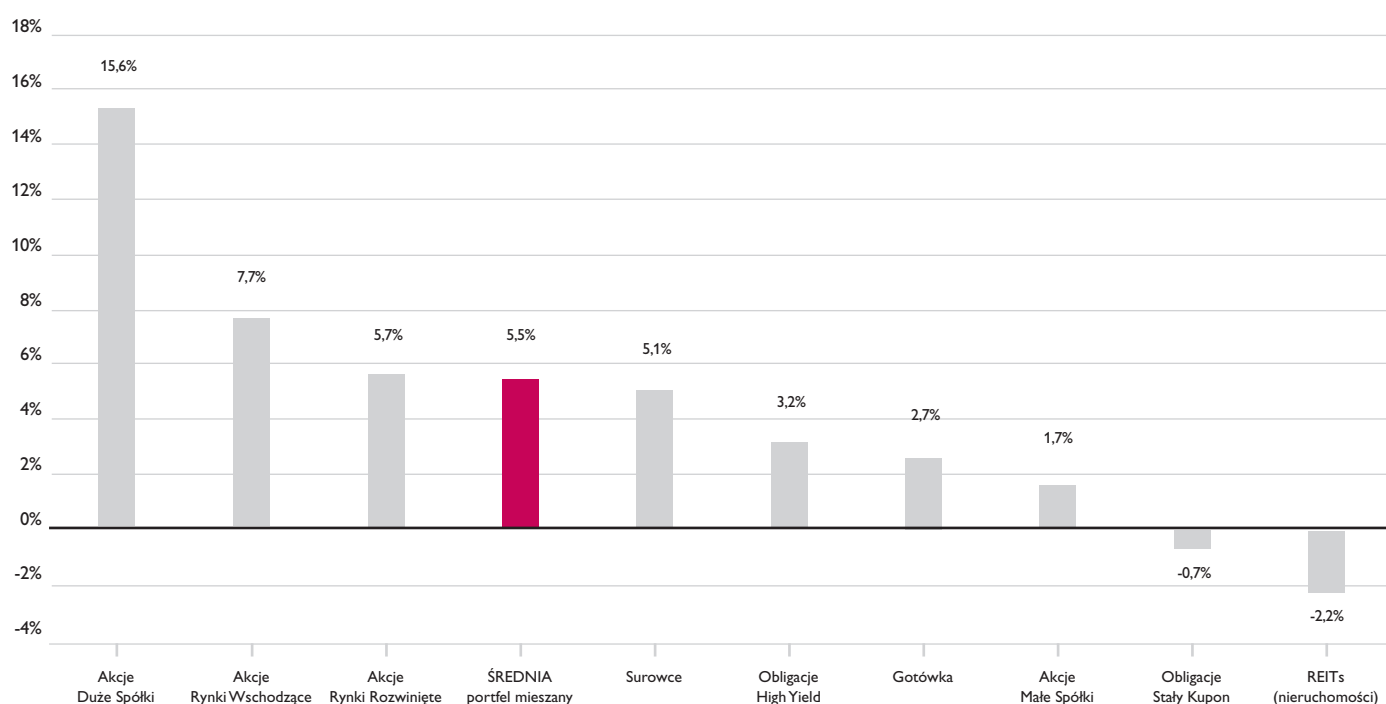
Podsumowując, nie zmieniamy strategicznego, optymistycznego podejścia do akcji w 2024 r. Solidne fundamenty otwierają drogę do kontynuacji wzrostów, jednak w najbliższych 2-3 miesiącach liczymy się ze zwiększonym ryzykiem korekty. W naszej ocenie jednak taka podwyższona zmienność po okresie silnych i dynamicznych wzrostów w pierwszej połowie roku może kusić inwestorów

do realizacji zysków. Uważamy zatem, że potencjalna korekta może wynikać głównie z uścisłego poszukiwania przez rynek pretekstów geopolitycznych, a te – jak pokazuje historia – mają charakter przejściowy. Niezmiennie zatem – na czas podwyższonej niepewności – dobrze opierać portfel o szerszą dywersyfikację i rozkładanie zakupów aktywów w czasie.

# Podsumowanie i wyzwania na III kwartał

Poniżej przedstawiamy Państwu wyniki funduszy z palety Millennium TFI w 2024 r. na tle stóp zwrotu głównych grup aktywów od początku 2024 r.:

## Stopy zwrotu z głównych klas aktywów w 2024 roku



Źródło: JP Morgan





# Podsumowanie i wyzwania na III kwartał

## Millennium TFI – Stopy zwrotu w okresach rocznych i od początku 2024 r.

Millennium FIO/SFIO	Klasa ryzyka (SRI)	Zalecany okres inwestycji	2024*	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
FIO Obligacji Klasyczny	2	2 lata	2,50%	8,28%	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%	2,0%	1,2%
FIO Instrumentów Dłużnych	2	2 lata	-0,03%	14,12%	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%	-3,1%	0,8
SFIO Obligacji Globalnych	3	2 lata	0,77%	8,23%	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%	3,8%	1,4%
SFIO Plan Spokojny	2	3 lata	0,92%	7,18%	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%		
FIO Stabilnego Wzrostu	3	3 lata	5,23%	17,81%	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%	2,4%	-2,9%
SFIO Plan Wyważony	3	3 lata	3,28%	10,68%	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%	1,1%	3,5%
SFIO Multistrategia	3	3 lata	8,27%	19,84%	-8,39%	10,6%	22,9%	10,6%	-11,3%	-0,3%	-0,8%	7,7%
FIO Cyklu Koniunkturalnego	3	3 lata	8,12%	21,91%	-11,34%	9,9%	10,8%	9,9%	-12,7%	4,3%	2,2%	-7,3%
FIO Akcji	4	5 lat	13,66%	38,18%	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%	5,2%	-6,8%
FIO Dynamicznych Spółek	4	5 lat	14,45%	41,14%	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%	13,2%	10,2%
SFIO Plan Aktywny	4	5 lat	13,79%	19,74%	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%	-0,5%	7,0%
SFIO Top Sectors	3	5 lat	11,42%	22,78%	-20,97%							

\*dane do 28.06.2024

Źródło: Millennium TFI

Dodatknie stopy zwrotu naszych funduszy akcyjnych w 2024 stanowią odzwierciedlenie kontynuacji dobrego sentymentu na rynkach – szczególnie w segmencie akcji Rynków Rozwiniętych (zarówno na poziomie geograficznym, jak i sektorowym). Do wyników pozytywnie kontrybuowało przeważenie na akcjach amerykańskich, japońskich, spółkach wzrostowych (głównie technologicznych) oraz w sektorze finansowym, kosztem ekspozycji na Rynkach Wschodzących i w Europie. W segmencie polskich akcji koncentrowaliśmy się na selekcji szczególnie w segmencie małych i średnich spółek, ograniczając udział akcji z indeksu WIG20.

Za wynikami funduszy mieszanych również głównie odpowiada sukcesywnie zwiększana alokacja w akcje, przy dbałości o głęboką selekcję i udział indeksów akcji zagranicznych. Dzięki temu widoczne wyniki, obarczone były relatywnie niższą zmiennością na tle grupy porównawczej. Oceniając wyniki funduszy dłużnych z perspektywy czasu możemy ocenić, że bardzo optymistyczne podejście do obligacji skarbowych rynków rozwiniętych w II kwartale okazało się przedwczesne, a odsuwane w czasie obniżki stóp procentowych szkodziły przede wszystkim obligacjom o dłuższym terminie zapadalności. W segmencie obligacji nieskarbowych świadomie i konsekwentnie zdecydowaliśmy się na budowę tej ekspozycji poprzez zagraniczne fundusze inwestycyjne, w celu ograniczenia ryzyka płynności i kredytowego. Mamy świadomość, że w niektórych okresach objawia się to mniejszą dochodowością, jednak z perspektywy uczestnika daje to większe bezpieczeństwo i transparentność strategii.

Jednocześnie, opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe pozwalają nam zaktualizować nasze podejście do poszczególnych klas aktywów. W stosunku do minionego półrocza, minimalnie zmniejszamy pozytywne nastawienie do obligacji skarbowych Rynków Rozwiniętych. Nadal widzimy zasadność budowania ekspozycji o tą część rynku, jednak oceniamy, że bez konkretnych decyzji szczególnie po stronie Fed-u, ciężko liczyć na istotniejszy spadek rentowności. Przewidujemy jednak, że ostatni kwartał 2024 roku ma szansę jeszcze wynagrodzić cierpliwość inwestorów i dostarczyć pozytywnych stóp zwrotu. W przypadku akcyjnych klas aktywów spodziewamy się, że po znakomitym półroczu rynek ochoczo może poddawać się historycznej sezonowości i uparcie poszukiwać pretekstów do korekty i realizacji zysków w skali najbliższych 2-3 miesięcy. Nie widzimy jednak racjonalnych przesłanek, by trend ten miał zwiastować większe i długotrwałe kłopoty na rynkach akcji i nie zmieniamy naszego pozytywnego nastawienia w skali całego roku.

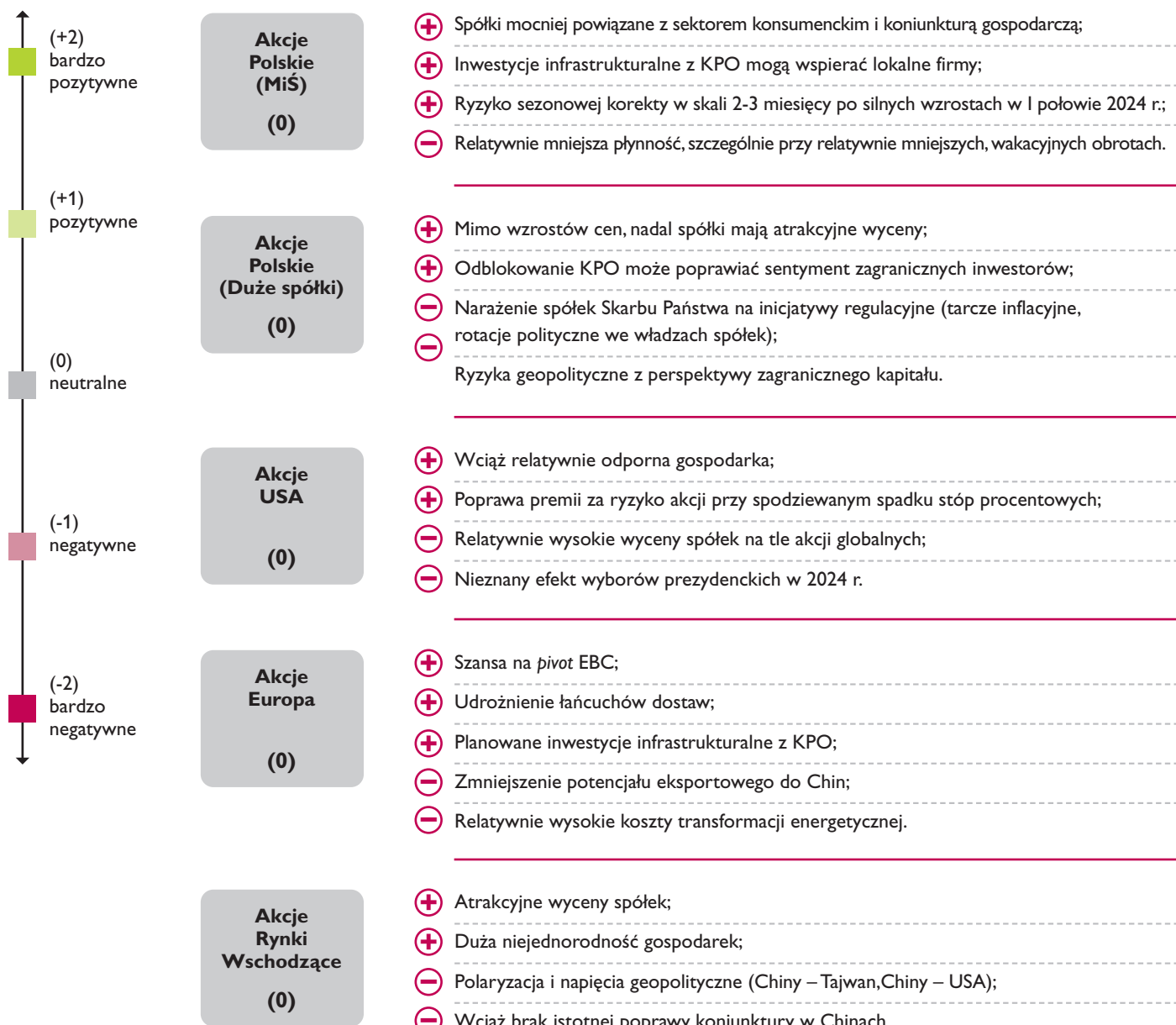
## Millennium TFI – nastawienie do dłużnych klas aktywów w III kwartale 2024 r.

(+2) bardzo pozytywne	<b>Dłużne Nieskarbowe (IG) (+1)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⊕ Atrakcyjna rentowność ze względu na wciąż wysokie stopy procentowe;</li> <li>⊕ Dane makroekonomiczne sugerujące mniejsze ryzyko recesji;</li> <li>⊖ Historycznie niska premia do obligacji skarbowych;</li> <li>⊖ Ryzyko krótkoterminowej realizacji zysków po I półroczu 2024 r.</li> </ul>
(+1) pozytywne	<b>Dłużne Nieskarbowe (HY) (+1)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⊕ Atrakcyjna rentowność ze względu na wciąż wysokie stopy procentowe;</li> <li>⊕ Dane makroekonomiczne sugerujące mniejsze ryzyko recesji;</li> <li>⊖ Historycznie niska premia do obligacji skarbowych;</li> <li>⊖ Ryzyko krótkoterminowej realizacji zysków i pogorszenia płynności po I półroczu 2024 r.</li> </ul>
(0) neutralne	<b>Dłużne Skarbowe (PL) (0)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⊕ Atrakcyjne poziomy rentowności w Polsce;</li> <li>⊕ Perspektywy spadku rentowności na rynkach bazowych;</li> <li>⊖ Ryzyko powrotu inflacji w II połowie 2024 r. powyżej oczekiwanych poziomów;</li> <li>⊖ Odsuwanie przez RPP decyzji obniżce stóp procentowych na 2025 r.</li> </ul>
(-1) negatywne	<b>Dłużne Skarbowe (USA) (+1)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⊕ Atrakcyjne rentowności powyżej poziomów inflacji;</li> <li>⊖ Lekkie pogorszenie rynku pracy w USA i dynamika inflacji pod kontrolą;</li> <li>⊖ Odsuwanie w czasie rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych przez Fed.</li> </ul>
(-2) bardzo negatywne	<b>Dłużne Skarbowe (Europa) (+1)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⊕ Wyraźny dalszy spadek inflacji w Strefie Euro;</li> <li>⊕ Słabe dane makroekonomiczne i recesja w przemyśle;</li> <li>⊖ Prawdopodobne oczekiwanie na impuls Fed, w celu kontynuacji cyklu łagodzenia polityki monetarnej przez EBC.</li> </ul>
	<b>Dłużne Skarbowe (EMarkets) (0)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⊕ Atrakcyjne rentowności obligacji skarbowych na Bałkanach i w Ameryce Południowej;</li> <li>⊕ Perspektywa osłabienia USD wraz z potencjalnymi obniżkami stóp proc. w USA;</li> <li>⊖ Duże uzależnienie od zagranicznych wierzycieli (dług emitowany w walucie obcej);</li> <li>⊖ Ryzyko polaryzacji globalnej gospodarki i wrażliwość na eskalację napięć geopolitycznych.</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe pozwalają nam zaktualizować nasze podejście do poszczególnych klas aktywów. W stosunku do minionego półrocza, minimalnie zmniejszamy pozytywne nastawienie do obligacji skarbowych Rynków Rozwiniętych. Nadal widzimy zasadność budowania ekspozycji o tą część rynku, jednak oceniamy, że bez konkretnych decyzji szczególnie po stronie Fed-u, ciężko liczyć na istotniejszy spadek rentowności. Przewidujemy jednak, że ostatni kwartał 2024 r. ma szanse jeszcze wynagrodzić cierpliwość inwestorów i dostarczyć pozytywnych stóp zwrotu. W przypadku akcyjnych klas aktywów spodziewamy się, że po znakomitym półroczu rynek ochoczo może poddawać się historycznej sezonowości i uparcie poszukiwać pretekstów do korekty i realizacji zysków w skali najbliższych 2-3 miesięcy. Nie widzimy jednak racjonalnych przesłanek, by trend ten miał zwiastować większe i długotrwałe kłopoty na rynkach akcji i nie zmieniamy naszego pozytywnego nastawienia w skali całego roku.

## Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów w III kwartale 2024 r.



Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Tło rynkowe będzie miało również wpływ na potencjalne kierunkowe **decyzje związane z prowadzonymi przez nas strategiami** w ramach Subfunduszy z palety Millennium TFI. Prezentujemy je na następnej stronie.

## Millennium TFI – potencjalne działania kierunkowe na funduszach

### FIO INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH

- Utrzymanie długiego *duration* portfela na długi polskim i amerykańskim, włączanie emisji wybranych krajów z Rynków Wschodzących w USD i EUR.

### FUNDUSZE AKCJI POLSKICH

- Kluczowa selekcja z szerokiego WIG, przeważenie ekspozycji z akcentem na mWIG i sWIG, z dodatkiem spółek i indeksów amerykańskich.

### FIO OBLIGACJI KLASYCZNY

- Utrzymanie krótkiego *duration* i ekspozycji na zagraniczne ryzyko kredytowe; utrzymanie trzonu portfela na polskich obligacjach zmiennokuponowych.

### SFIO TOP SECTORS

- Kontynuacja przeważania sektora technologicznego kosztem ochrony zdrowia; utrzymywanie sektora biotechnologicznego i finansowego.

### SFIO OBLIGACJI GLOBALNYCH

- Aktywne utrzymywanie umiarkowanego ryzyka kredytowego i nieznacznie większego ryzyka stopy procentowej; koncentracja na ekspozycji zagranicznej.

### PLAN AKTYWNY

- Utrzymanie szerokiej dywersyfikacji z przeważaniem ekspozycji na rynek amerykański i japoński; stopniowe doważanie ekspozycji europejskiej.

### FUNDUSZE MIESZANE

- Koncentracja na stałym dochodzie odsetkowym z części dłużnej polskiej i amerykańskiej, utrzymanie nieznacznie zwiększonej alokacji w akcje.

### PLAN SPOKOJNY I WYWAŻONY

- Szeroka dywersyfikacja geograficzna, z utrzymaniem ekspozycji w strategiach opartych o Rynki Rozwinięte. Utrzymanie długiego *duration* w części dłużnej, głównie w USA.

Brak perspektyw na cięcie stóp procentowych w Polsce oraz podatność na globalny sentyment stanowi dla nas przesłankę o neutralnym podejściu do obligacji polskich. Oferują one jednak atrakcyjną bieżącą dochodowość, którą wykorzystujemy jako trzon naszych strategii dłużnych. Nadal jednak – na tle grupy porównawczej – wierzymy w sens budowania ekspozycji zagranicznej, gdzie nie tylko widzimy w tym roku większą przestrzeń do spadku rentowności obligacji (wzrostu cen), ale w przypadku napięć rynkowych mogą one potencjalnie stanowić „bezpieczną przystań” – szczególnie w Stanach Zjednoczonych.

Wśród akcyjnych funduszy przywracamy alokację w akcje do modelowych poziomów, skupiamy się na selekcji i szerokiej dywersyfikacji, a ewentualne rotacje kapitałów i nieefektywności rynkowe prawdopodobnie kierunkowo będziemy wykorzystywać do tańszych zakupów akcji. Nie wykluczamy również zmiany naszego nastawienia na pozytywne, na ostatni kwartał 2024 roku.

Mamy nadzieję, że powyższy materiał przybliżył Państwu nieco naszą optykę na rynki finansowe oraz ujawnił nieco „kuchni” związanej z analizą rynków kapitałowych.





# Następna Stacja: Inwestycje”

– podcasty Millennium TFI

W każdy poniedziałek możecie znaleźć nowy odcinek Podcastu Millennium TFI „Następna Stacja: Inwestycje!”

## JESTEŚMY NA:

### Spotify:



<https://open.spotify.com/show/7mt45qcl4rxFaLX3J5CeNY>

### Apple Podcasts:



<https://podcasts.apple.com/pl/podcast/nast%C4%99pna-stacja-inwestycje/id1705638602>

... a wkrótce na innych platformach.

- Kanał przeznaczony jest dla wszystkich - Klientów, Doradców, potencjalnych, obecnych, początkujących i doświadczonych inwestorów – którzy chcą zgłębiać wiedzę w dziedzinie inwestycji.
- Znajdziesz u nas nie tylko podstawy, ale też wiele ciekawych tematów związanych z funduszami i rynkiem inwestycyjnym.



## Ryzyka związane z inwestowaniem w fundusze

- **Ryzyko branży** – ryzyko związane z zainwestowaniem aktywów w instrumenty i produkty finansowe jednej branży. Brak dywersyfikacji inwestycji pod względem branżowym.
- **Ryzyko kredytowe** – ryzyko niedotrzymania warunków emisji papierów wartościowych przez drugą stronę umowy, m.in. utraty wypłacalności emitenta, skutkująca utratą części aktywów funduszu.
- **Ryzyko krótkookresowych zmian cen** – ryzyko występujące na skutek zmienności nastrojów panujących na rynku wśród inwestorów.
- **Ryzyko kursu walutowego** – dotyczy inwestycji w walucie obcej i jest związane z niepewnością co do kształtowania się przyszłego kursu walutowego.
- **Ryzyko niedopuszczenia papierów wartościowych emitenta** do obrotu na rynku regulowanym.
- **Ryzyko płynności** – ryzyko związane z trudnością ze sprzedażą lub nabyciem instrumentów i produktów finansowych.
- **Ryzyko podatkowe** – ryzyko zmiany przepisów podatkowych.
- **Ryzyko prawne** – ryzyko zmiany przepisów prawnych.
- **Ryzyko rozliczenia** – ryzyko nierozliczenia w terminie transakcji zawartych przez fundusz inwestycyjny, spowodowane m.in. zawodnością systemów informatycznych.
- **Ryzyko rynkowe** – ryzyko związane z koniunkturą rynkową; głównymi czynnikami wrażliwości są m.in. poziom inflacji, stopy procentowej, bezrobocia, deficytu budżetowego.
- **Ryzyko stopy procentowej** – ryzyko niestabilności stóp procentowych.
- **Ryzyko utraty kapitału.**
- **Ryzyko związane z koncentracją aktywów bądź rynków** – ryzyko związane z brakiem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego względem poszczególnych aktywów bądź rynków.
- Wysokość opłat.
- Złożoność produktów.



## Zapraszamy do kontaktu z nami!

 [www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl)  
[www.millenniumtfi.pl/komentarze.html](http://www.millenniumtfi.pl/komentarze.html)



**Millennium**  
fundusze inwestycyjne

**Ważne informacje:** Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000014564, o numerze REGON 011191974, o numerze NIP 526-10-31-858, w pełni opłaconym kapitale zakładowym w wysokości 10.300.000,00 PLN (słownie: dziesięć milionów trzysta tysięcy złotych)(dalej: „Towarzystwo”) prowadzi działalność w zakresie tworzenia i zarządzania funduszami inwestycyjnymi na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN1-4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Niniejszy materiał nie stanowi świadczenia usługi doradztwa prawnego, finansowego, podatkowego, a także usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji jak również usługi oferowania instrumentów finansowych oraz nie ma na celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia.

Subfundusze Millennium (z wyłączeniem Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego) mogą inwestować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe, których emitentem, poręczycielem lub gwarantem są: Skarb Państwa, NBP, państwo członkowskie UE, jednostka samorządu terytorialnego państwa członkowskiego UE, państwo należące do OECD lub międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym funduszy oraz Kluczowymi Informacjami oraz informacją dla klienta AFI, które są dostępne w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa pod adresem <https://millenniumtfi.pl/dokumenty.html>, w zakładce „Dokumenty” (odpowiednio w zakładce „Prospekty”, „Kluczowe Informacje” oraz „Informacje dla Inwestora”).

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Subfundusze zarządzane przez Towarzystwo, w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej mogą inwestować część lub większość swoich aktywów w akcje. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się lub może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych, ale dołożą najlepszych starań, aby je osiągnąć. Środki zainwestowane w Subfundusze nie są objęte systemem gwarantowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Zaprezentowane materiały służą jedynie celom informacyjnym i nie stanowią oferty. Wszelkie prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Informacje zawarte w materiale są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.