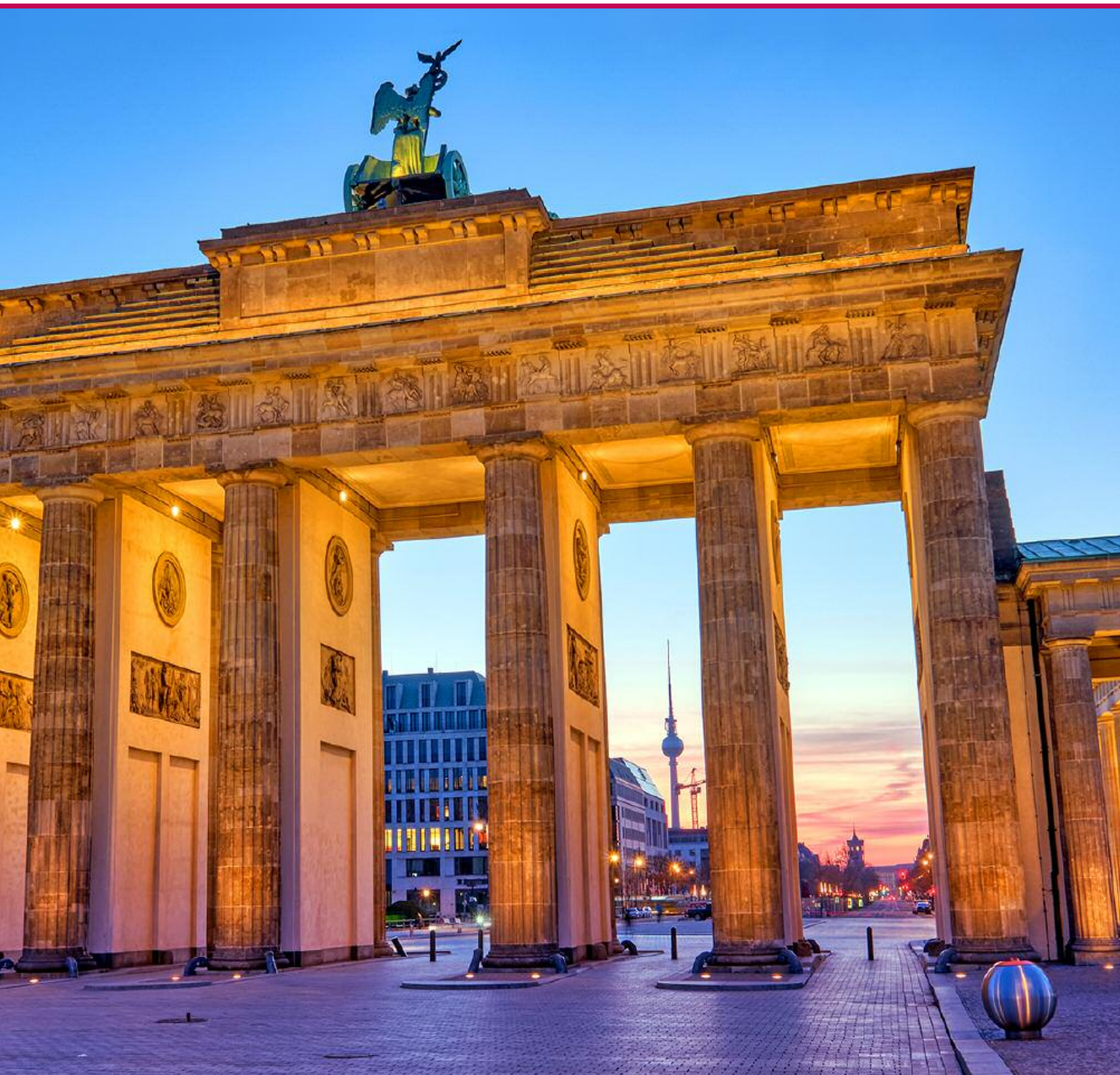


Outlook4

Millennium
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na IV kwartał 2024 r.



Szanowni Państwo,

W czwarty kwartał 2024 roku wchodzimy z dużym bagażem wakacyjnych wydarzeń rynkowych. Z jednej strony ostatnie 3 miesiące przyniosły korektę na rynkach akcji, która wręcz modelowo wpisła się w historyczny wzorzec sezonowy, z drugiej zaś doczekaliśmy się historycznego momentu, jakim była decyzja Amerykańskiej Rezerwy Federalnej o rozpoczęciu cyklu obniżek stóp procentowych. Wydarzenia te miały miejsce we wciąż dynamicznie zmieniającym się środowisku, gdzie retoryka recesyjna i niejednoznaczne dane z gospodarek mieszały się z kolejnymi medialnymi nagłówkami o zaostrzającej się sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie.

Patrząc jednak z szerszej perspektywy, analitycy rynkowi lubią szukać analogii w przeszłości i ciężko nie odnieść wrażenia, że w tym kontekście nostalgia za ostatnią dekadą XX wieku jest obecnie silna. Na ulicach bowiem nie tylko wraca moda z lat 90-tych, a zespoły muzyczne z tego okresu zapowiadają reaktywację, ale w aspekcie ekonomicznym inwestorzy liczą na inną powtórkę. Otóż to właśnie wtedy, po okresie silnych podwyżek stóp procentowych, rozpoczęte luzowanie monetarne pod wodzą szefa Fed – Alana Greenspana – pozwoliło wybronić największą gospodarkę świata przed recesją. Czy tym razem będzie podobnie? A może rzeczywistość rynkowa i gospodarcza przykryją napięcia geopolityczne lub wybory prezydenckie w USA? I czy wreszcie postępująca polaryzacja światowej gospodarki wykreuje nowych liderów?

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 w drugiej połowie 2024 roku, wraz z prezentacją naszych potencjalnych kierunkowych działań i próbą zarysowania kontekstu rynkowego na końcówkę 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

Wyboista droga do równowagi

4

Rynki obligacji

Długo wyczekiwane spadki stóp procentowych

12

Rynki akcji

Przygotowanie do dobrego finiszowania w 2024 roku?

16

Podsumowanie i wyzwania na IV kw. 2024 r.

23

Makroekonomia

Wyboista droga do równowagi

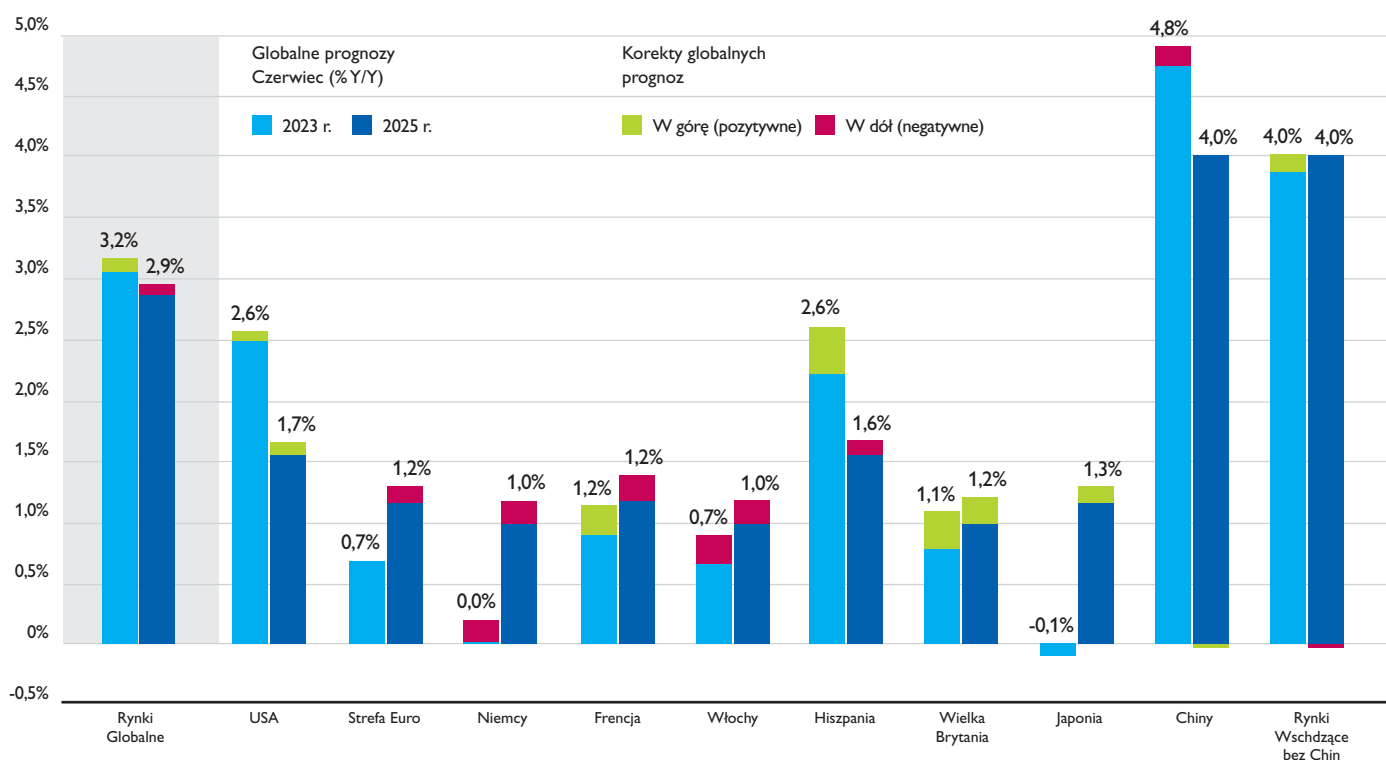
Pierwszy test amerykańska gospodarka już zdała – pomimo wysokich stóp procentowych i wysokiej dynamiki inflacji konsumpcja miała się dobrze, rosły wynagrodzenia a bezrobocie pozostawało niskie.

Oceniając otoczenie makroekonomiczne, warto zwrócić uwagę, że poszczególne największe gospodarki znajdują się na różnych etapach cyklu koniunkturalnego. Wydaje się jednak, że każda z nich dąży do swojego poziomu równowagi.

W Stanach Zjednoczonych głównym pytaniem pozostaje, czy w obliczu bardzo restrykcyjnej polityki monetarnej, która obecnie zaczyna być „luzowana” uda się uniknąć recesji na rzecz tzw. „miękkiego lądowania”, a więc spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego i inflacji przy kontrolowanym wzroście bezrobocia. Pierwszy test amerykańska gospodarka już zdała – pomimo wysokich stóp procentowych i wysokiej dynamiki inflacji konsumpcja miała się dobrze, rosły wynagrodzenia a bezrobocie pozostawało

niskie. Dynamika PKB w USA pozostaje relatywnie wysoka (3% r/r), a ścieżka jego spadku do 2,6% za 2024 rok i szacunki na poziomie 1,7% w 2025 roku wskazują na kontrolowane spowolnienie. W ostatnich miesiącach dynamika inflacji – choć nadal podwyższona – wydaje się zmierzać do celu inflacyjnego na poziomie 2% w perspektywie najbliższych kwartałów, a wskaźnik bezrobocia zanotował nieznaczny wzrost bezrobocia do poziomu 4,1%. Te dwa czynniki pozwolą amerykańskiemu bankowi centralnemu na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych we wrześniu, co również powinno sprzyjać stabilizacji. Zmniejsza to bowiem skalę obciążeń zarówno firm, jak i gospodarstw domowych, związanych z obsługą zobowiązań, a w efekcie zmniejsza ryzyko bankructw.

Odczyty i prognozy dynamiki PKB wskazują na kontrolowane spowolnienie wzrostu w największych gospodarkach świata



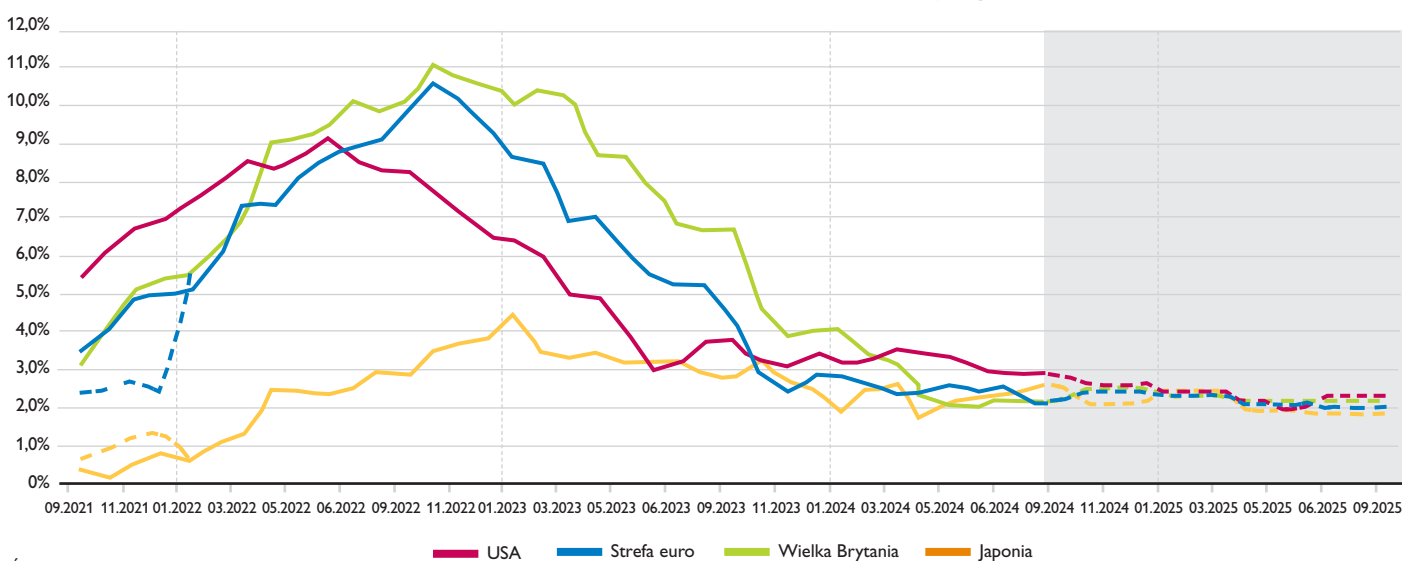
Źródło: Barclays

Silne podwyżki stóp procentowych z lat 2022-2023 odbiły się mocniej na gospodarce.

W przypadku gospodarki Strefy Euro to „równanie do średniej” ma nieco inny wymiar: Silne podwyżki stóp procentowych z lat 2022-2023 odbiły się mocniej na gospodarce, szczególnie w obliczu znacznego ograniczenia rynku zbytu w Chinach oraz utraty taniej energii z Rosji. Obecna stagnacja widoczna w dynamice PKB na poziomie 0,6% r/r jest jednak rewidowana w górę do prognozowanych 0,7% za 2024 rok i 1,2% za 2025 rok. Europejski Bank Centralny dokonał w czerwcu i wrześniu cięć stóp procentowych łącznie o 50 p.b., a inflacja

wyduje się dążyć do celu na poziomie 2% dużo chętniej niż w USA. Wśród czynników sprzyjających można wyróżnić stopniowy wzrost dynamiki przychodów i zaciąganych zobowiązań przez gospodarstwa domowe – szczególnie we Francji, Hiszpanii i Włoszech. Czynnikiem ryzyka pozostaje jednak silna dekonunktura w przemyśle (szczególnie w Niemczech), dalsza polaryzacja gospodarki światowej (podnoszenie ciał pomiędzy Chinami i Unią Europejską) oraz ewentualnie i niespodziewane mocniejsze pogorszenie koniunktury w Stanach Zjednoczonych.

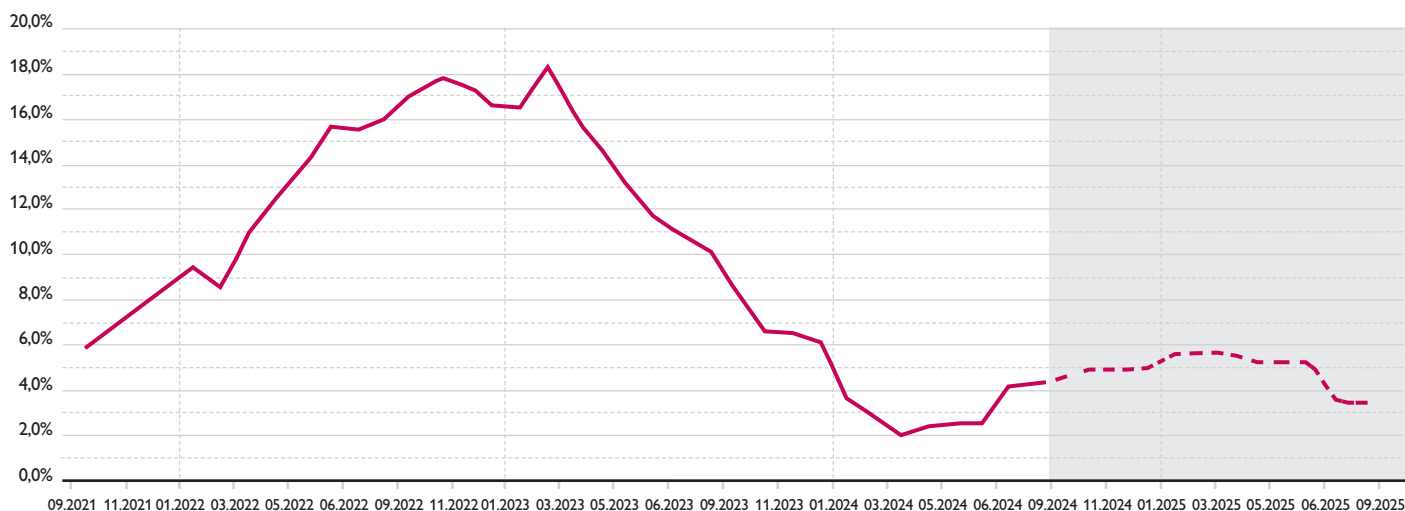
Odczyty i prognozy inflacji CPI wskazują na brak negatywnych zaskoczeń na ścieżce do celu inflacyjnego



Źródło: Bloomberg



Odczyty i prognozy inflacji CPI w Polsce



Źródło: Bloomberg

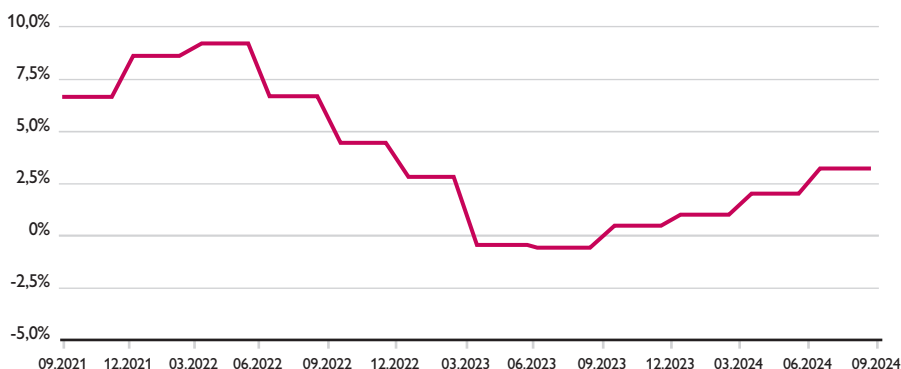
Wydaje się, że polska gospodarka traci w związku ze spadkami niemieckiego eksportu, od którego jest mocno uzależniona.

Koniunktura w Polsce

Na tle rynków rozwiniętych polska gospodarka rozwijała się relatywnie szybko w ostatnich 3 latach natomiast sytuacja diametralnie różniła się w poszczególnych latach w tym okresie. Rok 2022 to szybki wzrost po pandemii, rok 2023 przyniósł symboliczny wzrost o 0,2% natomiast w roku 2024 PKB ponownie zaczął szybko rosnąć (obecnie 3,2% r/r). PMI przemysłowy utrzymuje się już od kilku kwartałów poniżej poziomu 50 punktów. Wydaje się, że polska gospodarka traci w związku ze spadkami niemieckiego eksportu, od którego jest mocno uzależniona. Bezrobocie jednak cały czas pozostaje na bardzo niskim poziomie. Sektor konsumencki również wciąż pokazuje swoją siłę dzięki transferom socjalnym i nadal wysokiej dynamice wzrostu wynagrodzeń. Jego konsekwencją pozostaje wciąż podwyższony poziom inflacji. Ostatni odczyt inflacji CPI w Polsce to 4,3% r/r. Konsensus prognoz

światowych banków wskazuje na jej prawdopodobny wzrost do końca bieżącego roku, szczyt w okolicach połowy 2025 roku, na poziomie 5,6% i następnie powolny spadek w kierunku celu inflacyjnego (2,5% +/- 1%) w 2026 roku. Z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że inflacja pozostanie na poziomie jednocyfrowym ale zdecydowanie wyższym niż przed rokiem 2022. Dodatkowo tendencja jest niekorzystna, ponieważ inflacja prognozowana obecnie na koniec roku 2024 jest wyraźnie wyższa niż w prognozach sprzed 3 miesięcy. Według prognoz analityków Bloomberg'a szczyt inflacji w Polsce przypadnie na pierwszy kwartał 2025 roku, kiedy CPI wyniesie 5,6%. Podsumowując, otoczenie makroekonomiczne w Polsce poprawia się, ale nie tak szybko jak zakładały prognozy analityków. Jednak w przypadku stopniowej, nawet niewielkiej poprawy sytuacji gospodarczej w Europie, droga do utrzymania przyzwoitej koniunktury w ciągu najbliższych miesięcy pozostaje otwarta.

Dynamika PKB w Polsce



Źródło: Bloomberg

Pewnym zagrożeniem zatem mogłoby być nagłe wyhamowanie wydatków konsumenckich np. na skutek silnego wzrostu bezrobocia. Ono jednak pozostaje względnie stabilne.

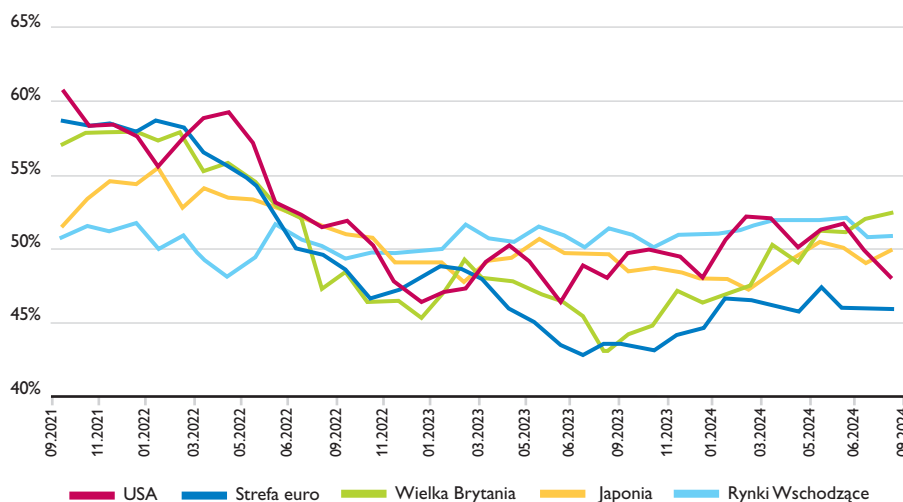
Czy recesja zagląda rynkom w oczy?

Z reguły w sytuacji, gdy dane z gospodarek (a szczególnie z amerykańskiej) nie są satysfakcjonujące, a dodatkowo na rynkach kapitałowych obserwujemy korekcyjne spadki, od razu w głowach inwestorów i w mediach branżowych pojawiają się obawy o „recesję, jakiej jeszcze nie było”. Z pewnością tego typu narracja jest sensacyjna, poczytna i „klikalna”, jednak spróbujemy przeanalizować obiektywnie pojawiające się dane. Faktycznie siła największych gospodarek głównie opiera się na sektorze usługowym (np. w przypadku USA jest to ok 68% składowej PKB), który zaczyna coraz mocniej odstawać od sektora przemysłowego, gdzie obserwujemy spowolnienie lub wręcz stagnację. Ta dywergencję

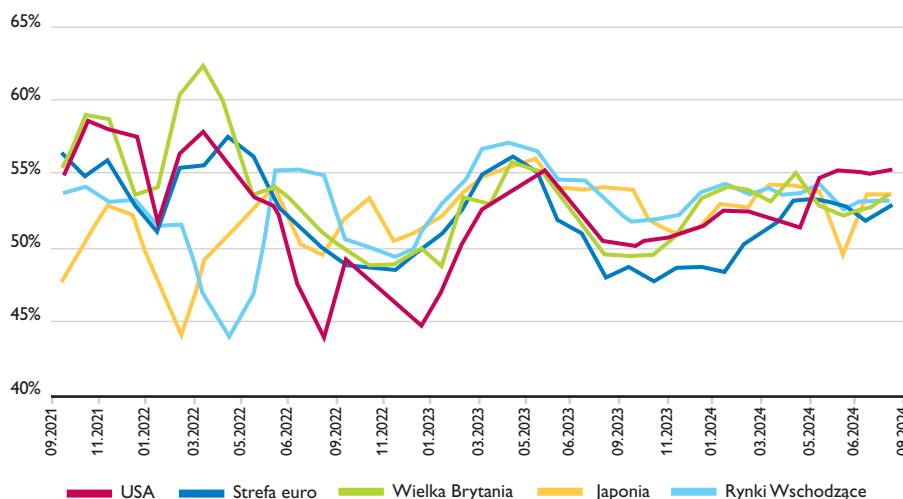
wyraźnie pokazują wskaźniki wyprzedzające koniunktury PMI.

Pewnym zagrożeniem zatem mogłoby być nagłe wyhamowanie wydatków konsumenckich np. na skutek silnego wzrostu bezrobocia. Ono jednak pozostaje względnie stabilne na poziomie ok. 4%, co w USA uznawane jest za poziom neutralny. Warto również zauważyć, że w przypadku ostatnich 10 okresów recesyjnych liczba nowych miejsc pracy najpierw kurczyła się, a następnie w ciągu 6 miesięcy średnio ubywało ok 600 tys. miejsc pracy, by znów notować ich przyrost średnio w 12 miesięcy od startu recesji. Ostatnie dane o nowych miejscach pracy w sektorze pozarolniczym wskazały co prawda na znaczny ich wzrost, jednak należałoby z nich „wykluczyć” wyjątkowo

Odczyty wskaźnika PMI wskazują na dużo lepszą kondycję sektora usług...

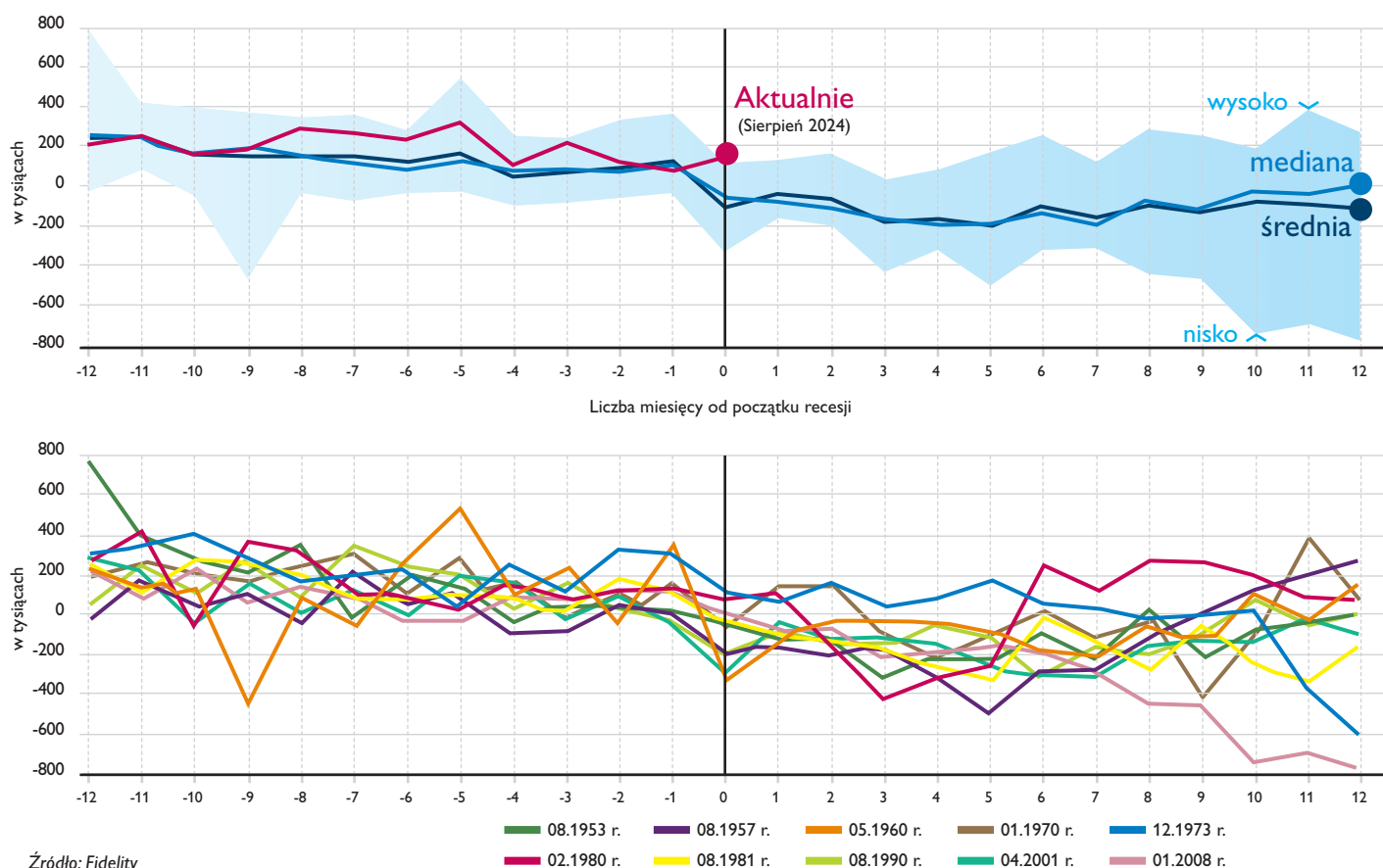


... niż sektora przemysłu



Źródło: Bloomberg

Liczba nowych miejsc pracy w USA nie wskazuje na recesję



Źródło: Fidelity

Wydźwięk realnej gospodarki w oparciu o przychody i zyski firm pozostaje pozytywny, a prognozy na kolejne kwartały wskazują dalszy rozwój.

duży przyrost zatrudnienia w administracji rządowej. Nie przypomina to jednak sygnału recesyjnego.

Pod wątpliwość poddawane były również potencjalne decyzje Fed o skali cięć stóp procentowych w USA. Wszak jest to narzędzie wykorzystywane książkowo w okresach recesyjnych. Należy jednak znów spojrzeć na kilkuletni horyzont czasowy – wyczekanie nawet dynamicznych obniżek stóp procentowych wynika nie z ryzyka załamania się rynków, a przestrzeni do normalizacji ich poziomu po opanowaniu podstępandemicznego wybuchu inflacji. Gdzie zatem szukać dalszych podpowiedzi? Być może w danych ze spółek. Okazuje się bowiem, że nadal wydźwięk realnej gospodarki w oparciu o przychody i zyski firm pozostaje pozytywny, a prognozy na kolejne kwartały wskazują dalszy rozwój. Z drugiej zaś strony dług emitowany przez firmy o nieco gorszym ratingu kredytowym (a więc bardziej narażonych na ewentualne bankructwo) nie ulega przecenieniu. Wydaje się zatem, że wraz ze stopniowym spadkiem stóp procentowych na rynkach bazowych, gospodarka będzie mogła prawdopodobnie nieco „odetchnąć

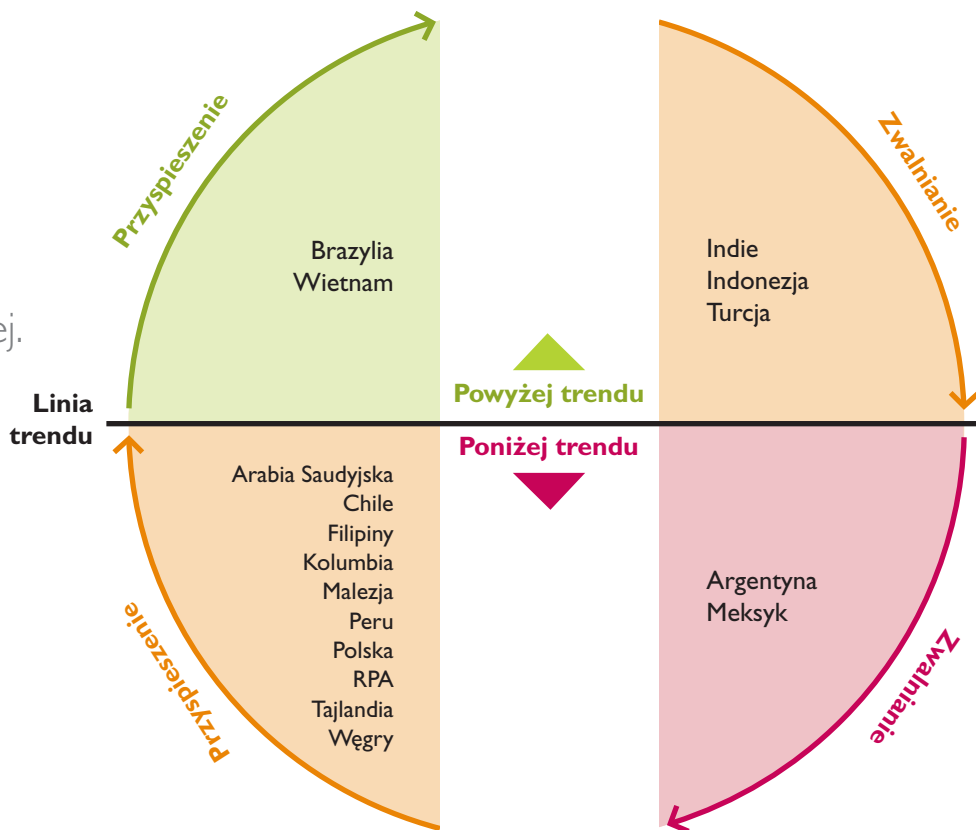
z ulgą” dzięki niższym kosztom pozyskania kapitału lub refinansowania zadłużenia. O tym piszemy w kolejnych rozdziałach.

Chiński stymulus i nowi liderzy na Rynkach Wschodzących

Omawiając najważniejsze wydarzenia makroekonomiczne, nie sposób nie wspomnieć o istnym przebudzeniu chińskiego smoka. W ostatnim tygodniu września chiński rząd ogłosił wprowadzenie kolejnego pakietu działań, mającego na celu stymulację wzrostu gospodarczego. Oprócz obniżki stóp procentowych i zmniejszenia poziomu rezerw obowiązkowych banków, wdrożono działania wspomagające sektor konsumencki m.in. poprzez redukcje minimalnego wkładu własnego w zakup nieruchomości, możliwość refinansowania kredytów stałoprocentowych. O ile rynek kapitałowy zareagował na te działania wręcz euforycznie, o tyle należy zadać sobie pytanie: czy ten kolejny pakiet działań rządowych przyniesie oczekiwany skutek? Cel partii w postaci dynamiki PKB na poziomie 5% wydaje się realny,

Beneficjentem działań wymierzonych w chiński przemysł stały się Indie. Część amerykańskiej produkcji przenoszona jest z Państwa Środka do innych krajów Azji Południowo-Wschodniej.

Dynamika PKB i moment cyklu koniunkturalnego krajów z koszyka Rynków Wschodzących, na tle oczekiwań analityków



Źródło: S&P Global

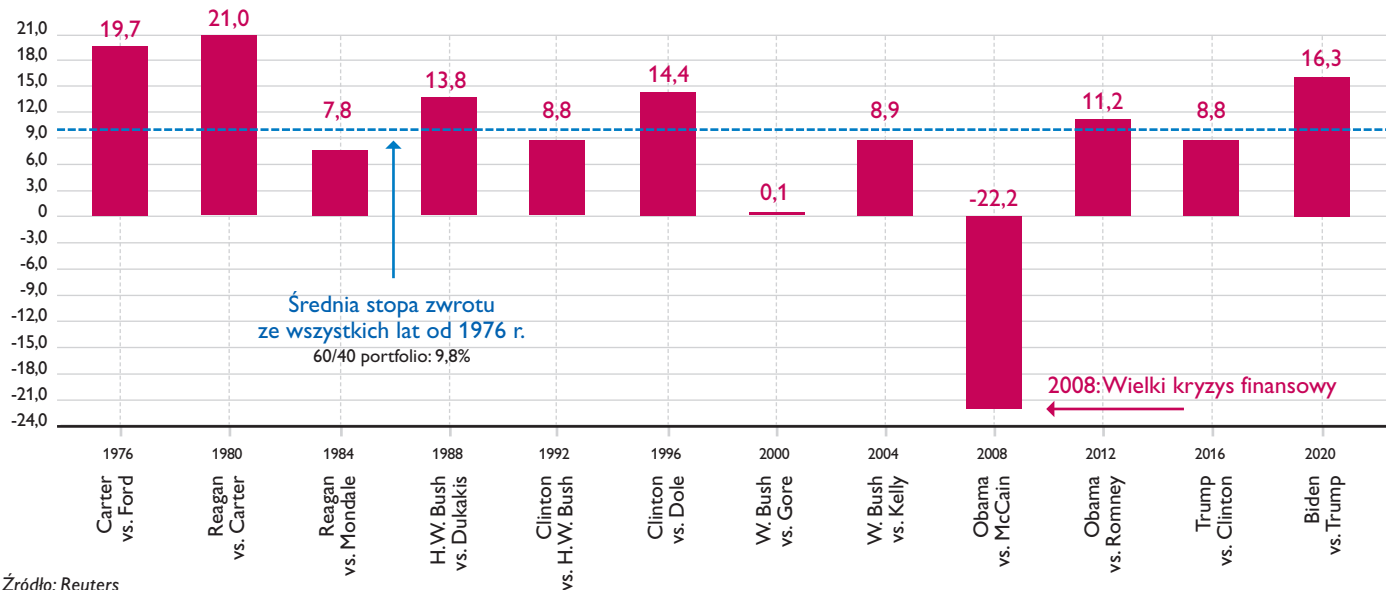
choć wdrożone działania nie rozwiązują strukturalnych krajowych problemów zadłużenia sektora nieruchomości czy coraz bardziej dotkliwych progów celnych, na chiński przemysł samochodowy (w Kanadzie i USA podwyższono cła na chińskie samochody elektryczne do 100%, w Unii Europejskiej do 46%, a dodatkowo w USA taryfy na metale i półprzewodniki obowiązują w przedziale 24-50%). Z pewnością jednak działania te poprawiają sentyment w całym koszyku Rynków Wschodzących.

Efektom tej nierównowagi jest również wyłanianie się nowych liderów w tej grupie gospodarek. Beneficjentem działań wymierzonych w chiński przemysł stały się Indie. Część amerykańskiej produkcji przenoszona jest z Państwa Środka do innych krajów Azji Południowo-Wschodniej. Z kolei kraje Ameryki Południowej zwiększają swój udział w dostawach m.in. pierwiastków ziem rzadkich, potrzebnych do produkcji półprzewodników.

Wybory prezydenckie w USA

Tematem, który wskazywany jest jako główny czynnik ryzyka i zmienności na rynkach kapitałowych w IV kwartale, są listopadowe wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych. Komentatorzy życia politycznego prześcigają się bowiem w snuciu scenariuszy o diametralnych zmianach w układzie globalnych sił i układów politycznych, co niekiedy wprowadza zamęt i strach w głowach inwestorów. Prawda jest jednak z gołą inna. Bez względu na to, czy wybory wygra kandydat z Partii Demokratów czy Republikanów, to badając zachowanie się przykładowego mieszanego portfela akcji i obligacji (60% akcji z S&P 500 i 40% amerykańskich obligacji skarbowych) od lat 70-tych XX wieku, jego średnia stopa zwrotu wynosiła 9,1%. Tą relatywnie niedużą wrażliwość rynku można upatrywać w amerykańskim ustroju politycznym i faktycznym trójpodziale władzy. Choć prezydent posiada bardzo szerokie uprawnienia, to Parlament

Średnie stopy zwrotu portfela 60/40 amerykańskich akcji i obligacji na tle wyborów prezydenckich



Źródło: Reuters

Od 2018 roku USA toczą „wojny handlowe” zapoczątkowane przez prezydenta Trumpa. Za kadencji Joe Bidena nie zostały one cofnięte, a wręcz rozwinięte.

(tzw. Kongres) składa się z Senatu i Izby Reprezentantów, w których zasiadają przedstawiciele dwóch partii: Demokratów i Republikanów. Ponadto w połowie kadencji prezydenta odbywają się wybory uzupełniające, podczas których wybiera się ponownie

wszystkich 435 przedstawicieli w Izbie Reprezentantów oraz 1/3 Senatorów. Dzięki temu udaje się zapobiec zagarnięciu władzy przez jedno ugrupowanie. Polityka ma zatem bardziej umiarkowany wpływ na gospodarkę, niż np. w Polsce.

Najbliższe wybory niosą jednak pewne kwestie, które postrzegamy jako istotne do obserwacji:

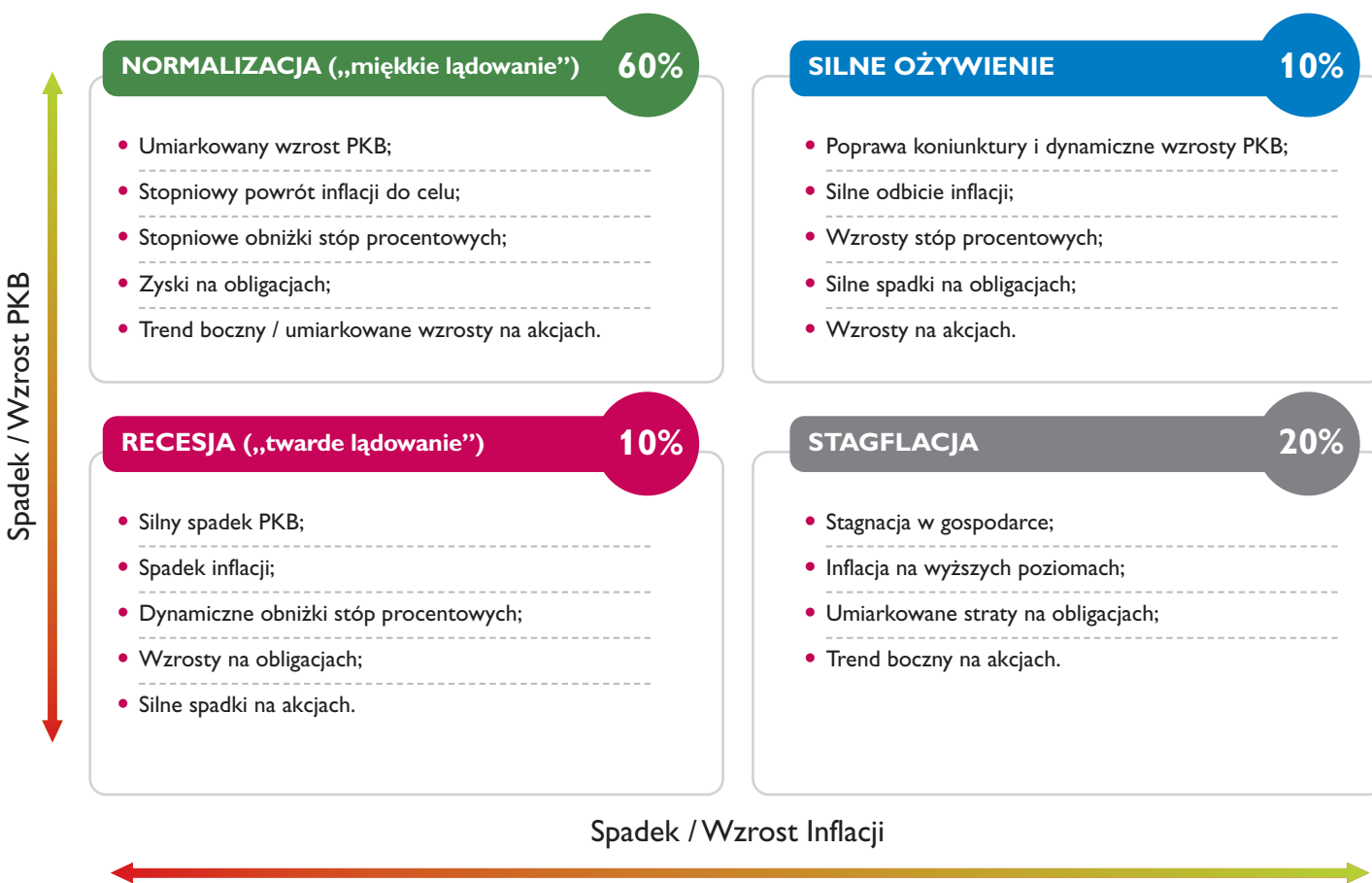
- **Polityka celna:** od 2018 roku USA toczą „wojny handlowe” zapoczątkowane przez prezydenta Trumpa. Za kadencji Joe Bidena nie zostały one cofnięte, a wręcz rozwinięte. O ile przedział ceł na poziomie 10-25% nie był do tej pory specjalną przeszkodą dla rynków, o tyle otwartym pozostaje pytanie, czy podniesienie ich do 60-100% nie wprowadzi jeszcze silniejszego zaburzenia w łańcuchach dostaw lub znaczącego wzrostu inflacji na skutek wzrostu cen produkcji przynoszonej do innych krajów lub na teren USA.
- **Podatki:** nie jest tajemnicą, że rynki kapitałowe „zaakceptowałyby” dużo łatwiej wygraną D. Trumpa, który będąc biznesmenem, sam wprowadził i nadal obiecuje obniżenie podatków dla przedsiębiorstw z 21% do 15%. Z kolei Kamala Harris i Partia Demokratów postuluje podniesienie ich do 28%, co istotnie negatywnie wpłynęłoby na ich wyniki finansowe, a w konsekwencji – potencjalnie na wyceny giełdowe
- **Zadłużenie** – planowane wydatki socjalne i infrastrukturalne, zapowiadane w kampanii przez obie partie, raczej nie wpłyną na zmniejszenie deficytu USA. Już teraz obsługa odsetek od rządowego zadłużenia to ponad 1 bln USD rocznie! Czynnikiem zmniejszającym to ryzyko mogą być wyczekiwane obniżki stóp procentowych przez Fed.
- **Niezależność Fed** – były szef Amerykańskiej Rezerwy Federalnej, Alan Greenspan, powiedział, że w trakcie swojej kadencji nigdy służbowo nie widział się z prezydentem. Z kolei obecny szef Fed jeszcze w 2016 roku musiał mierzyć się z ostrą krytyką prezydenta Trampa, próbującego wymusić obniżki stóp procentowych. Kadencja Powella wygasa w 2026 roku, jednak na szczęście w obu partiach póki co panuje przekonanie, że w tzw. Radzie Dyrektorów (ang. *Board of Governors*) są kompetentni kandydaci na to stanowisko. A zatem ryzyko „ręcznego” sterowania polityką Fed pozostaje niskie.

Nagła eskalacja napięć geopolitycznych – choć nieprzewidywalna z perspektywy rynków – może przejściowo wpłynąć na koniunkturę.

Podsumowując otoczenie makroekonomiczne na początku IV kwartału, podtrzymujemy tezę, że spodziewając się nieznacznego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego, umiarkowanego wzrostu bezrobocia i spadku stóp procentowych, nie mówimy tutaj o rychłej recesji. W naszej interpretacji

nadal najbardziej prawdopodobny pozostaje scenariusz „miękkiego lądowania”. Należy jednak pamiętać, że nagła eskalacja napięć geopolitycznych – choć nieprzewidywalna z perspektywy rynków – może przejściowo wpłynąć na koniunkturę.

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



Rynki obligacji

Długo wyczekiwane spadki stóp procentowych

Głównym powodem poprawy sytuacji na rynku papierów dłużnych były obniżki stóp procentowych dokonane przez banki centralne z rynków bazowych, które umożliwiła spadająca presja inflacyjna.

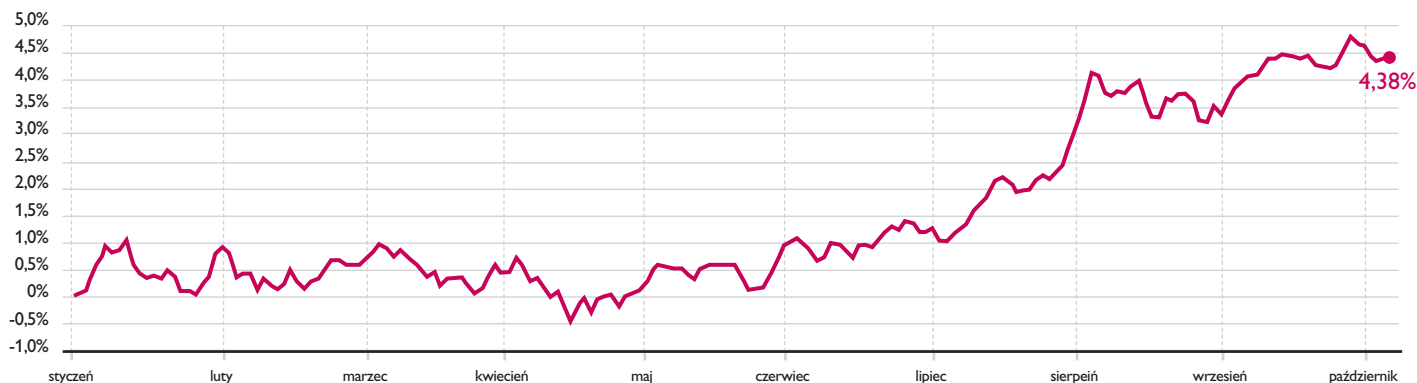
Trzeci kwartał okazał się bardzo dobry dla funduszy instrumentów dłużnych, co było spójne ze scenariuszami, które kreśliliśmy w poprzednim kwartale, podsumowując temat instrumentów dłużnych tak: *instrumenty dłużne pomimo stosunkowo słabej pierwszej połowy 2024 roku, powinny wypracować stosunkowo atrakcyjne zwroty w drugiej połowie roku.*

Ten scenariusz zaczął się realizować już od samego początku III kwartału – indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych na koniec września zyskał od początku roku 4,3% z czego 3,4% zostało dołożone w III kwartale 2024.

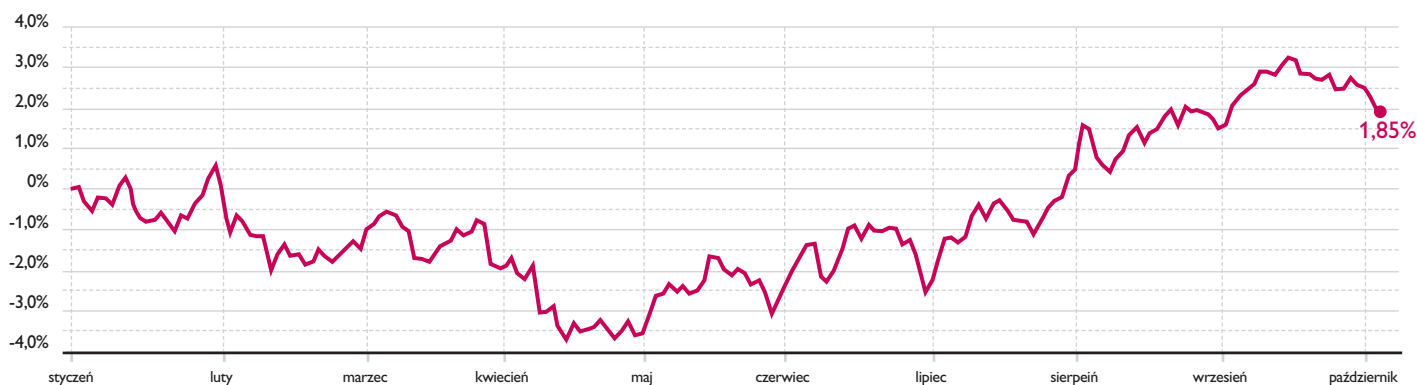
Podobnie sytuacja wyglądała na globalnych rynkach papierów dłużnych. Fundusze obligacji globalnych większość tegorocznego zysku zawdzięczają wynikom z III kwartału.

Głównym powodem poprawy sytuacji na rynku papierów dłużnych były obniżki stóp procentowych dokonane przez banki centralne z rynków bazowych, które umożliwiła spadająca presja inflacyjna. W Stanach Zjednoczonych Komitet ds. Otwartego Rynku (Federal Open Market Committee) we wrześniu obniżył poziom stopy funduszy federalnych o 50 pb. rozpoczynając cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi.

Indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych
(Treasury BondSpot Poland Index)



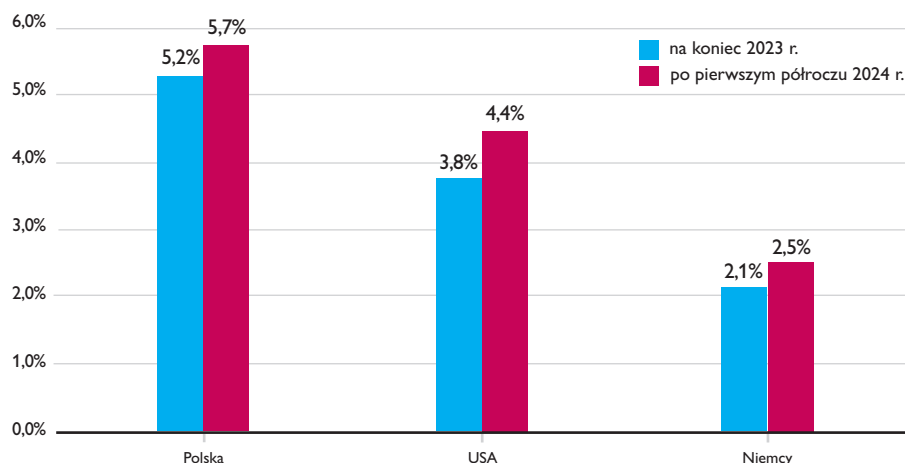
Fundusz obligacji amerykańskich z ratingiem inwestycyjnym
(iShares Core U.S. Aggregate Bond)



Źródło: Tradingview

Spodziewane obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne doprowadziły do spadków rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.

Rentowności 10 letnich obligacji skarbowych



Źródło: Millennium TFI, stooq.pl

Na dwóch pozostałych tegorocznych posiedzeniach mediana oczekiwań członków Fed zakłada dwie kolejne obniżki po 25 p.b. każda. W dłuższym (kilkunastomiesięcznym) horyzoncie, zarówno rynek, jak również członkowie FOMC oczekują spadku stopy procentowej do poziomu neutralnego dla gospodarki, w przedziale 2,75 - 3,00%. Opublikowane na początku października dane z rynku pracy wskazują na to, że wyrażane w sierpniu i wrześniu obawy o recesję były przedwczesne, co może skutkować mniej agresywną ścieżką.

Także Europejski Bank Centralny po raz drugi w obecnym cyklu obniżył we wrześniu stopy procentowe, w tym stopę depozytową o 25 p.b. z poziomu 3,75% do 3,50%. Istotny wpływ na tę decyzję miały wciąż słabe dane napływające z europejskiej gospodarki. Rynek wycenia obecnie dwie obniżki stóp po 25 p.b. każda w 2024 r. oraz dalszy spadek stopy depozytywnej do poziomu 1,75% w 2025 r.

W Polsce Rada Polityki Pieniężnej od października ubiegłego roku utrzymuje stopy na niezmiennym poziomie, co jest zgodnie z oczekiwaniami. Narracja płynąca z wypowiedzi członków RPP, w tym samego prezesa A. Głapińskiego, staje się jednak coraz bardziej łagodna i wskazuje na marzec 2025 roku jako termin prawdopodobnej dyskusji nad obniżkami stóp procentowych w Polsce, kiedy Rada dysponować będzie świeżymi projekcjami inflacji przygotowanymi przez Dział Analiz NBP oraz znany będzie wpływ uwolnienia cen energii na inflację.

Rentowności obligacji podążają w tym samym kierunku co stopy procentowe.

Spodziewane obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne doprowadziły do spadków rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, co wpłynęło także na obniżenie rentowności polskich skarbówek, pomimo stosunkowo jastrzębiej polityki RPP.

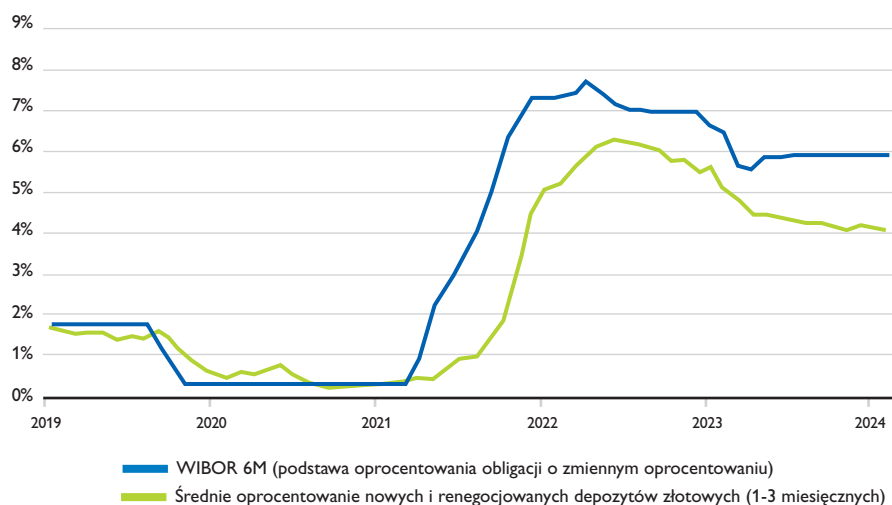
Rentowności polskich obligacji skarbowych 10-letnich na tle stopy procentowej NBP



Źródło: Millennium TFI, stooq.pl

Wg danych NBP średnie oprocentowanie nowych depozytów zakładanych na okres od 1 do 3 miesięcy od grudnia 2022 r. do sierpnia 2024 r. spadło z 6,3% do 4%.

Zmiana atrakcyjności obligacji zmiennokuponowych na tle depozytów



Źródło: Millennium TFI, stooq.pl

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

Obligacje wydają się coraz bardziej atrakcyjne na tle bankowych depozytów.

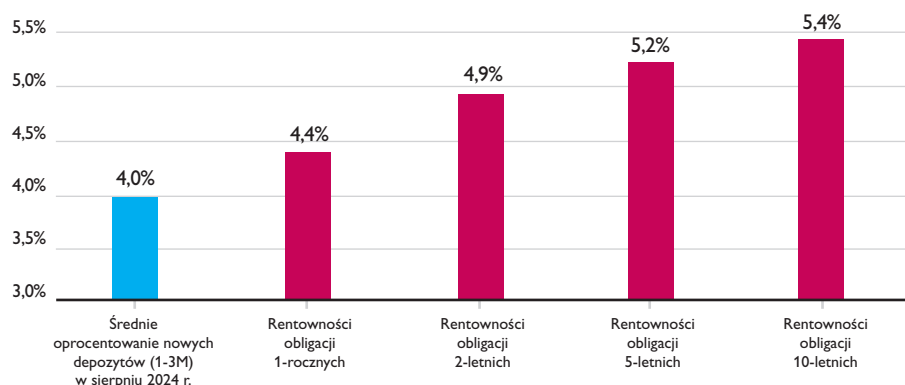
Z perspektywy relatywnej atrakcyjności polskich obligacji skarbowych wobec bankowych depozytów warto odnotować, że oprocentowanie tych ostatnich systematycznie spada. Według danych NBP średnie oprocentowanie nowych depozytów zakładanych na okres od 1 do 3 miesięcy od grudnia 2022 roku do sierpnia 2024 spadło z 6,3% do 4%.

Natomiast stawka WIBOR, która jest podstawą oprocentowania obligacji zmiennokuponowych w Polsce utrzymuje się wciąż na poziomie zbliżonym do 5,9%. Oznacza to ponad 180 pkt.

proc. różnicy i różnica ta stale się zwiększa. Także w stosunku do obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu depozyty bankowe wydają się coraz mniej atrakcyjne, co w kontekście spadających stóp procentowych, które sprzyjają wzrostom cen obligacji z czasem powinno skutkować atrakcyjniejszymi zwrotami z funduszy dłużnych.

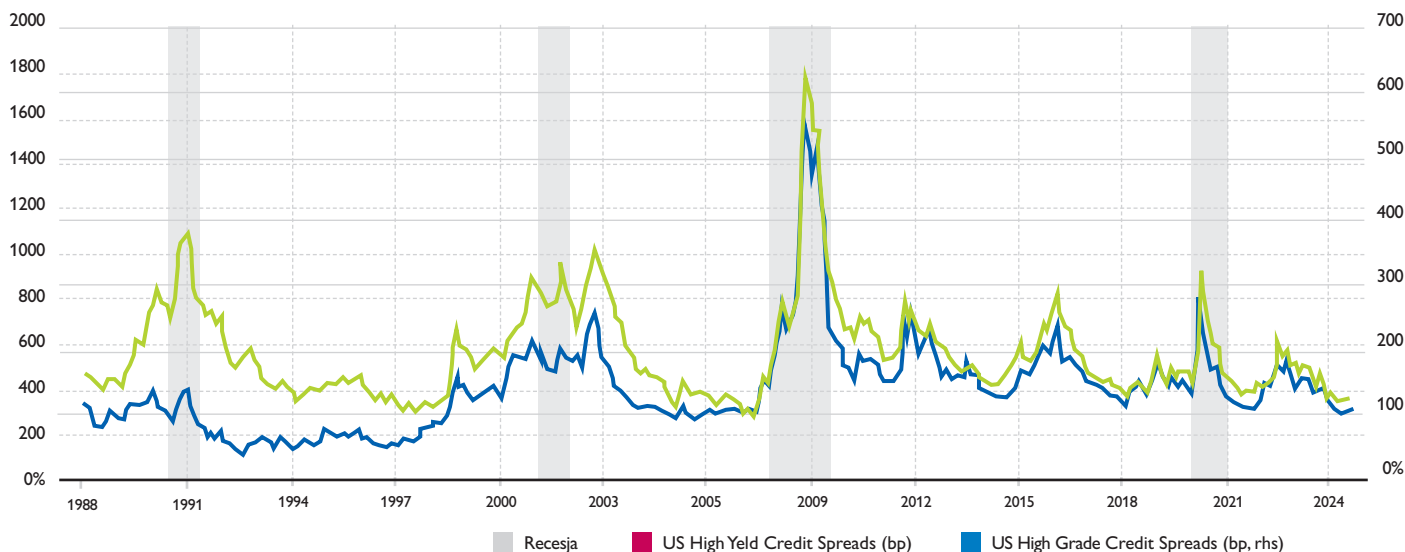
Podobnie jak w poprzednich kwartałach, dużą atrakcyjnością charakteryzują się obligacje nieskarbowe o ratingu inwestycyjnym (Investment Grade) oraz wysokodochodowe (bez ratingu, High Yield). Te klasy aktywów są również dobrym barometrem nastrojów i obaw związanych z recesją, gdyż firmy emitujące ten rodzaj obligacji (szczególnie High Yield) są w pierwszej kolejności narażone na zawirowania lub widmo bankructwa. Ich spready (różnica w oprocentowaniu w stosunku do obligacji skarbowych) na rynku amerykańskim i europejskim na relatywnie

Rentowności polskich obligacji skarbowych stałokuponowych oraz średnie oprocentowanie nowych depozytów



Źródło: Millennium TFI, stooq.pl

Spready amerykańskich obligacji Investment Grade i High Yield na tle okresów recesyjnych



Źródło: JP Morgan

W przypadku realizacji scenariusza dalszego łagodzenia polityki monetarnej na świecie lepiej powinny radzić sobie papiery dłużne z dłuższą duracją, ale odbywać się to będzie kosztem wyższej zmienności.

niskich poziomach, co świadczy nie tylko o niewysokim prawdopodobieństwie rychłej recesji ale również o nadal utrzymującym się popycie. Atrakcyjność tych papierów nie tylko wynika z oferowanej dochodowości, ale również może się potencjalnie zwiększać na skutek spadku stóp procentowych i spadku rentowności obligacji skarbowych.

Perspektywy dla instrumentów dłużnych.

Dane napływające z gospodarki amerykańskiej nie są jednoznaczne. Inflacja spada, ale bardzo dobre dane z rynku pracy mogą znacząco hamować oczekiwania na szybki cykl obniżek stóp proc. przez amerykańską Rezerwę Federalną. W związku z tym spodziewamy się podwyższonej zmienności, która może pojawiać się na rynku papierów dłużnych. Lepsze dane z gospodarki powinny utrzymywać rentowności na podwyższonych poziomach. Gorsze dane sygnalizujące spowolnienie sprzyjałyby spadkom rentowności obligacji.

W przypadku strefy euro spodziewamy się dalszych obniżek stóp proc. EBC ze względu na utrzymujące się słabe dane z gospodarki przy wyraźnej dezinflacji w całej strefie euro, co powinno sprzyjać także spadkom rentowności tamtejszych instrumentów dłużnych.

Ze względu na spodziewane utrzymanie się presji inflacyjnej w Polsce na poziomie 4,5-5% do końca tego roku, z inflacyjnym szczytem w okolicach 5-6% w I kwartale 2025 roku spodziewamy się utrzymania stopy referen-

cyjnej NBP na niezmiennym poziomie (5,75%) do końca obecnego roku i pierwszej obniżki na przełomie I i II kwartału 2025 r. Biorąc jednak pod uwagę, że rynek papierów dłużnych dyskontuje obniżki jeszcze przed ich pojawianiem się, jesteśmy także pozytywnie nastawieni do polskich skarbówek. Nawet gdyby ewentualne obniżki stóp miały się przesunąć na kolejne miesiące 2025 r., to wynikająca z tego zmienność powinna być w dłuższej perspektywie amortyzowana wciąż atrakcyjnym (na ogół ponad 5%) stałym dochodem z obligacji.

Utrzymujemy więc swoje pozytywne nastawienie do obligacji skarbowych i nieskarbowych z rynków bazowych zarówno tych z ratingiem inwestycyjnym, jak i wysokodochodowych. Nasze nastawienie do obligacji z rynków wschodzących, w tym polskich podnosiśmy z neutralnego do pozytywnego.

W przypadku realizacji scenariusza dalszego łagodzenia polityki monetarnej na świecie lepiej powinny radzić sobie papiery dłużne z dłuższą duracją, ale odbywać się to będzie kosztem wyższej zmienności.

Podsumowując, dane makroekonomiczne mogą powodować podwyższoną zmienność na rynku instrumentów dłużnych, ale ze względu na obecny moment w cyklu polityki monetarnej największych banków centralnych oraz stosunkowo atrakcyjne na tle historycznym rentowności instrumentów dłużnych uważamy, że ewentualne wzrosty rentowności warto wykorzystywać do akumulacji obligacji.

Rynki akcji

Przygotowanie do dobrego finiszowania w 2024 roku?

Amerykańskie indeksy ruszyły na południe, a prym w spadkach wiodły te spółki, które wcześniej były lokomotywą wzrostów – spółki technologiczne.

Ujęcie regionalne

Miniony kwartał stał pod znakiem nie tylko publikacji wyników spółek za II kwartał, ale przede wszystkim wakacyjnej korekty na rynkach akcji, która niemal książkowo wpisła się w historyczny wzorec sezonowy. W połowie lipca bowiem napływające dane makroekonomiczne sugerowały istotniejsze schłodzenie rynku pracy w USA oraz stagnację w przemyśle. Nasiliły się obawy o to, czy aby amerykański Fed nie doprowadził gospodarki na skraj recesji poprzez zbyt restrykcyjną politykę monetarną. Nawiasem mówiąc, w jednej chwili dane, które dotychczas cieszyły rynki (bo gorsze dane to przesłanka do wyczekiwanego cięcia stóp procentowych), zaczęły je straszyć. W efekcie amerykańskie indeksy ruszyły na południe, a prym w spadkach wiodły te spółki, które wcześniej były lokomotywą wzrostów – spółki technologiczne. W ślad za indeksami amerykańskimi, obserwowaliśmy spadki chociażby na giełdach europejskich czy spektakularne spadki na giełdzie japońskiej (ok. -25% w 3 dni).

Dosyć szybko jednak, bo już w drugiej połowie sierpnia indeksy zaczęły odbijać, a we wrześniu wyłamały się „in plus” z historycznego wzorca, gdy S&P500 i Dow Jones ustanowiły swoje rekordy notowań.

Na Starym Kontynencie do nowych rekordów powrócił niemiecki DAX, co jest o tyle ciekawe, że gospodarka niemiecka nadal jest w silnej stagnacji. Szczególnie w słabej kondycji jest sektor przemysłowy, który cierpi nie tylko z powodu spadku nowych zamówień i produkcji, ale również ze względu na bariery celne w handlu z Chinami. Skąd zatem taka rozbieżność w nastrojach inwestorów i gospodarki. Odpowiedzi można szukać w konstrukcji niemieckiego indeksu. Otóż 5 spółek o najwyższej wadze (SAP – oprogramowanie, Siemens – energetyka, Deutsche Telecom – telekomunikacja, Airbus – lotnictwo, Allianz – finanse i ubezpieczenia) realizuje swoje przychody i zyski w niemal 80% poza granicami Niemiec, na rynkach globalnych. Dzięki temu ich kondycja finansowa i wyceny akcji są mocno uniezależnione od niemieckiej koniunktury.

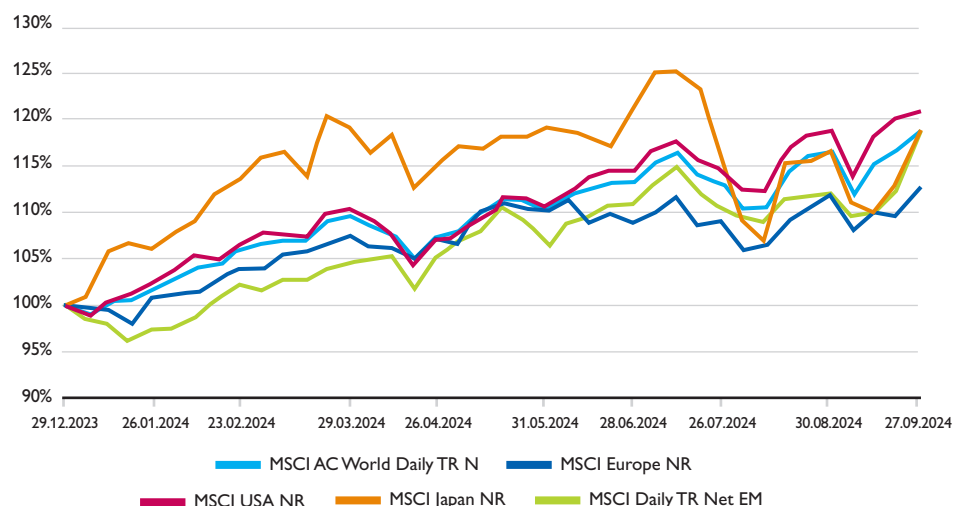


Rynek nie znosi próżni i nawet w sytuacji zachwiania łańcuchów dostaw, próbuje samoistnie powrócić do punktu równowagi, co stwarza też nowe, dotąd niedostrzegane okazje inwestycyjne.

W Japonii przełom lipca i sierpnia z pewnością mógł przyprawić o palpacje serca inwestorów. Niespodziewana podwyżka stóp procentowych o 25 p.b. doprowadziła do znaczącego umocnienia jena, jednak odpływ kapitałów wynikał z załamania się tzw. „carry trade” (strategia inwestycyjna, która polega na pożyczaniu pieniędzy w walucie o niskim oprocentowaniu, a następnie inwestowaniu tych środków w walutę o wyższym oprocentowaniu.). W tym przypadku „opłacalność” pozyskiwania taniego jena zmniejszyła się, co wywołało ucieczkę kapitałów z tamtejszego rynku i spadki na giełdzie. O ile duża część spadku została odrobiona, należy również wspomnieć, że we wrześniu nowym premierem został Shigeru Ishiba, który ma dość konserwatywne podejście do gospodarki i zgadza się z obecną restrykcyjną polityką Banku Japonii (czyli utrzymania wyższych stóp procentowych). Czy zatem „moda” na akcje japońskie minęła? Niekoniecznie. W środowisku wyższych stóp procentowych przestrzeń do osłabienia jena wydaje się zmniejszać, jednak na tle wieloletnich średnich jest on nadal względnie słaby w stosunku do amerykańskiego dolara. To z kolei wspiera eksport, który jest główną siłą napędową japońskiej gospodarki. Tamtejsze spółki posiadają również zdrowe bilanse i zapasy gotówki w porównaniu ze spółkami na innych rynkach rozwiniętych, dzięki czemu problem zadłużenia lub refinansowania zadłużenia po wyższym koszcie pieniądza nie jest tu tak odczuwalny. W efekcie potencjał do wzrostu wycen spółek nadal jest, choć niekoniecznie z taką dynamiką, jaką obserwowaliśmy w ostatnich 2 latach.

Ogromną niespodzianką na koniec września sprawił inwestorom rynek chiński, gdzie rząd ogłosił zakrojony na szeroką skalę program stymulacyjny gospodarki – tym razem nastawiony nie tylko na instytucje, ale również na konsumenta. Znaczne obniżenie kosztu pieniądza oraz wsparcie kredytobiorców ma za zadanie pobudzić popyt wewnętrzny, a także zwiększyć zaufanie zagranicznych inwestorów do powrotu kapitału. Pierwszy efekt można uznać za udany – z tegorocznego marudera chiński parkiet nominalnie wchodzi do czołówki giełd z najwyższą stopą zwrotu w 2024 roku, rosnąc w tydzień około 21%! Czy jednak taka rządowa „kropłówka” jest w stanie skutecznie reanimować rynek? Za wcześnie, by to oceniać. Oczywiście na pewno takie działania poprawiają atmosferę i sentyment, jednak wciąż wiele problemów strukturalnych pozostaje nierozwiązanych. Próby ratowania płynności zadłużonego sektora nieruchomości są czasochłonne, ale dużą przeszkodą stają się cla nakładane m.in. na chiński przemysł motoryzacyjny czy metalurgiczny. Jednocześnie takie rynkowe nierównowagi to szansa dla innych krajów w tak niejednorodnej grupie jak Rynki Wschodzące. Od wielu miesięcy palmę pierwszeństwa w dynamice rozwoju dzierżą Indie. Część amerykańskiej i europejskiej produkcji z Chin trafiła do innych krajów Azji Południowo-Wschodniej, jak np. Wietnam. Ponadto oczy inwestorów ochoczo zwracają się w kierunku Ameryki Południowej, gdzie sprzyjającą koniunkturę notują m.in. Brazylia, Peru czy Chile. Jak widać, rynek nie znosi próżni i nawet w sytuacji zachwiania łańcuchów

Stopy zwrotu indeksów akcji w 2024 roku (w %)



Źródło: Bloomberg

Otoczenie makroekonomiczne w Polsce wydaje się względnie stabilne, a perspektywa wypłat środków z KPO w 2025 roku oraz silna konsumpcja może wspierać małe i średnie spółki.

dostaw, próbuje samoistnie powrócić do punktu równowagi, co stwarza też nowe, dotąd niedostrzegane okazje inwestycyjne.

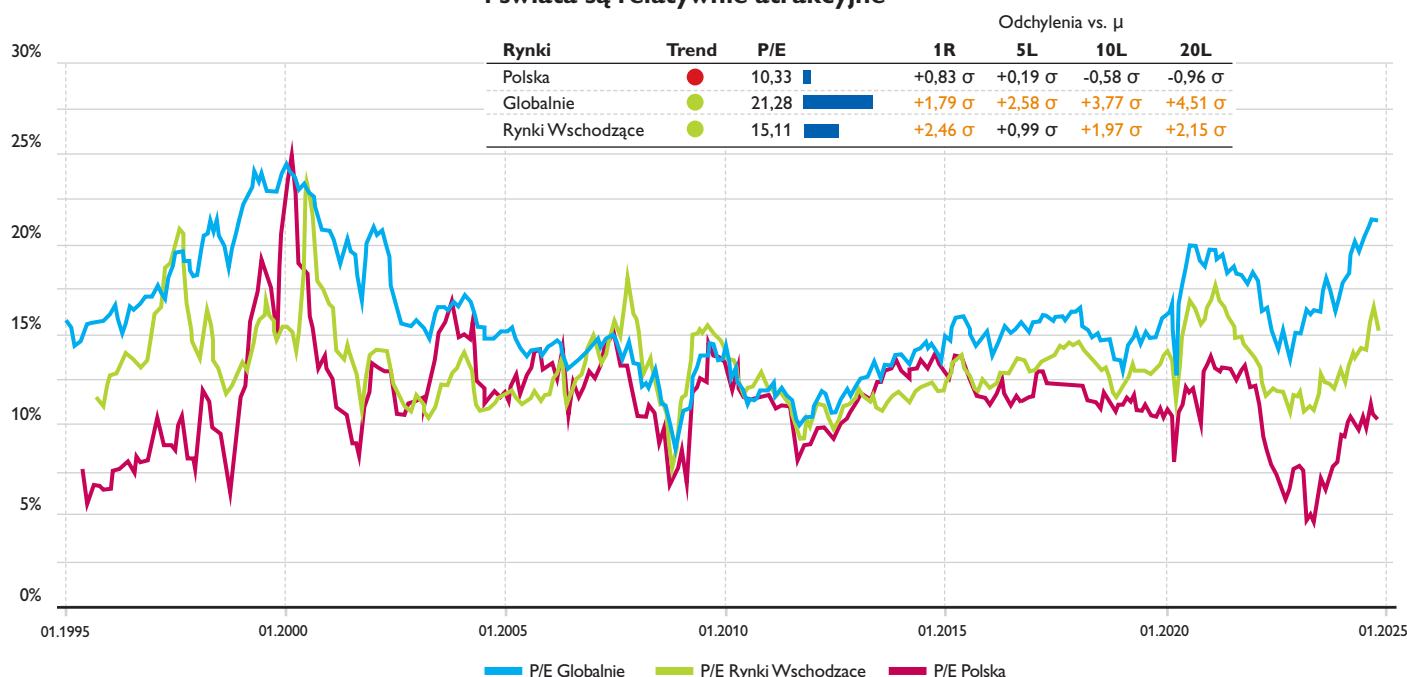
Wakacyjna korekta nie ominęła również polskiego parkietu. W ślad za słabymi nastrojami na głównych rynkach kapitał ewakuował się z GPW z tą różnicą, że od drugiej połowy lipca ewidentnie trzyma się z boku. Biorąc pod uwagę to, że za ok. 2/3 obrotów na polskiej giełdzie odpowiada kapitał zagraniczny, powodów do realizacji zysków było kilka: nie tylko nasza giełda była jedną z najmocniej rosnących od 2023 roku, ale w połączeniu z umacniającą się złotówką mogła prawdopodobnie determinować inwestorów do sprzedaży walorów. Zważywszy również na to, że mniejszą popularnością cieszą się również inne parkiety regionu Europy Środkowo-Wschodniej, można wysnuć wniosek, że prawdopodobnie jest to negatywny „rykoszet” napięć geopolitycznych m.in. na Bliskim Wschodzie – z perspektywy pasywnych funduszy globalnych, awersją do ryzyka też proporcjonalnie odbija się na naszym rynku, mimo że konflikt ten bezpośrednio nie dotyka polskiej gospodarki. Inym, lokalnym czynnikiem może być przygotowanie miejsca w portfelach inwestorów na debiut sieci „Żabka” na GPW. Na moment tworzenia tego opracowania dysponujemy jedynie szacunkami, jednak ten debiut jest mocno wyczekiwany. Sama wartość emisji opiewa na 6,5 mld PLN, a szacowana kapitalizacja spółki po wejściu na rynek

może sięgnąć nawet 20 mld PLN, co wprowadzi ją do indeksu WIG20 oraz do 12 największych spółek. Czy zatem polski parkiet ma jeszcze jakieś asy w rękawie na IV kwartał? Zdecydowanie tak. Po pierwsze, jeśli tylko globalny kapitał będzie przychylnie patrzył na ryzykowne klasy aktywów, Polska może być jednym z pierwszych wyborów. Wyceny spółek w indeksie MSCI Poland są o niemal połowę niższe na tle koszyka Rynków Wschodzących, a na tle świata – dwukrotnie tańsze. Otoczenie makroekonomiczne w Polsce również wydaje się względnie stabilne, a perspektywa wypłat środków z KPO w 2025 roku oraz silna konsumpcja (wspierana programami socjalnymi oraz potencjalną redukcją kosztów kredytów przy cięciu stóp procentowych) może wspierać małe i średnie spółki.

Akcje a obniżki stóp procentowych

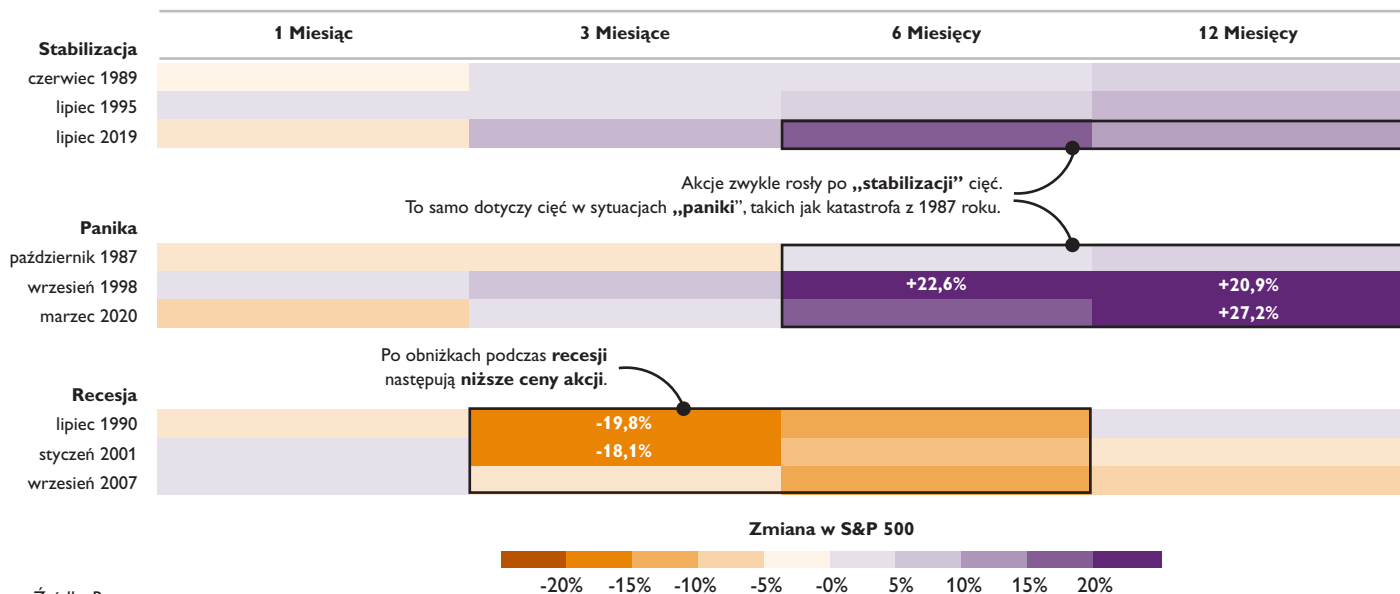
Rozważania na temat potencjału wzrostowego akcji często odnoszone są do polityki banków centralnych i cyklu polityki monetarnej. Wynika to z książkowych teoretycznych prawideł, które wskazują, że co do zasady obniżki stóp procentowych mają miejsce wtedy, gdy mamy do czynienia ze spowolnieniem lub recesją. Jest to też niesprzyjające środowisko dla akcji. Naturalne zatem wydaje się pytanie, czy rozpoczęty w USA cykl obniżek stóp procentowych może sprzyjać czy szkodzić akcjom?

Wyceny polskiego rynku akcji na tle Rynków Wschodzących i świata są relatywnie atrakcyjne



Źródło: worlperatio.com

Statystyka stóp zwrotu indeksu S&P500 po pierwszym w cyklu cięciu stóp procentowych przez Fed



Źródło: Reuters

Wakacyjna korekta akcji sprowadziła ich wyceny na nieco niższe, bardziej racjonalne poziomy.

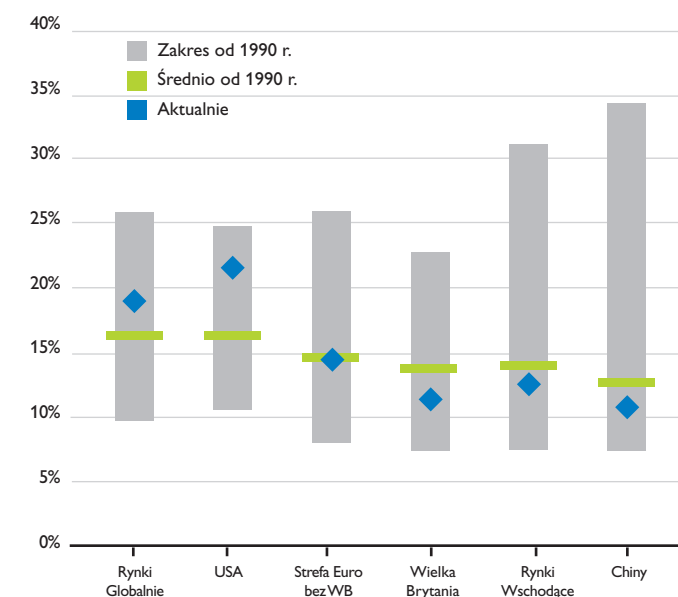
Historyczna statystyka na bazie ostatnich 30 lat na rynku amerykańskim wskazuje w ciągu 6 i 12 miesięcy, po pierwszej obniżce stóp procentowych, w okresach nieresyjnych akcje z reguły radziły sobie relatywnie dobrze (+5-10%) a jeszcze lepiej, gdy taką obniżkę poprzedzała korekta (+20-22%). Dopiero cięcia stóp procentowych w okresach recesyjnych, gdy spadają wyniki finansowe spółek, statystycznie objawiały się spadkami ok. -20%. Pamiętać należy jednak, że cięcia stóp procentowych to nie powód recesji, a jej skutek. Uwzględniając tezę przedstawioną

w pierwszym rozdziale niniejszego opracowania, zakładamy, że rozpoczęty cykl obniżek stóp procentowych to nie objaw recesji, a ich normalizacja po okresie walki z uporczywą inflacją.

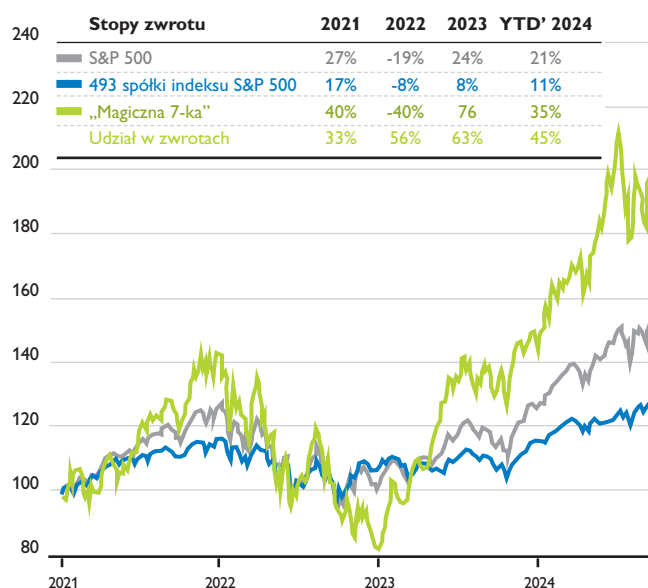
Sprzyjające fundamenty, sezonowość i demokratyzacja wzrostów

Wchodząc w IV kwartał 2024 roku pozytywnie oceniamy potencjał akcji na kilku obszarach. Wakacyjna korekta sprowadziła ich wyceny

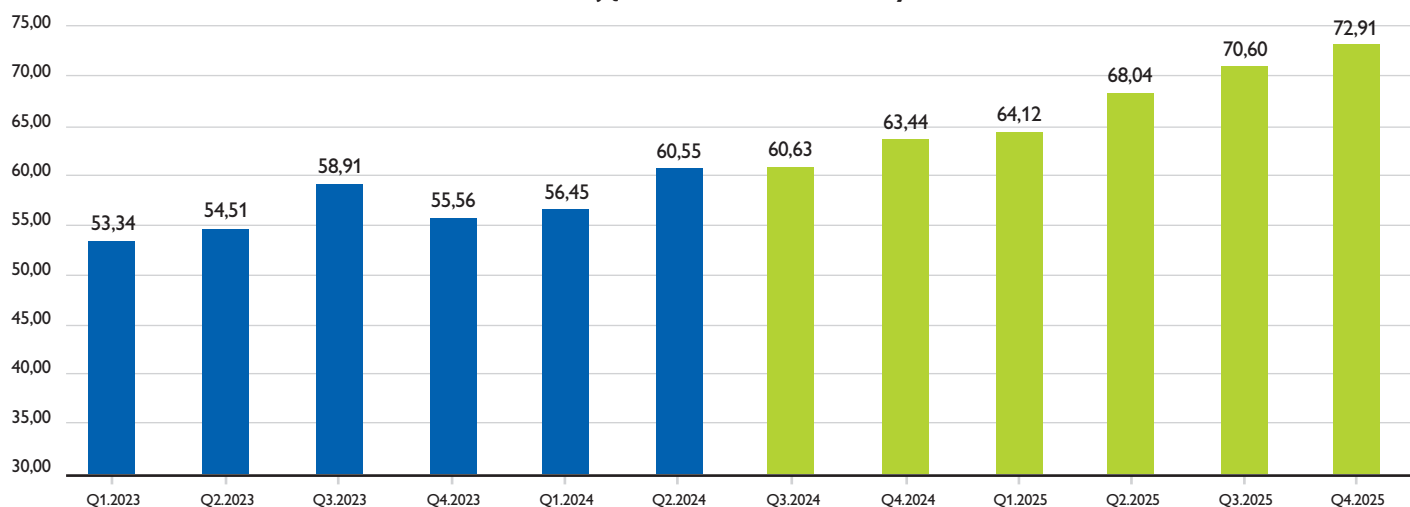
Wskaźniki cena/zysk dla indeksów światowych, i dekompozycji indeksu S&P500



Źródło: JP Morgan



Prognozy dynamiki zysków na akcję dla spółek z indeksu S&P500 wskazują na zdrowe fundamenty



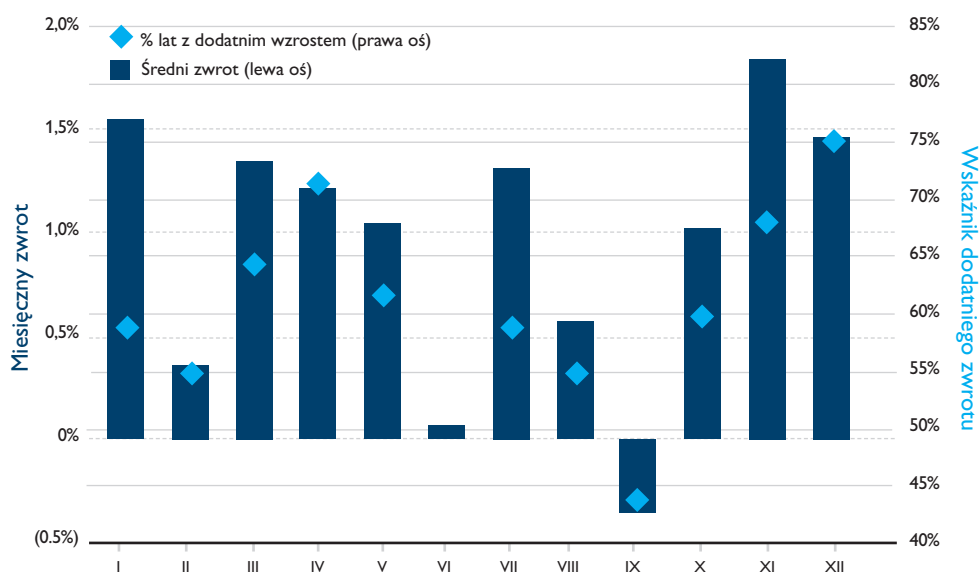
Źródło: FactSet

Wedle szacunków średni wzrost przychodów powinien wynieść w III kwartale b.r. 4,2%, co będzie oznaczało 5 z rzędu kwartał pod znakiem rozwoju rynku.

na nieco niższe, bardziej racjonalne poziomy i nie pierwszy raz pokazała inwestorom, że koncentracja uprzednich wzrostów na wąskiej liczbie spółek może być ryzykowna. Nadal relatywnie drogi pozostaje rynek amerykański, jednak jest to podyktowane dużą wagą największych spółek technologicznych w indeksie, tzw. „Magicznej Siódemki” (Meta, Apple, Amazon, Netflix, Alphabet/Google, Tesla, Nvidia). Ich wyceny jednak podyktowane są dużą dynamiką wzrostu zysków i przychodów – dużo wyższą niż dla pozostałych 493 spółek w indeksie S&P500. Argumentem za doważaniem akcji w portfelach przemawiają również zdrowe fundamenty,

a więc przychody i zyski spółek. Z uwagą będziemy obserwować zatem rozpoczynający się w październiku sezon wyników. Wedle szacunków średni wzrost przychodów powinien wynieść w III kwartale b.r. 4,2%, co będzie oznaczało 5 z rzędu kwartał pod znakiem rozwoju rynku. Same spółki również prognozują, że miniony kwartał był kolejnym najlepszym w tym roku pod kątem dynamiki zysków, a prognozy na kolejne kwartały również wskazują na dalszy rozwój. Jeśli te oczekiwania zostaną potwierdzone lub przebite w górę, droga do dalszych wzrostów cen akcji – przynajmniej od tej strony – będzie otwarta.

Historyczny wzorzec sezonowy dla amerykańskich akcji



Źródło: Goldman Sach Research

Historyczny wzorzec sezonowy dla akcji polskich



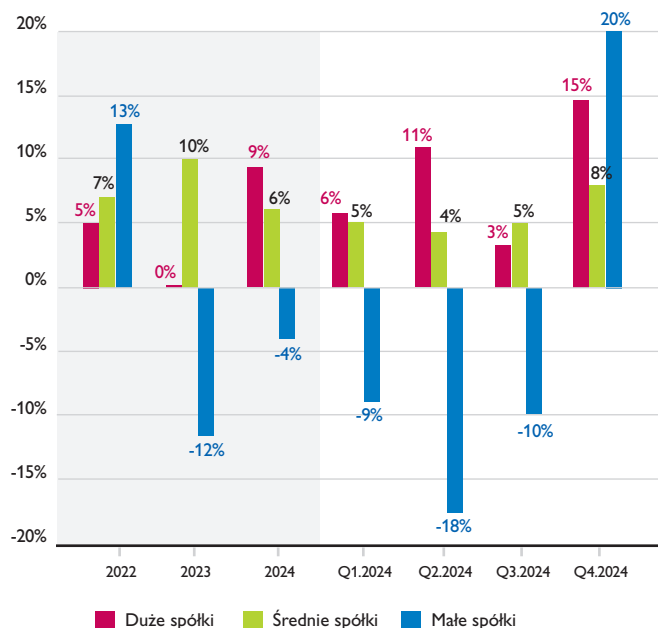
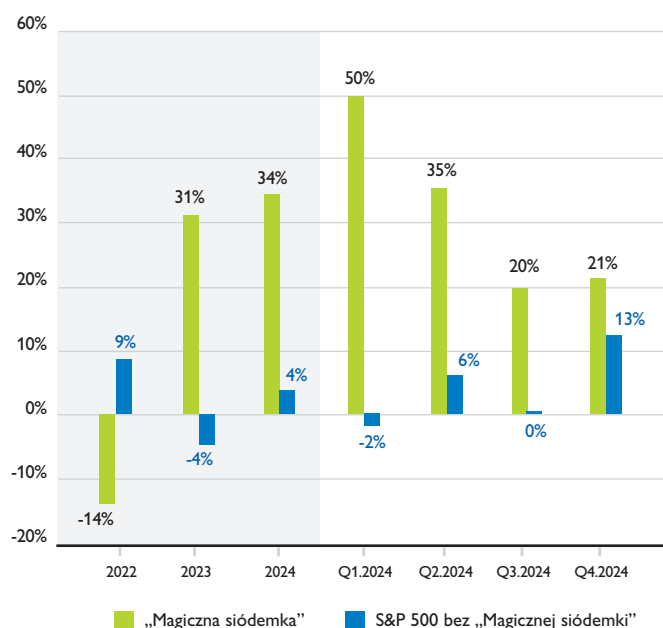
Źródło: Piotr Siegięda, Millennium TFI

Perspektywa spadających stóp procentowych może ponownie wspierać dobre zachowanie spółek technologicznych, ale również spółki o niższej kapitalizacji.

Tak jak w okresie wakacyjnym historyczny wzorzec sezonowy nie był sprzyjający dla akcji, tak ostatni kwartał historycznie jest jednym z najlepszych okresów dla tego typu aktywów. Można to intuicyjnie uzasadnić wzrostem konsumpcji i zakupów przedświątecznych czy nawet „wyciąganiem” wyników przez spółki na koniec roku. Wzorzec ten oczywiście nie jest twardą regułą, jednak do tej pory zachowanie rynku wpisywało się w niego dość jednoznacznie i to zarówno na rynkach globalnych, jak i w Polsce.

Jeśli dobre wyniki finansowe spółek się potwierdzą, nie wykluczamy pewnej „demokratyzacji” wzrostów, a więc zaangażowania kapitału w różne sektory i typy spółek. Ostatnie miesiące wytworzyły bowiem na rynku pewne nierównowagi i okazje. Perspektywa spadających stóp procentowych może ponownie wspierać dobre zachowanie spółek technologicznych (i to niekoniecznie tych największych i najdroższych), ale również spółki o niższej kapitalizacji. Zdołały one bowiem przetrwać

Prognozy zysków dla indeksu S&P500, "Magicznej Siódemki" oraz małych i średnich spółek



Źródło: JP Morgan

Na czas podwyższonej niepewności – dobrze opierać portfel o szerszą dywersyfikację i rozkładanie zakupów aktywów w czasie.

trudny okres wysokich kosztów kapitału, ich wyceny względem spółek większych są rekordowo niedoszacowane (w skali 5 lat to niemal 60% dyskonto), a prognozy ich zysków wskazują na możliwość poprawy w nadchodzących kwartałach.

Podsumowanie

Podsumowując, w IV kwartał wchodzimy ze zdecydowanie bardziej pozytywnym nastawieniem do akcji, szczególnie w Polsce i w USA. Uważamy, że od strony makroekonomicznej i gospodarczej, a także od strony fundamentów spółek, droga do wzrostów i finiszowania w tym roku w dobrym stylu jest otwarta. Gdzie widzimy zagrożenia?

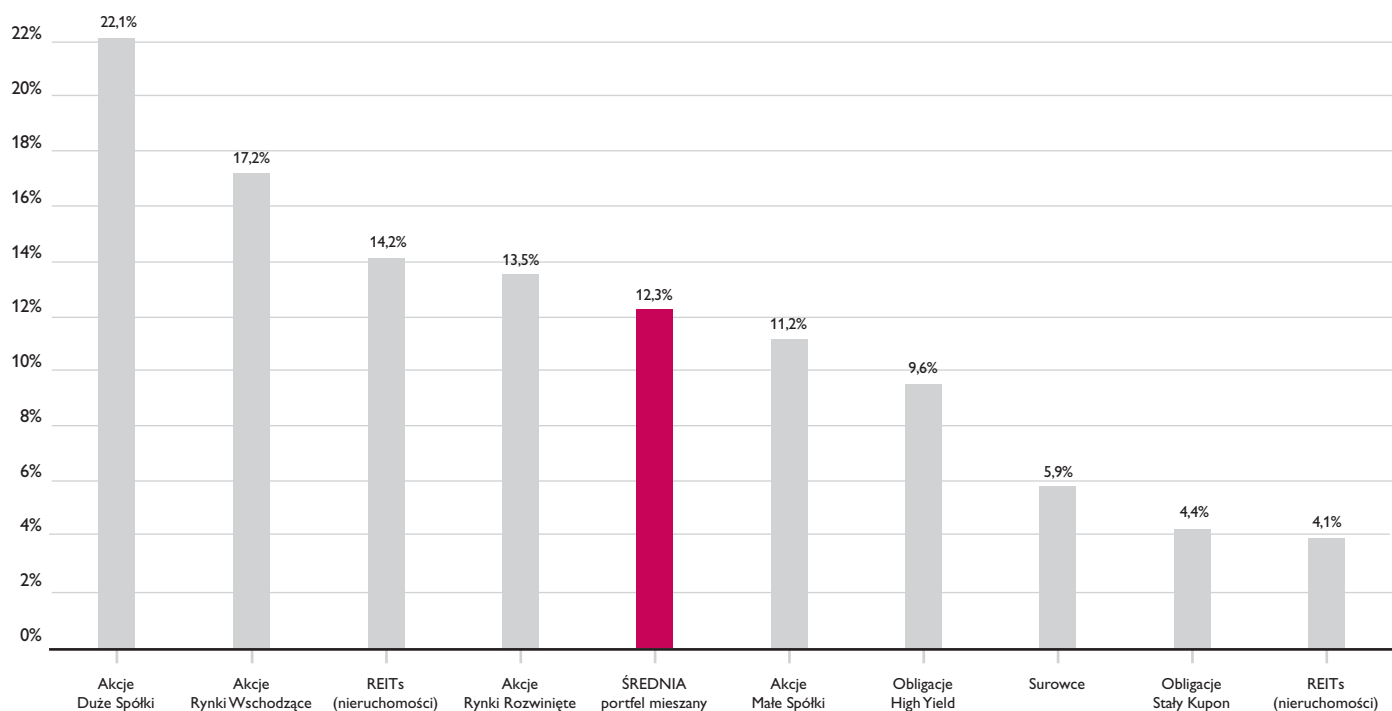
Z pewnością po stronie czynników sentymentalnych (np. przed wyborami prezydenckimi w USA) oraz przede wszystkim ze strony geopolityki. Niekontrolowana eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie lub nowe zarzewie napięć w innym rejonie świata, którego obecnie rynek nie wycenia, mogłoby istotnie zakłócić ten bazowy scenariusz. Jednak takie ryzyka – podobnie jak w lutym 2022 roku – traktujemy jako zjawiska przejściowe, do których rynek będzie starał się dostosować. Niezmiennie zatem – na czas podwyższonej niepewności – dobrze opierać portfel o szerszą dywersyfikację i rozkładanie zakupów aktywów w czasie.



Podsumowanie i wyzwania na IV 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 na dzień 30.09.2024 r.



Źródło: JP Morgan

O ile po wakacyjnej korekcie indeksy akcji rynków rozwiniętych wróciły pod szczytowe poziomy notowań, o tyle w niełasce inwestorów wyraźnie pozostał polski parkiet. Jego słabości upatrujemy przede wszystkim z realizacji zysków przez zagranicznych inwestorów. Ponadto perspektywa luzowania polityki monetarnej już teraz może prawdopodobnie wpływać na odpływ kapitału z sektora finansowego. Czynnikiem ryzyka pozostaje również zaostrzająca się sytuacja geopolityczna na Bliskim Wschodzie, która może nie wpływa bezpośrednio na polską gospodarkę, ale przejściowo psuje sentyment do ryzykownych klas aktywów. Na tym tle nasze ostrożne podejście, selekcja spółek i redukcja zaangażowania w akcje (szczególnie w segmencie największych spółek) pozwoliła na ograniczenie strat. Jednocześnie do wyników pozytywnie kontrybuowało przeważenie na akcjach amerykańskich, japońskich, spółkach wzrostowych (głównie technologicznych) ekspozycji na Rynkach Wschodzących i w Europie.

Podsumowanie i wyzwania na IV kwartał

Millennium TFI – Stopy zwrotu w okresach rocznych i od początku 2024 r. (dane na dzień 30.09.2024 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	4,58%	8,28%	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%	2,0%	1,2%
FIO Instrumentów Dłużnych	2	2 lata	3,64%	14,12%	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%	-3,1%	0,8
SFIO Obligacji Globalnych	3	2 lata	4,47%	8,23%	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%	3,8%	1,4%
SFIO Plan Spokojny	2	3 lata	4,69%	7,18%	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%		
FIO Stabilnego Wzrostu	3	3 lata	4,95%	17,81%	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%	2,4%	-2,9%
SFIO Plan Wyważony	3	3 lata	7,10%	10,68%	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%	1,1%	3,5%
SFIO Multistrategia	3	3 lata	8,76%	19,84%	-8,39%	10,6%	22,9%	10,6%	-11,3%	-0,3%	-0,8%	7,7%
FIO Cyklu Koniunkturalnego	3	3 lata	6,21%	21,91%	-11,34%	9,9%	10,8%	9,9%	-12,7%	4,3%	2,2%	-7,3%
FIO Akcji	4	5 lat	7,90%	38,18%	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%	5,2%	-6,8%
FIO Dynamicznych Spółek	4	5 lat	10,23%	41,14%	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%	13,2%	10,2%
SFIO Plan Aktywny	4	5 lat	16,32%	19,74%	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%	-0,5%	7,0%
SFIO Top Sectors	3	5 lat	14,55%	22,78%	-20,97%							

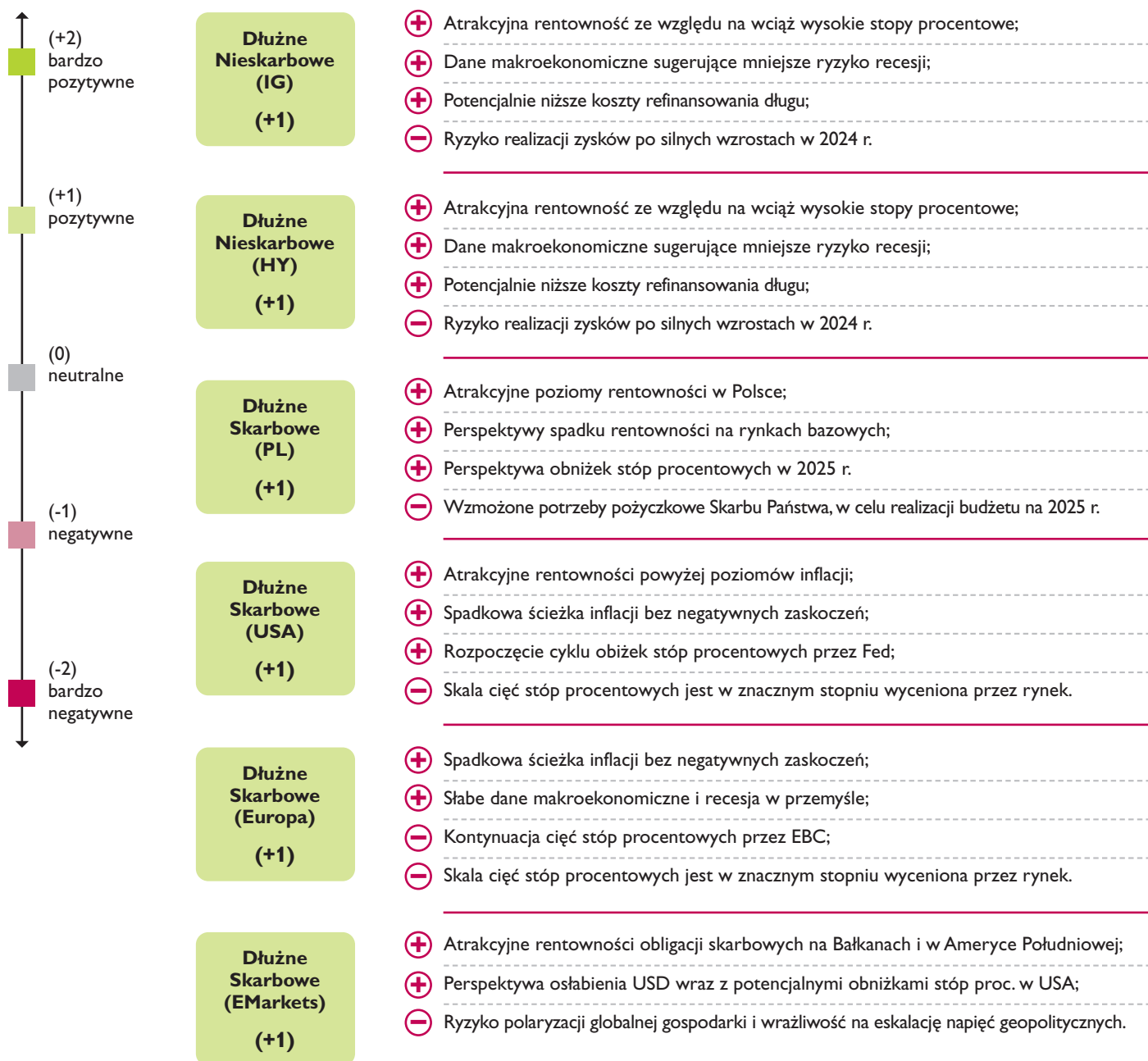
*dane do 30.09.2024

Źródło: Millennium TFI

Cieszy nas również powrót odwrotnej korelacji pomiędzy dłużnymi i akcyjnymi klasami aktywów. Dzięki niej zarówno portfele funduszy obligacji jak i dłużne komponenty funduszy mieszanych skutecznie minimalizowały lub wręcz rekompensowały spadki na rynkach akcji. Sprawdziło się również nasze podejście związane z większą ekspozycją na tle konkurencji w zagranicznych rynkach obligacji. Scenariusz spadku rentowności (wzrostu cen) obligacji skarbowych na rynkach bazowych skutecznie powiększał stopy zwrotu naszych funduszy. 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.

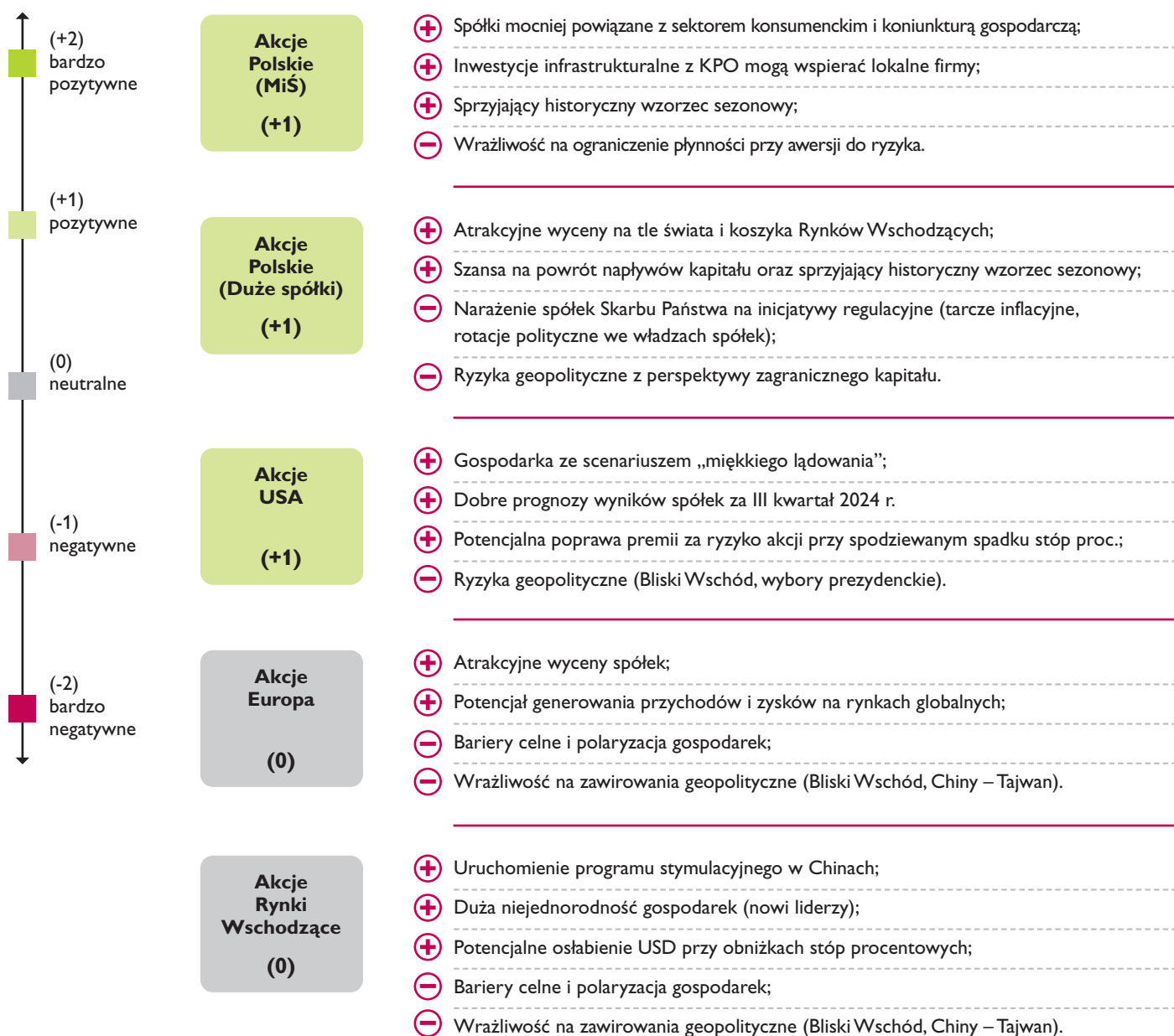
Jednocześnie, opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe pozwalają nam zaktualizować nasze podejście do poszczególnych klas aktywów. W stosunku do poprzedniego kwartału zmieniamy nasze nastawienie do obligacji skarbowych i nieskarbowych i w całym spektrum geograficznym jest ono umiarkowanie pozytywne. Rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych przez Fed stało się faktem i bez względu na rewizje oczekiwań, co do głębokości i szybkości luzowania polityki monetarnej, trend ten jest jasny i powinien pozytywnie odbijać się zarówno na rynkach bazowych, jak i w Polsce. Rentowności są jednak jeszcze na bardzo atrakcyjnym poziomie, co jest przesłanką do oczekiwanych dodatknych stóp zwrotu w perspektywie nie tylko kwartału, ale i kolejnego roku. W przypadku akcyjnych klas aktywów, wspomniany w poprzednim kwartale wzorec sezonowy, historycznie sprzyjał akcjom, co w połączeniu z ogólnie niezłym otoczeniem makroekonomicznym i zdrowymi fundamentami spółek pozwala optymistycznie oceniać ich potencjał. Droga do wzrostów od strony gospodarczej pozostaje otwarta, choć zapewne będzie wyboista – głównie ze względu na czynniki geopolityczne.

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



Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów w IV 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.

FIO OBLIGACJI KLASYCZNY

- Nieznaczne wydłużenie *duration*, utrzymanie ekspozycji na zagraniczne ryzyko kredytowe; lekkie przeważenie portfela w kierunku obligacjach stałokuponowych.

SFIO OBLIGACJI GLOBALNYCH

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

FUNDUSZE MIESZANE

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

FUNDUSZE AKCJI POLSKICH

- Nieco zwiększona alokacja w akcje; kuczowa selekcja z szerokiego WIG, przeważenie ekspozycji z akcentem na mWIG i sWIG, z dodatkiem spółek i indeksów amerykańskich.

SFIO TOP SECTORS

- Kontynuacja przeważania sektora technologicznego kosztem sektora finansowego; Utrzymywanie sektora biotechnologicznego i nieznaczne niedoważenie ochrony zdrowia.

SFIO PLAN AKTYWNY

- Utrzymanie szerokiej dywersyfikacji z przeważaniem ekspozycji na rynek amerykański, japoński i Rynków Wschodzących; Stopniowe doważanie ekspozycji europejskiej.

SFIO 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.

Wspomniane wyżej rozpoczęcie obniżek stóp procentowych przez Fed oraz ich kontynuacja przez Europejski Bank Centralny stanowi dla nas racjonalną przesłankę, by traktować obligacje jako tę preferowaną i najbardziej przewidywalną klasę aktywów. Jednocześnie oferują one atrakcyjną bieżącą dochodowość, którą wykorzystujemy jako trzon naszych strategii dłużnych. Nadal – na tle grupy porównawczej – wierzymy w sens budowania ekspozycji zagranicznej, i choć najbliższe obniżki stóp procentowych są już mocno uwzględnione w wycenach obligacji, w przypadku napięć rynkowych mogą one potencjalnie stanowić „bezpieczną przystań” – szczególnie w Stanach Zjednoczonych. Ewentualne przeceny będziemy potencjalnie wykorzystywać do dalszych zakupów i zwiększania rentowności naszych portfeli.

Wśród funduszy mieszanych i akcyjnych przywracamy alokację w akcje do modelowych poziomów lub wręcz je przeważamy. Skupiamy się na selekcji i szerokiej dywersyfikacji, a ewentualne rotacje kapitałów i nieefektywności rynkowe prawdopodobnie kierunkowo będziemy wykorzystywać do tańszych zakupów akcji.

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
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.