

Outlook

2026

Millennium
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na I kwartał 2026 r.



Szanowni Państwo,

2025 rok przyniósł globalnej gospodarce i rynkom kapitałowym kolejne duże, strukturalne zmiany. Nowa polityka celna, handlowa i migracyjna Stanów Zjednoczonych na nowo zaczęła układać światowy układ sił, wymuszając niejako zredefiniowanie pojęcia „Zachodu” i zmuszając Europę do działań na rzecz większej niezależności i protekcjonizmu gospodarczego. W obliczu dalszej deglobalizacji i chaosu geopolitycznego, szczególnie widocznego w pierwszej połowie roku, globalna gospodarka okazała się wyjątkowo odporna. Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne, wspierane dalszą dezinflacją i łagodzeniem polityki monetarnej przez większość banków centralnych pomagało inwestorom osiągać satysfakcjonujące stopy zwrotu. Hossa trwa i nie można jej negować, choć oczywiście przebiega ona w różnym tempie i znajduje się na różnym etapie w poszczególnych regionach świata. Nie bez znaczenia dla rynków kapitałowych w skali globalnej pozostaje szybki rozwój AI, który nie tylko napędza spółki w sektorze technologicznym, ale ma szansę rozprzestrzenić się na inne sektory. Cieszy na pewno długo wyczekiwane „przebudzenie” rynków wschodzących, a prawdziwym zwycięzcą minionego roku jest GPW, która pod kątem stóp zwrotu była jedną z najlepszych giełd na świecie!

Wchodząc w rok 2026, rynkom kapitałowym sprzyja solidne otoczenie makroekonomiczne oraz zdrowe fundamenty spółek. Kontynuacja łagodnej polityki banków centralnych powinna wspierać również rynki obligacji, choć duża część tego pozytywnego ruchu już się wykonała. Coraz więcej pytań jednak pojawia się o perspektywę dalszego rozwoju sektora technologicznego i zasadność ponoszonych nakładów na rozwój AI. Na tym tle szersza niepewność polityczna stanowi kluczowe ryzyko dla perspektyw oraz potencjalny czynnik wywołujący zmienność na rynkach. I choć opóźniony wpływ napięć handlowych może się zmaterializować, to czy rynki są na nie przygotowane? Jakie perspektywy rysują się przed gospodarką i rynkami kapitałowymi w 2026 roku? Na jakie kluczowe trendy warto zwracać uwagę? Na te i inne pytanie znajdziecie Państwo odpowiedź w najnowszym Outlooku Rynkowym Millennium TFI. Stanowi on swoisty przewodnik, będący prezentacją naszych założeń strategicznych na cały 2026 rok. 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



Mirosław Dziółko,
Dyrektor Departamentu
Zarządzania Aktywami



Krzysztof Kamiński, CFA, DI
Członek Zarządu

Spis treści

Makroekonomia

Stabilne fundamenty w niepewnym otoczeniu geopolitycznym

4

Rynki obligacji

Pozostajemy na sprzyjającym kursie

7

Rynki akcji

Stabilne fundamenty we wrażliwym otoczeniu geopolitycznym

11

Podsumowanie i wyzwania na 2026 rok

16

Makroekonomia

Stabilne fundamenty w niepewnym otoczeniu geopolitycznym

W porównaniu z początkiem 2025 roku, obecnie zestaw czynników wspierających globalną gospodarkę tworzy bardziej pozytywny obraz makroekonomiczny.

Globalna gospodarka zakończyła 2025 rok w zaskakująco dobrym stanie – i to mimo wielu wyzwań oraz niepewności zarówno w polityce handlowej jak i geopolityce. Naszym zdaniem stało się tak z dwóch powodów. Po pierwsze, stawki cel importowych w USA są niższe, niż pierwotnie, a niepewność wokół tych stawek ustabilizowała się. Niedawne porozumienie między USA a Chinami dotyczące rocznego „rozejmu” potwierdza tę ocenę. Wśród głównych partnerów handlowych USA jedynie porozumienie w sprawie cel na import z Indii pozostaje nierozstrzygnięte, podobnie jak trwający przegląd umowy USMCA (USA-Meksyk-Kanada). Wreszcie, przerzucanie kosztów cel na ceny konsumenckie w USA przebiega wolniej, niż oczekiwano, co sugeruje, że firmy amerykańskie absorbują wyższe koszty importu poprzez niższe marże. Należy jednak pamiętać, że skutki cel w postaci spadku efektywności firm czy zakłóceń łańcuchów dostaw mogą ujawniać się z opóźnieniem.

Drugim pozytywnym czynnikiem jest pojawienie się szeregu impulsów wzrostowych. Obejmuje to przede wszystkim przyspieszenie tempa rozwoju AI (sztucznej inteligencji), napędzanego przez USA, ale także łagodne warunki finansowe i niższe ceny ropy. W porównaniu z początkiem 2025 roku, obecnie zestaw czynników wspierających globalną gospodarkę tworzy bardziej pozytywny obraz makroekonomiczny.

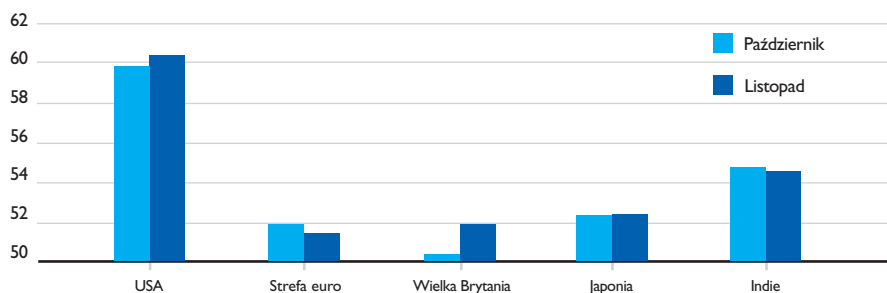
Centra danych i związane z nimi wydatki na AI stały się potężnym motorem wzrostu. Choć koncentrują się w USA, efekt rozlewa się na eksport technologii w innych gospodarkach. Co ważne, boom inwestycyjny nie ogranicza się do budowy centrów danych. Większość wydatków (ok. 80%) dotyczy sprzętu (np. serwery) i oprogramowania (programy, modele językowe) potrzebnych do ich obsługi. Co ważne, rozwój AI napędza również inne dziedziny gospodarki, jak chociażby sektor energetyczny (duże zapotrzebowanie na energię, to także rozwój i modernizacja linii przesyłowych oraz samych źródeł energii).

Niższe ceny ropy to kolejny impuls dla krótko-terminowego wzrostu. Połączenie wyższej podaży od producentów OPEC+ i spadku popytu obniża ceny ropy. Ten ostatni jest napędzany głównie spowolnieniem chińskiego uzupełniania zapasów, które było dużym czynnikiem popytowym w pierwszej części 2025 r. Niższe ceny ropy działają jak obniżka podatków, ponieważ rośnie dochód rozporządzalny netto z wyłączeniem wydatków na energię. Zwykle prowadzi to do wyższej konsumpcji. Efekty są szczególnie korzystne dla gospodarstw domowych w krajach o niższych dochodach, ponieważ udział produktów ropopochodnych w ich koszykach konsumpcyjnych jest większy niż w krajach bogatszych. W miarę jak te dodatkowe środki są wydawane (a nie przeznaczane



Ostatnia runda publikacji wskaźników wyprzedzających koniunktury PMI od S&P Global Market Intelligence również pokazuje stosunkowo optymistyczny obraz aktywności gospodarczej.

Zagregowane wskaźniki wyprzedzające koniunktury PMI dla poszczególnych gospodarek



Źródło: S&P Global

na spłatę długu), niższe ceny ropy pomagają złagodzić rosnącą zależność konsumpcji (i wzrostu) od gospodarstw o wyższych dochodach.

Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne na 2026 rok.

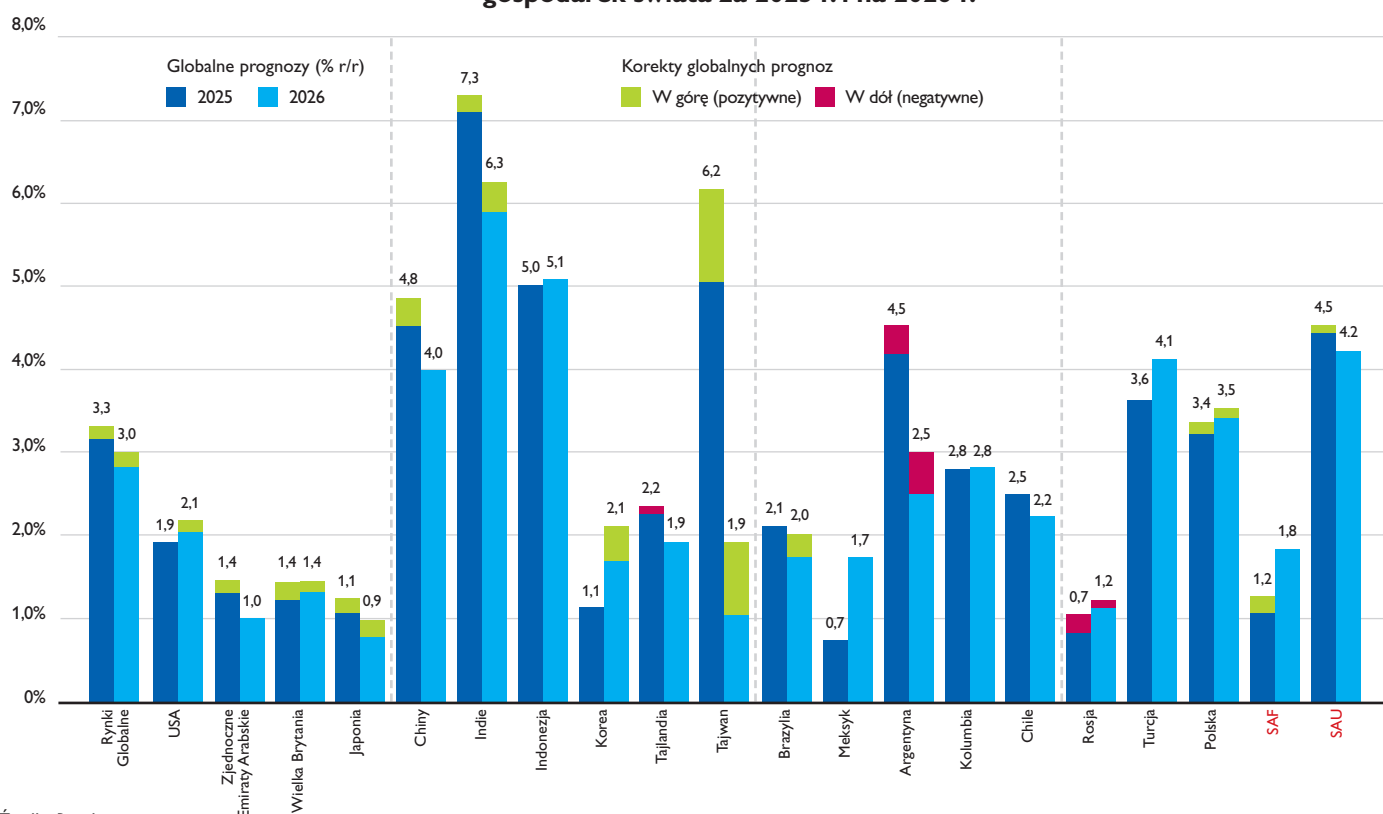
W 2026 rok globalna gospodarka wydaje się wchodzić z solidnymi podstawami do umiarkowanego optymizmu.

Dane o PKB za trzeci kwartał, zarówno w krajach rozwiniętych jak i wschodzących, były zgodne lub nieco lepsze od naszych oczekiwań. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF) w jesiennej edycji World Economic Outlook podkreślił, że po serii

podwyżek celi w USA i odpowiedziach partnerów handlowych, globalny wzrost w latach 2025–2026 może pozostać obniżony względem poprzednich ścieżek, choć wciąż wyraźnie dodatni (konsensus to ok. 3% w 2026 r.)

Ostatnia runda publikacji wskaźników wyprzedzających koniunktury PMI od S&P Global Market Intelligence również pokazuje stosunkowo optymistyczny obraz aktywności gospodarczej. Dane w sektorze usługowym za grudzień dla USA, strefy euro, Japonii i Indii pozostały stabilne na wysokich poziomach powyżej 50 pkt. W nieco gorszej (ale nie pogarszającej się) kondycji pozostaje sektor przemysłowy, głównie ze względu na niższe zamówienia.

Prognozy i rewizje PKB dla poszczególnych gospodarek świata za 2025 r. i na 2026 r.



Źródło: Barclays

Inflacja spada w kierunku celu w większości gospodarek, zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących.

Rynek pracy pozostaje stabilny w większości gospodarek, wspierając konsumpcję. Dane z USA – opóźnione z powodu zamknięcia rządu – pokazują umiarkowany wzrost zatrudnienia w ostatnich miesiącach i bezrobocie blisko długoterminowej średniej. Jednak baza wzrostu jest wąska – zatrudnienie w sektorze publicznym, technologii (mimo boomu AI) i produkcji jest słabe. W strefie euro bezrobocie jest na rekordowo niskim poziomie, ze wzrostem zatrudnienia w sektorze technologicznym. W innych miejscach tworzenie miejsc pracy jest dość silne dzięki umiarkowanym skutkom cel i wspomnianym impulsom.

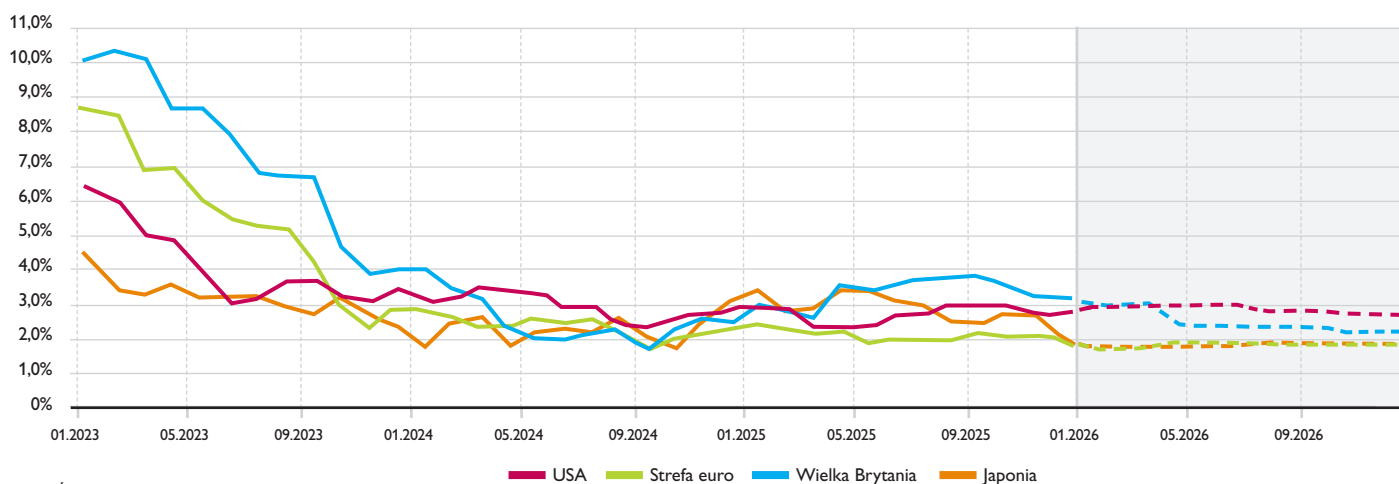
Inflacja spada w kierunku celu w większości gospodarek, zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących. Walkę z „post-covidowym szokiem” można uznać zatem za wygraną, co potwierdzają banki centralne zwłaszcza w krajach rozwiniętych, stopniowo obniżając stopy procentowe. W gospodarkach wschodzących stopy procentowe spadają szybciej, ponieważ inflacja zbliżyła się do poziomów krajów rozwiniętych. Ceny usług pozostają generalnie sztywne, ale inflacja cen dóbr wzrosła w niektórych krajach na skutek amerykańskiej polityki celnej. Poza miarami bazowymi, niższe ceny energii i żywności pomagają obniżyć ogólną inflację, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, szczególnie w Indiach.

Stany Zjednoczone: aktualny scenariusz „miękkiego lądowania”.

W USA spodziewamy się spowolnienia tempa wzrostu gospodarki bez gwałtownego pogorszenia koniunktury. Wstępne dane za czwarty

kwartał dla USA zostały opublikowane z opóźnieniem z powodu zamknięcia rządu, ale wskazania wzrosły istotnie powyżej prognoz w ujęciu zannualizowanym (4,3% przy oczekiwanych 3,2%), co daje pozytywny impuls dla rocznego wzrostu. Prognozy PKB na 2026 r. są zróżnicowane ze względu na niewiadomy wpływ tariff celnych, planowanych reform fiskalnych oraz ścieżki stóp procentowych. Bazowym scenariuszem pozostaje wzrost ok. 2% z krótkotrwałym „dołkiem” aktywności na przełomie 2025/2026 i stopniowym odbiciem w 2H26. Na rynku pracy według Fed bezrobocie może wzrosnąć do około 4.4% w połowie 2026 r., po czym ustabilizować się – co koresponduje z wolniejszym przyrostem zatrudnienia przy wciąż solidnej produktywności i mniejszej presji płacowej na wzrost wynagrodzeń. Znakiem zapytania pozostaje inflacja bazowa i konsumencka, która pozostaje na podwyższonym poziomie (odczyty w grudniu odpowiednio: 2,6% i 2,7% r/r przy celu inflacyjnym 2%). W amerykańskim banku centralnym – zgodnie z projekcjami uczestników FOMC – dominuje jednak narracja stopniowej dezinflacji w kierunku 2% do końca 2026 r., z przejściowym wzrostem cen dóbr na skutek przerzutu tariff celnych na ceny w I połowie 2026 r. To z kolei otwiera przestrzeń do nieznacznych cięć stóp procentowych w 2026 r., z docelowym pasmem ok. 3.0–3.25% (czyli jeszcze ok. 50 pkt. bazowych). Ryzykami specyficznymi dla USA pozostają: trwałość konsumpcji wobec mniejszej dynamiki wzrostu wynagrodzeń, ścieżka cen towarów pod wpływem cel i kursów walutowych oraz dynamiczne rosnące koszty zadłużenia w wyniku wzmożonych wydatków fiskalnych.

Odczyty inflacji CPI wraz z prognozami



Rynki wschodzące wykazały zdumiewającą odporność na wprowadzenie amerykańskich ceł w kwietniu 2025 r.

Strefa euro: powolna normalizacja przy inflacji blisko celu.

Strefa euro wchodzi w 2026 r. na ścieżkę powolnej normalizacji, w której usługi i konsumpcja stanowią główne źródła wzrostu, a przemysł – pod presją konkurencyjną i handlową – odbija wolniej. Projekcje ECB zakładają wzrost realnego PKB ~1.2% w 2026 r. (wobec ~1.4% w 2025 r.), wspierany rosnącymi realnymi płacami, wciąż odpornym rynkiem pracy oraz łagodniejszymi warunkami finansowania po cięciach stóp w 2024 r. Ponadto część krajów (m.in. Niemcy) utrzymuje impuls fiskalny w obszarach infrastruktury i obronności. Próby odbudowy niezależności energetycznej od Rosji oraz plany transformacji energetycznej na model bardziej zrównoważony, również postrzegamy jako czynnik sprzyjający wzrostowi. Inflacja bazowa HICP powinna utrzymywać się blisko celu inflacyjnego (~1.9% w 2026 r.), dzięki niższym kosztom energii, niższej presji kosztowej w usługach wraz zmniejszającą się dynamiką wzrostu płac.

ECB, kończąc 2025 rok, utrzymał stopy bez zmian, podkreślając podwyższone ryzyko niepewności handlowej, wpływu kursu euro i energii na projekcje inflacyjne. Konsensus rynkowy wskazuje na przedłużenie tej paazy na 2026 r. i bardziej zdecydowane ruchy dopiero przy trwałej zmianie otoczenia (z jednej strony inflacja blisko celu, z drugiej – możliwe epizody szoków energetyczno-geopolitycznych). Wyzwania strukturalne dla gospodarki pozostają niezmiennie: konkurencyjność przemysłu, niski poziom inwestycji w części krajów, oraz efekty ceł USA na wymianę handlową.

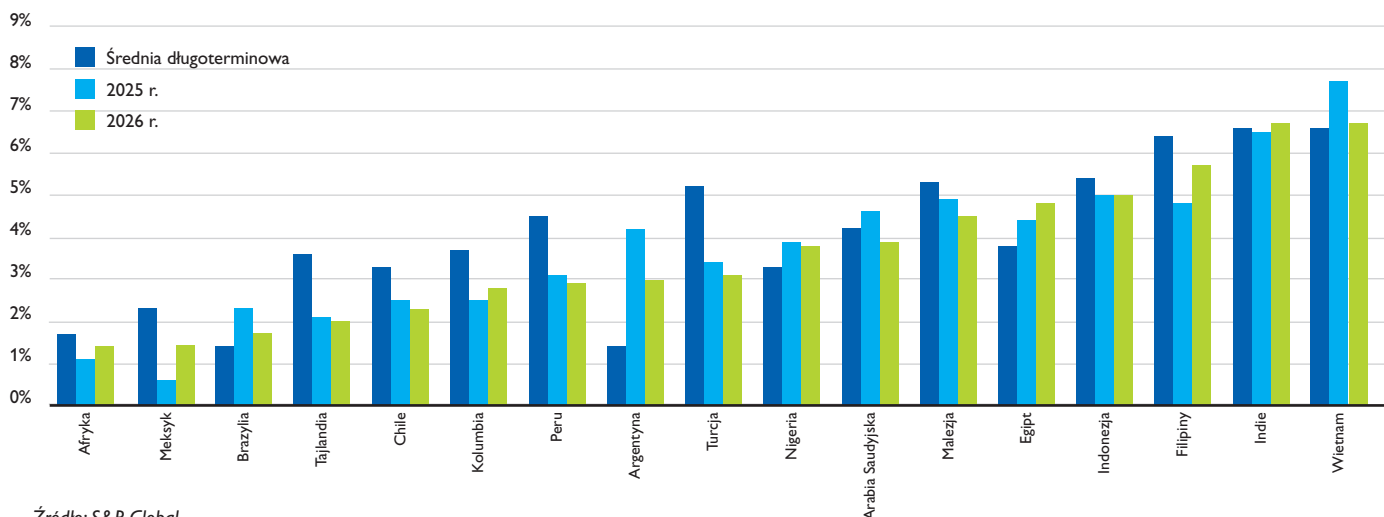
Z nadzieją patrzymy jednak na próbę budowy pewnej niezależności, protekcjonizmu gospodarczego, transformacji technologicznej, przy rosnącym znaczeniu roli sektora konsumpcyjnego.

Rynki wschodzące: wyraźna przewaga, ale duża wrażliwość.

Rynki wschodzące wykazały zdumiewającą odporność na wprowadzenie amerykańskich ceł w kwietniu 2025 r. Na początku 2026 r. utrzymują przewagę wzrostu nad gospodarkami rozwiniętymi, lecz wyniki te są coraz bardziej zróżnicowane. Międzynarodowy Fundusz Walutowy szacuje zbiorczy wzrost dynamiki PKB dla tych krajów na poziomie ~4.0%, z wyraźnie lepszym profilem w Azji (w tym Indii), stabilizacją w Afryce Subsaharyjskiej i bardziej wrażliwymi wynikami w Europie Środkowo-Wschodniej oraz części Ameryki Łacińskiej – zależnymi od handlu i finansowania zewnętrznego. Kluczowym wsparciem jest łańcuch wartości AI: poza bezpośrednimi beneficjentami produkcji półprzewodników (Tajwan, Korea) rośnie popyt na technologie związane z zasilaniem energetycznym, magazynowaniem energii oraz usługami pracy „w chmurze” – co tworzy nowe możliwości rozwoju wzrostu szczególnie w Azji.

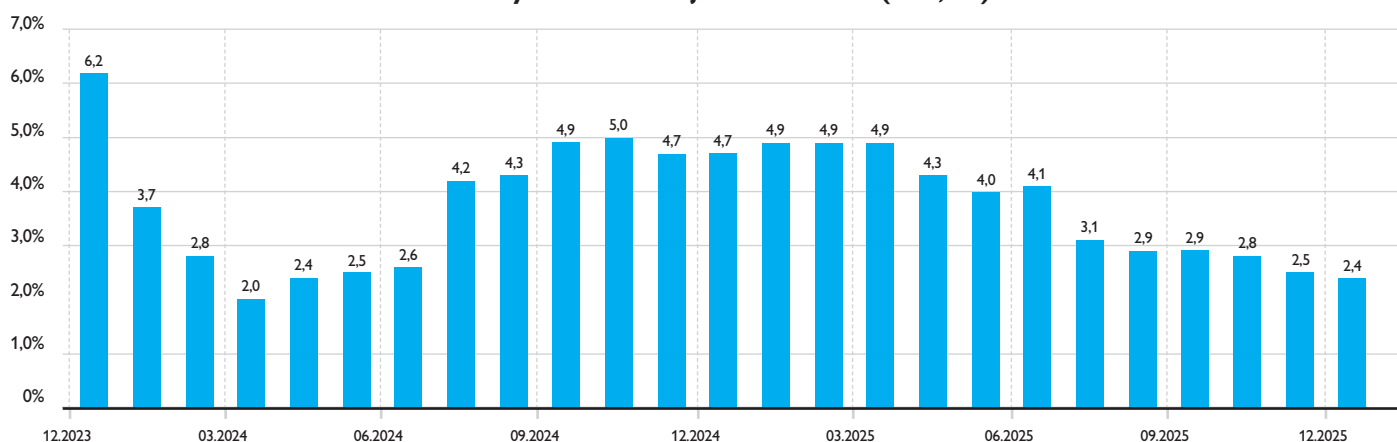
Jednocześnie rynki wschodzące zmagają się z podwyższoną niepewnością handlową i dużą wrażliwością na napięcia geopolityczne – na co zwraca uwagę m.in. Bank Światowy. Nawet jeśli wynegocjowane porozumienia ograniczyły najostrejszą eskalację „wojen handlowych”, ogółem handel jest mniej

Dynamika PKB (w %) dla poszczególnych gospodarek rynków wschodzących



Źródło: S&P Global

Dynamika inflacji CPI w Polsce (w %, r/r)



Źródło: GUS, Trading Economics

Według Banku Gospodarstwa Krajowego realny wzrost PKB w Polsce osiągnął tempo około 3,5%.

przewidywalny, a koszty transakcyjne wyższe, co może tłumić inwestycje i produktywność w najbardziej wrażliwych gospodarkach. W tej układance część banków centralnych już łagodzi warunki polityki monetarnej, aby wspierać popyt krajowy, podczas gdy inne (bardziej narażone na kurs walutowy i inflację „importowaną”) utrzymują ostrożną postawę. Szansa dla inwestorów polega na selektywności: rynki powiązane z łańcuchem AI/energetyki, realizujące reformy strukturalne i z wiarygodną polityką powinny wypaść lepiej niż eksporterzy, których marże ścina taryfowa i konkurencyjna presja.

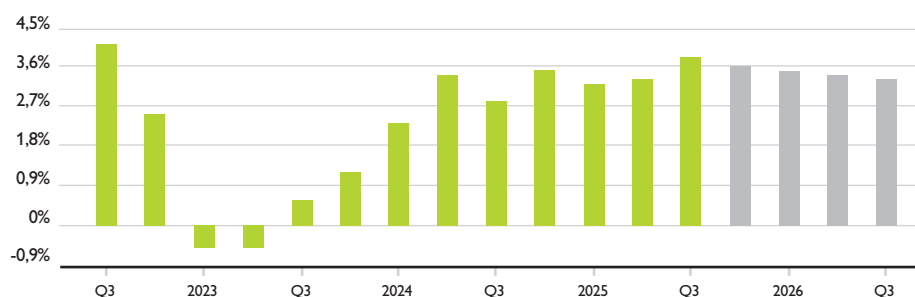
Polska: dobre perspektywy na 2026 r.

W 2025 r. polska gospodarka kontynuowała solidny wzrost, napędzany przede wszystkim przez konsumpcję, inwestycje publiczne oraz wyjątkowo niski poziom bezrobocia. Według Banku Gospodarstwa Krajowego realny wzrost PKB w Polsce osiągnął tempo około 3,5%. Dzięki rosnącym dochodom realnym gospodarstw domowych oraz wydatkom rządowym, wzrost pozostawał stabilny, choć mniejsze znaczenie miały inwestycje

budowlane, a aktywność eksportowa odczuła pośrednio spowolnienie globalne na skutek amerykańskich taryf celnych. Konsensus prognoz banków komercyjnych w Polsce zakłada przyspieszenie dynamiki wzrostu gospodarczego do ok. 3,7% w 2026 r., głównie dzięki zwiększonym inwestycjom publicznym (wyplata środków z KPO).

Średni poziom inflacji CPI w 2025 r. wyniósł około 3,6%, co było zgodne z oczekiwaniami regulatorów i rynku. Zaskakujące okazały się jednak odczyty poniżej prognoz w IV kwartale, oscylujące blisko poziomu 2,5%, a więc celu inflacyjnego NBP. W reakcji na te dane NBP aż 6-krotnie obniżył stopy procentowe – łącznie o 175 pkt. bazowych. W 2026 r. oczekujemy kontynuacji obniżenia dynamiki cen żywności, dzięki niższym cenom surowców żywnościowych. Spadek inflacji CPI będzie natomiast hamowany przez prawdopodobny wzrost cen energii w związku z bardzo niską bazą odniesienia oraz wygasaniem ustawowej „tarczy energetycznej”. W efekcie przychylamy się do konsensusu rynkowego, który zakłada stabilizację i utrzymywanie się inflacji konsumenckiej poniżej poziomu 3% w 2026 r. Takie warunki stwarzają naszym zdaniem przestrzeń

Dynamika PKB w Polsce, wraz z prognozami na 2026 r.



Źródło: GUS, Trading Economics

Trudny „egzamin”,
wynikający z gwałtownych
zawirowań celnych
i handlowych, w naszej
ocenie został zdany.

do nieznacznych jeszcze obniżek stopy referencyjnej o ok. 50-75 pkt bazowych (do ok. 3,25 - 3,5%). Prawdopodobnie Rada Polityki Pieniężnej zechce poczekać z decyzjami do marcowych projekcji makroekonomicznych, aby ocenić wpływ otoczenia zewnętrznego, handlu i geopolityki (np. propozycji pokojowych dla Rosji i Ukrainy) na polską gospodarkę.

W minionym roku bezrobocie utrzymało się na rekordowo niskim poziomie (ok. 2,8–3,1%), z dużą stabilnością tempa zatrudnienia. Według GUS i NBP, aktywność zawodowa była wysoka, choć niektóre sektory (np. przemysł czy publiczny) odnotowały spowolnienie. Spodziewamy się, że te pozytywne tendencje będą kontynuowane w 2026 roku. Zatrudnienie w sektorze usługowym nie powinno raczej słabnąć, zważywszy na rosnącą siłę nabywczą konsumentów w obliczu coraz niższych stóp procentowych.

Podsumowanie

Polska zbudowała solidne fundamenty na 2026 rok, oparte o stabilny wzrost gospodarczy, dezinflację i spójną politykę monetarną. Głównymi wyzwaniami, oprócz nieprzewidywalnej sytuacji geopolitycznej, pozostają: duża zależność od eksportu i koniunktury w niemieckim przemyśle (brak tam póki co wyraźnych sygnałów ożywienia) oraz ekspansywna polityka fiskalna i socjalna, skutkująca wzrostem poziomu zadłużenia w relacji do PKB (w 2026 r. nawet do 65%) i ryzykiem wdrożenia procedur nadmiernego deficytu.

Oceniając sytuację makroekonomiczną z perspektywy strategicznej, wskazujemy poniżej kluczowe trendy, które naszym zdaniem będą kształtowały otoczenie gospodarcze i rynkowe w 2026 roku:

- 1. Geopolityka:** perspektywa stagnacji lub deeskalacji konfliktu a Ukrainie oraz nieznane skutki polityki Chin wobec Tajwanu
- 2. Próby „nadgonienia” niezależności przemysłowej Europy** od USA, protekcjonizm gospodarczy jako odpowiedź na ekspansję Chin, duże nakłady finansowe na rozwój infrastrukturalny i obronny
- 3. Rozwój branży AI i jej wpływ na gospodarkę** (lokomotywa napędowa dla innych sektorów gospodarki)
- 4. Energetyka** – transformacja w kierunku modelu zrównoważonego w Europie (odnawialne źródła energii)
- 5. Polityka fiskalna i monetarna** – wsparcie banków centralnych w obliczu rosnącego zadłużenia i deficytu budżetowego.

Podsumowując, początek 2026 r. ukazuje globalną gospodarkę jako system, w którym odporność strukturalna musi konkurować z ryzykami politycznymi i handlowymi. Przyszłość bowiem zależeć będzie nie tylko od danych makroekonomicznych, ale również od zdolności decydentów do prowadzenia przewidywalnej i spójnej polityki gospodarczej, szczególnie w kontekście rosnącej presji społecznej i geopolitycznej. Jednak ten pierwszy trudny „egzamin”, wynikający z gwałtownych zawirowań celnych i handlowych, w naszej ocenie został zdany.



Rynki obligacji

Pozostajemy na sprzyjającym kursie

Rok 2026 otwiera się dla rynków obligacji w otoczeniu wyraźnie odmiennym od tego, z jakim inwestorzy mierzyli się w poprzednich latach.

Rynek obligacji u progu 2026 roku.

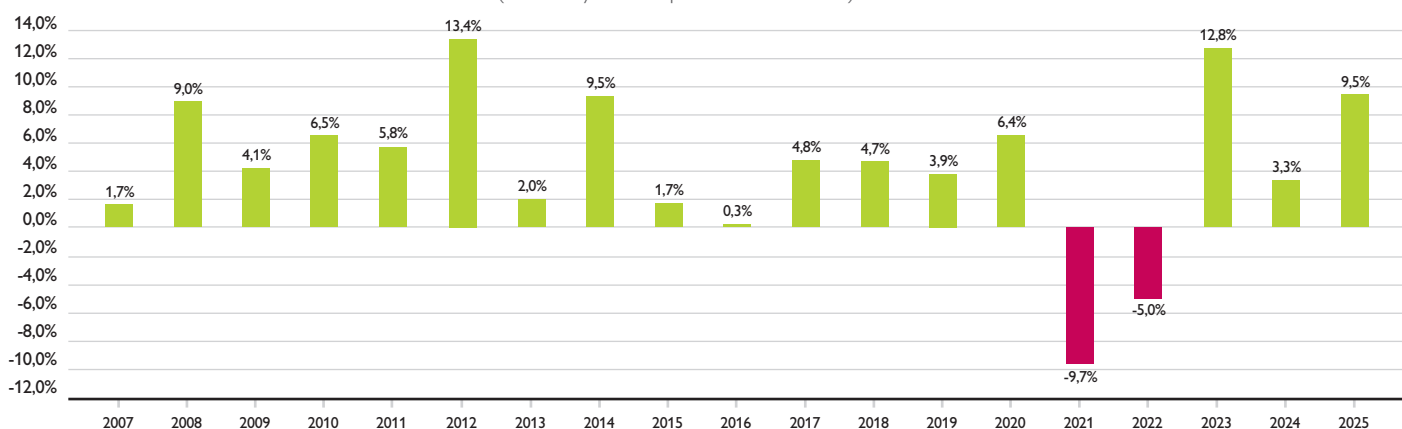
W ciągu ostatnich lat obserwowaliśmy wiele zawirowań, w tym zmiany w polityce monetarnej, rosnącą inflację oraz napięcia geopolityczne, które wpłynęły na kształtowanie się rentowności obligacji oraz ich atrakcyjności dla inwestorów. W nadchodzących miesiącach przewidujemy, że czynniki takie jak kontynuacja polityki luzowania monetarnego przez banki centralne, sytuacja na rynkach pracy oraz globalne trendy demograficzne będą miały kluczowy pozytywny wpływ na stopy zwrotu obligacji.

Rok 2026 otwiera się dla rynków obligacji w otoczeniu wyraźnie odmiennym od tego, z jakim inwestorzy mierzyli się w poprzednich latach. Po okresie gwałtownego zacieśniania polityki monetarnej, podwyższonej inflacji oraz silnej zmienności stóp procentowych, globalne rynki finansowe wchodzą w fazę większej równowagi makroekonomicznej. Dla segmentu instrumentów dłużnych oznacza to przejście z etapu odbudowy wycen do fazy bardziej selektywnego i fundamentalnego poszukiwania wartości.

W ocenie naszej, a także wielu krajowych i zagranicznych instytucji finansowych, obligacje

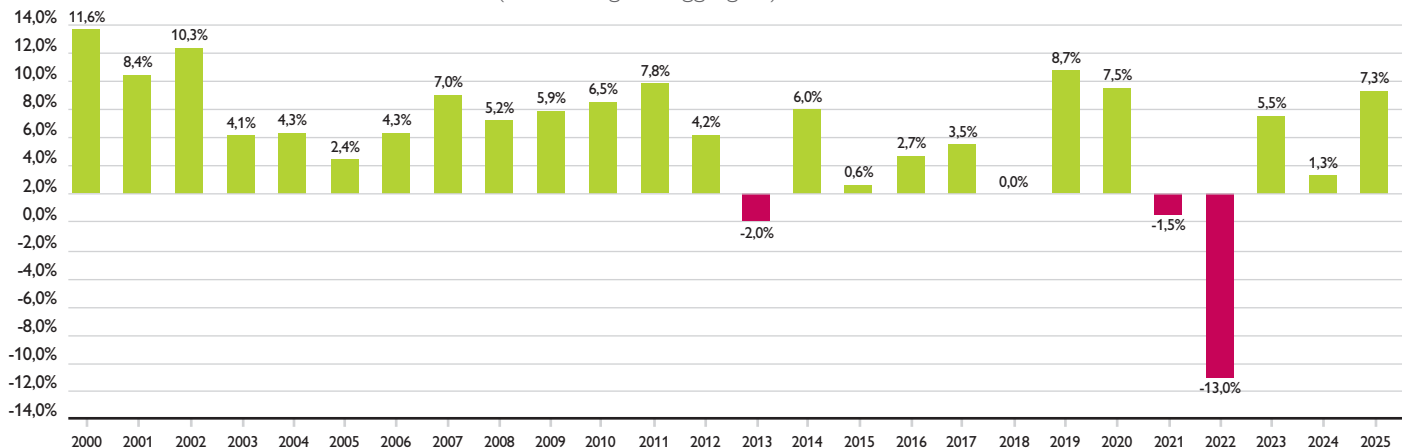
Indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych

(Treasury BondSpot Poland Index)



Indeks amerykańskich obligacji z ratingiem inwestycyjnym

(Bloomberg US Aggregate)



Źródło: Millennium TFI, stooq.pl

Rynek obligacji w 2026 r. może charakteryzować się mniejszą dynamiką, lecz jednocześnie większą przewidywalnością niż w latach poprzednich.

ponownie umacniają swoją rolę jako istotny element portfeli inwestycyjnych – zarówno w kontekście stabilizacji ryzyka, jak i generowania przewidywalnych strumieni dochodu. Jednocześnie perspektywy na 2026 r. nie są jednorodne: potencjał dalszych wzrostów cen obligacji wydaje się ograniczony w porównaniu z rokiem 2025, a kluczowe znaczenie będą miały decyzje banków centralnych, kondycja finansów publicznych oraz tempo wzrostu gospodarczego.

Szczególną uwagę inwestorów będzie przyciągać moment zakończenia cykli obniżek stóp procentowych w głównych gospodarkach świata oraz pytanie o poziom stóp neutralnych w dłuższym horyzoncie. W tym kontekście rynek obligacji w 2026 r. może charakteryzować się mniejszą dynamiką, lecz jednocześnie większą przewidywalnością niż w latach poprzednich. Sprzyja to strategiom opartym na odpowiednim doborze duracji portfela, jakości kredytowej emitentów oraz dywersyfikacji geograficznej.

Na rynku krajowym dodatkowym czynnikiem kształtującym perspektywę będą decyzje Rady Polityki Pieniężnej, sytuacja fiskalna oraz relatywna atrakcyjność polskich obligacji na tle rynków bazowych. Wysoki punkt wyjścia rentowności, spadające oprocentowania depozytów oraz stabilizujące się oczekiwania inflacyjne sprawiają, że segment długu pozostaje istotnym obszarem zainteresowania inwestorów instytucjonalnych i detalicznych.

W niniejszym Outlooku przedstawiamy kluczowe trendy, scenariusze i ryzyka dla rynków obligacji w 2026 r., opierając się na analizach Millennium TFI oraz rekomendacjach wiodących instytucji finansowych – zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Naszym celem jest wskazanie obszarów potencjalnych szans inwestycyjnych oraz czynników, które mogą w nadchodzącym roku determinować zachowanie rynku długu.

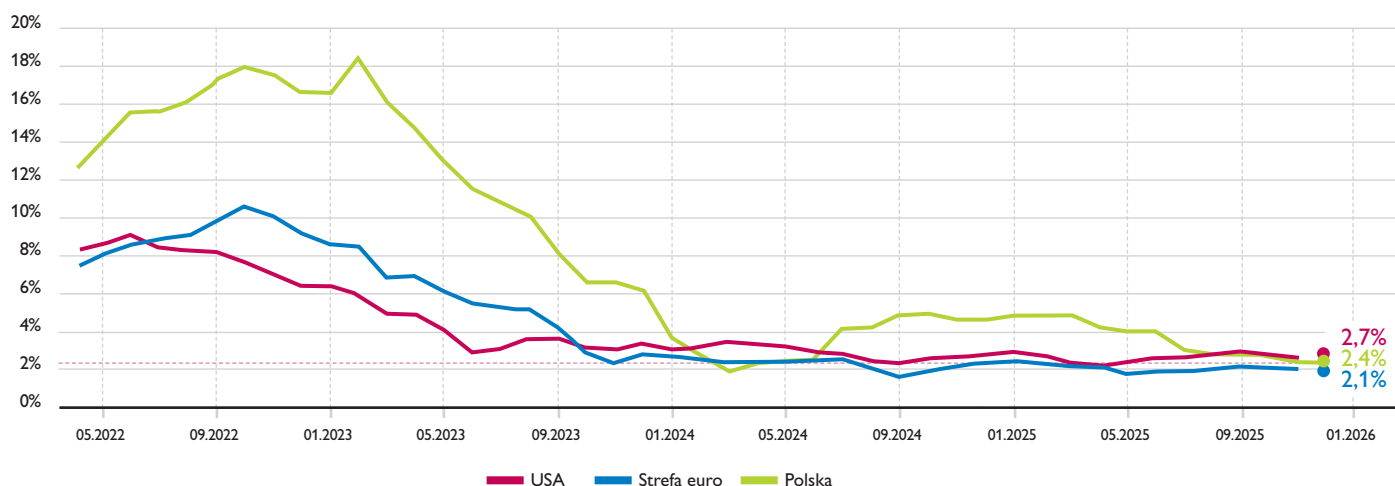
W rok 2025 wchodziliśmy w minorowych nastrojach – rentowności obligacji rosły, inflacja nie odpuszczała, a po wygranej D. Trumpa w USA na horyzoncie pojawiło się widmo wojny handlowej i tym samym wzrostu inflacji, co nie wspierało argumentów za obniżaniem stóp procentowych przez banki centralne.

Nasze perspektywy dla instrumentów dłużnych na rok 2025 zatytułowaliśmy jednak „Optymizm wśród niepewności”. Trochę wbrew powszechnemu sceptycyzmowi dot. instrumentów o stałym dochodzie byliśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do tej klasy aktywów.

Nie pomyliliśmy się. Po stosunkowo słabym 2024 roku, w roku 2025 indeks polskich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu (TBSP) zyskał 9,5% i tym samym był jednym z najlepszych w jego historii. Także na rynku globalnych obligacji ubiegły rok okazał się dobrym rokiem. Indeks amerykańskich obligacji wzrósł o 7,3%, co było najlepszym wynikiem od 2020 roku.



Inflacja konsumencka CPI (r/r) w Polsce, USA i strefie euro



Źródło: TradingView

Głównym przeciwnikiem instrumentów o stałym dochodzie jest inflacja.

Sytuacja na rynku instrumentów dłużnych u progu 2026 roku.

Głównym przeciwnikiem instrumentów o stałym dochodzie jest inflacja. W ubiegłym roku wskaźnik inflacji konsumenckiej w Polsce spadł z 4,9% r/r do 2,4%. Tym samym inflacja w Polsce znalazła się w zakresie odchylenia od celów inflacyjnych Narodowego Banku Polskiego. Oczekiwania ekonomistów dotyczące przyszłego poziomu inflacji wskazują na utrzymanie jej poziomu w celu NBP przez dłuższy czas.

W strefie euro wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP) obniżył się z 2,5% r/r w styczniu do 2,1% r/r w listopadzie, co jest poziomem niemal optymalnym z perspektywy celu Europejskiego Banku Centralnego (2% w zakresie +/-1 p.proc.).

W Polsce Rada Polityki Pieniężnej w 2025 r. 6-krotnie obniżała koszt pieniądza – stopy spadły z 5,75% do 4%. Ekonomści oczekują jeszcze 2-3 obniżek stóp procentowych w 2026 roku, a tym samym konsensus oczekiwań dot. poziomu stopy referencyjnej NBP na koniec 2026 roku przesuwają się w kierunku 3,25%.

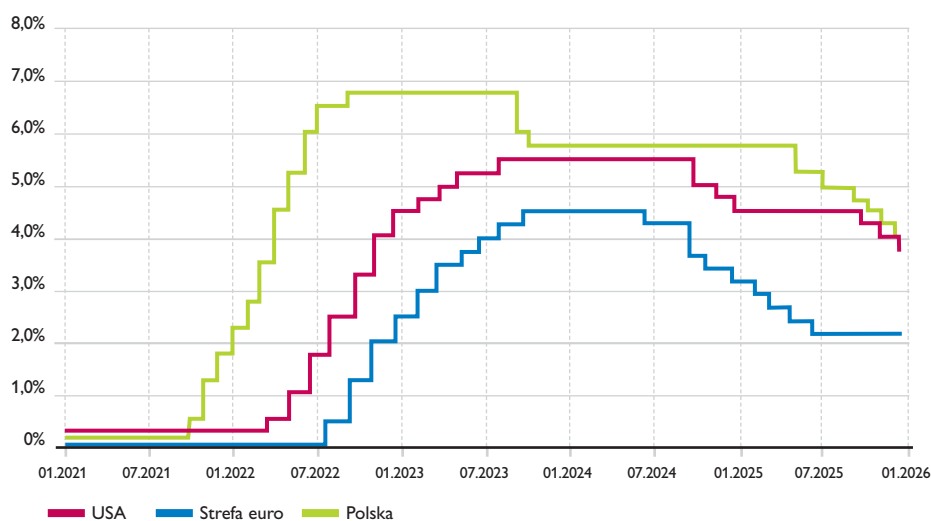
Europejski Bank Centralny (EBC) jest najbardziej zaawansowany w cyklu obniżek stóp spośród największych banków centralnych – 4-krotnie obniżał stopy procentowe w 2025 roku. Obecnie stopy w strefie euro pozostają na stabilnym poziomie – depozytową 2,00%, refinansową 2,15%, a lombardową 2,40%. Ekonomści spodziewają się ich utrzymania przez resztę 2026 roku,

chyba że inflacja spadnie poniżej celu EBC. Biorąc jednak pod uwagę umiarkowanie pozytywne perspektywy gospodarcze dla strefy euro, wydaje się więc, że cykl obniżek albo już się zakończył, albo pozostaje bardzo niewielka przestrzeń na obniżki w 2026 roku.

W USA Rezerwa Federalna (Fed) w 2025 r. 3-krotnie obniżała stopy procentowe z przedziału 4,25%-4,5% do 3,5%-3,75%. W celu inflacyjnym amerykańskiego Fed-u wpisany jest podwójny mandat dot. zarówno utrzymania wartości nabywczej pieniądza, jak i dot. optymalnego poziomu zatrudnienia. Pierwszy z celów wciąż nie został osiągnięty – Deflator bazowy PCE (z wyłączeniem cen żywności i energii) we wrześniu miał ten sam poziom, co w styczniu (2,8% w ujęciu zannualizowanym), zaś wskaźnik inflacji konsumenckiej CPI obniżył się tylko nieznacznie z 3% r/r w styczniu do 2,7% w listopadzie. Biorąc więc pod uwagę, że inflacja utrzymuje się powyżej celu Fed-u wynoszącego 2% nadzieje na dalsze obniżki stóp inwestorzy widzą w osłabieniu koniunktury na rynku pracy. Jednak pomimo spowolnienia tempa zatrudnienia, obecna stopa bezrobocia, wynosząca 4,6% w listopadzie 2025 r., jest historycznie niska i zbliżona do poziomu, który wielu ekonomistów uznaje za pełne zatrudnienie. Ponadto według Bureau of Labor Statistics średnie wynagrodzenie godzinowe w listopadzie rosło w tempie 3,5% r/r, czyli powyżej średniej sprzed pandemii. Biorąc pod uwagę, że perspektywy gospodarcze dla amerykańskiej gospodarki pozostają niezmiennie dobre, a inflacja nie odpuszcza, Fed nie ma specjalnie powodów do obniżania stóp procentowych.

Na stopy zwrotu z instrumentów dłużnych wpływają dwa czynniki: bieżący dochód generowany przez nie, oraz zmiana cen obligacji.

Stopy procentowe w Polsce, USA i strefie euro



Źródło: Trading Economics

Tym niemniej rynek instrumentów pochodnych wycenia obecnie 2-3 obniżki w 2026 roku i spadek stopy procentowej w okolice 3% na koniec 2026 roku.

Niższe stopy procentowe na szczęście prognozują w 2026 roku także członkowie Fed-u (wykres poniżej). Na więcej moglibyśmy liczyć w przypadku mocniejszego osłabienia rynku pracy, co pozostawia niezbyt dużą przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń.

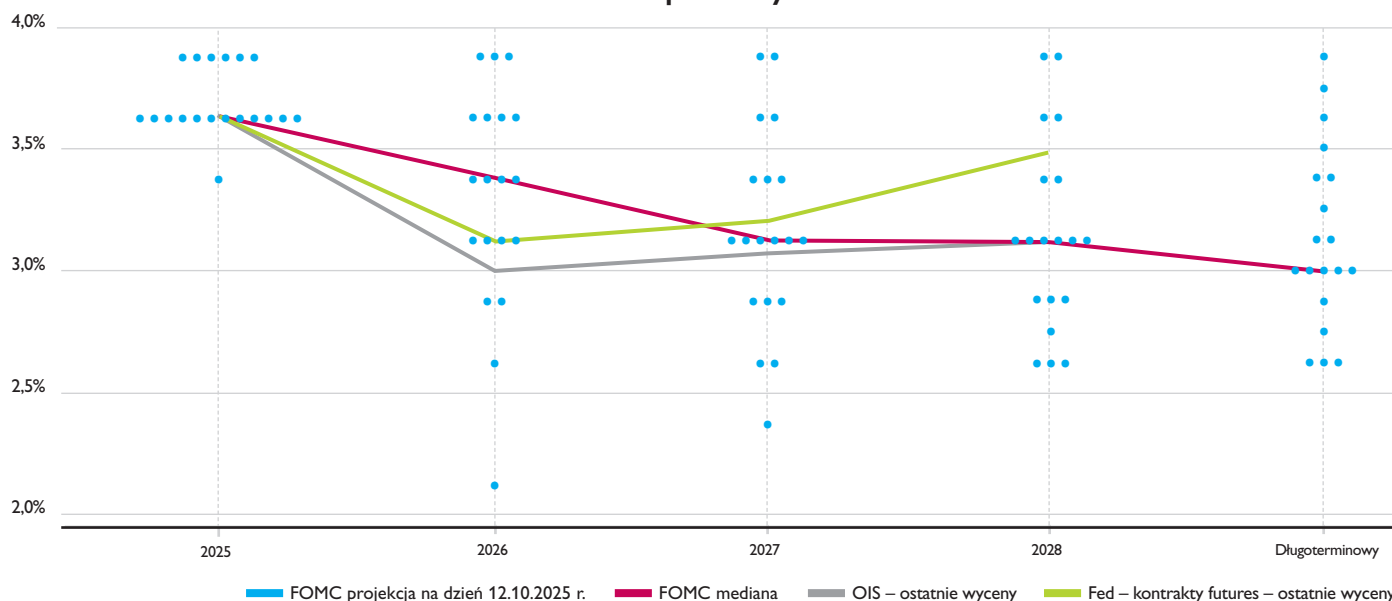
Wystromienie krzywej rentowności stwarza

większy potencjał przy wydłużeniu duracji.

Na stopy zwrotu z instrumentów dłużnych wpływają dwa czynniki: bieżący dochód generowany przez nie, oraz zmiana cen obligacji, która przejawia się także zmianą ich rentowności.

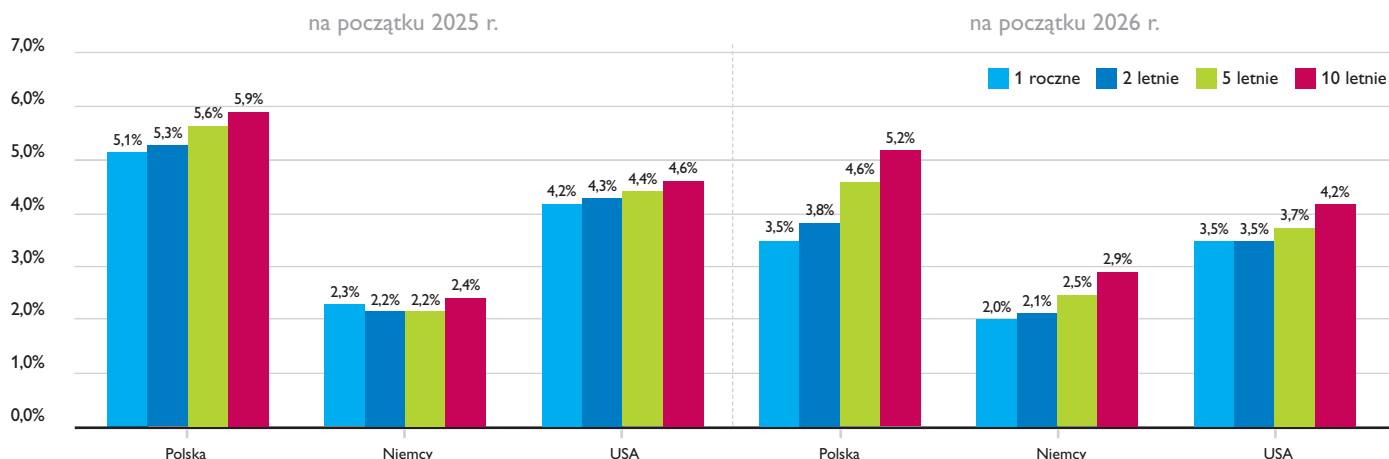
Prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego, rynku pracy i inflacji układają się odmiennie w poszczególnych krajach, a główne banki centralne znajdują się na różnych etapach cyklu polityki pieniężnej. Nie dziwi więc,

Prognozy dot. poziomu stóp procentowych w USA formułowane przez członków Fed-u oraz poziomy stóp oczekiwane przez rynek instrumentów pochodnych



Źródło: Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych poszczególnych krajów



Źródło: Millennium TFI, Investing.com

W dłuższej perspektywie wynik funduszy dłużnych jest zdeterminowany rentownościami ich portfeli.

że odzwierciedlenie tych tendencji mieliśmy także na rynku instrumentów dłużnych – rozbieżności w zmianach rentowności mogliśmy zobaczyć zarówno między różnymi rynkami, jak i w różnych terminach zapadalności obligacji.

Spadające rentowności przekładały się na wyższe stopy zwrotu dla inwestorów, tym większe im dłuższa była duracja obligacji (ważony przepływami czas do ich wykupu).

Istotnym czynnikiem wpływającym na rynki obligacji w 2026 roku może być relacja między krótkoterminowymi a długoterminowymi rentownościami. Po niezwykle okresie, w którym obligacje krótkoterminowe przynosiły wyższe zyski niż obligacje długoterminowe, powrót tzw. premii terminowej (czyli dodatkowego zysku, którego inwestorzy wymagają w zamian za pożyczanie pieniędzy na dłuższe okresy) przyczynił się do wzrostu zmienności cen obligacji w 2025 r. Chociaż zmienność ta była niekorzystna dla niektórych inwestorów, może to oznaczać powrót

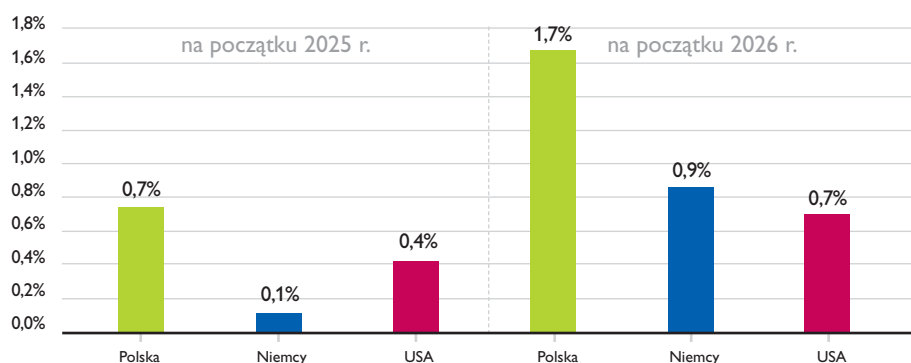
ryнку obligacji do bardziej normalnej dynamiki, w której rentowności z pożyczania na dłuższy czas są wyższe niż na krótszy czas.

Jak widać na wykresie powyżej na początku 2025 r. różnica w rentownościach 10 letnich obligacji, i 1-rocznych w przypadku polskich skarbowek wynosiła zaledwie 0,7 pkt. proc., podczas gdy obecnie wynosi 1,7 pkt. proc. Większe premie terminowe notujemy także w przypadku obligacji z rynków bazowych. Tzw. wystromienie krzywej dochodowości z jednej strony jest wyrazem niepewności inwestorów dot. długoterminowych perspektyw dla długu, ale z drugiej strony stwarza potencjał dla wyższych zwrotów przy dłuższej duracji portfeli.

Wciąż atrakcyjne rentowności.

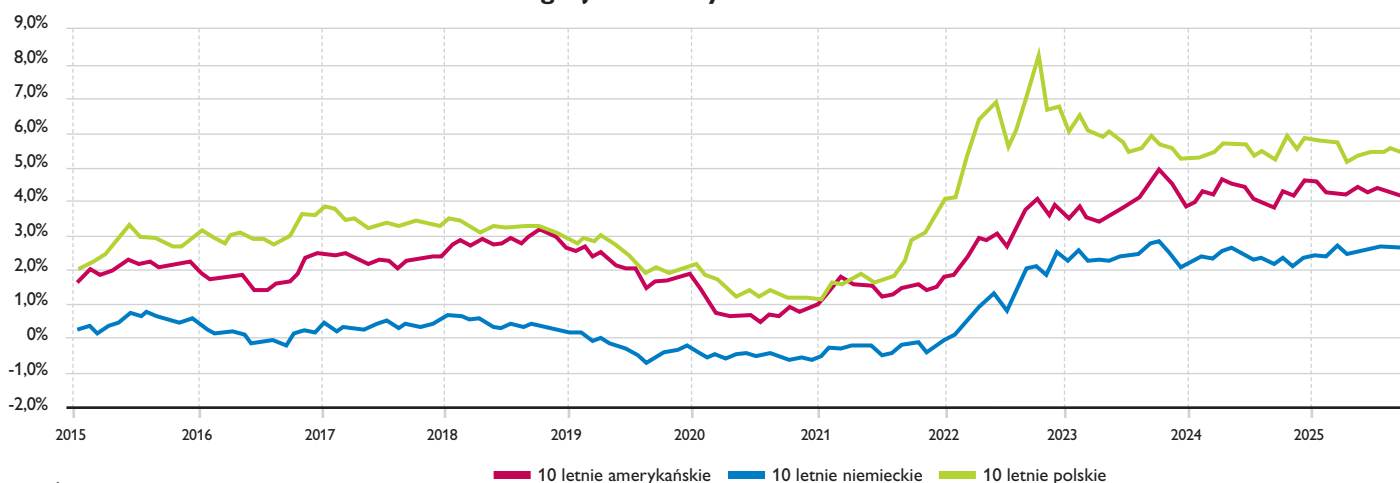
W dłuższej perspektywie wynik funduszy dłużnych jest zdeterminowany rentownościami ich portfeli, a rentowności obligacji wydają się atrakcyjne zarówno na tle historycznym

Premia terminowa – różnica w rentowności obligacji 10-letnich i 1-rocznych



Źródło: Millennium TFI, Investing.com

Rentowności 10 letnich polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji skarbowych



Źródło: Millennium TFI, stoq.pl

Obecny poziom rentowności wskazuje na dodatnie realne stopy zwrotu z obligacji w kolejnych latach, co w ostatniej dekadzie było zjawiskiem niezbyt częstym.

jak i biorąc pod uwagę moment w cyklu polityki monetarnej banków centralnych.

Rok 2025 przyniósł lekki spadek rentowności obligacji, a więc niższy bieżący dochód co oznacza, że nie powinniśmy oczekiwać wyższych stóp zwrotu z instrumentów o stałym dochodzie, niż w ubiegłym roku. Jednak niższy dochód przy istotnie niższej inflacji niż przed rokiem, nie jest naszym zdaniem powodem do tego, aby patrzeć na dług mniej życzliwym okiem. Ponadto dochód ten utrzymuje się powyżej poziomów sprzed szoków inflacyjnych z okresu pandemii, co pozostawia także pewną przestrzeń do dalszego spadku rentowności i wzrostu cen obligacji.

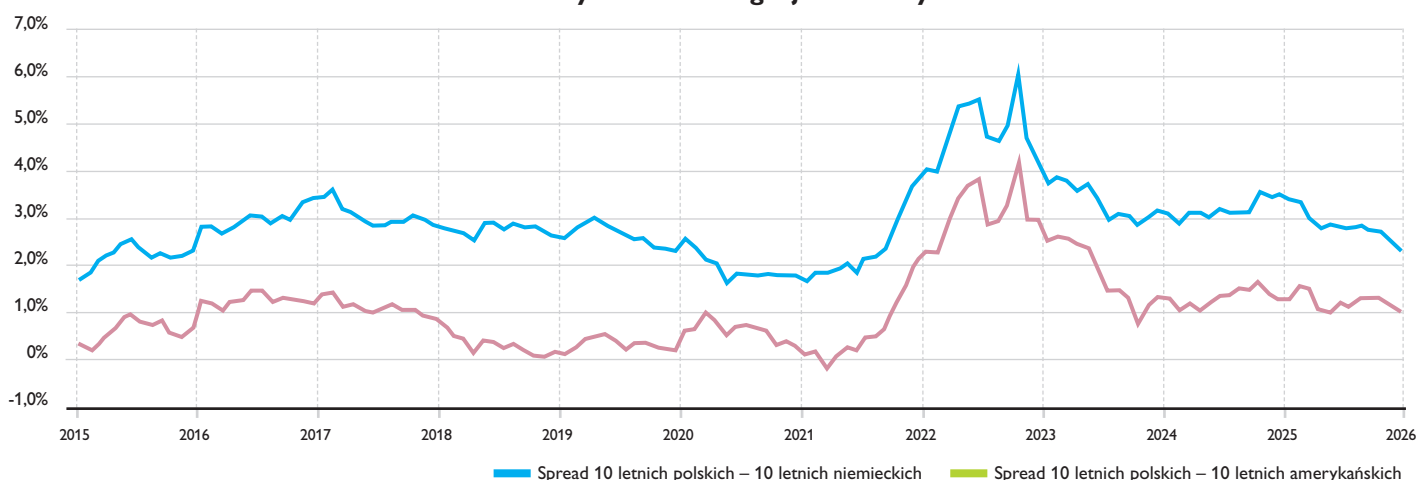
Jeśli weźmiemy pod uwagę, że wg ekonomistów inflacja przez dłuższy czas może się utrzymać w okolicach celów banków centralnych, to obecny poziom rentowności wskazuje

na dodatnie realne stopy zwrotu z obligacji w kolejnych latach, co w ostatniej dekadzie było zjawiskiem niezbyt częstym.

Z perspektywy relatywnej atrakcyjności polskich skarbówek do obligacji skarbowych z rynków bazowych ich obecne poziomy nie odbiegają od przeciętnych w ostatniej dekadzie. Istotnie wyższe „spready” w ostatniej dekadzie notowaliśmy tylko w latach 2022-2023.

Oczywiście nie możemy mówić o inwestycji bez ryzyka, ponieważ takowe w świecie inwestycji nie występują. Ryzykiem tym dla papierów skarbowych jest zawsze inflacja, ale obecnie także rosnące zadłużenie budżetowe i wynikająca z tego zwiększona podaż obligacji, która w niektórych przypadkach może skutkować wzrostem premii jakiej mogą wymagać inwestorzy od emitentów. Jednak ryzyko to jest niejako wpisane zawsze

Różnice w rentowności 10 letnich polskich i niemieckich oraz polskich i amerykańskich obligacji skarbowych



Źródło: Millennium TFI, stoq.pl

Obecnie premia za ponoszenie ryzyka kredytowego jest zbliżona do najniższych poziomów w historii.

w inwestycje w skarbowe papiery dłużne. Deficyty budżetowe mają ogólną tendencję do wzrostu, szczególnie w okresach przedwyborczych. Biorąc jednak po uwagę spodziewane stosunkowo wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w 2026 roku, uważamy, że to ryzyko jest uczciwie wycenione w obecnych rentownościach polskiego długu.

Kluczowym czynnikiem dla rynku obligacji w 2026 roku powinny być zmieniające się perspektywy obniżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną w USA. Rynek już dyskontuje 2-3 obniżki w 2026 roku i spadek stopy procentowej w okolicie 3% na koniec 2026 roku, jednak w przypadku boomu w amerykańskiej gospodarce i utrzymania się presji inflacyjnej, te oczekiwania mogą okazać się zbyt optymistyczne. Z drugiej strony jednak w przypadku istotnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy Fed może jednak zaskoczyć szybszymi obniżkami niż te obecnie zakładane.

Z powodu tych dwóch czynników spodziewamy się podobnie jak w poprzednim roku utrzymywania się podwyższonej zmienności w rytmie napływających danych z gospodarki.

Czynnikami, który mógłby wesprzeć rynek długu są stosunkowo wysokie wyceny akcji na globalnych rynkach, które w przypadku pogorszenia się perspektyw dla tej klasy aktywów mogłyby popchnąć inwestorów

do szukania bezpiecznych przystani w obligacjach skarbowych i inwestycyjnych (Investment Grade), które w ostatnich latach pozostawały aktywnie nieco zapomnianym, ze względu na istotnie niższe stopy zwrotu, niż oferowały rynki akcji.

Premia za ryzyko kredytowe jest niska.

Ryzyko kredytowe oznacza ryzyko, że emitent nie wykupi obligacji na ustalonych warunkach lub nie zrobi tego w ogóle. To ryzyko jest większe w przypadku emitentów nie posiadających ratingu inwestycyjnego (High Yield), niż w przypadku emitentów posiadających taki rating. Punktem odniesienia dla tego ryzyka są na ogół obligacje skarbowe. Obecnie premia za ponoszenie ryzyka kredytowego jest zbliżona do najniższych poziomów w historii, co z jednej strony oznacza, że inwestorzy nie spodziewają się recesji i wzrostu niewypłacalności ich emitentów, ale z drugiej strony w przypadku pojawienia się takiej perspektywy i wzrostu tzw. spread-ów mogłoby to skutkować znaczącą przeceną obligacji High Yield, a w takim scenariuszu obecna premia za to ryzyko jest bardzo niska, co stawia pod znakiem zapytania sens jego ponoszenia.

Wzrosty spread-ów na ogół są jednak krótkotrwałe, dlatego nie będziemy zaskoczeni, jeśli to właśnie obligacje wysokodochodowe

Różnice w rentownościach obligacji bez ratingu inwestycyjnego (poziom BB), a rentownością obligacji skarbowych USA



Źródło: FRED – The ICE BofA Option-Adjusted Spreads (OASs)

Po bardzo dobrym roku 2025, spodziewamy się dodatnich, ale niższych stóp zwrotu w 2026 r.

przyniosą najwyższe stopy zwrotu spośród wszystkich instrumentów dłużnych w 2026 r. Jednak przy obecnych poziomach premii za ryzyko kredytowe nasze nastawienie do tej klasy aktywów jest jedynie neutralne.

Perspektywy dla instrumentów dłużnych na 2026 rok.

Biorąc pod uwagę obecny moment w cyklu polityki monetarnej banków centralnych oraz bieżące rentowności obligacji oraz znane obecnie ryzyka jesteśmy umiarkowanie optymistycznie nastawieni do wszystkich rodzajów papierów dłużnych, z wyjątkiem obligacji wysokodochodowych, co do których mamy nastawienie neutralne.

W kontekście naszych subfunduszy dłużnych, po bardzo dobrym roku 2025, spodziewamy się dodatnich, ale niższych stóp zwrotu w 2026 roku ze względu na spadek bieżącego dochodu.

W przypadku funduszy o krótszej duracji (FIO Obligacji Klasyczny i SFIO Obligacji Uniwersalny) spodziewamy się wyższych stóp zwrotu, niż wynosi średnie oprocentowanie bankowych depozytów w styczniu 2026 r. W przypadku realizacji scenariusza silniejszych niż się obecnie zakłada obniżek stóp proc. przez NBP wyższej stopy zwrotu oczekujemy od subfunduszu FIO Instrumentów Dłużnych. Jest to jednak subfundusz dla inwestorów akceptujących nieco wyższe ryzyko zmienności wynikające z dłuższej duracji portfela (ale nie wyższego ryzyka kredytowego).

Podsumowując, patrząc poza chwilowe kaprysy rynku, które niewątpliwie pojawią się także w tym roku, nadal uważamy, że instrumenty dłużne na progu 2026 roku oferują godziwą wartość w relacji do ponoszonego ryzyka. Tak więc pozostajemy na sprzyjającym kursie!

Potencjalne stopy zwrotu (w %) na 2026 rok

Scenariusze	Potencjalne stopy zwrotu (w %) na 2026 rok		
	FIO Obligacji Klasyczny	FIO Instrumentów Dłużnych	SFIO Obligacji Uniwersalny
Neutralny (rentowności bez zmian)	3,5	3,5	4,0
Umiarkowany pozytywny (spadek rentowności o <50 pb.)	3,5 - 4,0	3,5 - 6,2	4,0 - 4,8
Pozytywny (spadek rentowności o 50-100 pb.)	4,0 - 4,6	6,2 - 8,8	4,8 - 5,6
Umiarkowany negatywny (wzrost rentowności o <50 pb.)	2,9 - 3,5	0,9 - 3,5	3,2 - 4,0
Negatywny (wzrost rentowności o 50-100 pb.)	2,4 - 2,9	0,9 - (-1,8)	2,4 - 3,2
Skrajne (wzrost lub spadek rentowności większy niż 100 pb.)	>4,6 i <2,4	>8,8 i < (-1,8)	>5,6 i <2,4

Objaśnienia: Scenariusze zakładają zmianę rentowności portfela obligacji subfunduszy. Powyższe szacunki zostały dokonane na podstawie danych z 31.12.2025 r. oraz dostępnych na ten dzień analiz makroekonomicznych i rynkowych dla dochodowości portfela (uwzględniającego opłatę za zarządzanie). Szacunki powyższe nie stanowią obietnicy osiągnięcia w/w stóp zwrotu, a rzeczywiste zwroty w/w subfunduszy mogą się w rzeczywistości różnić od powyższych szacunków.

Rynki akcji

Stabilne fundamenty we wrażliwym otoczeniu geopolitycznym

Wzrosty te oraz cały handel na amerykańskiej giełdzie bardzo mocno koncentrował się wokół spółek z tzw. „Magicznej 7-ki”.

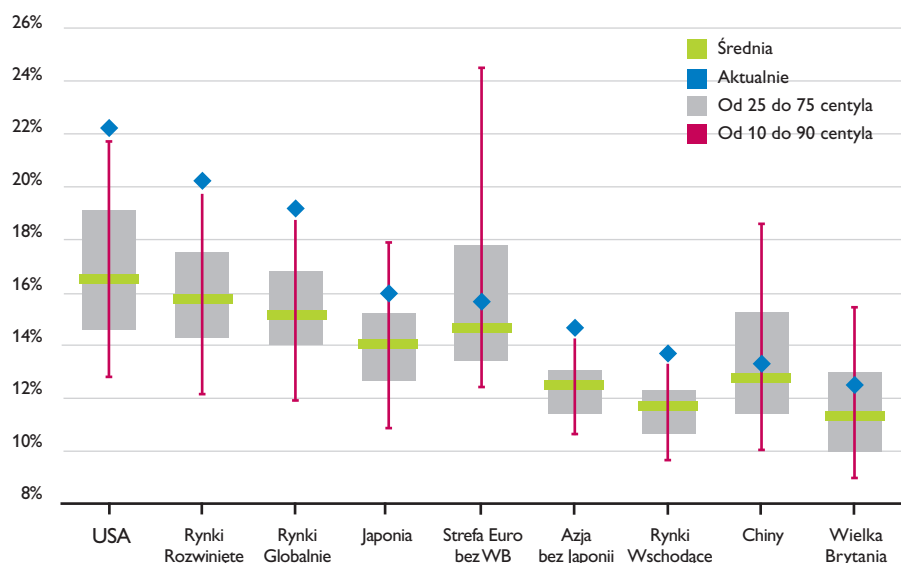
Stany Zjednoczone – bardziej zrównoważona kontynuacja hossy.

W USA miniony rok stał pod znakiem kontynuacji hossy czwarty rok z rzędu. Nie brakowało jednak wydarzeń, które wprowadzały zmienność i nerwowość. Wybór Donalda Trumpa na II kadencję prezydencką oraz ogłoszone przez niego zmiany w polityce migracyjnej i handlowej sprawiły, że przez pierwsze 4 miesiące roku amerykańskie akcje ulegały przecenieniu niemal o 20%. Dopiero wiosenne uspokojenie nastrojów, postępy w walce z inflacją oraz łagodniejsza polityka monetarna Fed sprawiły, że indeks S&P500 zakończył rok z wynikiem +16,4%, a technologiczny Nasdaq Composite +20,5%. Oprócz czynników politycznych i makroekonomicznych wzrosty te miały swoje dwa istotne źródła. Po pierwsze, „boom” związany z AI i technologiami: sektor półprzewodników wzrósł o ponad 40%, a sektor cały technologiczny w S&P 500 przyniósł około 26% zysku. Prym we wzrostach wiodły spółki zajmujące się modelami językowymi

lub produkującymi komponenty związane z magazynowaniem energii, infrastrukturą i produkcją komponentów i podzespołów do sztucznej inteligencji. W tym miejscu należy jednak wspomnieć o tym, że wzrosty te oraz cały handel na amerykańskiej giełdzie bardzo mocno koncentrował się wokół spółek z tzw. „Magicznej 7-ki” (Amazon, Meta, Alphabet/Google, Tesla, Nvidia, Microsoft, Apple). Ich udział w kapitalizacji całego indeksu S&P500 przekroczył 40%! Po drugie, zdrowe fundamenty spółek. Średnia dynamika zysków spółek z indeksu S&P 500 wyniosła w całym roku ok. 12–13%, czyli znacząco przewyższając oczekiwania analityków. Jednocześnie spółki zachowały wysokie poziomy przychodów i marż. Pokazały tym samym, że potrafią adaptować się do nowych warunków handlowych, absorbując pewne nierównowagi wynikające z zakłócenia łańcuchów dostaw, bez istotnego pogorszenia swojej kondycji.

Czy zatem w 2026 roku możemy spodziewać się kontynuacji zeszłorocznego trendu? Wiele wskazuje, że tak, choć niekoniecznie z aż tak silną dynamiką. Przemawia za tym kilka argumentów.

Wyprzedzający wskaźnik cena/zysk za 12 miesięcy dla akcji na poszczególnych rynkach



Źródło: JP Morgan

Uważamy, że zyski spółek technologicznych mogą nadal rosnąć w solidnym, choć wolniejszym tempie w 2026 roku.

Wyceny spółek

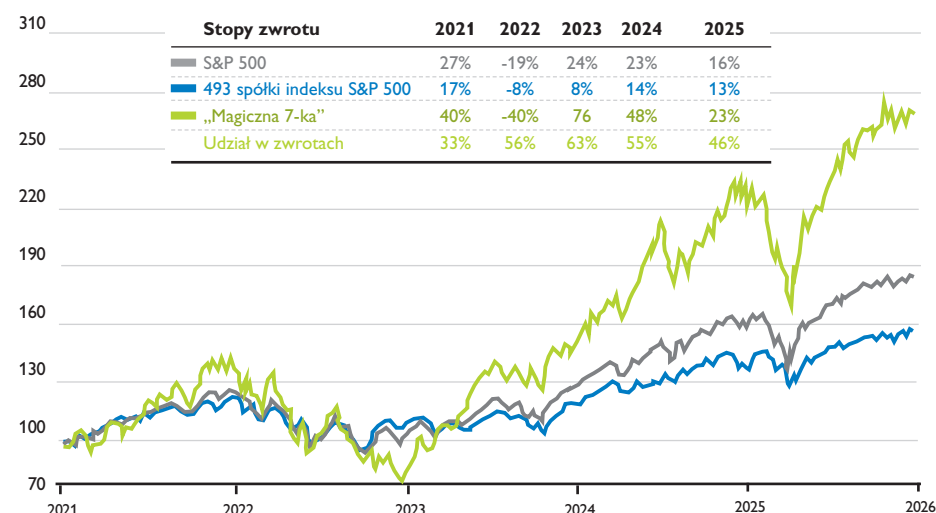
Wielu analityków wskazuje, że rynek amerykański stał się relatywnie drogi w stosunku do innych. I rzeczywiście jest to prawda – odczyt wskaźnika cena/zysk za 12 miesięcy na poziomie 22x a dla „Magicznej 7-ki” ok. 30x. Jest to wyżej, niż dla spółek w Europie i Japonii (ok. 16x) czy średnio na rynkach wschodzących (14x). Warto jednak zauważyć, że mnożnik ten nie rósł wraz z kolejnymi rekordami amerykańskich indeksów. Dlaczego? Ponieważ zyski spółek rosły. Spodziewamy się, że w 2026 roku wyceny spółek na amerykańskim rynku będą kierowały się w stronę wieloletnich średnich, a inwestorzy nadal będą skłonni płacić więcej za dobre jakościowo spółki.

Potencjał AI

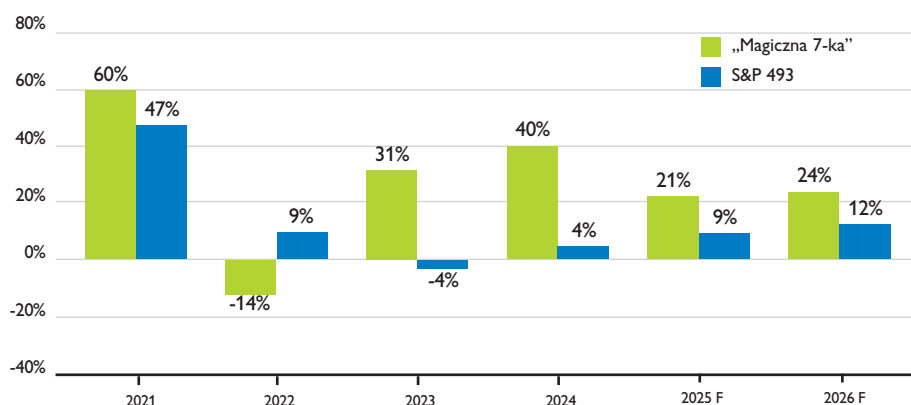
Uważamy, że zyski spółek technologicznych mogą nadal rosnąć w solidnym, choć wolniej-

szym tempie w 2026 roku, ponieważ rewolucja sztucznej inteligencji (AI) wciąż napędza wysokie nakłady inwestycyjne – a w konsekwencji zyski w całej gospodarce. Największy wpływ AI ostatecznie pojawi się w innych częściach gospodarki, gdy firmy zaczną wdrażać tę technologię w celu zwiększenia wzrostu zysków. Częściowo będzie to wynikać z redukcji kosztów pracy. Elastyczność amerykańskiego rynku pracy sugeruje, że AI zostanie zintegrowana w USA bardziej kompleksowo i szybciej niż w innych krajach. Dyskusja o tym, czy sektor AI to bańka czy nie, zapewne będzie kontynuowana. Na pewno w tym sektorze znajdziemy spółki z nienaturalnie wysokimi wycenami, jednak jeśli popatrzymy na gigantów takich jak Nvidia, której mnożnik cena/zysk na 12 miesięcy do przodu wynosi ok. 25x i jest to spółka zdolna nadal generować wysokie marże i zyski, fundamenty dla sektora wydają się stabilne.

Stopy zwrotu i indeksy cenowe akcji z indeksu S&P500, akcji spółek z "Magicznej 7ki" oraz pozostałych spółek w indeksie

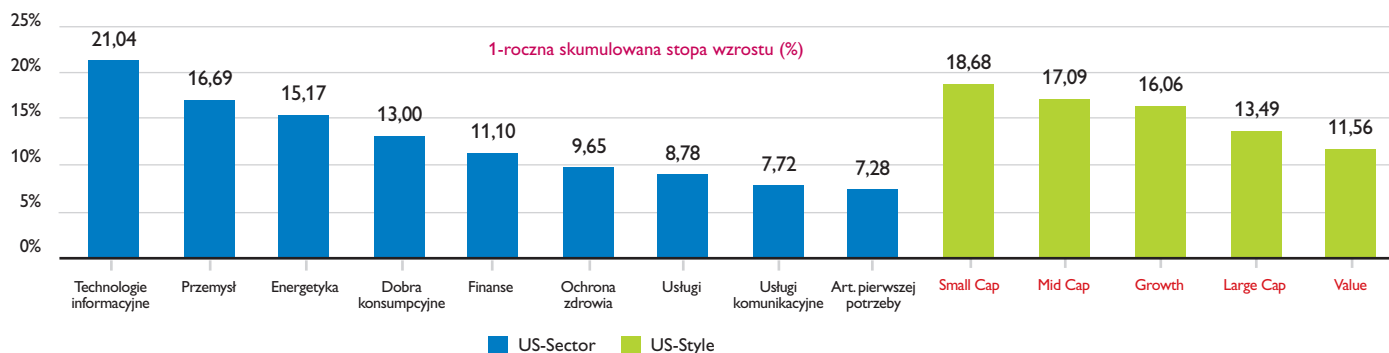


Dynamika zysków spółek z "Magicznej 7ki" i pozostałych spółek z indeksu S&P500



Źródło JP Morgan

Prognozy wzrostu (w %) dla poszczególnych sektorów i rodzajów spółek w USA, na 2026 r.



Źródło: FactSet, Franklin Templeton

Spodziewamy się rozszerzenia napływów do spółek value oraz o niższym poziomie kapitalizacji.

„Demokratyzacja” wzrostów

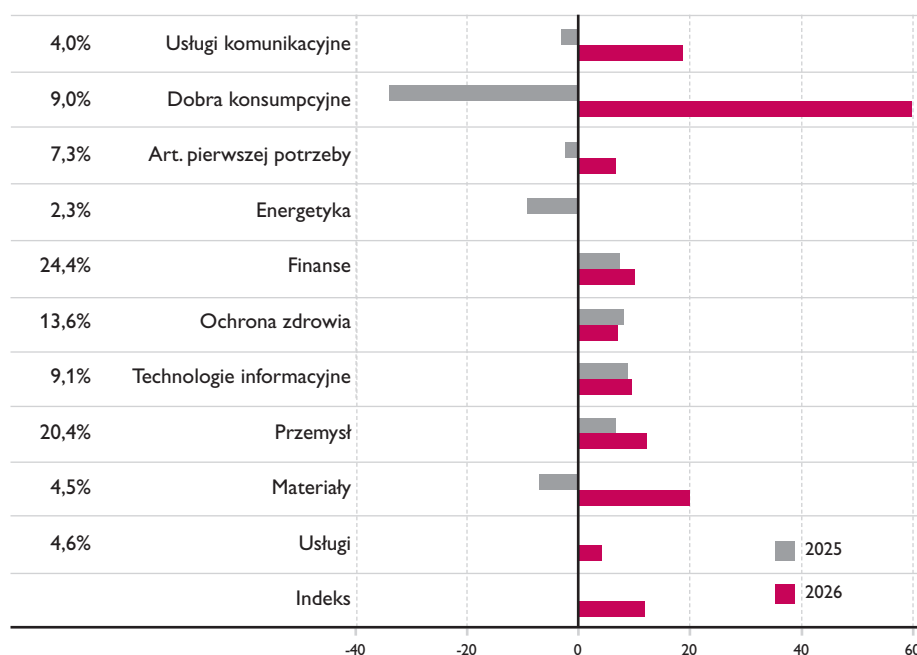
Po silnej dominacji największych spółek technologicznych, naturalną wydaje się potrzeba dywersyfikacji – szczególnie, że prognozy zysków spółek małych i średnich (indeks Russell 2000) na 2026 wyglądają obiecująco, a wiele sektorów „przespało” wiosenne odbicie na amerykańskim rynku kapitałowym. Choć spółki technologiczne zapewne będą nadal cieszyć się największym zainteresowaniem inwestorów, spodziewamy się rozszerzenia napływów do spółek value oraz o niższym poziomie kapitalizacji. Biorąc pod uwagę pozytywne otoczenie makroekonomiczne w USA – deregulację, większą aktywność w zakresie fuzji i przejęć, rosnące inwestycje

biznesowe, wzrost płac, spadające stopy procentowe oraz niskie ceny energii – jesteśmy optymistyczni, że te oczekiwania dotyczące zysków w dużej mierze się zrealizują.

Europa – na drodze do niezależności.

Europejskie przedsiębiorstwa borykały się w 2025 roku z trudnościami w obliczu amerykańskich ceł, silniejszego euro oraz zwiększonego importu z Chin. Wciąż utrzymujący się impas w wojnie rosyjsko-ukraińskiej oraz wewnętrzne problemy ze stabilnością rządu we Francji, dodatkowo wprowadzały chaos. Zakłócenia w międzynarodowym porządku politycznym i gospodarczym, wywołane przez nową administrację USA, skłoniły Europę do prób ograniczenia swojej

Projekcje przychodów spółek w poszczególnych sektorach europejskiej gospodarki na tle przychodów z 2025 r. (w % r/r)



Źródło: JP Morgan

Przed europejskim rynkiem akcji w 2026 roku czeka wiele szans, ale też wyzwań.

zależności od Stanów Zjednoczonych, m.in. poprzez zwiększenie zdolności obronnych oraz niezależności energetycznej – inicjatywę nazwaną „Strategiczną Autonomią”. Z perspektywy rynku kapitałowego, europejski reakcje były zdecydowanie beneficjentem ucieczki kapitałów z USA w pierwszej połowie 2025 r.: szeroki indeks akcji Stoxx600 urosł +16% w całym roku, notując najwyższą stopę zwrotu od 4 lat, a niemiecki DAX urosł 23% – najwięcej od 6 lat.

Przed europejskim rynkiem akcji w 2026 roku czeka wiele szans, ale też wyzwań. Wciąż bowiem nie widać wyraźnych oznak ożywienia w niemieckim przemyśle, a wprowadzany obecnie protekcjonizm gospodarczy w obliczu konkurencji z Chin jest dość wyraźnie spóźniony. Tym niemniej wielu inwestorów oczekuje bodźców fiskalnych skierowanych na infrastrukturę i obronność, aby zwiększyć zyski przedsiębiorstw. Rzeczywiście, prognozy wskazują, że zyski dla indeksu MSCI Europe Aerospace & Defense mogą wzrosnąć o ponad 25% w 2026 roku. Uważamy, że ta inicjatywa pomoże regionowi zrekompensować negatywny wpływ amerykańskich ciał i wesprze przekształcenie gospodarki w kierunku modelu mniej zależnego od eksportu. Ponadto środowisko niskich stóp procentowych oraz rosnąca konsumpcja i handel detaliczny mogą wspierać budowę silniejszego rynku wewnętrznego w ramach Unii Europejskiej. Prawdopodobnie też globalnych inwestorów może przyciągać bardziej tradycyjny model gospodarki (przeciwwaga do sektora wzrostowego w USA) ze spółkami o niższych wycenach.

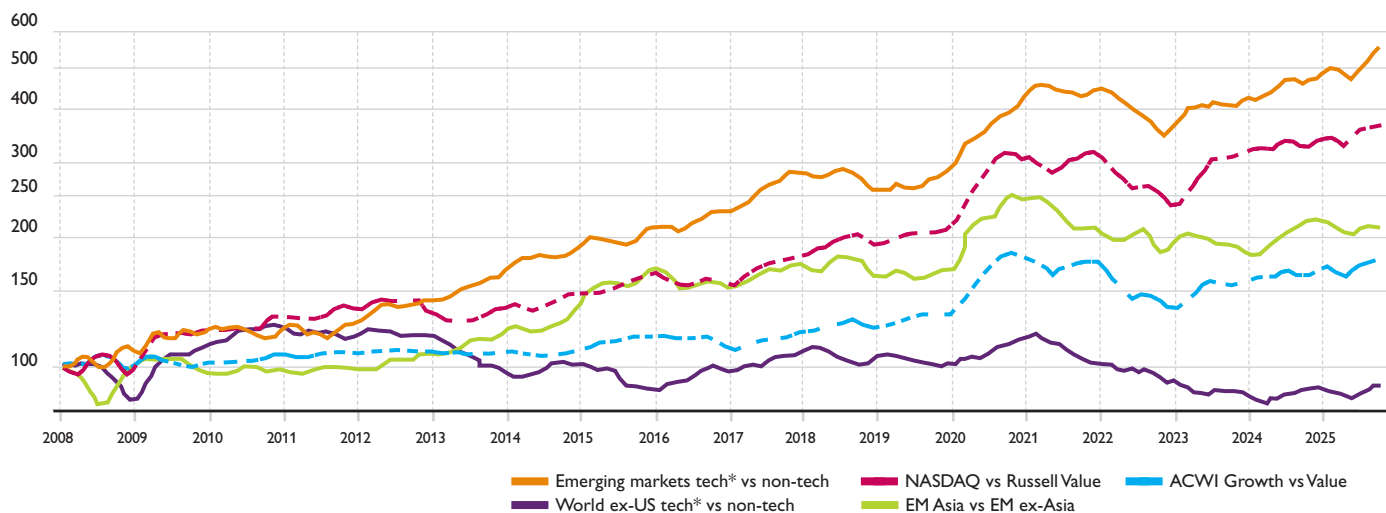
Rynki wschodzące – długo wyczekiwane odbicie.

Rynki wschodzące odnotowały w 2025 roku imponującą odbudowę po kilku słabszych latach. Indeks MSCI Emerging Markets (wyceniany w USD) osiągnął stopę zwrotu +34,4%, przewyższając stopy zwrotu indeksów rynków rozwiniętych. Ten dynamiczny wzrost był wspierany przez spłot korzystnych czynników: osłabienie dolara amerykańskiego, oczekiwania globalnych obniżek stóp procentowych, poprawę jakości kredytowej oraz atrakcyjne wyceny na początku roku. Dodatkowo, luzowanie polityki monetarnej w wielu krajach EM sprzyjało konsumpcji i inwestycjom, a globalny trend związany z rozwojem sztucznej inteligencji (AI) napędzał popyt na technologie i komponenty, szczególnie w Korei Południowej i Tajwanie.

Na uwagę zasługuje również dywersyfikacja wzrostu – nie ograniczał się on do jednego regionu. Silne zwyżki odnotowały Indie, wspierane przez konsumpcję krajową i obniżki stóp, a także kraje Ameryki Łacińskiej i Bliskiego Wschodu, korzystające z reform strukturalnych i wysokich cen surowców. W efekcie inwestorzy dostrzegli korzyści z dywersyfikacji poza dominujące dotąd amerykańskie spółki technologiczne.

Perspektywy na 2026 rok pozostają optymistyczne. Oczekiwane dalsze obniżki stóp procentowych przez Fed mogą osłabić dolara, co sprzyja przepływowi kapitału do walut lokalnych. Prognozy wskazują na dwucyfrowy wzrost zysków w wielu gospodarkach

Tempo wzrostu spółek związanych z technologiami i AI na rynkach wschodzących wpisuje się w wieloletni trend wzrostowy



Źródło: BNP Paribas

Postrzegamy 2026 rok jako czas kontynuacji hossy na globalnych rynkach akcji.

wschodzących, a inwestycje w technologie i infrastrukturę – w tym rozwój AI – mogą dodatkowo wspierać tę dynamikę, szczególnie w Chinach i krajach Azji Południowo-Wschodniej. Stabilizacja inflacji i poprawa fundamentów makroekonomicznych zwiększą atrakcyjność tych rynków. Czynnikiem sprzyjającym mogą być też same mechanizmy rynkowe i popytowe: już teraz wiele dużych zagranicznych towarzystw funduszy inwestycyjnych mówi o potrzebie dywersyfikacji poza USA, gdzie wyceny spółek są dużo atrakcyjniejsze, a widoczna odporność na amerykańskie cła potwierdza ich mocne fundamenty.

Ryzyka jednak pozostają realne. Ewentualne umocnienie dolara mogłoby podnieść koszty obsługi zadłużenia w walutach obcych, a napięcia geopolityczne i bariery handlowe mogą ograniczyć napływ kapitału. Szczególną uwagę należy zwrócić na Chiny, gdzie problemy strukturalne i słaby popyt mogą spowolnić wzrost całego regionu. Rynki wschodzące pozostają też podatne na krótkoterminowe wahania nastrojów inwestorów i globalne szoki.

Japonia – stabilne prognozy

2025 rok dla japońskiego rynku kapitałowego był wyjątkowy. Indeks Nikkei 225 wzrósł o około 26%, a Topix o 22%, osiągając historyczne maksima powyżej 50 000 punktów. Wzrost napędzały inwestycje w technologie i sztuczną inteligencję, wsparcie fiskalne oraz reformy korporacyjne, które poprawiły efektywność spółek i zwiększyły atrakcyjność rynku dla inwestorów zagranicznych.

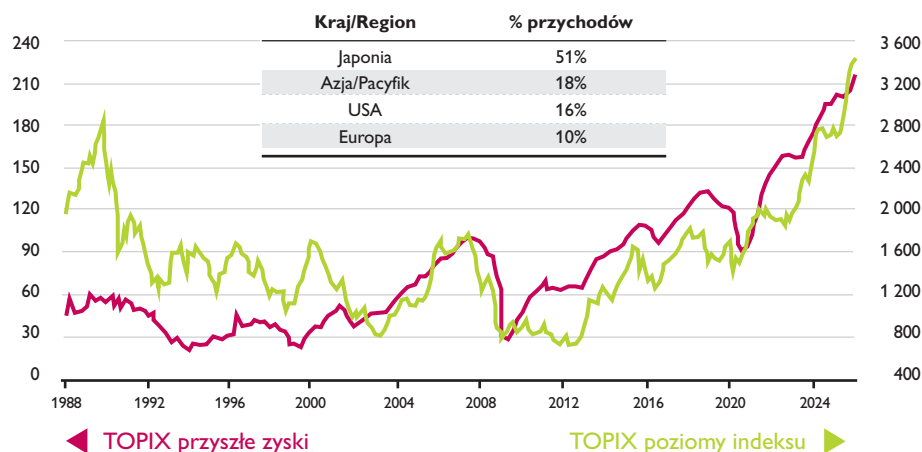
Coraz większe znaczenie miały także programy skupu akcji własnych i rosnące dywidendy, co dodatkowo budowało zaufanie do japońskich spółek.

Na 2026 rok prognozy pozostają pozytywne. Wsparciem dla rynku będą rosnące płace, wydatki konsumenckie oraz dalsze reformy w zakresie efektywności spółek. Spodziewana jest również rotacja sektorowa – po dominacji technologii w 2025 roku wzrost może rozłożyć się szerzej na inne branże, a trzeba pamiętać, że przekrój japońskiej gospodarki jest bardziej tradycyjny (podobny bardziej do europejskiego niż amerykańskiego).

Ryzyka dla Japonii obejmują możliwe podwyżki stóp procentowych i umocnienie jena, które mogłyby osłabić eksport. Dodatkowo napięcia polityczne w regionie (Tajwan) oraz globalne zawirowania mogą wpływać na nastroje inwestorów. Mimo to fundamenty pozostają solidne, a Japonia wchodzi w 2026 rok z silną pozycją i perspektywą dalszego wzrostu.

Podsumowując, postrzegamy 2026 rok jako czas kontynuacji hossy na globalnych rynkach akcji. Spodziewamy się, że rozbieżności w zachowaniu indeksów sektorowych i geograficznych, mogą się zmniejszyć, a wzrosty mogą być szerzej rozłożone na różne segmenty rynku. Zakładamy, że rynki akcji będą w stanie dostarczać inwestorom satysfakcjonującego potencjalnego zysku w stosunku do ponoszonego ryzyka straty, dzięki wciąż solidnym fundamentom części spółek. Szczególną uwagę zwracamy na rynki wschodzące, które z racji

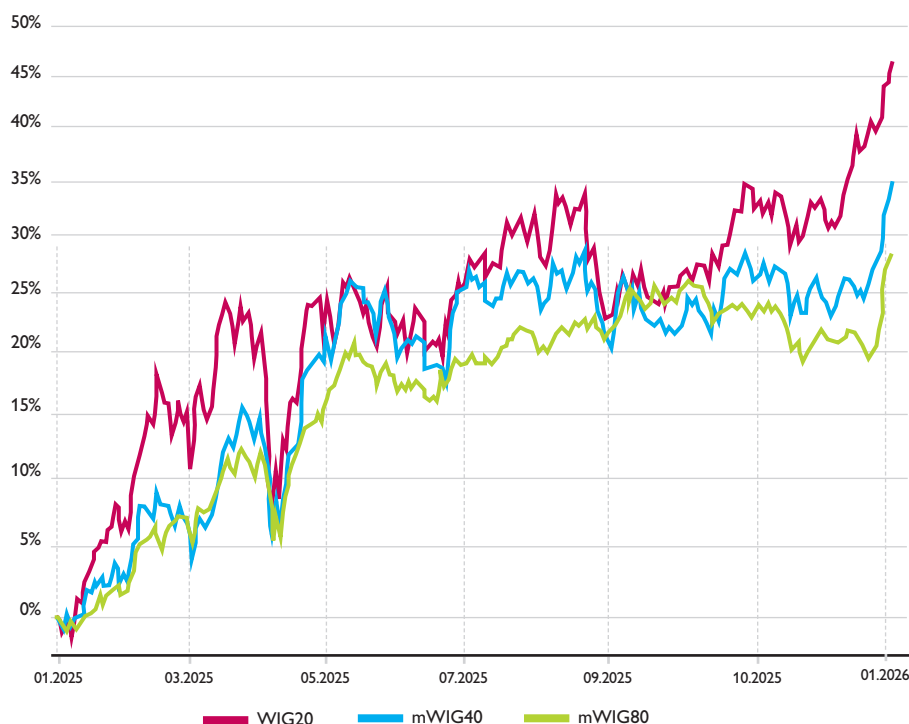
Wzrosty japońskiego indeksu akcji TOPIX mają swoje uzasadnienie w silnych fundamentach spółek i dynamicznemu wzrostowi zysków



Źródło BNP Paribas

Wzrosty na polskim parkiecie wynikały z korzystnych fundamentów makroekonomicznych.

Stopy zwrotu polskich indeksów akcji w 2025 r.



Źródło: stooq.pl

atrakcyjnych wycen w stosunku do innych regionów, poprawiającym się otoczeniu makroekonomicznym i widocznym napływem kapitałów mogą wspierać kontynuację tendencji z 2025 roku, przy jednoczesnym podwyższonym ryzyku zmienności, walutowym i politycznym. Analizując zaś ryzyka, widzimy je głównie po stronie wydarzeń geopolitycznych. Ich nieprzewidywalność może powodować krótkoterminowe szoki, jednak w naszej ocenie, w dłuższym terminie, nie powinny one przysłaniać zdrowych fundamentów i stały się po prostu immanentną częścią rynkowej rzeczywistości.

Polska – zdrowe fundamenty

Rok 2025 okazał się niezwykle udany dla polskiego rynku akcji – szeroki indeks WIG urósł o około 47%, osiągając historyczny poziom powyżej 116 000 punktów pod koniec grudnia. Wartość blue-chipów z WIG20 wzrosła nawet o około 45%, co uplasowało polską giełdę w gronie liderów globalnych rynków akcji. Impet hossy zapewniły głównie najbardziej płynne spółki z sektora bankowego, energetycznego i surowcowego – Orlen, KGHM oraz największe banki, takie jak PKO BP i Pekao – które przyciągnęły zarówno krajowych, jak i zagranicznych inwestorów.

Wzrosty na polskim parkiecie wynikały z korzystnych fundamentów makroekonomicz-

nych: spadku inflacji, oczekiwań niższych stóp procentowych, przyspieszenia PKB i napływu funduszy z unijnego KPO. Dodatkowo, niska wycena spółek (wskaźnik cena/zysk WIG20 ok. 15) i wysoka stopa dywidendy (średnio ok. 5%) zwiększały atrakcyjność GPW w porównaniu z rynkami rozwiniętymi. Ponadto nadzieje na znalezienie rozwiązania wojny rosyjsko-ukraińskiej zachęcały globalnych inwestorów do zwiększania zaangażowania w tej części Europy.

Rok 2026 może przynieść stabilną kontynuację hossy, choć zapewne już w bardziej zrównoważonym tempie. Argumentami za sprzyjającym otoczeniem dla polskich akcji są: stabilizacja inflacji wokół celu NBP, zapowiedziane przez Radę Polityki Pieniężnej dalsze obniżki stóp procentowych oraz poprawa dynamiki PKB dzięki konsumpcji i inwestycjom, co może pozytywnie wpłynąć na małe i średnie spółki.

Istotną szansą w segmencie akcji największych spółek mogą być także napływy kapitału pasywnego. W minionym roku udział Polski w indeksie MSCI Emerging Markets wynosił ok. 1%. Po tak spektakularnym roku (stopa zwrotu z indeksu MSCI Poland +74,6%) nasz udział w indeksie rynków wschodzących może wzrosnąć, a tym samym popyt ze strony pasywnych funduszy może rosnąć. Jednocześnie, mimo silnych wzrostów, polskie akcje

Historycznie polskie akcje wciąż mają przestrzeń do "nadrabiania zaległości" w portfelach zagranicznych inwestorów
(wykres cenowy indeksów akcji globalnych, rynków wschodzących i polski w USD)



pozostają relatywnie tanie, w przeliczeniu na USD: mnożnik cena/zysku to 12,8x przy mnożniku 22x dla akcji globalnych i 14x dla akcji rynków wschodzących. Tak wysoka, wspomniana wyżej, stopa zwrotu to oczywiście też ciągła pokusa do głębszej realizacji zysków, której polskie akcje – poza globalną kwietniową korektą

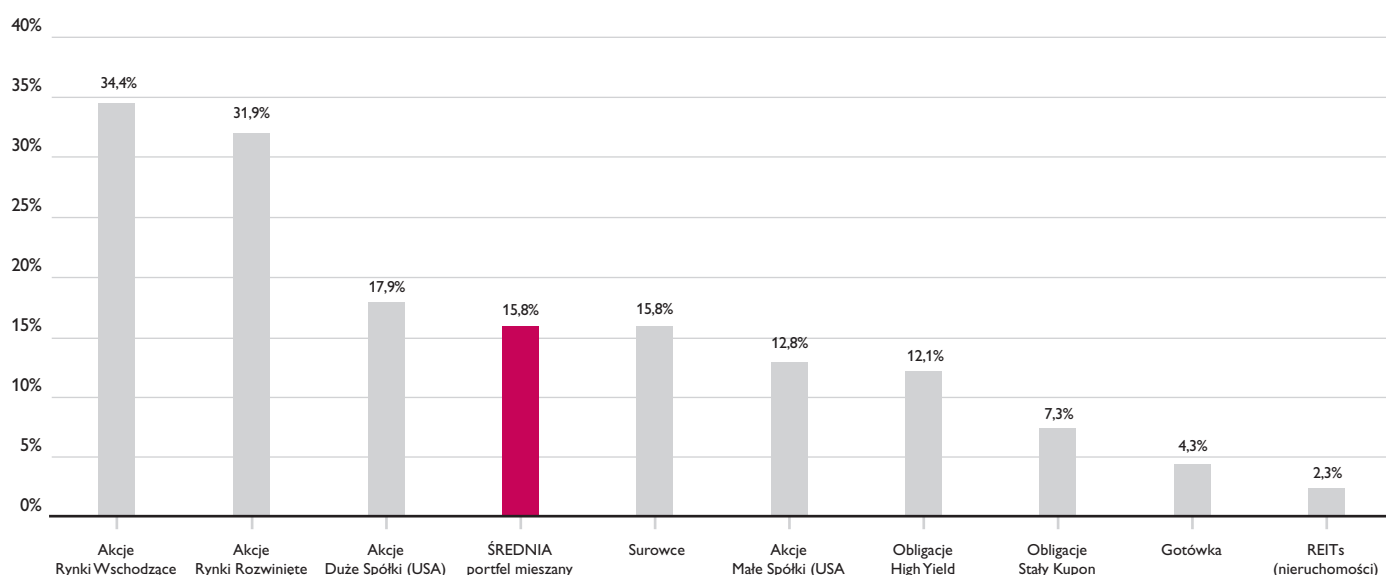
i sierpniową przeceną sektora bankowego – w zasadzie nie doświadczyły w minionym roku. Sądzymy jednak, że przy sprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym czynnik ten może mieć raczej charakter przejściowy, a decyzje inwestorów będą zależne również od globalnych inwestorów.



Podsumowanie i wyzwania na IV kwartał

Poniżej przedstawiamy Państwu wyniki funduszy z palety Millennium TFI na tle stóp zwrotu głównych grup aktywów, po całym 2025 roku:

Stopy zwrotu klas aktywów w 2025 roku na dzień 30.12.2025 r.



Źródło: JP Morgan

Oceniając wyniki funduszy inwestycyjnych z palety Millennium TFI w 2025 roku, wciąż można wyraźnie dostrzec zdecydowanie lepsze stopy zwrotu w przypadku rozwiązań, w których dominuje ekspozycja na polski rynek akcji. Nasza ekspozycja na sektor największych spółek, szczególnie w sektorze bankowym (a więc tych najczęściej wybieranych przez kapitał zagraniczny), przez większość roku pozostawała niedoważona. Koncentrowaliśmy się bowiem na poszukiwaniu wartości w biznesie prywatnym, mniej narażonym na regulacje oraz bardziej przewidywalnym, niż spółki kontrolowane przez Skarb Państwa. Z perspektywy roku nie oceniamy tej decyzji negatywnie, jednak w nowy rok wchodzimy z dużo bardziej zrównoważonym zaangażowaniem w polskie indeksy. W przypadku globalnych akcji, zanikająca dywergencja pomiędzy amerykańskim i europejskim rynkiem akcji skutecznie wspierała wzrosty cen spółek, szczególnie w sektorze technologicznym. Dzięki tym czynnikom nasze fundusze z ekspozycją na globalne rynki również zamknęły kwartał i rok dodatnimi stopami zwrotu, niwelując słabe zachowanie rynku amerykańskiego w pierwszym półroczu.

Stopy zwrotu funduszy z palety Millennium TFI w okresach rocznych

Millennium TFI – Stopy zwrotu w okresach rocznych (dane na dzień 30.12.2025).

Millennium FIO/SFIO	Klasa ryzyka (SRI)	Zalecany okres inwestycji	2025*	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
FIO Obligacji Klasyczny	2	1 rok	6,17%	5,20%	8,28%	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%	2,0%
FIO Instrumentów Dłużnych	2	2 lata	9,22%	1,70%	14,12%	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%	-3,1%
SFIO Obligacji Uniwersalny**	3	1 rok	6,63%	3,64%	8,23%	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%	3,8%
SFIO Plan Spokojny	2	3 lata	7,11%	3,52%	7,18%	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%	
FIO Stabilnego Wzrostu	3	3 lata	17,00%	3,46%	17,81%	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%	2,4%
SFIO Plan Wyważony	3	3 lata	9,07%	6,17%	10,68%	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%	1,1%
SFIO Multistrategia	3	3 lata	11,33%	8,16%	19,84%	-8,39%	10,6%	22,9%	10,6%	-11,3%	-0,3%	-0,8%
FIO Cyklu Koniunkturalnego	3	3 lata	27,67%	4,39%	21,91%	-11,34%	9,9%	10,8%	9,9%	-12,7%	4,3%	2,2%
FIO Akcji	4	5 lat	29,71%	4,55%	38,18%	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%	5,2%
FIO Dynamicznych Spółek	4	5 lat	22,16%	7,67%	41,14%	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%	13,2%
SFIO Plan Aktywny	4	5 lat	18,56%	17,64%	19,74%	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%	-0,5%
SFIO Top Sectors	3	5 lat	25,52%	13,84%	22,78%	-20,97%	* dane do 30.12.2025 r.					

Źródło: Millennium TFI

** SFIO Obligacji Uniwersalny (dawniej Obligacji Globalnych)

Cieszy nas fakt, że fundusze dłużne z naszej palety nie tylko zrealizowały cele, które komunikowaliśmy w styczniu 2025 roku, ale wręcz przebiły nasze oczekiwania. Ich wykorzystanie, jako stabilnego elementu portfela oraz alternatywy do depozytów bankowych miało zatem swoje uzasadnienie. Koncentracja portfeli Subfunduszy Obligacji Klasyczny oraz Instrumentów Dłużnych na polskim długu pozwoliła konsekwentnie budować stabilne i dodatnie stopy zwrotu, pozostawiając inwestorom wybór pomiędzy większym potencjałem, a mniejszą zmiennością. Przebudowa i zmiana strategii Subfunduszu Obligacji Uniwersalnego w połowie sierpnia 2025 roku pozwoliła wykorzystać nie tylko wciąż wysoką dochodowość polskiego długu, ale również wzrosty cen na globalnych rynkach obligacji korporacyjnych. Zmiana ta to także odpowiedź na zmieniające się warunki rynkowe i potrzebę większej elastyczności i selekcji pomiędzy różnymi rodzajami dłużnych klas aktywów, bez istotnego zwiększania zmienności samego subfunduszu.

Fundusze mieszane w minionym roku spełniły swoje zadanie – skutecznie dywersyfikowały ryzyko, łącząc różne klasy aktywów na różnych rynkach pod kątem geograficznym. Najlepiej spisały się te rozwiązania, które miały większy udział akcji oraz zaangażowanie w Polsce (Subfundusz Cyklu Koniunkturalnego Millennium FIO). Nadal pozwalają one inwestorom budować szeroką ekspozycję rynkową bez określania się w zakresie jednej konkretnej klasy aktywów oraz korzystać z wielu różnych potencjalnych scenariuszy rynkowych – co jest szczególnie istotne w sytuacji rynkowej niepewności.

Opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe, skłaniają nas do sformułowania naszego podejścia do poszczególnych klas aktywów w ujęciu strategicznym na 2026 rok. Spodziewamy się kontynuacji łagodzenia polityki monetarnej przez największe banki centralne i choć większa skala obniżek stóp procentowych jest już prawdopodobnie za nami. Rentowności obligacji, stanowiące główną składową przyszłych stóp zwrotu funduszy dłużnych, są jednak nadal atrakcyjne i powinny nadal skutecznie bronić dodatnich stóp zwrotu – szczególnie w Polsce.

Duże nadzieje pokładamy w rynkach wschodzących, które pokazały swoją odporność na amerykańskie cła.

Spodziewamy się, że nadchodzące miesiące nadal będą sprzyjać obligacjom, choć pewnie tempo i skala wzrostów może być nieco niższa, niż w 2025 roku. W segmencie obligacji nieskarbowych, stawiamy na selekcję dobrej jakości papierów korporacyjnych, z ratingiem inwestycyjnym oraz High Yield. Choć premia, którą oferują ponad obligacje skarbowe jest mniejsza, niż rok temu, sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oraz niższe stopy procentowe powinny poprawiać kondycję przedsiębiorstw.

W przypadku akcyjnych klas aktywów, dostrzegamy solidne fundamenty spółek, wciąż sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oraz dobre prognozy wyników spółek. Środowisko niższych stóp procentowych również może obniżyć koszt pozyskania kapitału przez firmy, wspierać sektory usługowe i konsumenckie, ale także zwiększać potencjalną premie za ryzyko w porównaniu z rynkiem obligacji. Wciąż widzimy duży potencjał w sektorze AI i technologicznym, ale także przestrzeń do przeniesienia popytu na inne, sektory. Duże nadzieje pokładamy w rynkach wschodzących, które pokazały swoją odporność na amerykańskie cła, a względnie sprzyjające otoczenie makroekonomiczne, duża niejednorodność, słabnący USD czy niskie wyceny spółek, mogą potencjalnie wspierać akcje z tych regionów. Oczywiście w krótkim terminie eskalacja napięć geopolitycznych czy decyzje dotyczące amerykańskiej polityki celnej będą zapewne nieraz wprowadzać chaos. Wydaje się jednak, że inwestorzy na świecie coraz lepiej radzą sobie z takimi krótkoterminowymi szokami i uodparniają się na nie.

Na 2026 rok planujemy potencjalne działania, mające na celu poprawę efektywności naszych funduszy, m.in.:

- większe wykorzystanie pasywnych funduszy indeksowych i ETFów w strategiach globalnych,
- w subfunduszach akcji z Parasola FIO większą koncentrację na rynku polskim, z widocznym rozróżnieniem na spółki duże (Subfundusz Akcji Millennium FIO) oraz spółki małe i średnie (Subfundusz Dynamicznych Spółek Millennium FIO),
- utrzymanie zróżnicowania pomiędzy strategiami funduszy dłużnych z większym udziałem polskiego rynku,
- skuteczne dostosowywanie portfela Subfunduszu Cyklu Koniunkturalnego (Millennium FIO) do nadchodzących zmian otoczenia makroekonomicznego,
- większą dywersyfikację geograficzną portfeli Planów SFIO,
- potencjalne zmiany sektorowe w Subfunduszu Top Sectors (Millennium SFIO), mające na celu lepsze odwzorowanie globalnych tendencji.



Millennium TFI – nastawienie do dłużnych klas aktywów w 2026 roku.

(+2) bardzo pozytywne	Dłużne Nieskarbowe (IG) (+1) roczne	+ Atrakcyjna rentowność w stosunku do obligacji skarbowych; + Widmo łagodzenia polityki monetarnej przez Fed; - Spready na historycznych minimach; - Obawy o pogorszenie rynku pracy w USA.
(+1) pozytywne	Dłużne Nieskarbowe (HY) (0) roczne	+ Atrakcyjna rentowność w stosunku do obligacji skarbowych; + Widmo łagodzenia polityki monetarnej przez Fed; - Historycznie niska premia za ryzyko; - Obawy o pogorszenie rynku pracy w USA.
(0) neutralne	Dłużne Skarbowe (PL) (+1) roczne	+ Relatywnie atrakcyjne poziomy rentowności w Polsce; + Perspektywa obniżek stóp proc. w 2026 r.; + Inflacja pod kontrolą i sprzyjające otoczenie makroekonomiczne; - Mocno ekspansywna polityka fiskalna i socjalna.
(-1) negatywne	Dłużne Skarbowe (USA) (+1) roczne	+ Atrakcyjne poziomy rentowności oraz otwarta przestrzeń na obniżki stóp proc. w 2026 r.; + Oznaki słabnącego rynku pracy; - Obawy o inflację powyżej celu ze względu na politykę celną; - Ekspansywna polityka fiskalna.
(-2) bardzo negatywne	Dłużne Skarbowe (Europa) (0) roczne	+ Stabilna inflacja w celu inflacyjnym; + Stagnacja w europejskim przemyśle; - Cykl obniżek stóp procentowych zakończył się; - Wzmożone wydatki na obronność, poza procedurą nadmiernego deficytu.
	Dłużne Skarbowe (EMarkets) (+1) roczne	+ Trend osłabiania USD w perspektywie obniżek stóp proc. w USA; + Poprawa otoczenia makroekonomicznego; - Ryzyko polaryzacji globalnej gospodarki i wrażliwość na eskalację napięć geopolitycznych;

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów w 2026 roku.

(+2) bardzo pozytywne	Akcje Polskie (MiŚ) (+1) roczne	+ Spółki mocniej powiązane z sektorem konsumenckim i koniunkturą gospodarczą; + Inwestycje infrastrukturalne z KPO mogą wspierać lokalne firmy; - Ryzyko obniżonej płynności przy ryzykach politycznych i geopolitycznych; - Prawdopodobieństwo przejściowej realizacji zysków po 2025 r.
(+1) pozytywne	Akcje Polskie (Duże spółki) (+1) roczne	+ Atrakcyjne wyceny na tle świata i koszyka Rynków Wschodzących; + Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne; - Ryzyko polityczne i regulacyjne wśród spółek Skarbu Państwa; - Prawdopodobieństwo przejściowej realizacji zysków po 2025 r.
(0) neutralne		
(-1) negatywne	Akcje USA (+1) roczne	+ Stabilne fundamenty spółek, szczególnie technologicznych; + Perspektywa łagodniejszej polityki monetarnej oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne; - Wyższe wyceny spółek na tle świata; - Wysoka koncentracja rynku na największych spółkach technologicznych.
(-2) bardzo negatywne	Akcje Europa (+1) roczne	+ Atrakcyjne wyceny spółek; + Inwestycje w obronność, infrastrukturę oraz energetykę. Protekcjonizm gospodarczy; - Bariery celne i napięcia geopolityczne; - Ciągła stagnacja w przemyśle.
	Akcje Rynki Wschodzące (+2) roczne	+ Poprawa otoczenia makroekonomicznego oraz potwierdzona odporność na cła USA; + Duża niejednorodność gospodarek (nowi liderzy); + Trend osłabiania USD w obliczu obniżek stóp proc. w USA; - Wrażliwość na zawirowania geopolityczne.

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.



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.