

Outlook 2022

Millennium
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na 2022 rok



Szanowni Państwo,

Za nami rok 2021 – kolejny rok w dobie pandemii. Był to czas masowych szczepień oraz prób powrotu do nowej, pocovidowej normalności. Rynki finansowe również fundowały ich uczestnikom wiele emocji. Po silnych działaniach ratunkowych dla gospodarki ze strony banków centralnych, rynek musiał stawić czoła ich konsekwencjom. Powrót inflacji stał się bolączką nie tylko dla konsumentów, ale również dla rządów i dla inwestorów. Pierwszy raz od niemal dekady doświadczyliśmy podwyżkę stóp procentowych, co dosyć boleśnie odczuli posiadacze aktywów opartych o obligacje skarbowe. Ostatecznie też upadł mit instrumentów dłużnych jako absolutnie bezpiecznej klasy aktywów.

Jednocześnie śmiało można stwierdzić, że 2021 był rokiem akcji. Popandemiczne odbicie w gospodarkach niezwykle pozytywnie odbiło się na notowaniach akcji, wynosząc kilkudziesięciokrotnie globalne indeksy na historyczne rekordy. Oczywistym stało się więc pytanie, jak długo jeszcze taki rajd może trwać?

Na te i inne pytania znajdziecie Państwo odpowiedź w niniejszym opracowaniu, które stanowi zbiór prognoz Millennium Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych na 2022 rok. We współpracy z zespołem Zarządzających Funduszami oraz Biurem Komunikacji Inwestycyjnej stworzyliśmy dokument, w którym podsumujemy nasze założenia na 2021 rok, a także dokonamy przeglądu istotnych czynników, z którymi wchodzimy w rok 2022. Pochylimy się również nad szansami i zagrożeniami, które obecnie są w grze zarówno po stronie makroekonomii jak i akcji oraz obligacji.

Serdecznie zapraszamy do lektury!



Michał Trojanowski, EFA,
Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej



Krzysztof Kamiński, CFA, DI
Członek Zarządu

Spis treści

▪ Millennium TFI w 2021 roku	4
▪ Podsumowanie 2021 roku:	
Makroekonomia	5
Rynek obligacji	7
Rynek akcji	8
Klasy aktywów i fundusze	9
▪ Perspektywy makroekonomiczne na 2022 rok	10
▪ Perspektywy rynków obligacji w 2022 roku	11
▪ Perspektywy rynków akcji w 2022 roku	12
▪ Podsumowanie – wyzwania na 2022 rok	16



Millennium TFI w 2021 roku

Na koniec 2021 roku **Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.** zarządzało aktywami ponad **140 tysięcy Klientów indywidualnych** i firm o łącznej wartości ok. **5,2mld PLN***. Jako Towarzystwo wdrożyliśmy z sukcesem projekt PPK, rozpoczynając współpracę z podmiotami. Na koniec 2021 roku aktywa w PPK wyniosły **60 mln PLN***.

* wg. danych na 30.12.2021 r.

2021 rok przyniósł również szereg zmian produktowych, m.in.:

- Obniżenie opłat za zarządzanie do maksymalnie 2,5% w skali roku;
- Modyfikację i unowocześnienie PIM;
- Zmiany nazw Subfunduszy oraz uruchomienie nowej strategii dla SFIO Top Sectors;
- Zwiększenie transparentności prowadzonych funduszy poprzez przyjęcie 5 dobrych praktyk inwestycyjnych IZFiA.

Rozwinęliśmy jeszcze mocniej alternatywne kanały komunikacji z Klientami i Doradcami, **oferując wsparcie** w zakresie dostępu do pełnej informacji o możliwościach inwestycyjnych (videokonferencje, telekonferencje, webinary, podcasty, filmy wideo, social media, webinary dla Klientów).

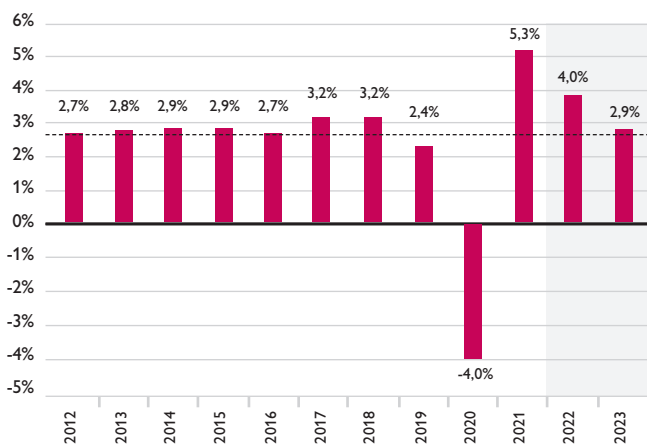
Podsumowanie 2021 roku:

Makroekonomia

Banki Centralne głównymi „rozgrywającymi”

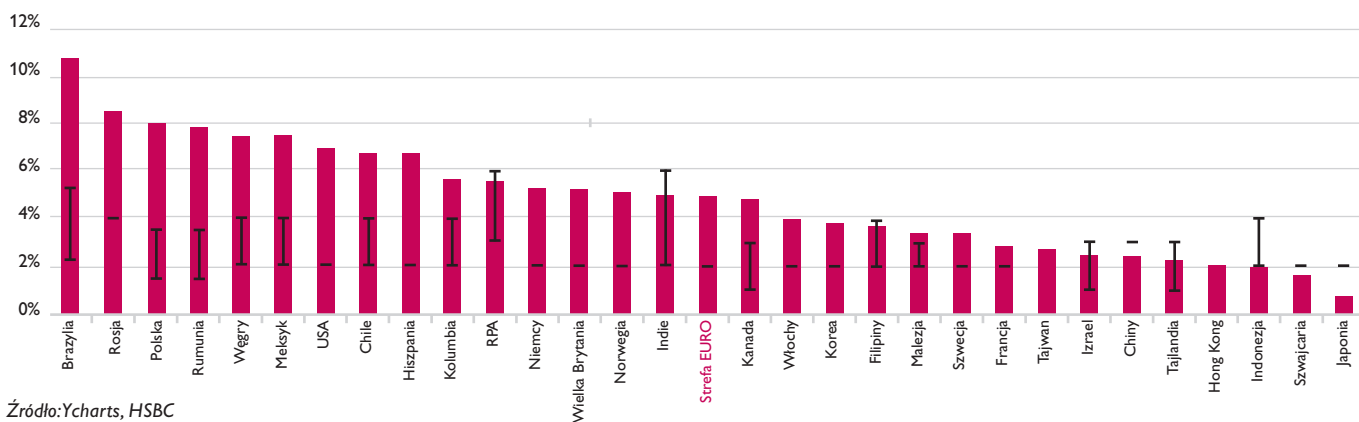
Pandemia koronawirusa pokazała po raz kolejny, że banki centralne są w stanie zrobić naprawdę wiele i wdrożyć działania, by nie dopuścić do zapaści zarówno w globalnej gospodarce jak i na rynkach finansowych. Ta agresywna stymulacja, w postaci zwiększania sumy bilansowej czy skupu aktywów (nazywanych potocznie „pompowaniem gotówki w rynek” czy też „dodrukiem pieniądza”), stała się swoista „kroplówką” dla rynków. Dzięki temu mogliśmy doznawać pewnego dysonansu. Z jednej strony w przestrzeni społecznej ciągle zmagaliśmy się z różnymi ograniczeniami, tragediami z powodu zachorowań i zgonów. Paradoksalnie 2021 nadal był jednym z lepszych okresów w gospodarce. Po dramatycznym spowolnieniu wywołanym pandemią COVID-19 w roku 2020, w 2021 roku nastąpiło gwałtowne odbicie. Globalny PKB osiągnął poziom +5,3%, odrabiając straty z nawiązką. W kolejnych latach ekonomiści oczekują systematycznego spowolnienia tempa wzrostu do poziomu średniej wieloletniej.

Wykres globalnego PKB



Źródło: HSBC

Inflacja na świecie: grudzień 2021 r.

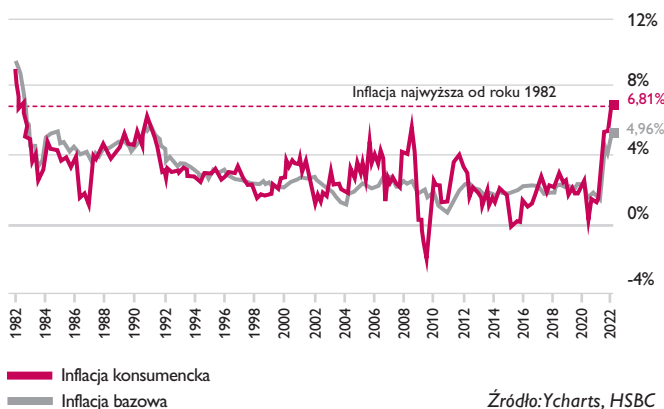


Źródło: Ycharts, HSBC

Powrót inflacji – „wielkiego nieobecnego” ostatnich lat

Jednak takie postępowanie nie może pozostać bez konsekwencji. Na początku 2021 roku, gdy okazało się, że wraz z wprowadzeniem masowych szczepień istnieje życie po koronawirusie, zmateriałizowały się obawy związane z inflacją, czyli „wielkim nieobecnym” w ostatnich latach. Tak masywne zalewanie rynków olbrzymią ilością gotówki czy wzrost oszczędności w gospodarstwach domowych z racji ograniczonej konsumpcji, prędzej czy później musiał spowodować utratę wartości pieniądza w czasie. Inflacja sama w sobie nie jest zła, jednak to banki centralne mają za zadanie stać na straży jej poziomu w określonym przedziale, optymalnym dla gospodarki. W minionym roku poziom te zostały drastycznie przekroczone. Powstała zatem silna presja oczekiwać na normalizację polityki monetarnej i stóp procentowych – po niemal dekadzie w końcu rynek zaczął wyceniać wzrost stóp procentowych. Jednocześnie retoryka ze strony banków centralnych była kompletnie odwrotna – że inflacja jest przejściowa i szybko zacznie spadać. W efekcie banki utraciły kontrolę nad inflacją, która osiągnęła w Polsce wartości niemal dwucyfrowe (7% r/r za grudzień), a w USA poziomy niewidziane od niemal 40 lat (6,8% r/r za grudzień)!

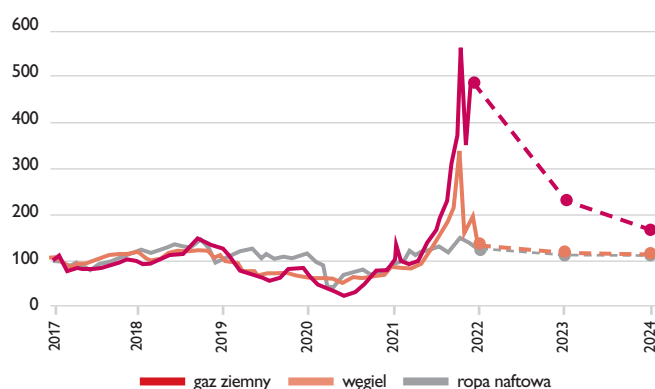
Inflacja w USA



Do wzrostów cen bardzo mocno przyczyniły się też dynamiczne wzrosty cen energii elektrycznej, gazu czy ropy na globalnych rynkach. W Polsce dodatkowo efekt ten został spotęgowany kuriozalnym systemem sprzedaży praw do emisji CO₂, którego koszty zostały przełożone na konsumentów. W rezultacie ogłoszone na 2022 rok podwyżki zakładają 24% wzrost cen energii elektrycznej oraz 52% wzrost cen gazu.

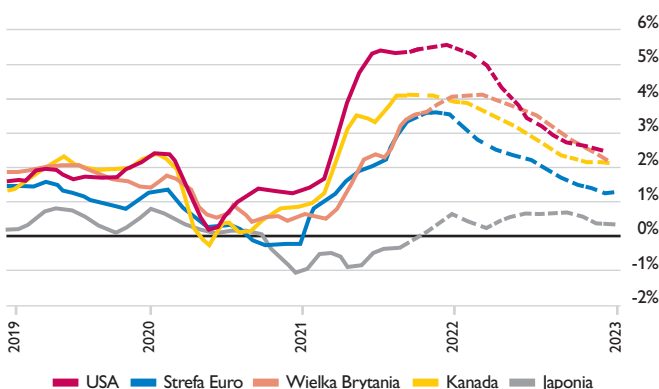
Kwartalne prognozy inflacji, publikowane przez banki centralne, można było włożyć między bajki. Oczekiwania ekspertów zakładają jednak stabilizację i spadek cen w kolejnych miesiącach. To powinno przyczynić się do stabilizacji presji kosztowej i inflacji. Pamiętajmy również o tym, że przez cały 2021 rok przedsiębiorstwa gromadziły i odnawiały zapasy na wypadek dalszych zakłóceń związanych z globalnym łańcuchem dostaw. Ich rozluźnienie także powinno przyczynić się do spadku cen surowców prawdopodobnie już w połowie 2022 roku.

Prognozy cen surowców



Źródło: Bloomberg

Prognozy inflacji



Źródło: Bloomberg



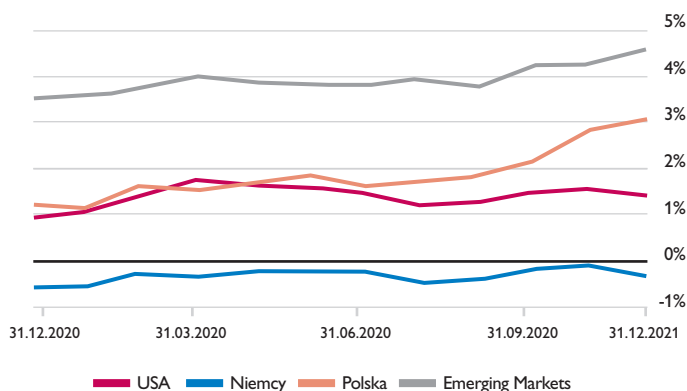
Podsumowanie 2021 roku:

Rynek obligacji

Obligacje na świecie

W rozważaniach na temat obligacji, należy pamiętać o jednej głównej zależności: w środowisku spadających stóp procentowych obligacje drożeją, natomiast w środowisku podwyżek sto procentowych obligacje tracą na wartości. Niekiedy nawet same oczekiwania związane z ruchami na stopach procentowych mogą powodować wahania cen obligacji.

Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: Bloomberg

Właśnie z taką presją mieliśmy do czynienia na globalnych obligacjach w 2021 roku. Przy silnych wzrostach inflacji, retoryka głównych banków centralnych: amerykańskiego FED i europejskiego ECB, musiała w końcu upaść. Bo retorycznym jest pytanie, jak długo można „zalewać rynek” ultratanim pieniądzem i utrzymywać rekordowo niskie (lub wręcz ujemne w Europie) stopy procentowe? Trzeba jednak zauważyć, że na tych Rynkach rozwiniętych jesteśmy jeszcze w przeddzień wzrostów stóp procentowych. Amerykańska Rezerwa Federalna

podjęła decyzję o ograniczeniu i wygaszeniu programu skupu aktywów do marca 2022 roku i o możliwym rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp procentowych w USA. Obecnie rynek wycenia tam aż 4 podwyżki w 2022 roku do poziomu 1% na koniec 2022 roku. Z kolei Europejski Bank Centralny jest w zupełnie innym miejscu – ciągle problemy z pandemią i lockdowny sprawiają, że podejście w Europie Zachodniej jest nieco bardziej łagodne i pozostaje na etapie zmian w programach związanych ze skupem aktywów.

W efekcie obligacje Rynków rozwiniętych nieznacznie, ale konsekwentnie traciły na wartości (ich rentowności rosły) w ślad za oczekiwaniami co do zacieśniania polityki monetarnej. Warto w tym miejscu wspomnieć, że oczekiwania co do wzrostu stóp procentowych na tzw. rynkach bazowych (a więc potencjalne umocnienie waluty USD i EUR) nie sprzyjało również obligacjom z tzw. Rynków Wschodzących, które uważane są za bardziej ryzykowne. Przy bardziej godziwych wycenach kapitał przepływa bowiem z tych mniej stabilnych rynków, w kierunku tzw. „bezpiecznych przystani”.

Obligacje w Polsce

Śmiało można powiedzieć, że 2021 był bardzo dotkliwy dla posiadaczy obligacji czy funduszy obligacyjnych w Polsce. Niestety poprzednia dekada pod znakiem obniżek stóp procentowych spowodowała, że większość inwestorów przyzwyczaiła się do relatywnie niskich, ale dodatnich stóp zwrotu z tej klasy aktywów, uważając ją za „bezpieczną”.

Niestety obawy o rozpędzenie się inflacji, a także podwyżki stóp procentowych w Polsce (4 podwyżki w ciągu 4 miesięcy z poziomu 0,1% na 2,25%) spowodowały, że miniony rok przyniósł stratę na tej klasie aktywów na poziomie niemal 11%! Zmaterializowały się zatem nasze ostrzeżenia komunikowane już od połowy 2020 roku, że przy rekordowo niskich stopach procentowych w Polsce, prawdopodobieństwo odwrócenia się trendu jest relatywnie wysokie.

Indeks polskich obligacji skarbowych w 2021 roku



Źródło: stoog.pl

- A. I podwyżka stóp procentowych z 0,1% do 0,5%.
- B. II podwyżka stóp procentowych do 1,25%.
- C. III podwyżka stóp procentowych do 1,25%
- D. Decyzją URE o pdwyżkach cen energii i gazu.
- E. IV podwyżka stóp procentowych do 2,25%.

Podsumowanie 2021 roku:

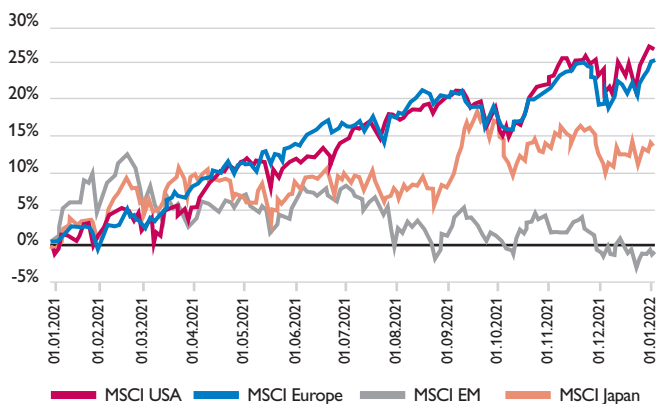
Rynek akcji

Jak już wspomnieliśmy we wstępie, 2021 ponownie okazał się rokiem akcji. Mimo nadal dużego zamieszania z pandemią, kilkudziesięciokrotnie obserwowaliśmy rekordowe odczyty indeksów w USA. Historycznie wysokie poziomy pojawiły się również na szerokim indeksie WIG w Polsce.

Akcje zagraniczne

Globalne rynki akcji zakończyły rok 2021 na dużych plusach, szczególnie rynek w USA i w Europie, które osiągnęły +26% i +25% wzrostów odpowiednio. Chociaż pojawienie się Omicrona w listopadzie wywołało pewne turbulencje, inwestorzy odkryli, że jest on jednak mniej groźny niż poprzedni wariant Delta – i wrócili do zakupów. Prawdopodobieństwo pojawienia się leku na COVID i rosnący odsetek szczepień obniżyły awersję do ryzyka i podtrzymały trend wzrostowy na rynkach akcji. Sygnały poprawiającej się sytuacji gospodarczej skłaniały banki centralne do redukcji skupu aktywów – jednak nie wywołuje to na razie odrotu inwestorów od ryzyka, gdyż takie decyzje przeciwdziałają przegrzaniu się gospodarek. Najgorzej w 2021 r. zachowywały się akcje rynków wschodzących, które z różnych przyczyn (Chiny, Turcja, Brazylia) zakończyły rok w okolicach zera.

Stopy zwrotu globalnych indeksów akcji



Indeks	1 miesiąc	12 miesięcy
MSCI World	4,00	24,17
MSCI USA	3,92	26,45
MSCI Europe	5,52	25,13
MSCI Japan	3,34	13,44
MSCI Eerging Markets	1,48	-0,19

Źródło: Bloomberg

Jednak wzrosty indeksów to nie wszystko. Od początku roku obserwowaliśmy dynamiczną rotację kapitałów z tzw. spółek *growth* (z ang. „wzrostowych” – spółek dynamicznie rozwijających się, kojarzonych głównie ze spółkami technologicznymi) do spółek *value* (spółek dojrzałych, często przecenionych, reprezentujących tradycyjną ekonomię, bez dy-

Indeks	1 miesiąc	12 miesięcy
WIG	2,18	21,52
WIG20	3,31	16,79
mWIG40	-0,47	36,79
sWIG80	-0,40	28,49

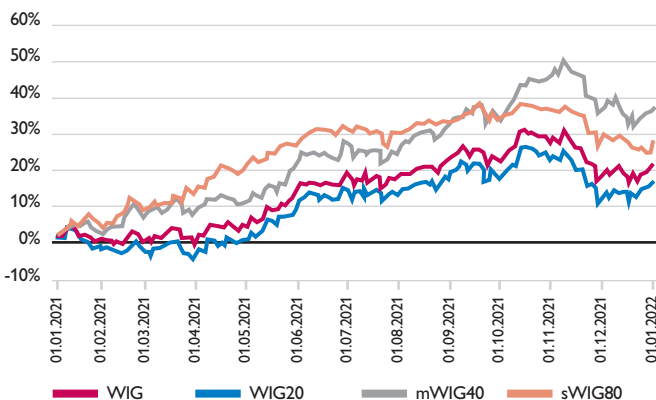
namicznych wzrostów, ale z regularnymi dywidendami). Skąd taka tendencja? Otóż ożywienie gospodarcze po pandemii najmocniej zadziało na te sektory, które najmocniej zostały zahamowane ograniczeniami, a więc te związane z tradycyjnym przemysłem. Ponadto, środowisko potencjalnie rosnących stóp procentowych i rosnących rentowności obligacji nie pomaga spółkom wzrostowym, które obiecują wysokie stopy zwrotu, ale w długim terminie. W dużym uproszczeniu można powiedzieć, że w takich warunkach inwestorzy preferują dużo bardziej „pewne”, choć mniejsze zyski „tu i teraz”. Zjawisko to wykorzystywaliśmy sukcesywnie przez większość roku, dowodząc w naszych portfelach sektor finansowy (wyższe stopy procentowe w przyszłości, to wyższe dochody odsetkowe banków).

Akcje polskie

Polskie parkiet był beneficjentem wspomnianej wyżej rotacji kapitałów do sektora *value*. Wynika to bowiem z tego, że kompozycja polskich indeksów wciąż najmocniej reprezentuje tradycyjne gałęzie gospodarki, jak przemysł, paliwa, energetyka czy finanse. W efekcie polski rynek akcji zachowywał się w 2021 roku bardzo dobrze, uzyskując +21,5% na indeksie WIG, +37% na MWIG40 oraz +28% na sWIG80. Słabiej radził sobie WIG20 (+17%). W ujęciu sektorowym obserwowaliśmy dobre zachowanie banków (pomagał wzrost stóp procentowych) oraz sektora odzieżowego (LPP), a także sektor paliwowy i energetyczny (wzrost marż). Słabo radził sobie sektor gamingowy (wysoka baza i rozczarowania po CDR) oraz górnictwo. W roku 2022 spodziewamy się utrzymania tempa wzrostu gospodarczego na poziomie 4%, dobrej kondycji sektora bankowego i gorszego zachowania spółek wydobywczych, oraz sektora przemysłowego.

Dużym obciążeniem jednak, szczególnie w ostatnich miesiącach roku, było ryzyko geopolityczne. Konflikt o praworządność na linii Polska – Unia Europejska, a także sytuacja na Białorusi (kryzys migracyjny) i Ukrainie (groźba inwazji rosyjskiej) skutecznie odstraszały globalny kapitał przed mocniejszym zaangażowaniem się w region Europy Środkowo – Wschodniej. Z tego względu nie ujrzeliśmy grudniowego tzw. rajdu Św. Mikołaja (sezonowe zjawisko polegające na dynamicznych wzrostach indeksów pod wpływem przedświątecznej konsumpcji i wyciągania wyników przez spółki na koniec roku).

Polskie indeksy akcji



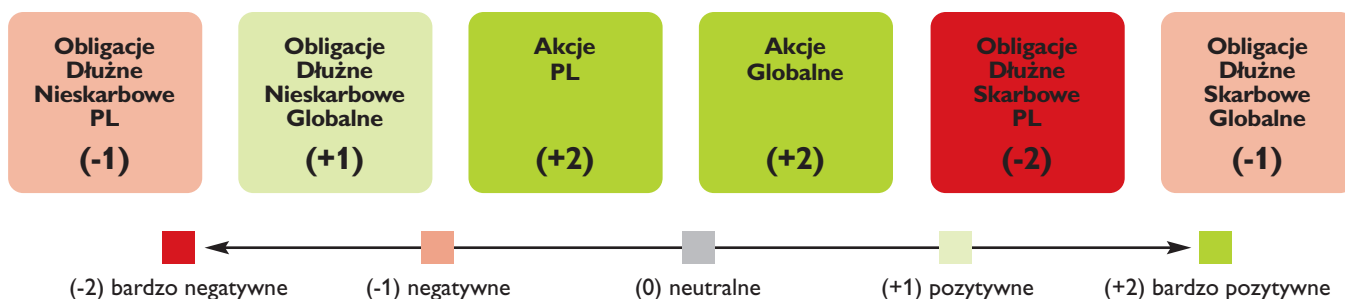
Źródło: Bloomberg

Podsumowanie 2021 roku:

Klasy aktywów i fundusze

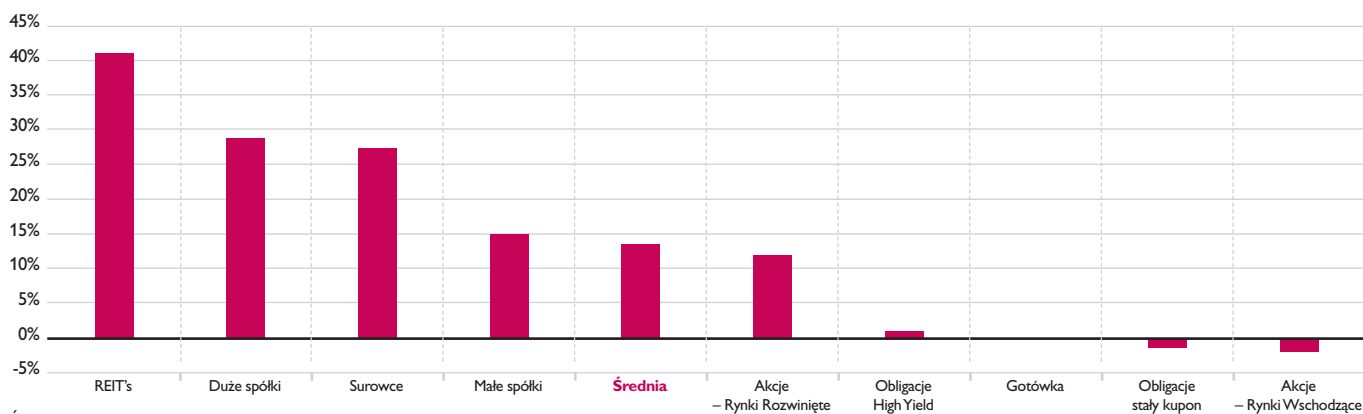
Poniżej znajdziecie Państwo nasze nastawienie do poszczególnych klas aktywów, które strategicznie i taktycznie było odzwierciedlone w decyzjach Zarządzających funduszami w 2021 roku:

Millennium TFI – nastawienie do klas aktywów w 2021 r.



Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Stopy zwrotu w 2021 r. z poszczególnych klas aktywów



Źródło: JP Morgan

Millennium TFI – stopy zwrotu funduszy w 2021 r.

Rodzaj funduszu	Millennium FIO/SFIO	Stopy zwrotu w 2021 r.
Fundusze Akcyjne	FIO Akcji	18,91%
	FIO Dynamicznych Spółek	25,94%
	SFIO Plan Aktywny	12,08%
	SFIO Top Sectors	—
Fundusze Mieszane	FIO Cyklu Koniunkturalnego	9,89%
	FIO Stabilnego Wzrostu	2,43%
	SFIO Multistrategia	10,64%
	SFIO Plan Wyważony	5,93%
	SFIO Plan Spokojny	0,84%
Fundusze Dłużne	FIO Instrumentów Dłużnych	-1,94%
	FIO Obligacji Klasyczny	-7,14%
	SFIO Obligacji Globalnych	0,78%

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

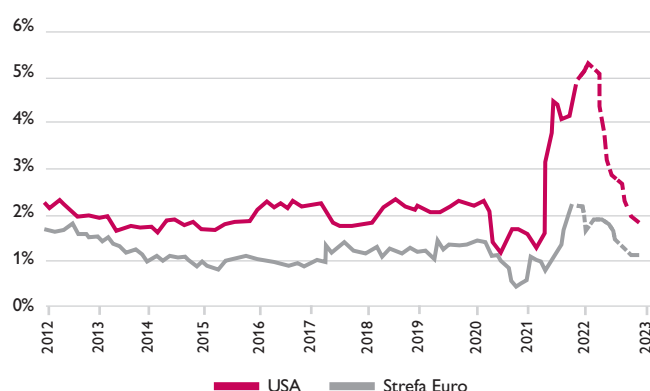
Perspektywy Makroekonomiczne na 2022 rok

Banki centralne i odczyty inflacji wciąż w centrum uwagi

Bez wątpienia nadal najistotniejszym czynnikiem wpływającym na rynki finansowe, będą działania banków centralnych w odpowiedzi na pojawiające się dane makroekonomiczne – szczególnie w kontekście odczytów inflacji. To bowiem będzie determinowało tempo ścieżki normalizacji (podnoszenia) stóp procentowych oraz sterowania bilansem gotówki pompowanej w rynek.

Obecny konsensus rynkowy zakłada wyhamowanie inflacji w połowie 2022 roku pod wpływem rozładowania się zakłóceń w łańcuchach dostaw towarów. Kluczowe jednak znaczenie będą miały tutaj ceny surowców, szczególnie tych energetycznych. Ewentualne opanowanie pandemii może spowodować dalsze wzrosty an rynku ropy naftowej, której notowania według banku Goldman Sachs mogą sięgnąć nawet 105 USD za baryłkę, gdy jeszcze w pierwszej połowie 2021 roku było to...niecałe 25 USD!

Projekcje inflacji dla Strefy Euro i w USA



Źródło: HSBC

Z pewnością czynnikiem wpływającym na decyzje banków centralnych będzie miał też rozwój pandemii. O ile rok 2020 i 2021 przebiegał pod „znakiem COVID-19” o tyle rok 2022 może przynieść spokojniejsze reakcje na nowe odmiany wirusa. Reakcja na pojawienie się Omicrona wydaje się być bardziej stonowana niż w przypadku Delt.

Wpływ nowych odmian na sytuację społeczną i gospodarczą będzie różny w różnych krajach i będzie raczej funkcją ich polityki wobec ryzyk covidowych oraz poziomu zaszczepienia społeczeństw. Spada liczba nowych zgonów pomimo wzrostu zachorowań. Ogólnie oceniamy że negatywny wpływ pandemii na rozwój wydarzeń w gospodarce światowej i na rynkach kapitałowych będzie mały.

Obecne prognozy zakładają stabilne fundamenty gospodarcze, choć zapewne szczyty dynamiki PKB mamy już za sobą. Nie oznacza to oczywiście natychmiastowego wchodzenia w fazę recesji, jednak z pewnością gospodarce bardzo ciężko będzie utrzymać tempo rozwoju obserwowane przy podstocovidowym odbiciu.

Prognozy PKB

Rynek	2021	2022	2023
Rynki Światowe	5,7	4,1	3,2
Rynki Rozwinięte	5,0	3,7	2,2
Rynki Wschodzące	6,6	4,6	4,4
USA	5,6	3,8	2,6
Strefa Euro	5,2	3,8	2,2
Wielka Brytania	7,1	4,5	1,8
Japonia	1,6	2,2	0,6
Chiny	8,0	5,6	5,8
Indie	8,2	7,2	5,5
Rosja	3,9	1,7	1,4
Brazylia	4,7	0,6	1,5

Prognozy inflacji

Rynek	2021	2022	2023
Rynki Światowe	3,8	4,6	3,3
Rynki Rozwinięte	3,2	3,5	1,9
Rynki Wschodzące	4,1	5,3	4,1
USA	4,7	4,7	2,3
Strefa Euro	2,6	2,9	1,8
Wielka Brytania	2,6	4,6	2,1
Japonia	-0,2	0,4	0,3
Chiny	0,9	2,0	2,3
Indie	5,5	5,0	4,5
Rosja	6,7	6,3	4,1
Brazylia	8,3	7,5	3,9

Prognozy stóp procentowych

Rynek	Q4 2021	Q4 2022	Q4 2023
USA	0,00-0,25%	0,75-1,00%	1,25-1,50%
Strefa Euro	0,00/-0,50%	0,00/-0,50%	0,00/-0,40%
Wielka Brytania	0,25%	1,00%	0,25%
Japonia	-0,10%	-0,10%	-0,10%
Australia	0,10%	0,10%	0,50%
Nowa Zelandia	0,75%	2,00%	2,00%
Szwecja	0,00%	0,00%	0,00%
Chiny	3,80%	3,80%	3,80%
Indie	4,00%	4,50%	5,00%
Korea	1,00%	1,50%	1,50%
Meksyk	5,50%	6,75%	7,25%
Brazylia	9,25%	9,25%	7,50%
Turcja	14,00%	11,00%	10,00%

Źródło: HSBC

Perspektywy rynków obligacji w 2022 r.

Obligacje skarbowe na świecie – potencjał na koniec roku?

Środowisko rosnących wciąż oczekiwań inflacyjnych co do zasady nie pomaga obligacjom skarbowym. Rynki wyceniają już w dużej mierze decyzje banków centralnych związane z podnoszeniem stóp procentowych. Kwestią dyskusyjną jest tylko to, czy przypadkiem banki centralne nie pozostaną finalnie jedynie na manipulacji skalą bilansów skupu aktywów? Odpowiedzią będą kolejne, comiesięczne odczyty inflacji.

Na tym tle potencjalnie atrakcyjnie wyglądają wyceny polskiego długu, kore po fatalnym 2021 roku wyglądają już bardzo godziwie. Może to być okazja do powolnego, ale systematycznego dobierania tej klasy aktywów do portfeli funduszy.

Obligacje korporacyjne – dobrze już było

W ślad za apetytem na ryzyko na akcjach, 2021 był dobrym rokiem dla obligacji High Yield (wysokodochodowe, utożsamiane z obligacjami korporacyjnymi) na Rynkach Rozwiniętych i słabym dla Rynków Wscho- dzących (głównie za sprawą umacniającego się USD). Ta klasa aktywów jednak może być najmocniej zagrożona scenariuszem zacieśnienia polityki monetarnej w USA.

Obligacje *Investment Grade* (z ratingiem inwestycyjnym) zakończyły rok „pod kreską”, jednak takie uwzględnienie w ich cenach już oczekiwanego potencjalnego zacieśnienia polityki monetarnej w USA, podnosi ich atrakcyjność na 2022 rok.

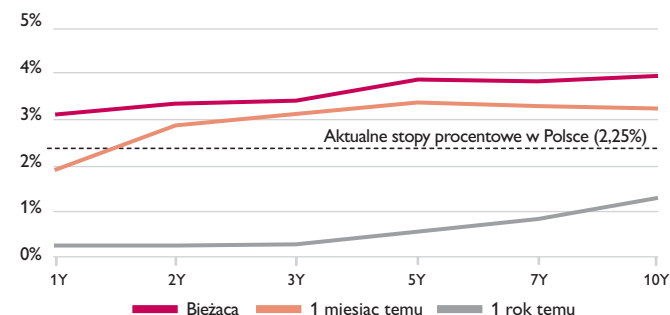
Obligacje podsumowanie

Dłużne Nieskarbowe PL (+1)	Dłużne Nieskarbowe Globalne (0)	Dłużne Skarbowe PL (+1)	Dłużne Skarbowe Globalne (0)
<ul style="list-style-type: none"> + Silne fundamenty gospodarki; + Dobra perspektywa dla obligacji korporacyjnych dużych, stabilnych emitentów (np. banki). - Wyższe rentowności mogą skłaniać inwestorów do angażowania się w mniej ryzykowne papiery skarbowe. 	<ul style="list-style-type: none"> + Wyceny wspierane mocną kondycją gospodarki. - Zapowiedź zacieśnienia polityki monetarnej przez FED może skutkować odpływem kapitału w kierunku USD. 	<ul style="list-style-type: none"> + Obecne poziomy rentowności wyceniają już zapowiadany poziom podwyżek stóp procentowych; + Rentowność portfeli funduszy dłużnych daje już wyraźne dodatnie tzw. „carry”. - Dalszy wzrost oczekiwań inflacyjnych mógł zmusić RPP do bardziej agresywnych podwyżek stóp procentowych. 	<ul style="list-style-type: none"> + Banki Centralne podchodzą „prorynkowo” i mogą poprzestać na sterowaniu bilansem w przypadku stabilizacji inflacji. - Pod presją mogą znaleźć się obligacje Rynków Wscho- dzących w przypadku utrzymania bieżącej retoryki FED.

Polskie obligacje skarbowe – najgorsze za nami?

2021 rok bardzo mocno przetestował cierpliwość polskich inwestorów. Dwucyfrowe spadki na polskich obligacjach skarbowych to rzadkość... choć w pełni uzasadniona tak silną presją inflacyjną oraz spóźnionymi, szybkimi podwyżkami stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Czy jednak nie zarysowuje się tutaj przysłowiowe światło w tunelu? Warto pamiętać o tym, że po tych silnych spadkach obligacje skarbowe nie tylko są obecnie zdecydowanie bardziej godziwie wycenione, to jeszcze w dużej mierze wyceniają podwyżkę stóp procentowych w Polsce do poziomu 3,5-4%. Oczywiście to nie koniec niekorzystnych ruchów rentowności obligacji w górę, jednak ich dynamika może być w znacznej mierze kompensowana tą wyższą „kalorycznością” z postaci oprocentowania obligacji. Prawdopodobnie zatem inwestorzy w funduszach dłużnych najgorsze mają już za sobą, a niewykluczone, że widmo końca cyklu podwyżek stóp (czyli momentu, gdzie warto już dowozić obligacje skarbowe) jest coraz bliżej niż dalej.

Polska krzywa dochodowości z uwzględnieniem stopy referencyjnej



Źródło: Investing.com, dane na 13.01.2022 r.

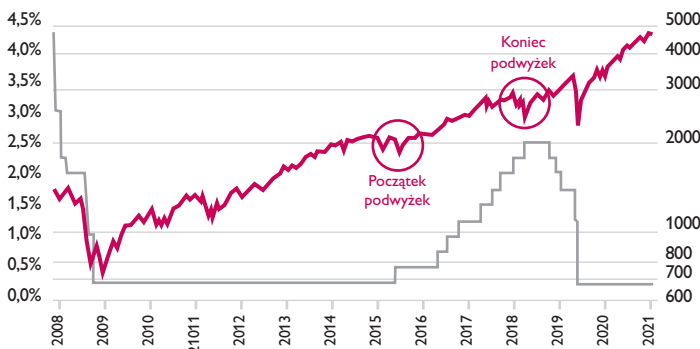
Perspektywy rynków akcji w 2022 r.

O ile rok 2021 śmiało można nazwać rokiem akcji, o tyle rok 2022 śmiało można nazwać rokiem dywersyfikacji. Co to oznacza? Nadal ta klasa aktywów będzie jedyną alternatywą, by pokonać inflację i osiągać realnie dodatnie stopy zwrotu. Jednak należy uzbroić się w cierpliwość, gdyż na pewno będziemy doświadczać względnie wysokiej zmienności i wahań. Rynek nadal bowiem jest bardzo wrażliwy na wszelkie doniesienia z frontu walki z pandemią, a sytuacji nie poprawiają napięcia geopolityczne, wysoka inflacja czy zakłócenia w łańcuchach przepływu towarów. Kolokwialnie rzeczy ujmując tą prognozę można przyrównać do jazdy samochodem na lekko zaciągniętym hamulcu ręcznym – niby da się to robić, jednak łatwo o jego przegrzanie i idzie to opornie.

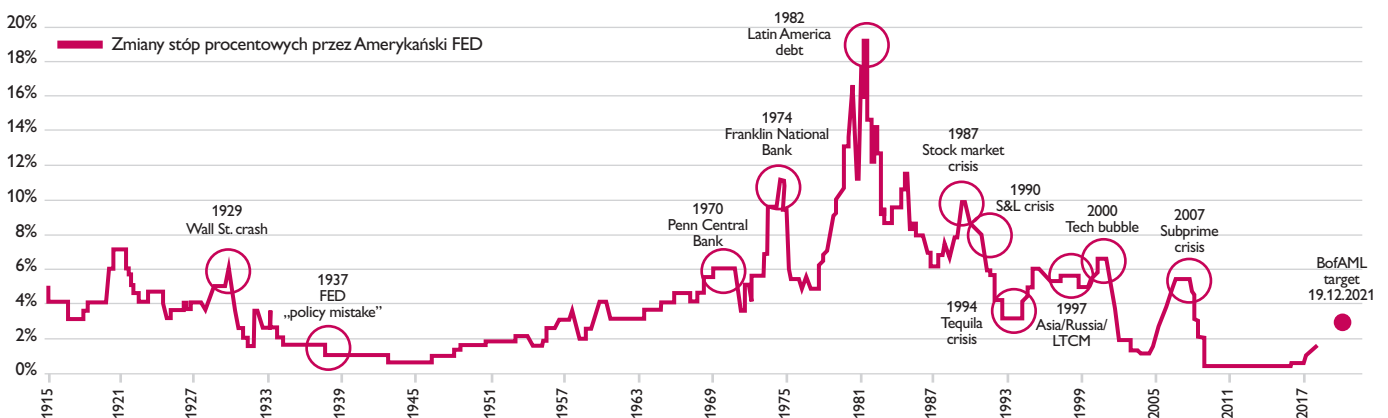
Globalne akcje – czy już recesja na horyzoncie?

Naturalnym pytaniem przy zawirowaniach na rynku akcji jest to, czy mamy do czynienia ze zwykłą korektą i zmiennością, która w gruncie rzeczy jest zdrowa czy już z recesją i należałoby ewakuować się z rynków akcji? Popatrzmy, jak to wyglądało w przeszłości na rynku amerykańskim, który można potraktować jako taki „papierek lakmusowy” dla sentymentu na globalnym rynku akcji:

Indeks S&P 500 a zmiany stóp procentowych w USA



Źródło: Bloomberg

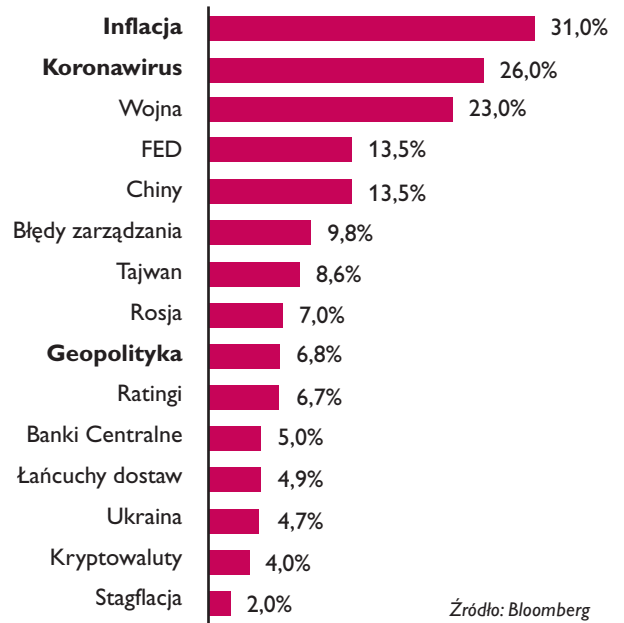


Źródło: Bloomberg

Jak widać na poniższym przykładzie samo rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych nie wywoływało większych problemów na akcjach, jednak już końcówka tego cyklu faktycznie zbiegała się z wejściem w recesję. Można zatem wyciągnąć wniosek następujący: nie należy jeszcze bać się recesji, a po prostu zachować racjonalne i ostrożne podejście do tejże klasy aktywów. Nadal jest to czas na pytanie: „ile mieć akcji w portfelu”, niż „czy w ogóle mieć akcje”.

Zdrowy rozsądek nakazuje zatem, by po prostu mieć z tyłu głowy różne ryzyka, które mogą wpływać na rynek akcji. Tym, co będzie najbardziej istotne w 2022 r. dla profesjonalnych inwestorów, zgodnie z poniższą ankietą przeprowadzaną przez Agencję Bloomberg, będzie inflacja, kwestia pandemii i geopolityka.

Czynniki decydujące o kondycji na rynku akcji w 2022 roku

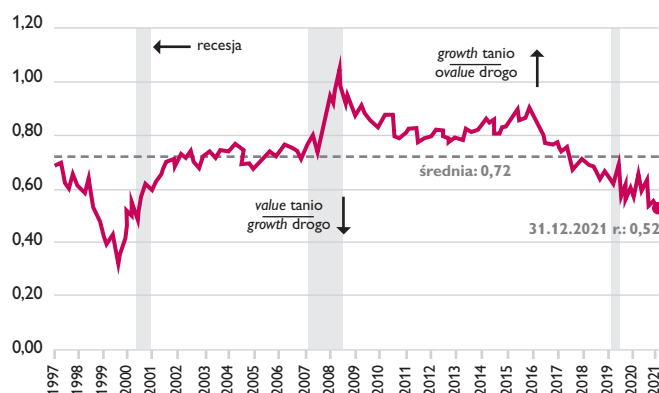


Źródło: Bloomberg

Spółki growth i value – najciekawsze dzieje się pod powierzchnią

To, co istotne, nie zawsze widać na poziomie indeksu. Warto zerknąć „pod powierzchnię”. A tam da się zaobserwować niewdziane od 30 lat niedoszacowanie spółek *value* wobec spółek *growth*! W poprzednim rozdziale opisywaliśmy różnice pomiędzy tymi dwoma segmentami. Jest to efekt zmian strukturalnych w ekonomii i rozwoju nowych technologii. Prognozy na 2022 zakładają rozładowanie zatorów w łańcuchach dostaw, co powinno faworyzować tradycyjne sektory gospodarki. Ponadto potencjalny wzrost stóp procentowych w USA nie jest wymarzone środowiskiem dla spółek wzrostowych. O ile są one ciekawym wyborem szczególnie w długim horyzoncie czasowym z racji innowacji, braku zakretytowania, zdolności do generowania dużej nadwyżki gotówki, zysków czy niskiej kapitałochłonności, o tyle te „5 minut” dla spółek *value* może być poparte uzgodnionymi programami rządowych inwestycji w infrastrukturę w USA.

Różnica w wycenach spółek growth i value



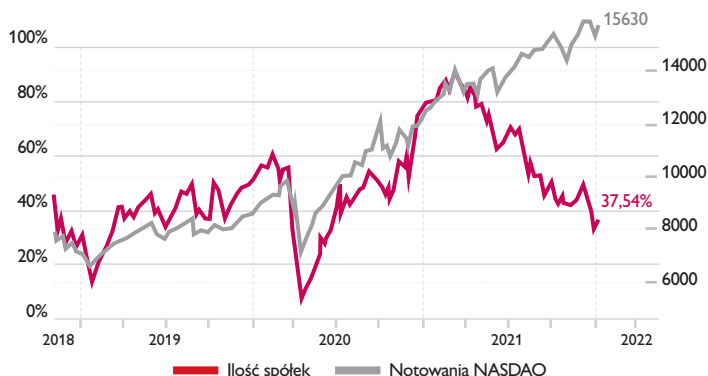
	Foward PE		Div. yield	
	Wartość	Średnia	Wartość	Średnia
Value	15,77x	14,09x	2,00%	2,60%
Growth	30,61x	20,63x	0,71%	1,33%

Źródło: JP Morgan

Globalne akcje – potencjalne zagrożenia

Praktyka rynkowa pokazuje, że akcji nie należy się bać, a jedynie pamiętać o potencjalnych zagrożeniach. A ich może być kilka w 2022 roku. Po pierwsze, indeks spółek technologicznych Nasdaq znajduje się zaledwie kilka procent od szczytu wszechczasów. Jednocześnie, niestety tylko 35% spółek jest notowanych powyżej 200-dniowej średniej kroczącej. Tak znaczący rozjazd pomiędzy najlepszymi spółkami, a resztą indeksu z reguły ma miejsce w dojrzałej fazie hossy. To kolejny sygnał ostrzegawczy dla rynku akcji. Po drugie, wskaźnik Cena/Zysk (prognozowany na 12 m-cy) dla akcji amerykańskich jest na wieloletnich maksimach (22), co wskazuje na to, że wydają się one drogie. W przypadku akcji globalnych (bez USA) wskaźnik C/Z zszedł do poziomów, które wyglądają neutralnie z perspektywy ostatnich 2 dekad, co oznacza, że akcje globalne nie wydają się przewartościowane.

Notowania indeksu NASDAQ i ilość spółek powyżej notowanych powyżej średniej z ostatnich 200 sesji

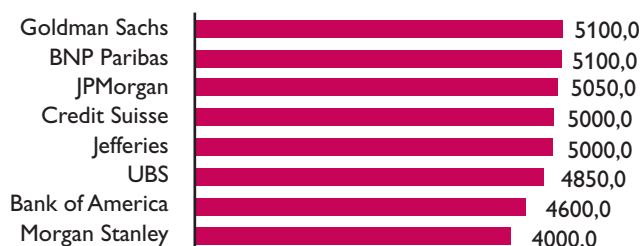


Źródło: Bloomberg

Globalne akcje – potencjalne szanse

Mimo prognozowanej zmienności analizy ekspertów wskazują również na wiele potencjalnych szans. Bardzo ciekawie wygląda ankieta przygotowana przez Agencję Bloomberg, która pokazuje, że według opinii największych banków inwestycyjnych na świecie, rynek amerykański ma przed sobą jeszcze dwucyfrowy potencjał wzrostowy!

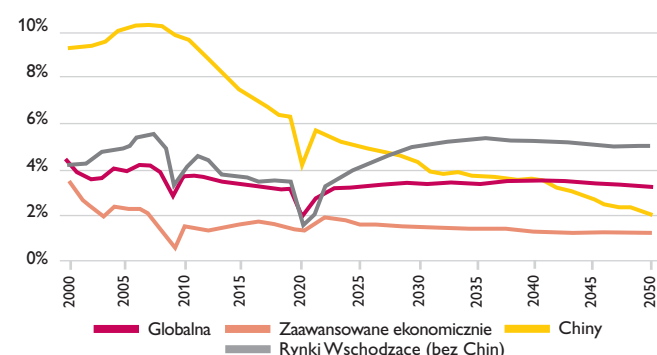
Potencjał wzrostowy według strategii banków inwestycyjnych dla S&P500 na 2022 rok



Źródło: Bloomberg

Gdzie prawdopodobnie globalny kapitał może szukać stóp zwrotu? Okazją może być koszyk Rynków Wschodzących, który nie popisał się w minionym roku. O ile nie zmaterializuje się scenariusz silnego umocnienia dolara czy rozwoju pandemii, do głosu mogą dość obiecujące szacunki co do dynamiki PKB. Taki czynnik mógłby być dobrym fundamentem dla inwestorów szukających przestrzeni do wzrostów gdzieś indziej, niż na relatywnie drogich Rynkach Rozwiniętych.

Prognozy PKB dla poszczególnych gospodarek



Źródło: Bloomberg

Akcje polskie – „blue chipy” czy „misie”?

Powyższymi mianami w Polsce przyjęło się określać największe spółki z WIG20 oraz małe i średnie spółki, grupowane w indeksach mWIG40 i sWIG80. Rozważania na temat polskiego rynku należy bowiem właśnie sprowadzić na poziom tychże segmentów, które są bardzo niejednorodne. Czym te grupy się charakteryzują jakie mają „bolączki”?

WIG20

- Rotacje w Zarządach i Radach Nadzorczych, realizacja innych celów niż biznesowe;
- Zmienna polityka dywidendowa, ograniczenia ustawowe (np. co do marż),
- ... ale najbardziej płynny segment w polu zainteresowania „zagranicy”
- ... gdzie wyceny stały się już relatywnie niskie (około 25% względem koszyka EM).

Małe i Średnie spółki

- Ciekawe modele biznesowe, espozycja na konsumenta;
- Atrakcyjne poziomy dywidend;
- Innowacje, ciekawe skalowalne produkty,
- ... ale presja kosztowa na wzrost wynagrodzeń, zacieśnianie marż, zakłócenia w łańcuchach dostaw i wysoka baza wynikowa za 2021 r.

O ile końcówka 2021 roku mogła zdecydowanie frustrować, o tyle 2022 rok przynosi wiele pytań; czy nasza giełda w końcu odbije się i zobaczymy na niej dynamiczne wzrosty? Wiele zależy od ryzyk zewnętrznych, głównie geopolitycznych (wspomniany już konflikt na linii Polska – Unia Europejska o praworządność, sytuacja na Białorusi i Ukrainie) czy wewnętrznych (wysoka inflacja i agresywne podwyżki stóp procentowych). Niebagatelny wpływ na wyniki spółek będą miały też takie czynniki, jak „Polski Ład”, presja wzrostu wynagrodzeń i w efekcie – presja na obniżenie marż.

Czynnikiem wspomagającym polską giełdę pozostaną jednak lokalne przepływy kapitału. Nastroje polskich inwestorów indywidualnych sprzyjały w 2021 roku, a początek 2022 r. przynosi jego poprawę w ślad za powrotem apetytu na rynkach globalnych. W dalszym ciągu obserwujemy silny odpływ z funduszy dłużnych obarczonych realnie ujemną stopą zwrotu. Coraz większą popularnością ciska się fundusze akcji. Przy braku „świeżych” kapitałów zagranicznych, kwestie przepływów kapitałów mogą zyskiwać w 2022 roku na znaczeniu. Przy przepływach kapitału istotne znaczenie ma to, jak postrzega nasz rynek zagranica – polska giełda ma przestrzeń do nadrobienia zaległości względem koszyka Rynków Wschodzących.

Podsumowanie

Świadomość ryzyk i trudności związanych z rynkiem akcji nieco zredukowało nasze entuzjastyczne nastawienie do tej klasy aktywów po 2021 roku. Jednak nadal uważamy, że warto włączać te klasy aktywów w portfel i dbać o szeroką dywersyfikację – zarówno pod kątem geograficznym, sektorowym, jak i stylu zarządzania.

Bilans napływów do funduszy w Polsce dane w tys.

Rodzaj Funduszu	Aktywa pod zarządzaniem		Sprzedaż netto		
	Grudzień 2021	Listopad 2021	Grudzień 2021	Listopad 2021	1 Rok
Kapitałowe	39 951	39 044	352	841	7 122
Mieszane	31 944	32 334	-298	-180	4 275
Obligacji	54 144	55 327	-667	-2 424	-5 682
Obligacji Krótkoterminowych	47 329	48 239	-836	-3 368	-2 393
Absolutnego Zwrotu	6 352	6 418	-73	117	825
Towarowe	2 739	2 656	46	175	1 192
PPK	6 512	6 112	347	318	3 872
Inne	6 017	5 884	176	47	1 398
Zamknięte	106 520	106 469	-179	16	-573
Razem	301 508	302 482	-1 131	-4 458	10 038

Struktura Funduszy Zamkniętych	Private Equity	Sekurytyzacyjne	Nieruchomości
	95,00%	4,00%	1,00%

Źródło: IZFiA

Akcje – podsumowanie

**Akcje
Polskie**

(+1)

- + Progniza utrzymania silnego wzrostu gospodarczego powyżej 4%;
- + Dobra perspektywa dla banków (wyższe stopy procentowe oraz sektora gier (niska baza i wyceny z 2021 r.);
- + Konsensus prognoz biur maklerskich zakłada wzrost WIG20 w 2022 r. w przedziale 6-15%.
- Podwyższona zmienność, wahania sentymentu w ślad za rynkami globalnymi;
- Niepewność geopolityczna (konflikt o praworządność z UE, wstrzymanie środków z KPO, nierozstrzygnięta kwestia na wschodniej granicy).

**Akcje
Globalne**

(+1)

- + Brak alternatywy dla prób pobicia inflacji, wciąż łagodna polityka FED;
- + Silne fundamenty, prymat rynkowy, dobre prognozy wyników spółek za IV kwartał 2021 r.;
- + Rozładowanie zaburzeń w łańcuchach dostaw może przyczynić się do stabilizacji inflacji i pobudzenia sektora konsumenckiego.
- Wzrosty indeksów „ciągnięte” coraz mniejszą ilością spółek;
- Wysokie wyceny na Rynkach Rozwiniętych.



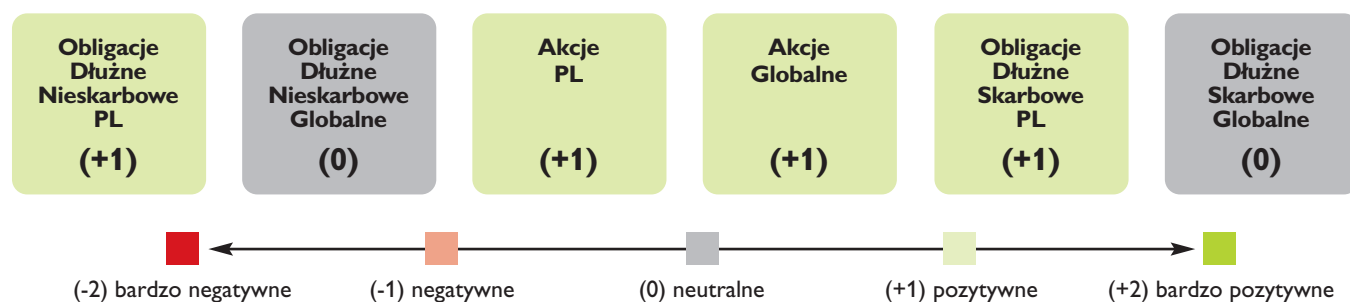
Podsumowanie – wyzwania na 2022 rok

Rok 2022 z pewnością przyniesie ze sobą wiele wyzwań na rynku kapitałowym. Kluczowymi kwestiami przy inwestowaniu nie będą poszukiwania idealnych rozwiązań, a bardzo szeroka dywersyfikacja, pozwalająca przygotować się na jak najwięcej scenariuszy rynkowych. Ten rok bowiem nie będzie stał pod znakiem jednej, zwycięskiej klasy aktywów, a będzie wymagał aktywnego dostosowywania portfela do panujących warunków.

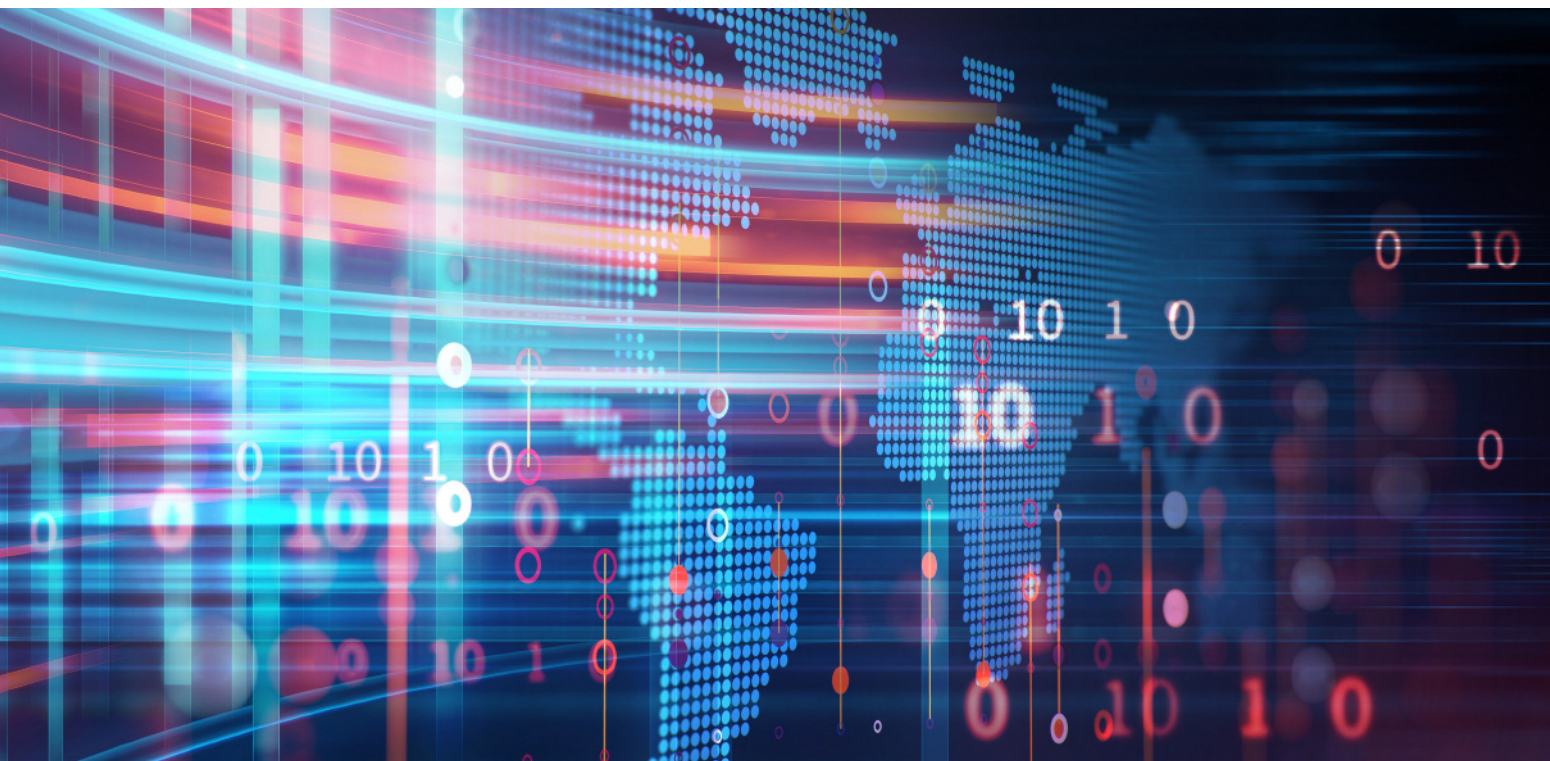
Podsumowując nasze prognozy na 2022 rok, w porównaniu z 2021, zdecydowaliśmy się podejść w sposób nieco stonowany do aktywnej klasy aktywów. Uważamy, że kluczowa będzie tutaj uważna selekcja spółek z różnych branż i sektorów. Będziemy oceniać je rzetelnie na

podstawie prezentowanych kwartalnych wyników. W naszych funduszach będziemy starali się ograniczać ekspozycję na zagraniczne rynki obligacji (zarówno skarbowych jak i nie skarbowych). Widmo zacieśniania polityki monetarnej przez największe banki centralne, to środowisko, które nie sprzyja tej klasie aktywów. Nasze nastawienie za to mocno zmienia się w stosunku do polskich papierów skarbowych i nie skarbowych, które uległy już mocniej przecenieniu i dostosowaniu w 2021. Być może to jeszcze za wcześnie by mocno dawać je w portfelach, jednak może się okazać, że w obecnym roku te klasy aktywów staną się realną alternatywą, a przynajmniej odzyskają swoją funkcję polegającą na stabilizacji zmienności w portfelach mieszanych, lub pozwolą na generowanie stop zwrotu atrakcyjnych już względem depozytów bankowych.

Millennium TFI – nastawienie do klas aktywów w 2022 r.



Źródło: opracowanie własne Millennium TFI



Millennium TFI – potencjalne działania kierunkowe na funduszach

FIO INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH

- Zwiększanie ekspozycji na Polskę kosztem zagranicy.

FIO OBLIGACJI KLASYCZNY

- Zwiększanie Polskich obligacji skarbowych i Investment Grade kosztem Rynków Wschodzących i Globalnych Obligacji High Yield.

SFIO OBLIGACJI GLOBALNYCH

- Doważenie Polskich Obligacji Investment Grade kosztem Globalnych Obligacji High Yield.

FUNDUSZE MIESZANE

- Zmniejszenie przeważenia w akcjach na FIO Stabilnego Wzrostu i Cyklu Koniunkturalnego, SFIO Multistrategia.

FUNDUSZE AKCJI POLSKICH

- Kluczowa selekcja z szerokiego WIG, pozytywne prognozy na sektor konsumencki i finansowy z możliwie jak największym omijaniem spółek Skarbu Państwa.

SFIO TOP SECTORS

- Utrzymanie sektorów: finansowego, technologicznego i ochrony zdrowia.

PLAN AKTYWNY

- Utrzymanie bieżącej strategii z kierunkowym przesuwaniem się z sektora „growth” do „value”.

PLAN SPOKOJNY I WYWAŻONY

- Bez większych zmian. Składowe fundusze „aggregate debt” same dostosowują strukturę do obecnych warunków.

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

Zapraszamy do współpracy, dziękujemy za dotychczasowe zaufanie i życzymy Państwu pomyślnych decyzji inwestycyjnych w 2022 roku!

Zapraszamy do kontaktu z nami!



www.millenniumtfi.pl

www.millenniumtfi.pl/komentarze.html



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. zawadnością 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.

Ważne informacje: Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2B, 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 (dalej: „**Towarzystwo**”) prowadzi 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. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Dotychczasowe wyniki zarządzania osiągnięte przez fundusze nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Zyski z inwestycji osiągnane przez osoby fizyczne mogą podlegać opodatkowaniu podatkiem od dochodów kapitałowych.

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 dla inwestorów 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 dla Inwestorów” 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.