

# Outlook 2023

Millennium  
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na 2023 r.



# Szanowni Państwo,

Z dużą ulgą pożegnaliśmy 2022 rok na rynkach kapitałowych. Był to czas dużej przeceny zarówno na akcjach jak i obligacjach, bez względu na szerokość geograficzną. Wszyscy obudziliśmy się w rzeczywistości, o której zdążyliśmy zapomnieć przez poprzednie kilkanaście lat – rzeczywistości galopującej inflacji, rosnących stóp procentowych i widma spowolnienia i recesji w gospodarce.

Niebawem minie też rok, od kiedy trwa wojna w Ukrainie. Ten miniony czas także pokazał, że świat będący zespołem naczyń połączonych musi przestawić się na szukanie alternatywnych źródeł energii i zasilania, a globalna gospodarka ulega procesom deglobalizacji i polaryzacji.

Fascynującym zjawiskiem na rynkach kapitałowych jest jednak to, że jedyną stałą rzeczą jest zmienność. Nawet w obliczu słabych danych makroekonomicznych, negatywnego sentymentu, awersji do ryzyka i strachu, rynek podjął skuteczne próby podniesienia się z tej – wydawałoby się – beznadziejnej sytuacji. I nawet w tej globalnej układance polska giełda, która stanowi zaledwie niewielki ułamek, potrafiłaby być z miesiąca na miesiąc najgorszym i najlepszym parkietem na świecie!

Jednak nawet przy tak dużej zmienności, oderwanej od fundamentów i prawideł ekonomii z racji specyficznych ryzyk, pragniemy podzielić się z Państwem refleksjami na temat możliwych scenariuszy bazowych, kontekstu, otoczenia i kierunków na rynku kapitałowym.

Oddajemy w Państwa ręce Outlook rynkowy Millennium TFI, będący swoistym przewodnikiem, podsumowaniem i weryfikacją naszych założeń strategicznych w minionym roku, wraz z prezentacją potencjalnych kierunkowych działań na 2023 rok. W materiale tym spróbujemy określić szanse i zagrożenia dla poszczególnych klas aktywów, będących w spektrum zainteresowania Millennium TFI w ramach zarządzanych przez nas funduszy inwestycyjnych.

Serdecznie zapraszamy do lektury!



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



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

# Spis treści

Makroekonomia Marsz ku recesji czy „miękkemu lądowaniu”?	Makroekonomia Dezinflacja – słowo roku 2023?	Rynki obligacji Walka z inflacją niesie ze sobą ofiary
4	8	11
Rynki obligacji Instrumenty dłużne o stałym dochodzie wreszcie z dochodem	Rynki obligacji Poszukiwanie dochodu w obliczu spowolnienia gospodarczego	Rynki akcji Źle w gospodarce, ale niekoniecznie na giełdach
13	15	16
Rynki akcji Rynki Wschodzące w świecie deglobalizacji	Rynki akcji W poszukiwaniu wartości, czyli dylemat na 2023 rok: spółki <i>Growth</i> czy <i>Value</i> ?	<b>Okiem eksperta, czyli wyzwania na 2023 rok</b> Humor i nastrój inwestorów, czyli „niewidzialna ręka” rynku?
20	22	25
Podsumowanie i scenariusze na 2023 r.		
27		



# Makroekonomia

## Marsz ku recesji czy „miękkim lądowaniu”?

Coraz szybszy realny spadek siły nabywczej pieniądza, w połączeniu z dynamicznym wzrostem stóp procentowych (zwanym zacieśnianiem polityki monetarnej) sprawiły, że światowa gospodarka zaczęła wpadać w zadyszkę po bardzo mocnym post-covidowym odbiciu.

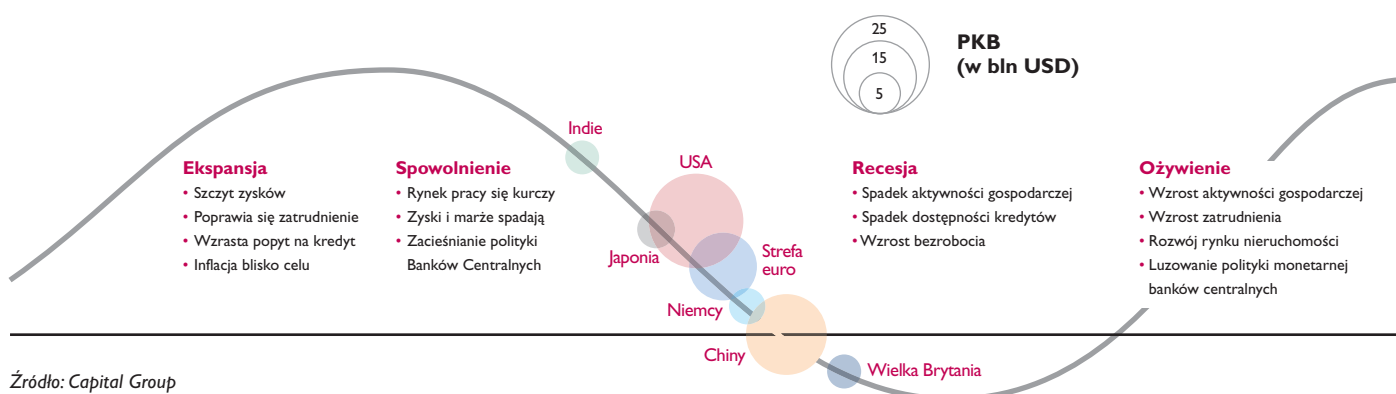
Bez wątplenia recesje bywają bolesne. Szczególnie po wieloletnim okresie stymulacji rynków i podpinania pod nie swojej „kroplówki” w postaci dodruku pieniędzy przez banki centralne łatwo przyzwyczaić się do sytuacji, w której instytucje finansowe robią bardzo dużo, by utrzymać optymalne tempo rozwoju globalnej gospodarki. Jednak 2022 rok okazał się inny – znaleźliśmy się w świecie, w którym konsekwencje takiej ochronnej polityki zaczęły się materializować. Banki centralne, jako „główny rozgrywający” musiały zmierzyć się z inflacją wywołaną masowym wprowadzaniem pieniądza do obiegu. O ile różnego rodzaju tarcze i programy ratunkowe wydawały się konieczne, z perspektywy czasu, w trakcie wybuchu pandemii, o tyle nie można było ich prowadzić bez końca. Coraz szybszy realny spadek siły nabywczej pieniądza w połączeniu z dynamicznym wzrostem stóp procentowych (zwanym zacieśnianiem polityki monetarnej) sprawiły, że światowa gospodarka zaczęła wpadać w zadyszkę po bardzo mocnym post-covidowym odbiciu. Sytuację pogorszyły również specyficzne wydarzenia, jak wojna w Ukrainie, która zakłóciła łańcuchy dostaw surowców energetycznych i zmieniła całkowicie sposób myślenia o polityce energetycznej.

Ta polityczna polaryzacja wpłynęła również mocno na swoistą deglobalizację rynków, o której będzie jeszcze mowa w kolejnych rozdziałach.

Wzrost gospodarczy nie może wiecznie poruszać się w jednym kierunku. Konieczne są okresy schłodzenia, w których rynki wracają do równowagi, różnego rodzaju bańki spekulacyjne pękają, a dysproporcje pomiędzy popytem, podażą czy zasobami zacierają się. O ile książkowo recesję w ekonomii określa się jako dwa następujące po sobie kwartały z ujemnym odczytem Produktu Krajowego Brutto (PKB), w praktyce zjawisko należy rozpatrywać nieco szerzej – jako szereg zjawisk związanych z poziomem aktywności gospodarczej, zdolnością przedsiębiorstw do generowania zysków, kondycją rynku pracy, sentymentem wpływającym na konsumpcję czy wreszcie wolą samych banków centralnych co do stymulowania lub tłumienia tempa rozwoju gospodarki poprzez cykle podnoszenia i obniżania stóp procentowych.

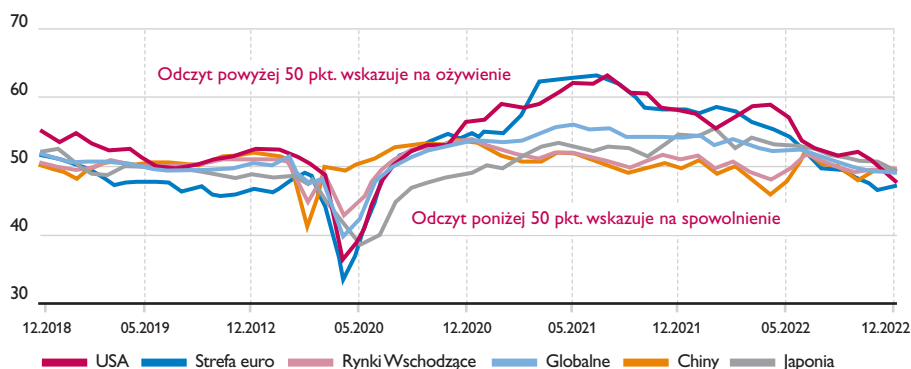
W 2023 rok wchodzimy z wyraźnie widocznym spowolnieniem. Szczególnie widoczne jest to w Chinach, ze względu na politykę „Zero-Covid” (zamykanie całych miast i ośrodków przemysłowych w sytuacji wykrycia nawet kilku zachorowań na COVID-19).

### Poszczególne gospodarki, a cykl koniunkturalny



Mimo udrożnienia łańcuchów dostaw, ryzyko geopolityczne wciąż mocno wpływa na ceny surowców.

**PMI – wskaźniki wyprzedzające koniunktury dla poszczególnych gospodarek wyraźnie spadają (poziom indeksu dla produkcji)**



Źródło: T. Rowe Price

W Europie recesja jest już widoczna ze względu na wysokie odczyty inflacji, słabnące dane związane z produkcją przemysłową i usługami, a także kwestie bezpieczeństwa energetycznego związanego z przerwaniem dostaw ropy i gazu z Rosji. Nieco lepiej sytuacja wygląda w Stanach Zjednoczonych, które w znacznej mierze niezależne są od dostaw surowców z zewnątrz, jednak tam z kolei istotnym problemem są rosnące koszty produkcji związane z przenoszeniem zaopatrzenia w komponenty i półprodukty do kraju lub w inne rejony świata, poza Chiny.

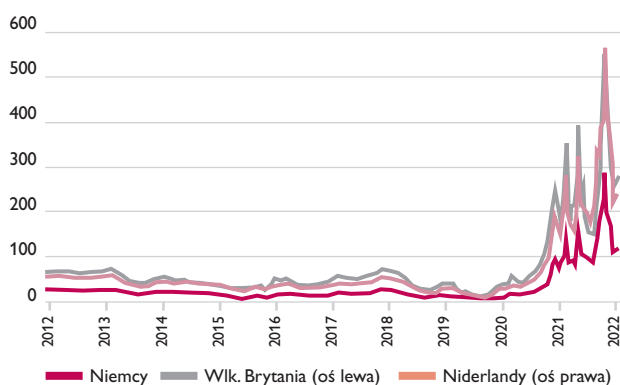
Kolejnym potwierdzeniem pogorszenia się koniunktury są wskaźniki PMI (Indeks Managerów Logistyki), których odczyt poniżej 50 pkt. wskazuje na globalne hamowanie rynków. Potwierdzają one noworoczne doniesienia z Międzynarodowego Funduszu Walutowego, który ocenia (cytuując telewizję CNN z 02.01.2023 r.), że w 2023 roku nawet 1/3 świata może znaleźć się w recesji, ponieważ gospodarka

europejska, amerykańska i chińska hamują w tym samym czasie.

Ponadto dobrym barometrem nastrojów w realnej ekonomii są ceny i zapotrzebowanie na surowce. Ceny gazu i ropy konsekwentnie spadają, ale równie zauważalne są spadki kosztów transportu kontenerowego pomiędzy Chinami a portami zachodnimi. Dlaczego jest to ciekawy wskaźnik? Ponieważ rozpuńczona gospodarka potrzebuje surowców. W ostatnich latach Chiny odpowiadały za 35-43% globalnego zapotrzebowania na półprodukty i komponenty potrzebne do wytworzenia finalnych dóbr. Spadki kosztów transportu wskazują zarówno na rozładowanie zastojów w łańcuchach dostaw, ale również na mniejsze zapotrzebowanie na te surowce, co przełoży się na mniejszą produkcję. Trzeba jednak zauważyć, że istotnym czynnikiem, który nadal będzie wpływał na ceny surowców i ich transportu będzie sytuacja geopolityczna. Sankcje wobec Rosji czy Iranu, napięta sytuacja na Tajwanie pomiędzy Koreą Północną i Południową

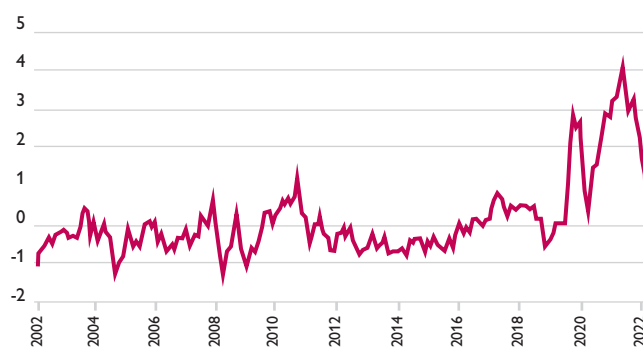
**Ceny gazu i kosztów dostaw w Europie. Mimo udrożnienia łańcuchów dostaw, ryzyko geopolityczne wciąż mocno wpływa na ceny surowców.**

Ceny gazu ziemnego (średnia Euro/MWh)



Źródło: T. Rowe Price

Zmienność łańcucha dostaw



Źródło: T. Rowe Price

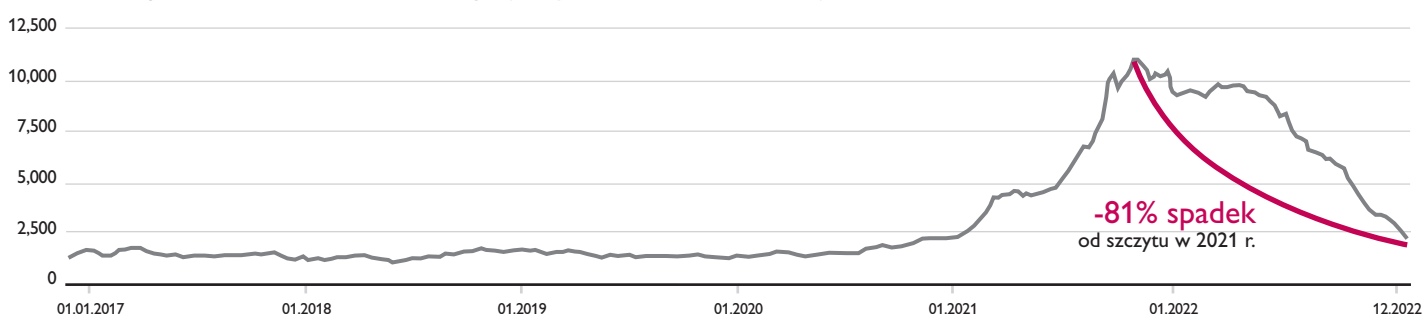
Zmiany cen frachtu kontenerowego z Chin



Zmiany cen surowców



Globalny indeks frachtu kontenerowego (Freightos Baltic Index – FBX)



Źródło: HSBC, Bloomberg

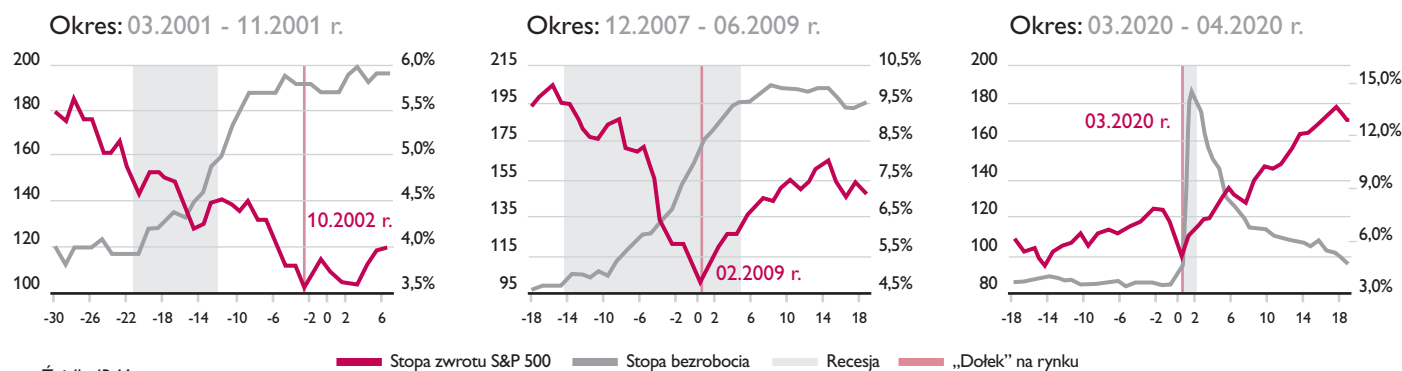
Wyraźny spadek kosztów frachtu kontenerowego może sugerować mniejszą ilość zamówień i hamowanie gospodarki.

mogą powodować dalsze zakłócenia i podwyższoną zmienność szczególnie wśród surowców energetycznych.

W tej makroekonomicznej układance jest jednak jedno „ale”. Do w pełni recesyjnego obrazu brakuje znacznego pogorszenia rynku pracy, a ten z kolei pozostaje wciąż dość mocny. Patrząc w horyzoncie ostatnich 20 lat, ilość miejsc pracy w stosunku do liczby bezrobotnych jest 2-3 razy wyższa od średniej. Ponadto, wszystkie trzy recesje w XXI wieku – szukając analogii w makroekonomii – charakteryzowały się istotnym wzrostem bezrobocia, czego obecnie (jeszcze albo w ogóle) nie widzimy.

Z kolei w statystykach amerykańskich wyraźnie widać, że postcovidowe odbicie w gospodarce zaowocowało przede wszystkim wytworzeniem nowych miejsc pracy (nie zawsze na pełen etat), a nie w zwiększeniu liczby zatrudnionych. Ta liczba nadal pozostaje wysoka i choć dynamika wyhamowała, nie widać tu znaczącego wzrostu bezrobocia. Dopiero silne hamowanie konsumpcji w wyniku likwidacji miejsc pracy i braku dochodów mogłoby, naszym zdaniem, przyspieszyć tendencje recesyjne i prawdopodobnie byłoby tą przysłowiową „kropką nad i” z perspektywy cyklu koniunkturalnego, która wpędziłaby świat w recesję.

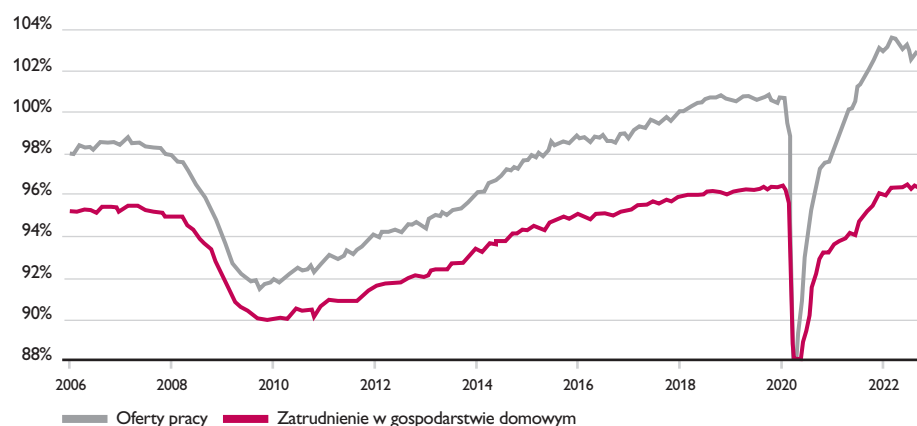
Zmiana wskaźnika bezrobocia i indeksu S&P500 w okresach recesji



Źródło: JP Morgan

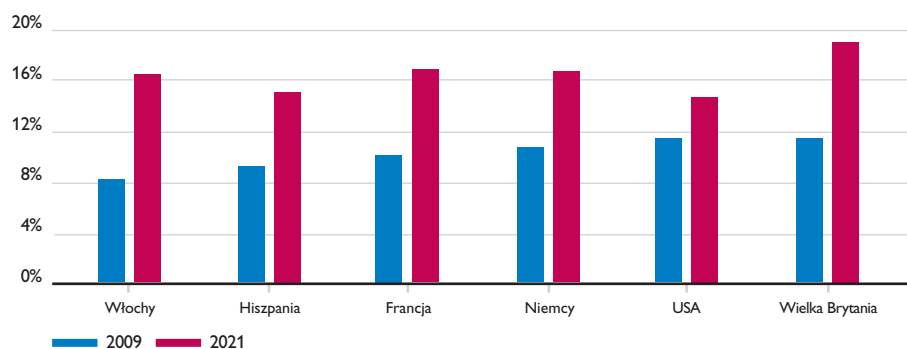
Za mocnym rynkiem pracy stoi wzrost liczby etatów, a zatrudnienie pozostaje stabilne.

### Zmiana liczby nowych miejsc pracy i zatrudnienia w USA



Źródło: Goldman Sachs

### Kondycja sektora finansowego w latach 2009 i 2021 – stopień zabezpieczenia kapitałowego banków



Źródło: JP Morgan

Poprzednie okresy recesyjne zbiegały się również w czasie z pogorszeniem kondycji sektora finansowego, z groźbą bankructw włącznie (słynny przypadek Lehman Brothers z 2008 roku). To on bowiem odpowiada głównie za finansowanie przedsiębiorstw oraz dostarcza płynności konsumentom. Tym razem jednak banki wchodzą w okres dekonunktury, relatywnie dobrze przygotowane i dokapitalizowane. W ostatnich latach, na mocy nie tylko lokalnych regulacji i rekomendacji ale również na poziomie prawa unijnego, instytucje finansowe zaostrzyły wymogi związane z udzielaniem kredytów oraz zadbały o odpowiednie proporcje kredytów do depozytów. Liczne stress-testy oraz odpowiednie poziomy rezerw nie powinny być powodem do niepokoju.

Na podstawie dostępnych danych uważamy, że gospodarka światowa znajduje się w fazie spowolnienia. Co więcej, spowolnienie to może przyspieszać.

Nadal w grze jednak pozostaje scenariusz tzw. „miękkiego lądowania”, a więc wyhamowania tempa wzrostu bez osiągnięcia przez niego wartości negatywnych. Jest on jednak najbardziej prawdopodobny w przypadku Stanów Zjednoczonych. Recesja jest bardziej prawdopodobna w Europie (w tym także w Polsce), jednak nie musi trwać długo, ale może być bardziej dotkliwa – głównie ze względu na zależność energetyczną od Rosji, która nie została w pełni zastąpiona innymi kierunkami dostaw, a także ze względu na bliskość konfliktu Rosja-Ukraina. Spodziewamy się, że kulminacja złych danych makroekonomicznych może przypaść na I-II kwartał 2023 roku, gdy same przedsiębiorstwa będą wykorzystywały okazję do rewizji swoich wyników ze względu na rosnącą presję płacową oraz koszty energii, natomiast popyt konsumpcyjny może osłabić się w wyniku relatywnie najszybszej utraty wartości pieniądza w czasie (najwyższa dynamika inflacji kontra wolniej rosnące płace).

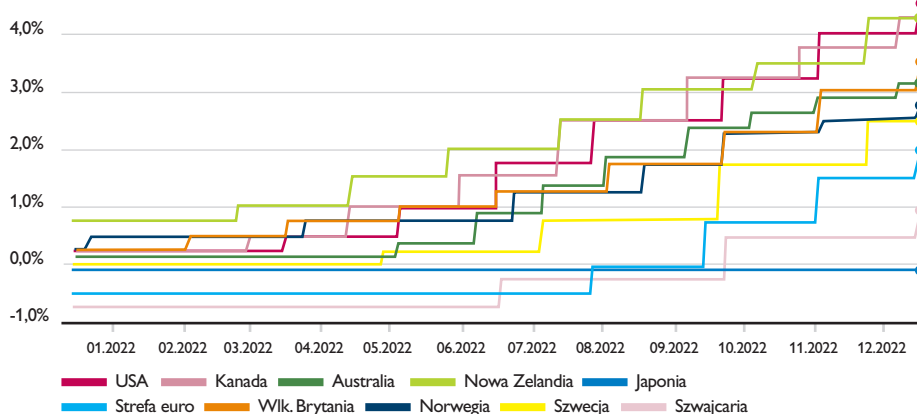
W 2023 rok wchodzimy nadal w środowisku wysokiej inflacji, która zapewne pozostanie z nami na dłużej.

Jednak panika związana z jej niekontrolowanym wzrostem zdaje się przemijać.

# Makroekonomia

## Dezinflacja – słowo roku 2023?

### Zmiana stóp procentowych w poszczególnych krajach



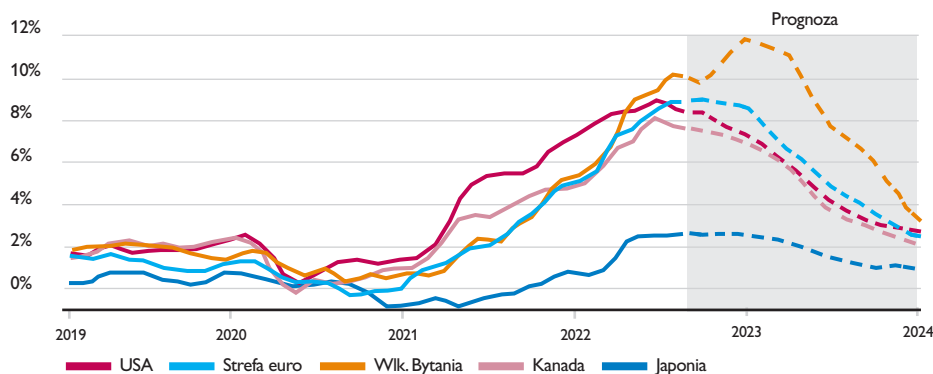
Źródło: Refinitiv

Czynnikami będącym w centrum zainteresowania rynków, inwestorów i samych banków centralnych przez cały 2022 rok, była inflacja. Jej coraz wyższa dynamika to konsekwencja luźnej polityki monetarnej (niskich stóp procentowych) oraz wypompowywania olbrzymiej ilości gotówki w rynek. Działania te trwały z bardzo krótkimi przerwami od 2009 roku, gdy doświadczyliśmy wówczas ostatniego dużego kryzysu finansowego. W świetle rosnącej inflacji większość banków centralnych bardzo dynamicznie zaczęła podnosić stopy procentowe, starając się w ten sposób tę dynamikę wyhamować. Dlaczego wysoka dynamika inflacji jest szkodliwa dla rozwoju gospodarczego? Ponieważ powoduje bardzo szybką utratę

wartości nabywczej pieniądza, prowadzi do silnej presji na wzrost wynagrodzeń, winduje w górę koszty funkcjonowania przedsiębiorstw (np. koszty energii, surowców), zacieśnia marże, a w efekcie stawia pod znakiem zapytania zyskowność i rentowność biznesów. Także wzrost stóp procentowych (jako oręż w walce z inflacją) zdecydowanie podnosi koszty finansowania gospodarki i konsumentów kredytami, co obniża konsumpcję, hamuje potencjał inwestycyjny a finalnie – wzrost gospodarczy.

W 2023 rok wchodzimy nadal w środowisku wysokiej inflacji, która zapewne pozostanie z nami na dłużej. Jednak panika związana z jej niekontrolowanym wzrostem zdaje się przemijać.

### Aktualne i prognozowane wartości dynamiki inflacji



Źródło: Bloomberg



Oczekiwania względem przyszłych poziomów inflacji – zarówno w średnim jak i długim terminie – systematycznie spadają.

Szczyt inflacji w Stanach Zjednoczonych miał miejsce w czerwcu na poziomie 9,1% r/r. Ostatnie miesiące 2022 roku stały pod znakiem przyspieszenia tempa spadku dynamiki amerykańskiej inflacji do poziomu 7,1% r/r. W Strefie Euro nadal ten szczyt nie został osiągnięty (obecne odczyty na poziomach ok. 10,1% r/r), jednak coraz więcej krajów notuje istotny spadek tego wskaźnika (np. w Niemczech spadek z 10% na 8,6% r/r). Zupełnie inaczej sytuacja wygląda w Japonii i w Chinach, gdzie ostatnie odczyty inflacji wynoszą odpowiednio 3,8% i 1,6% r/r.

W Polsce ostatnie, grudniowe cofnięcie inflacji z poziomu 17,9 do 17,5% r/r oczywiście cieszy i wypada poniżej konsensusu analityków, jednak trzeba pamiętać o zakończeniu tarcz antyinflacyjnych i przywróceniu pełnych stawek podatku VAT.

Szacunki analityków zakładają wzrost inflacji z tego tytułu o 3-4% co nie będzie zaskoczeniem dla rynków.

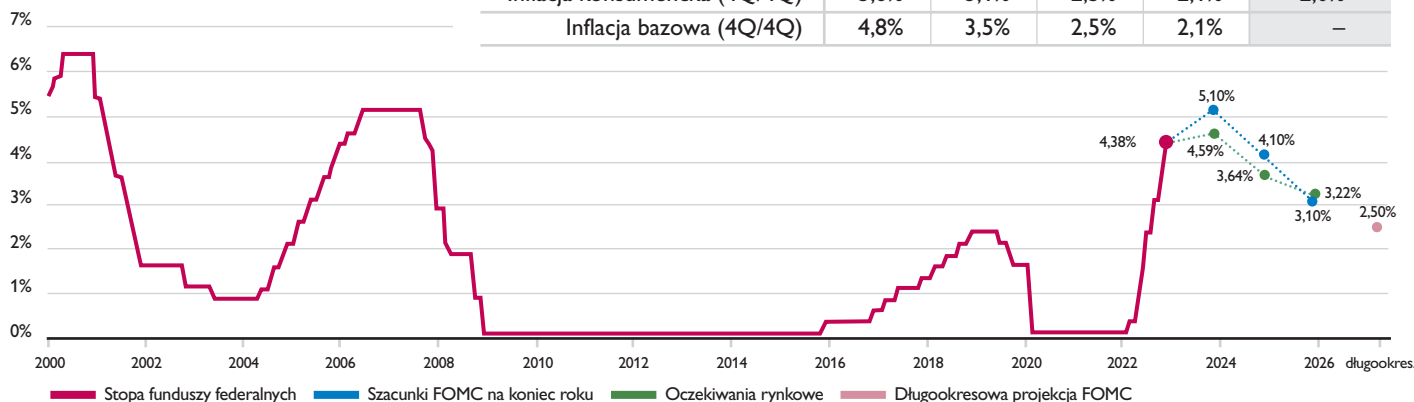
Istotne jest jednak to, że oczekiwania względem przyszłych poziomów inflacji – zarówno w średnim jak i długim terminie – systematycznie spadają. Wydaje się zatem prawdopodobne, że działania banków centralnych, związane z podwyżkami stóp procentowych oraz redukowaniem swoich bilansów (czyli „ściągnięciem” pieniądza z rynku), zaczynają przynosić efekty.

Tak jak w poprzednich kwartalnych opracowaniach mówiliśmy o inflacji, stagflacji czy konsekwencji, tak na najpopularniejsze ekonomiczne słowo 2023 roku typujemy... „dezinflację”.

W naszej ocenie jej dynamika wzrostu będzie stopniowo się zmniejszać, chociażby

**Prognozowana ścieżka stóp procentowych w USA według FED i rynku**

	2022	2023	2024	2025	długookres.
Zmiana PKB (4Q/4Q)	0,5%	0,5%	1,6%	1,8%	1,8%
Stopa bezrobocia (4Q)	3,7%	4,6%	4,6%	4,5%	4,0%
Inflacja konsumencka (4Q/4Q)	5,6%	3,1%	2,5%	2,1%	2,0%
Inflacja bazowa (4Q/4Q)	4,8%	3,5%	2,5%	2,1%	–



Źródło: JP Morgan

**Prognozy PKB i Inflacji w gospodarkach świata**

Dane w %	GDP						Inflacja					
	2022f		2023f		2024f		2022f		2023f		2024f	
<b>Światowe Rynki</b>	3,0	(2,9)	1,9	(1,8)	2,4	(2,2)	3,0	(2,9)	3,0	(2,9)	3,0	(2,9)
<b>Rynki Rozwinięte</b>	2,6	(2,3)	0,5	(0,3)	0,8	(1,0)	2,6	(2,3)	2,6	(2,3)	2,6	(2,3)
<b>Rynki Wschodzące</b>	3,5	(3,6)	3,7	(3,8)	4,4	(3,8)	3,5	(3,6)	3,5	(3,6)	3,5	(3,6)
USA	2,0	(1,7)	0,8	(0,4)	0,7	(0,9)	2,0	(1,7)	2,0	(1,7)	2,0	(1,7)
USA (Q4/Q4)	0,7	(0,0)	0,1	(0,2)	1,2	(1,2)	0,7	(0,0)	0,7	(0,0)	0,7	(0,0)
Chiny	3,0	(3,5)	5,0	(5,2)	5,8	(4,8)	3,0	(3,5)	3,0	(3,5)	3,0	(3,5)
Japonia	1,1	(1,2)	0,9	(0,9)	0,5	(0,5)	1,1	(1,2)	1,1	(1,2)	1,1	(1,2)
Indie*	6,8	(6,7)	5,1	(5,3)	6,0	(6,0)	6,8	(6,7)	6,8	(6,7)	6,8	(6,7)
Strefa Euro	3,4	(3,1)	0,0	(-0,2)	0,8	(0,9)	3,4	(3,1)	3,4	(3,1)	3,4	(3,1)
Wielka Brytania	4,4	(3,3)	-0,5	(-0,2)	1,5	(1,3)	4,4	(3,3)	4,4	(3,3)	4,4	(3,3)
Rosja	-3,9	(-5,3)	-0,9	(-3,4)	1,0	(1,3)	-3,9	(-5,3)	-3,9	(-5,3)	-3,9	(-5,3)
Brazylia	2,9	(2,9)	0,7	(0,7)	1,9	(1,9)	2,9	(2,9)	2,9	(2,9)	2,9	(2,9)

Źródło: HSBC

Banki centralne pozostają „głównym rozgrywającym” w potyczce z inflacją, z kolei ich działania i retoryka mocno wpływają na nastroje inwestorów oraz zachowanie się poszczególnych klas aktywów.

ze względu na statystyczny efekt bazy, jednak jasno trzeba podkreślić, że inflacja pozostanie z nami na dłużej. Czynniki, które powinny wywierać presję na obniżenie dynamiki inflacji upatrujemy w spadku aktywności gospodarczej w największych gospodarkach świata, stopniowym rozładowaniu nierównowag w podaży i popycie na surowce energetyczne oraz odblokowaniu możliwości produkcyjnych w Chinach. Jednak aby procesy te wspierały wolniejszą utratę wartości pieniądza w czasie musimy zaobserwować na rynku również zmniejszenie presji na wzrost wynagrodzeń. Impuls ten może potencjalnie pojawić się równoległe ze wzrostem bezrobocia czy silniejszym spadkiem liczby nowych miejsc pracy. Będzie to proces bez wątpienia bolesny dla społeczeństw, ale chyba niezbędny do trwalszego zbiccia inflacji.

Oczekiwania inflacyjne są oczywiście istotne z perspektywy potencjalnej ścieżki podnoszenia lub obniżania stóp procentowych. Nadal bowiem to banki centralne pozostają „głównym rozgrywającym” w tej potyczce z inflacją, a z kolei ich działania i retoryka mocno wpływają na nastroje inwestorów oraz zachowanie się poszczególnych klas aktywów. Dochodzi w tym miejscu do wielu ciekawych i zaskakujących różnic – zarówno jeśli chodzi o same banki, ale też między tym, co komunikują instytucje finansowe, a co wycenia rynek.

O ile zarówno Amerykańska Rezerwa Federalna jak i Europejski Bank Centralny brzmią dość „jastrzębio”, nie kończą cyklu podwyżek stóp procentowych, a wręcz zapowiadają

kolejne podwyżki w nadchodzących miesiącach wydaje się, że potencjalne hamowanie inflacji może łagodzić tę retorykę. Obecnie rynek wycenia docelowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych na poziomie nieco ponad 4,5-5% w 2023 roku i pierwsze obniżki w 2024 roku. W Europie z kolei oczekiwania przesunęły się nieco w górę po grudniowym posiedzeniu EBC: aktualnie szczyt głównych stopy w Strefie Euro oscyluje w okolicach 3,5%, który może utrzymać się przez kolejne 18-24 miesiące. W Polsce z kolei przyjęty konsensus zakłada brak podwyżek stóp procentowych w obecnym cyklu i pierwsze obniżki pod koniec 2023 roku.

Podsumowując, z perspektywy makroekonomicznej zakładamy dalsze pogłębienie spowolnienia gospodarczego, z „twardszym lądowaniem” w Europie i nieco bardziej łagodnym w Stanach Zjednoczonych. Kulminacyjny moment prawdopodobnie wypadnie na przełomie I i II kwartału 2023 roku, gdy same spółki zrewidują w dół swoje prognozy zysków za IV kwartał 2022 roku oraz uwzględnią wysokie ceny nośników energii. Nie wykluczamy pogorszenia koniunktury wśród konsumentów oraz pogorszenia kondycji na rynku pracy. Tym niemniej uważamy, że odczyty inflacji powinny hamować w II połowie 2023 roku, co z kolei potencjalnie może przełożyć się na pierwsze nieśmiałe próby odbudowy koniunktury. Oczywiście scenariusz ten uznajemy za bazowy, zakładając brak anomalii wynikających z hipotetycznego nawrotu pandemii COVID-19 w skali globalnej lub niespodziewanej eskalacji konfliktu w Ukrainie.



# Rynki obligacji

Walka z inflacją niesie ze sobą ofiary

## Stopy zwrotu z amerykańskich obligacji w poszczególnych latach (1977 - 2022)

Rok	Stopa zwrotu	Rok	Stopa zwrotu	Rok	Stopa zwrotu
1977	3,0%	1993	9,7%	2009	5,9%
1978	1,4%	1994	-2,9%	2010	6,5%
1979	1,9%	1995	18,5%	2011	7,8%
1980	2,7%	1996	3,6%	2012	4,2%
1981	6,2%	1997	9,7%	2013	-2,0%
1982	32,6%	1998	8,7%	2014	6,0%
1983	8,4%	1999	-0,8%	2015	0,6%
1984	15,1%	2000	11,6%	2016	2,7%
1985	22,1%	2001	8,4%	2017	3,5%
1986	15,3%	2002	10,3%	2018	0,0%
1987	2,8%	2003	4,1%	2019	8,7%
1988	7,9%	2004	4,3%	2020	7,5%
1989	14,5%	2005	2,4%	2021	-1,5%
1990	9,0%	2006	4,3%	2022 YTD	-13,0%
1991	16,0%	2007	7,0%		
1992	7,4%	2008	5,2%		

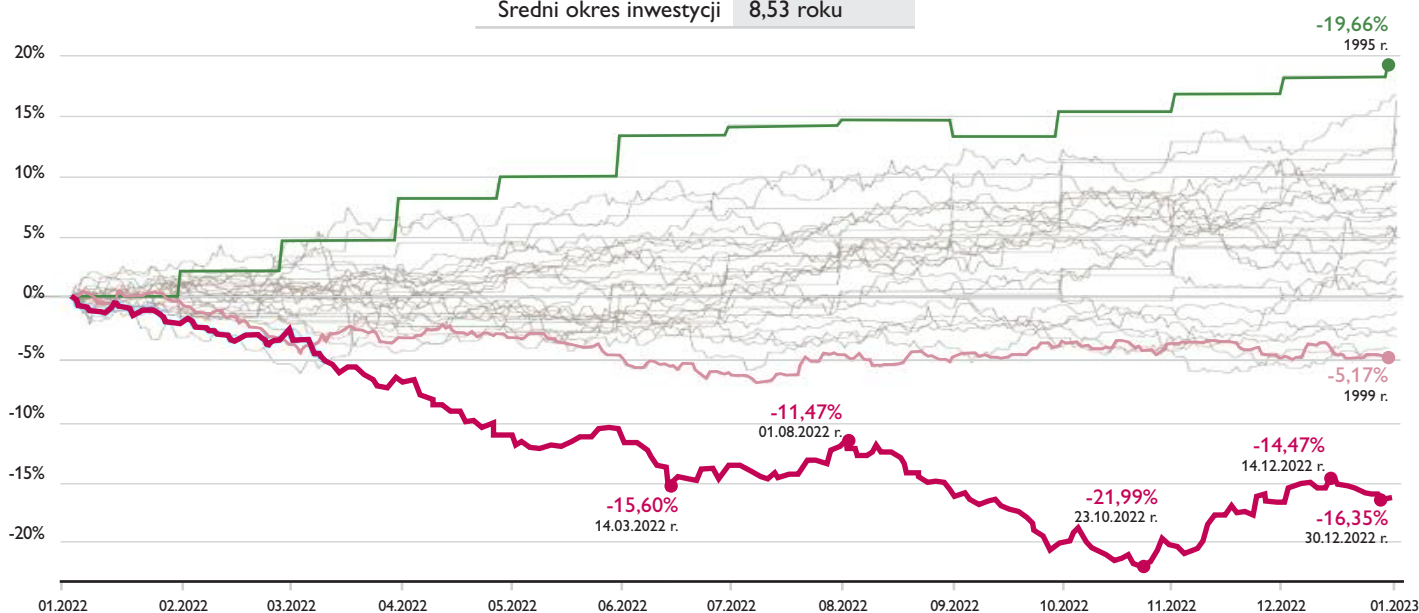
Źródło: Charlie Bilello, Twitter

Rok 2022 obszedł się z obligacjami i dłużnymi klasami aktywów wręcz brutalnie. Szybki wzrost dynamiki inflacji wraz ze zdecydowaną reakcją ze strony banków centralnych, w postaci bezprecedensowego podniesienia stóp procentowych, zaowocował silną przeceną obligacji. Ta bolesna lekcja dla inwestorów, traktujących obligacje jako bezpieczną przystań, okazała się też mocno rozciągnięta w czasie i wystawiła ich cierpliwość na dużą próbę.

Z perspektywy wieloletnich statystyk i notowań wystarczy wspomnieć, że 2022 rok przyniósł większe spadki na obligacjach, niż ostatni kryzys w latach 2008-2009, dla amerykańskich papierów skarbowych był to największy roczny spadek od lat 70-tych XX wieku, a już tylko dla 10-letnich amerykańskich „skarbówek” najgorszy wynik od 1768 roku! Również na polskim rynku długu nie doświadczyliśmy jeszcze tak mocnej przeceny, która w czerwcu i październiku 2022 sięgała nawet 20% od szczytów cen, by finalnie zamknąć miniony rok na poziomie ok. -13%.

## Indeks globalnych obligacji skarbowych na tle poprzednich lat

Data powstania	1990	Duracja	6,62
Liczba obligacji	28,800+	Średni kupon	2,31%
Wartość rynkowa	59,55 bln USD	Najniżej przy wykupie	3,37%
		Średni okres inwestycji	8,53 roku



Źródło: Bloomberg

**Mechanizm oddziaływania zmian stóp procentowych na rentowność i cenę obligacji**

**Co wpływa na zmienność cen obligacji?**

➔ Zmiana oczekiwań dotycząca przyszłego poziomu stóp procentowych. + ➔ Ryzyko kredytowe (jako różnica w pb. do obligacji rynków bazowych, np. Niemiec czy USA).



**Kiedy obserwujemy zmiany cen obligacji?**

➔ Materializacja zmiany oczekiwań dot. stopy procentowej ➔ Zmiana cen obligacji ➔ Materializacja zmiany stopy zwrotu

Źródło: Opracowanie własne

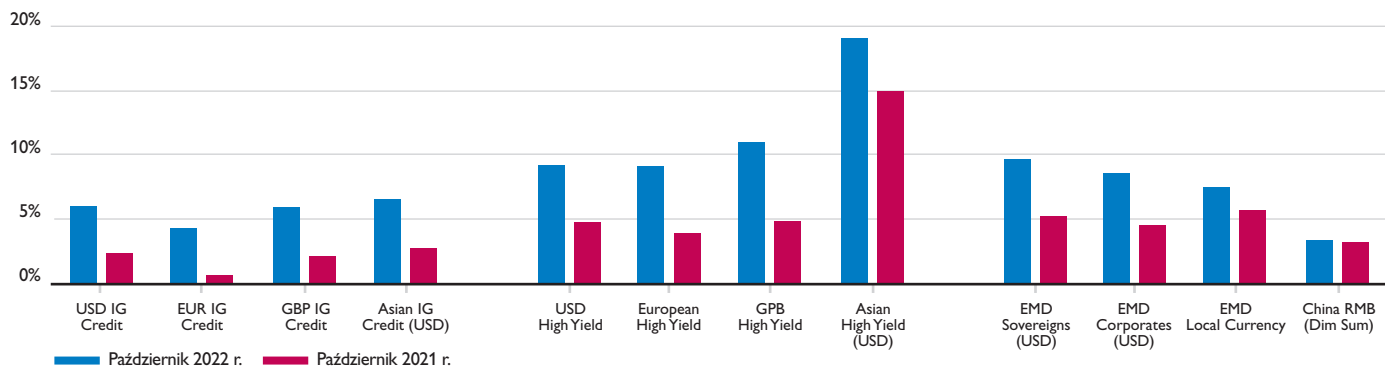
Istotna dla cen obligacji jest, nie sama decyzja o zmianie stóp procentowych, a zamiana oczekiwań co do przyszłych ich poziomów.

O ile w przypadku inwestorów utrzymujących swoje obligacje do terminu wykupu ryzyko zmiany stóp procentowych nie jest aż tak istotne, o tyle uczestnicy posiadający jednostki funduszy obligacji skarbowych musieli mierzyć się ze stopami zwrotu sięgającymi nawet -20% i więcej. Mechanizm ten jednak nie jest niczym niezwykłym, jeśli zrozumiemy jak działają obligacje i jakimi prawami się rządzą. Otóż należy pamiętać, że środowisko rosnących stóp procentowych nie sprzyja tej klasie aktywów, bardziej istotna dla cen obligacji jest nawet nie sama decyzja o zmianie stóp procentowych, a zamiana oczekiwań co do przyszłych ich poziomów. Korelacja ta jest ujemna, a więc w środowisku rosnących stóp

procentowych cena obligacji spada, a ich rentowność rośnie. Mechanizm ten działa oczywiście w obie strony, a jego „natężenie” rośnie, im dłuższy jest okres do wykupu obligacji.

Awersja do ryzyka, wojna w Ukrainie czy obawy o globalne spowolnienie gospodarcze odbiły się również na obligacjach korporacyjnych – zarówno tych z ratingiem inwestycyjnym jak i obligacji wysokodochodowych, uważanych za najbardziej ryzykowne. Mimo, że te klasy aktywów poniosły mniej dotkliwe straty w porównaniu z obligacjami skarbowymi, ich rentowności (dochodowość) mocno wzrosły.

**Zmiany rentowności obligacji pomiędzy 10.2021 – 10.2022 r.**



Źródło: Fidelity



# Rynki obligacji

## Instrumenty dłużne o stałym dochodzie wreszcie z dochodem

Wzrost inflacji wymusił drastyczne wzrosty stóp procentowych, powodując „wymazanie” 14-letnich wzrostów w raptem 10 miesięcy.

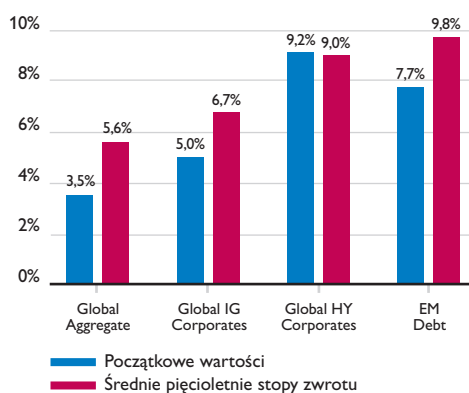
Zrozumienie tła rynkowego oraz mechanizmu działania obligacji są kluczowe dla zrozumienia, że historycznie negatywne stopy zwrotu z obligacji w rzeczywistości nie są wynikiem błędów taktycznych funduszy inwestycyjnych, skutkiem krachu czy kryzysu, lecz zmianą panującej rzeczywistości: z kilkunastoletnich obniżek stóp procentowych (do których inwestorzy zdążyli się przyzwyczaić) na okres wzrostu i wyższych stóp procentowych. Zaskakująca może być jedynie skala tego ruchu – drastyczny wzrost inflacji wymusił drastyczne podwyżki stóp procentowych, powodując „wymazanie” 14-letnich wzrostów w raptem 10 miesięcy.

Jednak inwestowanie w obligacje ma tę zaletę, że oprócz komponentu zmiany cen, pozwalają one również na generowanie dochodu z odsetek. Dochód ten jest tym większy, im wyższe mamy rentowności obligacji – oczywiście, strategia sprawdzi się tylko wtedy, gdy utrzymamy te instrumenty w rekomendowanym horyzoncie inwestycyjnym.

W 2023 rok wchodzimy na rynkach długu, jednak w już mocno zaawansowanych cyklach podwyżek stóp procentowych. Rynek 3-krotnie sygnalizował możliwość zmiany trendu, wątpiąc w determinację Amerykańskiej Rezerwy Federalnej w dalsze agresywne kontynuowanie cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Naszym zdaniem ten sygnał zmiany trendu został potwierdzony w czerwcu i październiku minionego roku. Spodziewamy się, że trend spadku rentowności amerykańskich obligacji (wzrostu ich cen) powinien być kontynuowany, czemu sprzyja też moment spowolnienia gospodarczego w cyklu koniunkturalnym.

Podobną sytuację, choć nieco bardziej zaawansowaną w czasie, obserwujemy w Polsce. Widoczna kapitulacja Rady Polityki Pieniężnej i konsensus zakładający brak kolejnych podwyżek stóp procentowych, z marginesem +25 p.b., uzasadnia doważanie w portfelu obligacji skarbowych. Krzywa rentowności ucziwie oddaje oczekiwania co do przyszłego poziomu stóp procentowych w Polsce.

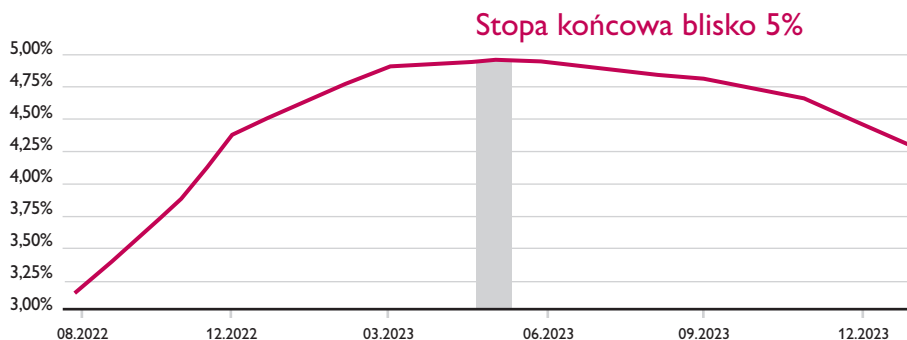
### Bieżące średnie dochodowości obligacji według ich rodzaju



Źródło: Capital Group

### Historyczne stopy zwrotu od poprzednich szczytów stóp procentowych w USA

Rynki przewidują szczyt funduszy Fed w czerwcu 2023 r.

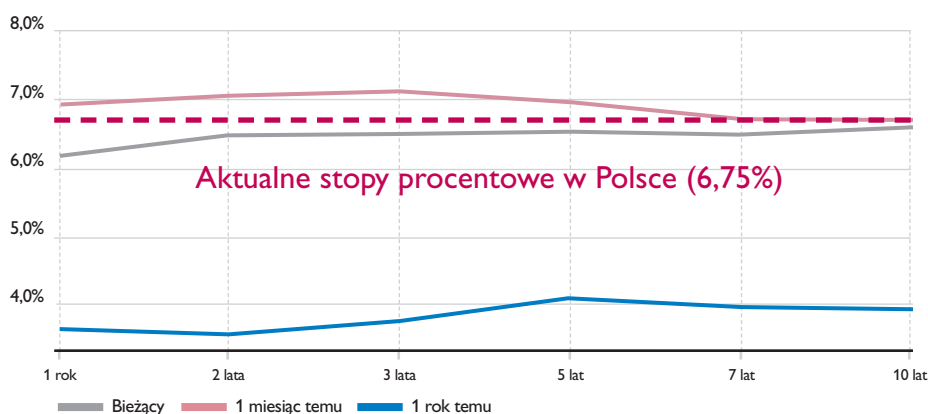


Źródło: Capital Group

### Bloomberg US Aggregate Index

Ostatnia podwyżka	Zwrot z pierwszych 12M (średni koszt w USD)	Całkowity zwrot roczny w ciągu 5 lat
06.2006	4,5%	5,9%
05.2000	5,3%	7,2%
02.1995	7,7%	6,8%
02.1989	10,2%	10,6%
09.1987	7,0%	9,6%
05.1981	3,3%	15,6%

### Polska krzywa rentowności obligacji skarbowych



Źródło: investing.com

Pozytywne nastawienie do instrumentów dłużnych potwierdzają również dane historyczne i poprzednie okresy zmiany cyklu stóp procentowych. Z reguły zakończenie zacieśniania polityki monetarnej wiązało się ze spadkiem rentowności i wzrostem cen obligacji.

Obecnie rynek długu stwarza zatem wyjątkową okazję na budowanie zaangażowania, po dużych przecenach i relatywnie atrakcyjnej przyszłej dochodowości. Przy bazowym scenariuszu makroekonomicznym zakładającym w 2023 r. hamowanie inflacji (a więc i koniec cyklu podwyżek stóp procentowych z szansą na przyszłe obniżki), stosunek zysku do ryzyka wypada, w przypadku obligacji skarbowych, bardzo atrakcyjnie na tle innych klas aktywów.

Nasze wcześniej prezentowane w opracowaniach na III i IV kwartał 2022 umiarkowanie pozytywne nastawienie do tej klasy aktywów, okazało się prawidłowe. Ostrożnie podchodzimy jednak do obligacji Strefy Euro oraz obligacji Rynków Wschodzących. Europejski Bank Centralny rozpoczął podwyżki dużo później, niż FED czy RPP, a inflacja na Starym Kontynencie nadal pozostaje wysoka. Obligacje

Rynków Wschodzących oferują co prawda pewną premię za ryzyko, jednak jest ona historycznie niewielka. Innymi słowy, przy szeregu ryzyk (np. podatność na zmiany kursu USD, ryzyka geopolityczne) podobną dochodowość można zrealizować na rynkach bazowych, z o wiele niższym ryzykiem kredytowym emitenta. Nie widzimy na ten moment fundamentalnych przesłanek, by stanowisko to zmieniać.

Podsumowując, postrzegamy obligacje jako najbardziej perspektywiczną część potencjalnego portfela inwestycyjnego, w której kluczowe będą trzy kwestie:

- ① **NORMALIZACJA** – banki centralne konsekwentnie przywracają stopy procentowe do neutralnych poziomów;
- ② **ALOKACJA STRATEGICZNA** – niezmiernie istotna w warunkach podwyższonej zmienności;
- ③ **RENTOWNOŚĆ** – bardzo atrakcyjny poziom carry w stosunku do ryzyka zmienności wartości samego instrumentu.

### Różnica w rentownościach obligacji amerykańskich i Rynków Wschodzących



Źródło: Capital Group

# Rynki obligacji

## Poszukiwanie dochodu w obliczu spowolnienia gospodarczego

Obligacje korporacyjne zachowywały się w 2022 r. relatywnie lepiej od obligacji skarbowych, oferując atrakcyjniejsze poziomy premii za ryzyko.

Alternatywą do poszukiwania stałego dochodu w obligacjach skarbowych, ale nadal w grupie instrumentów dłużnych, są obligacje korporacyjne. Instrumenty te, emitowane przez przedsiębiorstwa, są jednym z fundamentalnych sposobów ich finansowania. Ich konstrukcja zakłada wypłacanie kuponu ustalonego na stałym poziomie (rzadziej występująca stała stopa oprocentowania) lub częściej zmiennym (stopa referencyjna + marża).

Obligacje korporacyjne zachowywały się w 2022 roku relatywnie lepiej od obligacji skarbowych, oferując atrakcyjniejsze poziomy premii za ryzyko. Różnica ta jednak zaczęła się mocno zacierać wraz z podwyżkami stóp procentowych a obligacje korporacyjne również istotnie się przeceniły. Proces ten wydaje się logiczny z perspektywy

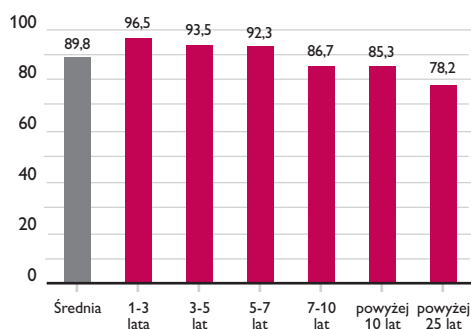
inwestora: „Po co mam ryzykować niewypłacalność danego emitenta i brak odkupu obligacji, skoro niewiele mniejszy kupon mogą dostać na bezpieczniejszych obligacjach skarbowych?”

Przeanalizujemy zatem głębiej dwie grupy obligacji: te z ratingiem inwestycyjnym (ang. Investment Grade) oraz bardziej ryzykowne obligacje wysokodochodowe (ang. High Yield).

W przypadku tej pierwszej grupy przecena z 2022 spowodowała ich wyceny na bardzo atrakcyjne poziomy – średnio po ok. 85% wartości nominalnej. Można wśród nich znaleźć papiery o bardzo dobrej jakości, emitowane przez duże, stabilne przedsiębiorstwa, których sytuacja fundamentalna jest dobra. Jakikolwiek sygnały świadczące o zmianie kierunku cyklu stóp procentowych mogą potencjalnie ponownie zachęcać inwestorów do poszukiwania premii za ryzyko wśród takich emitentów, i ten popyt już jest widoczny. Należy jednak pamiętać, że ta klasa aktywów jest skorelowana pozytywnie z akcjami, więc w przypadku powrotu niepewności, jej zmienność może wzrosnąć. Można jednak śmiało założyć, że bardzo wiele rynkowych ryzyk jest już mocno uwzględnionych w wycenach tych instrumentów.

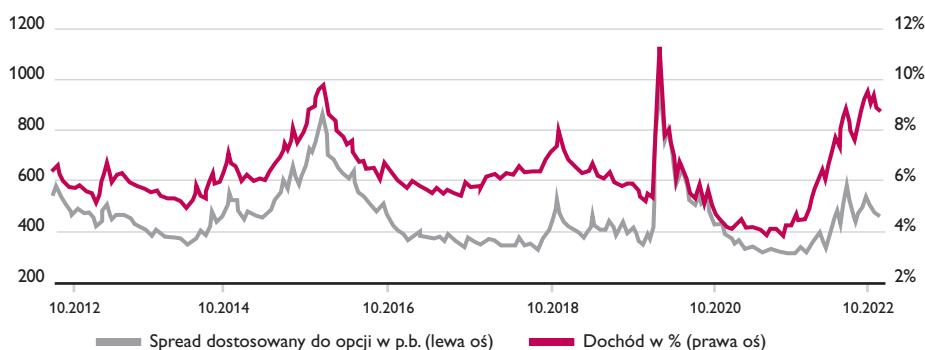
W przypadku obligacji High Yield ryzyka są podobne, jednak diametralnie poprawiła się ich sytuacja fundamentalna.

**Dyskonto obligacji Investment Grade według duracji (w USD)**



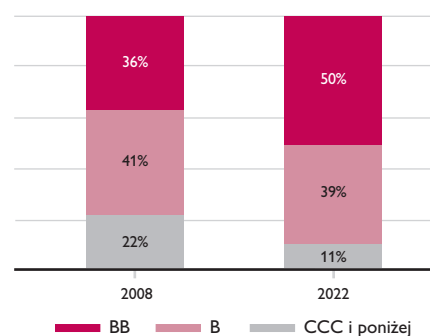
Źródło: Capital Group

**Dochodowość obligacji High Yield**



Źródło: T. Rowe Price

**Kompozycja indeksu obligacji korporacyjnych High Yield**



Źródło: HSBC

Bilans szans i zagrożeń zmienił więc nasze nastawienie do obligacji korporacyjnych, z negatywnego na bardziej neutralne.

O ile jeszcze w listopadzie średnia dochodowość tej klasy aktywów wynosiła 4,3%, to już na koniec roku 2022 wynosiła już ok. 9%. Jednocześnie wiele firm o wątpliwej lub trudnej sytuacji finansowej zbankrutowało już w trakcie pandemii w 2020 roku. Inne firmy wykorzystały ostatnie lata niskich stóp procentowych do redukcji swojego zadłużenia i najbardziej kosztownych zobowiązań. W efekcie, przedsiębiorstwa, które przetrwały, stały się jeszcze mocniejsze. Porównując skład zagregowanego indeksu obligacji High Yield w 2008 i 2022 roku, udział papierów o najgorszym ratingu spadł o połowę!

Nadal oczywiście krótkoterminowe inwestowanie w tę klasę aktywów wydaje nam się obciążone dużą niewiadomą.

Bilans szans i zagrożeń zmienił więc nasze nastawienie do obligacji korporacyjnych, z negatywnego na bardziej neutralne. Kluczową kwestią pozostanie jednak umiejętna selekcja bezpośrednia tych instrumentów oraz wykorzystanie „know-how” zagranicznych asset managerów. Dopóki rynek nie potwierdzi znalezienia się w ostatniej, najsilniejszej fazie recesji, będziemy ograniczać takie pozycje w portfelu, skupiając się głównie na obligacjach Investment Grade.

## Rynki akcji

Źle w gospodarce,  
koniecznie na giełdach

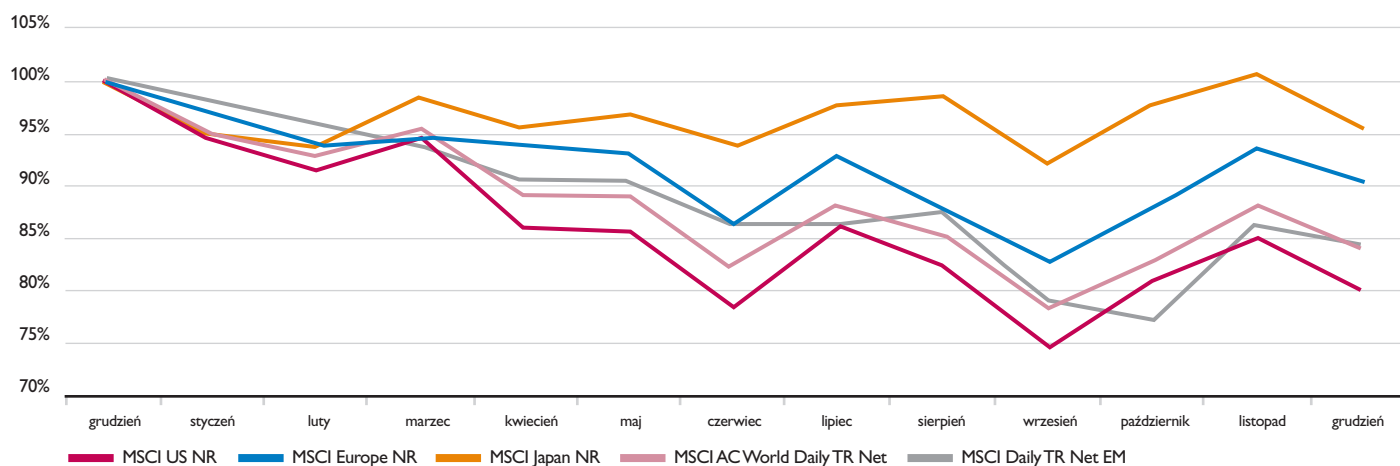
ale nie-

Zapewne większość inwestorów zgodziłaby się ze stwierdzeniem, że taki rok, jak 2022 chciałoby się oglądać jak najrzadziej. Ta nowa rzeczywistość wysokich stóp procentowych, oraz wzrost inflacji wystraszyły inwestorów już w pierwszych dniach 2022 roku. W lutym olbrzymim impulsem do przeceny stał się konflikt zbrojny na linii Rosja-Ukraina. W bardzo krótkim czasie cały świat, który jeszcze do końca nie otrząsnął się z pandemii COVID-19, stanął w obliczu poważnych

zakłóceń w łańcuchach dostaw, przepływie surowców energetycznych, które stały się konsekwencją nałożonych na Rosję sankcji gospodarczych. Jednocześnie wykształciła się swoista polaryzacja pomiędzy sojusznikami Ukrainy – Światem Zachodnim, a Rosją, Indiami, Chinami i pomniejszymi reżimami politycznymi.

Ta „suma wszystkich strachów”, która zmaterializowała się jednocześnie i na różnych polach doprowadziła do totalnej kapitulacji

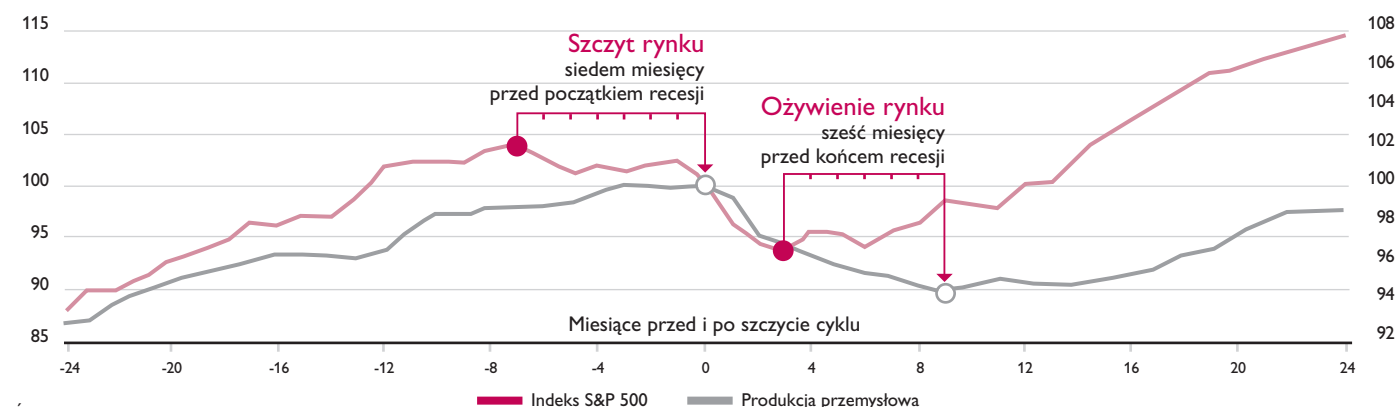
### Globalne indeksy akcji - stopy zwrotu w 2022 roku (w %)



Źródło: Bloomberg



### Historyczne reakcje S&P 500 na dołki recesyjne w gospodarce



Źródło: Capital Group

	Recesja	vs.	Ekspansja		Bear Market	vs.	Bull Market
Okres (miesiące)	10		69	Okres (miesiące)	13		67
Dynamika PKB	-2,5%		24,6%	Stopa zwrotu	-33%		265%
Zarobki przedsiębiorstw	-22%		96%				
Dodatkowe miejsca pracy (netto)	-3,9 mln		12 mln				

Analizując ostatnie 11 recesji w Stanach Zjednoczonych, trwały one średnio od 2 do 18 miesięcy i, co ciekawe, rynki akcji zaczynały odbicie na kilka miesięcy przed dnem recesji.

„byków”. Amerykański indeks S&P500 i technologiczny Nasdaq zakończyły rok odpowiednio na poziomach rzędu -20% i -33%, a więc na poziomie technicznie uznawanym za bessę. Strach inwestorów szczególnie odczuwalny był również w Europie borykającej się z problemem bezpieczeństwa energetycznego, zależności surowcowej od Rosji i bliskości konfliktu. Z kolei Rynki Wschodzące cierpiały na awersji do ryzyka i bezprecedensowym umocnieniu USD. Zachowanie polskiej giełdy również można uznać za wręcz frustrujące. Konflikt za naszą wschodnią granicą skutecznie odstraszał przez większą część roku zagraniczny kapitał będący przecież główną siłą napędową polskiego parkietu. W październiku GPW była jedną z najgorszych giełd na świecie, osiągając momentami stopę zwrotu YTD na poziomie -40% ...ale już w listopadzie i grudniu była jedną z najlepszych, zrównując się rocznym bilansem z giełdą amerykańską. Co takiego zatem się stało, że sentyment uległ tak znaczącej zmianie?

Poza, oczywiście fatalnym sentymentem do inwestowania można odnieść wrażenie, że rynki akcyjne i tym razem z wyprzedzeniem zaczęły dyskontować problemy spowalniającej gospodarki oraz groźbę recesji. Jednak pierwsze oznaki hamowania dynamiki inflacji, nadzieje na złagodzenie retoryki banków centralnych oraz brak dalszej eskalacji konfliktu na Ukrainie diametralnie poprawiły humory inwestorów. Dynamiczne odbicie w Polsce (nieco ponad 30% od październikowego dołka) i w Europie (której mocno nie doceniliśmy) zredukowało roczny bilans strat niemal o połowę!

Wchodzimy zatem w 2023 rok, który z perspektywy makroekonomicznej stoi pod znakiem spowolnienia lub recesji w gospodarce. Jaki więc potencjalny scenariusz może rysować się dla rynków akcji? Spółki – niezależnie od wielkości – stoją przed dużym wyzwaniem związanym z erozją marż i zysków, dużą presją płacową i kosztami energii. Czynniki te zapewne zostaną przez nie uwzględnione w wynikach za IV kwartał oraz w prognozach na kolejne kwartały (poznamy je w lutym i marcu). Paradoksalnie, po roku oglądania się na czynniki sentymentalne, do głosu mogą wreszcie dojść fundamenty. Niestety nie będą one najzdrowsze, jednak pamiętajmy cały czas o znaczącym dyskoncie z 2022 roku. Szacujemy, iż odzwierciedlenie gorszych warunków funkcjonowania firm przyjmie formę akceptacji niższych poziomów, niż obecnie (zwyczajowo odbywa się to przy publikacji wyników kwartalnych, gdy globalne fundusze inwestycyjne dokonują weryfikacji i rotacji instrumentów w portfelach akcyjnych). Stoimy więc na stanowisku, że dołki trwającej bessy zostały ustanowione w październiku 2022 i powrót do nich nie jest scenariuszem bazowym.

Analizując ostatnie 11 recesji w Stanach Zjednoczonych, trwały one średnio od 2 do 18 miesięcy i, co ciekawe, rynki akcji zaczynały odbicie na kilka miesięcy przed dnem recesji – podobnie jak też z wyprzedzeniem dyskontują pogorszenie koniunktury.

Zazwyczaj też odbicie na wycenach akcji następowało wówczas, gdy ryzyka funda-

Gdy „wszystkie karty są na stole” (w tym przypadku gorsze dane i wyniki spółek), prawdopodobieństwo dalszej silnej przeceny, po już obserwowanych spadkach, staje się mniej prawdopodobne.

### Wycena akcji na tle wyników przychodowych (zmiana rok do roku)



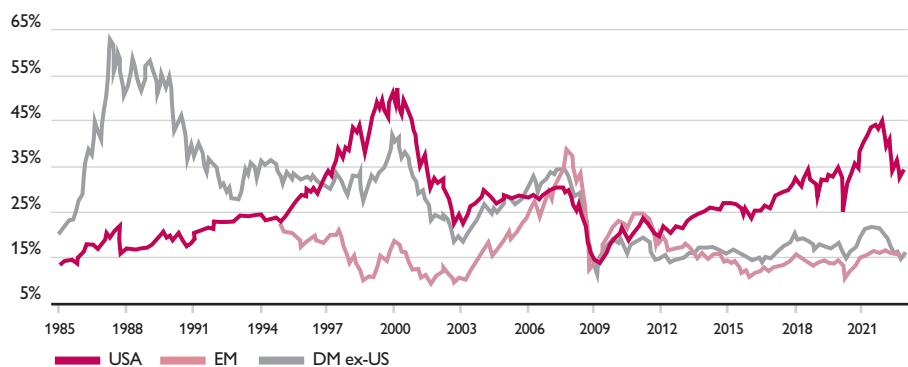
Źródło: JP Morgan

mentalne były znane – inwestorzy najbardziej boją się niepewności, a gdy „wszystkie karty są na stole” (w tym przypadku gorsze dane i wyniki spółek), prawdopodobieństwo dalszej silnej przeceny, po już obserwowanych spadkach, staje się mniej prawdopodobne.

Nie oznacza to oczywiście, że za akcjami nie czają się konkretne ryzyka. Nadal ciężko mówić o tym, że parkiety Rynków Rozwiniętych są wyjątkowo tanie. Owszem, wyceny spadły, ale do wieloletnich średnich jeszcze

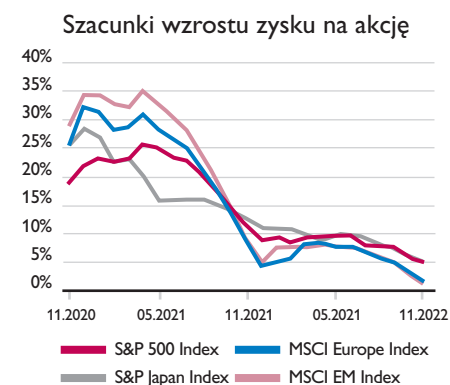
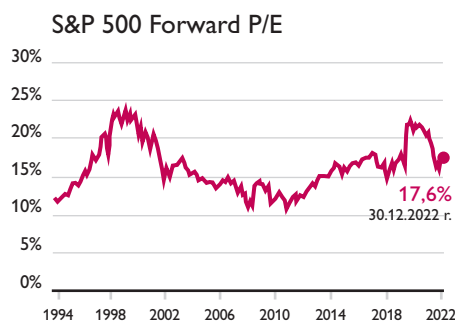
brakuje kilkunastu procent, szczególnie w przypadku Stanów Zjednoczonych. Również z perspektywy cyklu koniunkturalnego i fazy spowolnienia bądź recesji, ta klasa aktywów relatywnie przynosi mniej atrakcyjne stopy zwrotu. Błędem jednak byłoby pominięcie tej klasy aktywów w portfelu. Kluczowy jednak może okazać się tu styl inwestowania – zarówno jeśli chodzi o częstotliwość zakupów (np. systematycznie nabycia) oraz dywersyfikację (zarówno tematyczna jak i geograficzna).

### Mnożniki wycen na globalnych indeksach akcji (cena vs. 10-letnie średnie zyski)



Źródło: Topdown Charts

### Wyceny akcji, a zmiana dynamiki zysków



Źródło: T. Rowe Price

W przypadku powrotu koniunktury na globalne rynki akcji, nie wykluczamy podążania polskiego parkietu w ślad za rynkami bazowymi.

### Wskaźnik Cena/Zysk dla WIG



Źródło: stooq.pl

Przyjrzyjmy się jeszcze kondycji lokalnego parkietu. Niewątpliwą zaletą polskiej giełdy są wciąż – mimo odreagowania – bardzo atrakcyjne wyceny spółek, dające kilkunasto-procentowe dyskonto w stosunku do 10-letnich średnich wycen. Atrakcyjne dyskonto w stosunku do naszego punktu odniesienia, czyli koszyka Rynków Wschodzących, o którym wspominaliśmy w kwartalnych opracowaniach, w dużej mierze zostało pomyślnie zrealizowane. Nadal jednak oferuje relatywnie atrakcyjne wyceny. Pozytywnymi impulsami w rozpoczynającym się roku byłoby na pewno uzyskanie środków z Krajowego Planu Odbudowy oraz wygaszanie konfliktu zbrojnego za naszą wschodnią granicą. Z kolei istotnym zagrożeniem pozostaje sytuacja odwrotna, czyli nagła eskalacja. Po stronie czynników ekonomicznych bardzo dużo jest już uwzględnione w cenach. Pamiętajmy jednak, że wchodzimy w rok wyborczy, a to zawsze okazja do składania obietnic, często finansowanych z zysków spółek należących do Skarbu Państwa. Tym niemniej sytuacja ta, podobnie z resztą jak przeregulowanie chociażby sektora energetycznego czy finansowego, jest już znana (i wyceniona w dużej mierze) inwestorom. Z kolei fundamentalnie ciekawie wyglądają spółki małe i średnie, wśród których

można znaleźć atrakcyjne modele biznesowe, innowacje, skalowalne produkty. Polskie „Misie” nie brały również aż tak silnego udziału w odreagowaniu widocznym na spółkach z WIG20 w listopadzie i grudniu. Naszym bazowym scenariuszem pozostaje zatem podwyższona zmienność, z potencjalnymi spadkami w I kwartale i powrotem indeksów do obecnych poziomów z połowy roku. W przypadku powrotu koniunktury na globalne rynki akcji, nie wykluczamy podążania polskiego parkietu w ślad za rynkami bazowymi.

Podsumowując, do akcyjnej klasy aktywów podchodzimy dość ostrożnie i bardzo selektywnie. Spodziewamy się poprawy koniunktury w pierwszej kolejności w Stanach Zjednoczonych, ze względu na większą niezależność energetyczną w porównaniu z Europą oraz bardziej zaawansowany cykl zacieśniania polityki monetarnej. Również względna polityczna jednorodność gospodarki daje większe szanse na odbicie, niż próba pogodzenia wielu grup interesów chociażby w Unii Europejskiej. Bardzo atrakcyjnie w naszej opinii prezentują się również Rynki Wschodzące, o czym będzie mowa w dalszej części niniejszego opracowania.

### Indeks dolarowy polskiej giełdy na tle koszyka Rynków Wschodzących



Źródło: stooq.pl

# Rynki akcji

## – Rynki Wschodzące w świecie deglobalizacji

W odróżnieniu od gospodarek rozwiniętych indeksy akcji rynków wschodzących uległy bardzo mocnej przecenie w ciągu 2022 roku.

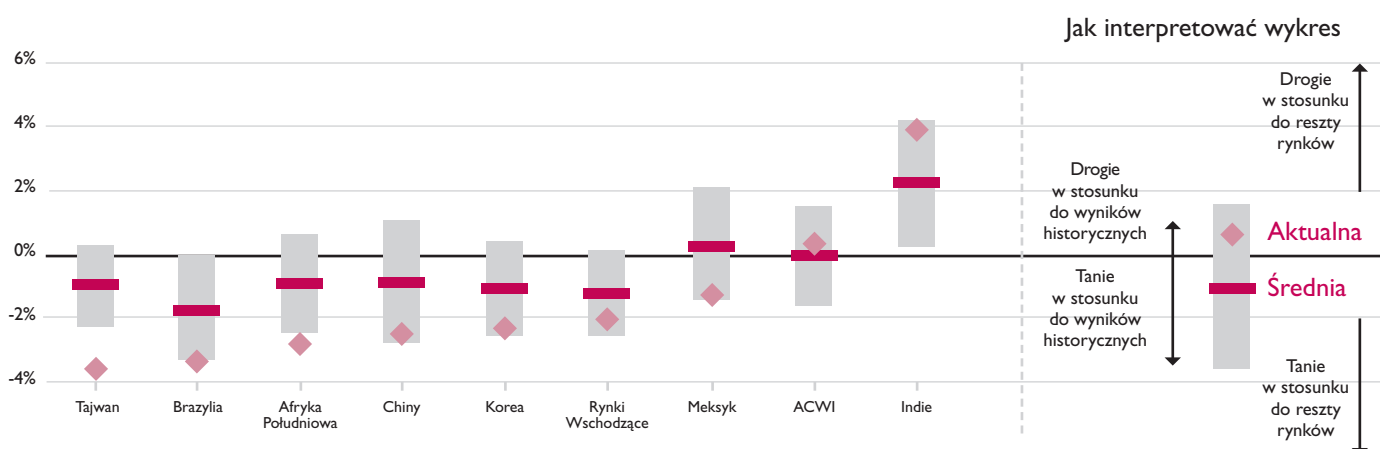
Koszyk Rynków Wschodzących to bardzo niejednorodna grupa: można w niej znaleźć kraje Europy Środkowo-Wschodniej, ale też kraje Ameryki Łacińskiej, Afryki, bogate w zasoby ropy kraje Bliskiego Wschodu, autokratyczną Turcję czy rynki Azjatyckie. Najwięcej ważącym reprezentantem tej grupy w całym koszyku są Chiny (ok 50% indeksu). Książkowo uznaje się te rynki za relatywnie bardziej ryzykowne, zmienne i wrażliwe na zmiany kursu USD do walut lokalnych czy notowania surowców, gdyż gospodarki wielu tych krajów opierają się na wydobywaniu. Mimo większego ryzyka, 2023 rok może przynieść swoiste „5 minut” dla tych rynków. I jest ku temu kilka powodów.

W odróżnieniu od gospodarek rozwiniętych indeksy akcji rynków wschodzących uległy bardzo mocnej przecenie w ciągu 2022 roku. Jednocześnie nie wynikało to z czynników fundamentalnych drzemających w spółkach, a ze względu na strach i awersję do ryzykownych klas aktywów. Jednocześnie spółki te równoległe opierają swoją aktywność na popycie wewnętrznym jak i na eksporcie

swoich usług i dóbr na cały świat. W Azji notowanych jest wiele spółek zaopatrujących globalnych gigantów technologicznych w półprzewodniki i komponenty potrzebne do produkcji finalnych produktów.

Wyzwaniem jest oczywiście całe tło geopolityczne, którego doskonałym przykładem są Chiny. Państwo Środka, w odróżnieniu od USA czy krajów Strefy Euro, nie prowadzi zacieśniania polityki monetarnej, a wręcz luzowanie. Stymulowanie rynku idzie w parze z powolnym, ale sukcesywnym luzowaniem obostrzeń wynikających z polityki „Zero Covid”. Chiny bowiem nie poradziły sobie do końca z pandemią, a wspomniana polityka opiera się na zamykaniu całych ośrodków miejskich i przemysłowych w sytuacji wykrycia nawet kilku przypadków zakażenia. Prawdopodobnie to stało za silną przeceną chińskiej giełdy w 2022 roku. Każde zatem zdjęcie obostrzeń będzie potencjalnie bardzo ochoczo przyjmowane przez rynek akcji. Innym wyzwaniem dla Chin są procesy deglobalizacyjne, które nasiliły się wraz z wybuchem wojny na Ukrainie.

### Wysokość dywidend na rynku amerykańskim w poszczególnych dekadach

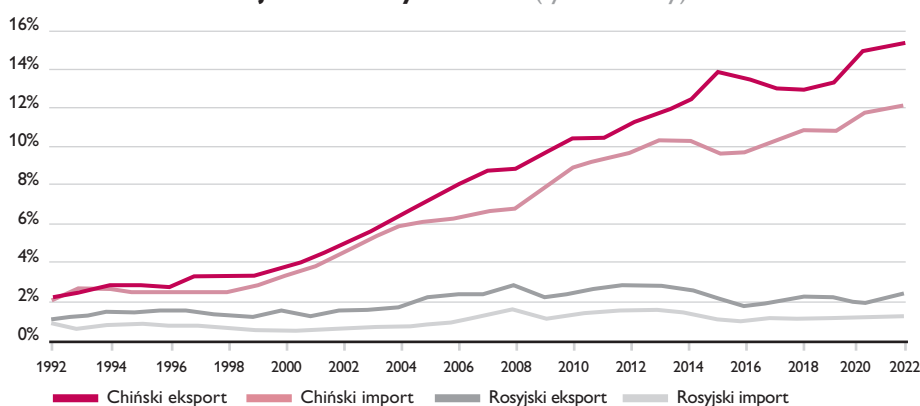


Źródło: Capital Group



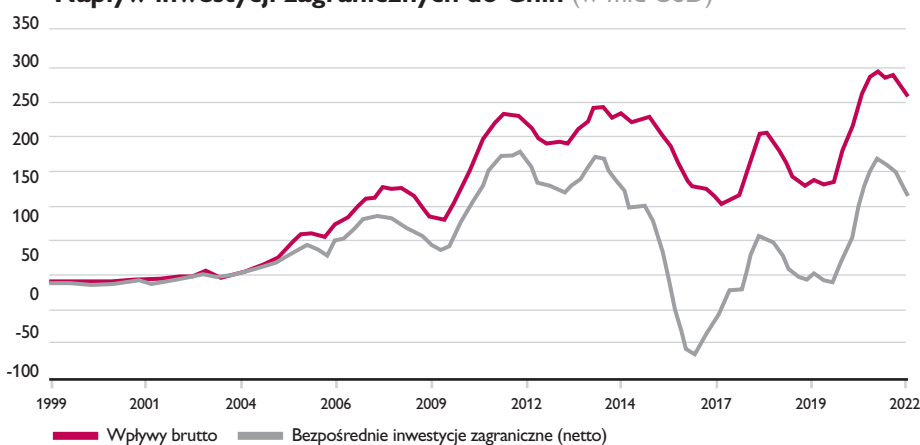
Chiny potrzebują reszty świata tak, jak świat potrzebuje Chin. I w suchych danych ekonomicznych faktycznie potwierdza się, że napływ inwestycji zagranicznych do Chin czy chiński eksport ma się dobrze i nie widać tu zagrożeń.

**Udział Chin i Rosji w światowym handlu (tylko towary)**



Źródło: JP Morgan

**Napływ inwestycji zagranicznych do Chin (w mld USD)**



Źródło: BNP Paribas

Ciche przymierze z Rosją nie sprzyja rozmowom o liberalizacji wzajemnej wymiany handlowej. Należy jednak powiedzieć wprost: Chiny potrzebują reszty świata tak, jak świat potrzebuje Chin. I w suchych danych ekonomicznych faktycznie potwierdza się, że napływ inwestycji zagranicznych do Chin czy chiński eksport ma się dobrze i nie widać tu zagrożeń. Można mieć zatem nadzieję, że wraz z ustabilizowaniem się sytuacji

pandemicznej odblokowana aktywność gospodarcza pozytywnie wpłynie na notowania spółek w tej części świata. Będzie to współgrało z silną determinacją chińskiego rządu do gospodarczego przywództwa na świecie, poszerzania swojej strefy wpływów, a dla inwestorów będzie to okazja kupna atrakcyjnych podmiotów z niemal kilkudziesięcioprocentowym dyskontem.



# Rynki akcji

– W poszukiwaniu wartości, czyli dylemat na 2023 rok: spółki *Growth* czy *Value*?

Jeśli potwierdzi się bazowy scenariusz związany ze spowolnieniem lub recesją, a stopy procentowe pozostaną na wyższych poziomach jeszcze przez jakiś czas, pierwszym logicznym wyborem wydawałyby się spółki *Value*.

Wielokrotnie rozważania na temat akcji i strategii inwestycyjnych zmierzają do pytania: czy w danych warunkach rynkowych lepiej koncentrować się na tzw. spółkach *Value* czy *Growth*? Spróbujemy zatem pochylić się nad rozróżnieniem tych dwóch grup, ich charakterystyką i określeniem sprzyjających warunków.

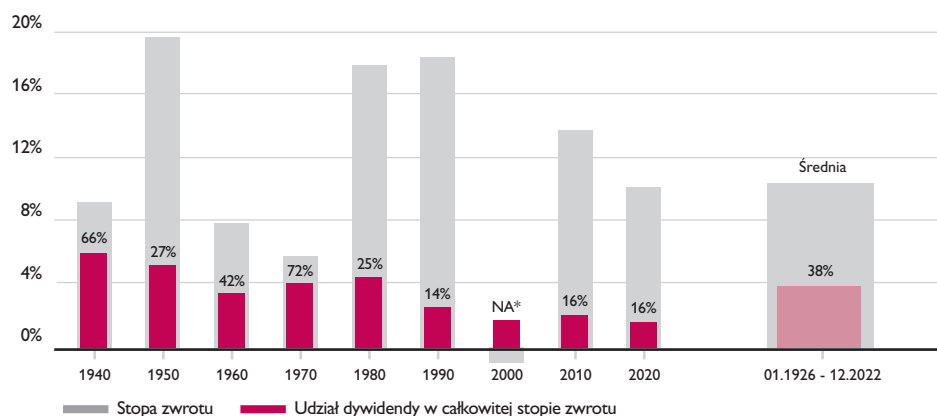
① **Spółki *Growth*** to inaczej tzw. spółki wzrostowe, często utożsamiane z sektorem technologicznym, jednak zbiór ten jest dużo szerszy. Na ogół charakteryzują się wczesną fazą rozwoju, bardzo dynamicznym wzrostem, wysokimi dynamikami zysku. Spółki te mogą mieć bardzo innowacyjne produkty, łatwe do rozprzestrzenienia. Jednocześnie starają się zabierać rynek konkurentom. Spółki *Growth* zdecydowanie lepiej zachowują się w środowisku niskich lub spadających stóp procentowych (niższe koszty finansowania, atrakcyjna premia za ryzyko, ale w długim terminie), są z reguły liderami hossy. Wśród spółek *Growth* można znaleźć takie, które są klasyfikowane jako acykliczne (np. sektor ochrony zdrowia).

② **Spółki *Value*** to inaczej spółki wartościowe, które mogą być atrakcyjne

albo ze względu na bardzo niskie wyceny (nieuzasadnione fundamentalnie) i możliwość skupu własnego akcji (zazwyczaj z premią dla akcjonariuszy) lub też wypłacające regularnie dywidendy. Często spółki *Value* utożsamia się z tradycyjnymi sektorami gospodarki, jak finanse, energetyka czy przemysł. Z reguły są one w dojrzałej fazie rozwoju, niekoniecznie rozwijają się, ale mają stabilną pozycję na rynku. Spółkom *Value* z kolei sprzyja środowisko rosnących lub wysokich stóp procentowych (szczególnie przy „rozgrzanej gospodarce” dobrze radzi sobie branża finansowa czy energetyczna, przemysł, tzw. spółki defensywne z sektora konsumenckiego).

Do tego porównania dodajmy wpływ opisanej w poprzednim rozdziale sytuacji makroekonomicznej. Jeśli potwierdzi się bazowy scenariusz związany ze spowolnieniem lub recesją, a stopy procentowe pozostaną na wyższych poziomach jeszcze przez jakiś czas, pierwszym logicznym wyborem wydawałyby się spółki *Value*. Historycznie bowiem w okresach dekonjunkury ich przecena nie pogłębia się aż tak mocno jak przy spółkach wzrostowych. Co więcej, dywidendy rekompensowały w dużej mierze spadek wartości akcji.

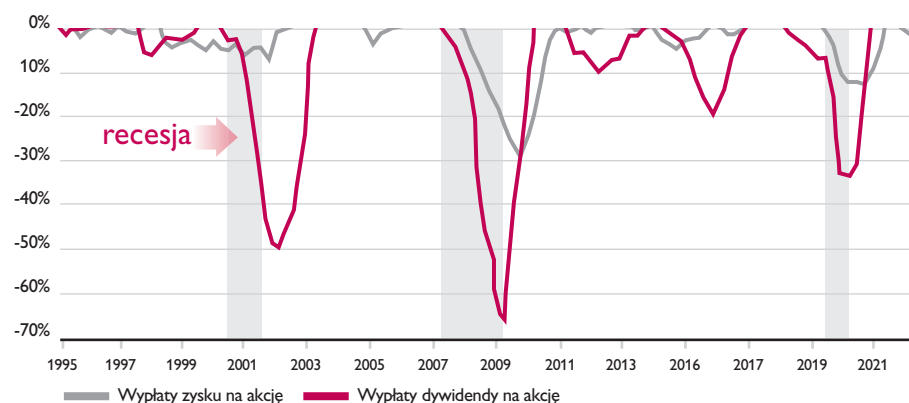
## Wysokość dywidend na rynku amerykańskim w poszczególnych dekadach (S&P 500)



Źródło: Capital Group

Wyceny spółek Growth – choć relatywnie wyższe od spółek Value – uległy istotnej redukcji podczas trwającej bessy.

### Spadki dywidend i przychodów w okresach recesyjnych

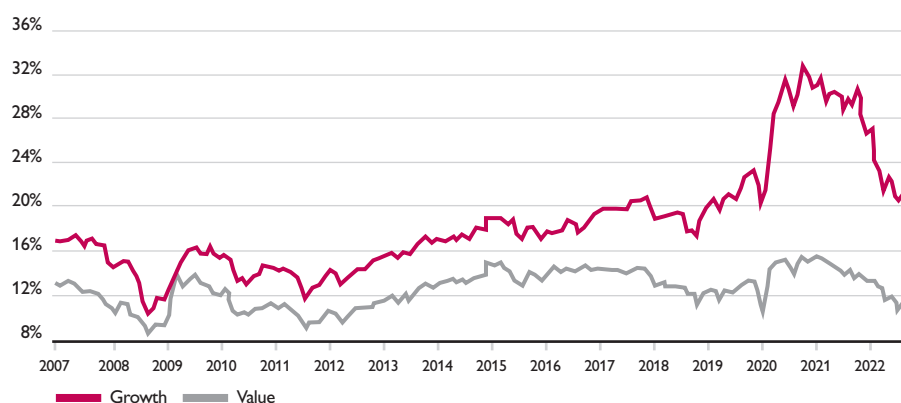


Źródło: JP Morgan

Wybór ten wcale jednak nie jest tak oczywisty. Jeśli bowiem założymy, że rynek akcji z wyprzedzeniem będzie dyskutował przyszłe ożywienie gospodarcze, a banki centralne są coraz bliżej przejścia w cykl obniżek stóp procentowych,

a przynajmniej ich niepodwyższania, alternatywną strategią mogłoby być potencjalnie systematyczne kupowanie spółek Growth. Ich wyceny – choć relatywnie wyższe od spółek Value – i tak uległy istotnej redukcji podczas trwającej bessy.

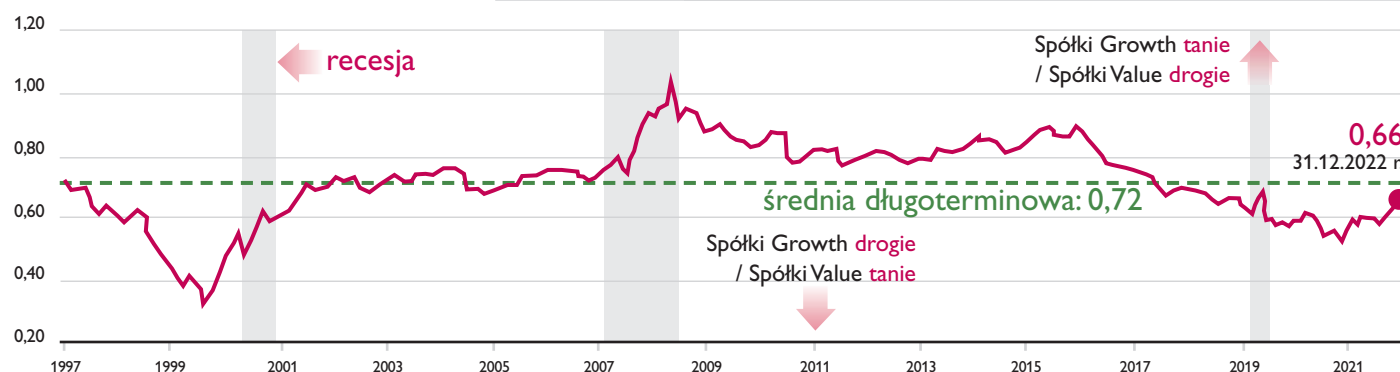
### Stosunek ceny do zysku dla spółek Growth i Value



Źródło: JP Morgan

### Relatywna siła spółek Growth i Value

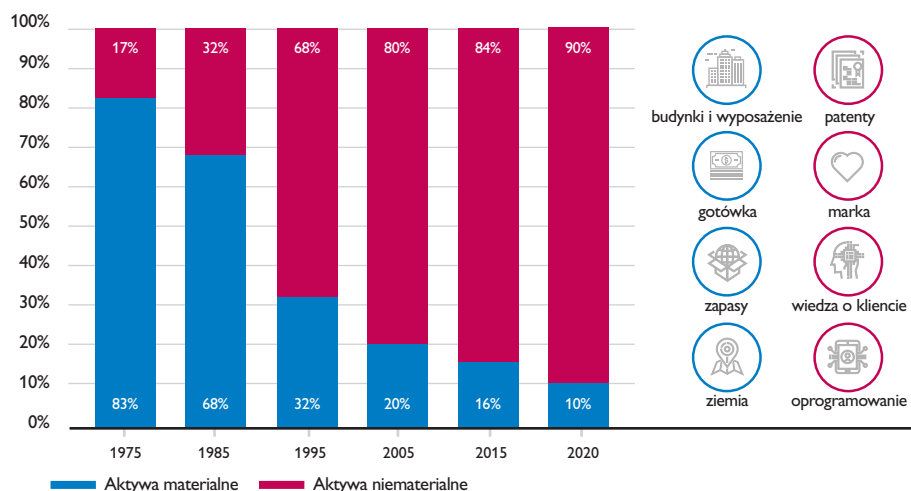
	Forward PE		Div. yield	
	Wartość	Średnia	Wartość	Średnia
Value	13,95x	14,08x	2,35%	2,59%
Growth	21,14x	20,73x	1,16%	1,34%



Źródło: JP Morgan

Racjonalną strategią wydaje się być odpowiednie mieszanie propozycji spółek zarówno z sektora *Growth* jak i *Value*.

### Udział wartości niematerialnej w spółkach amerykańskich na przestrzeni lat



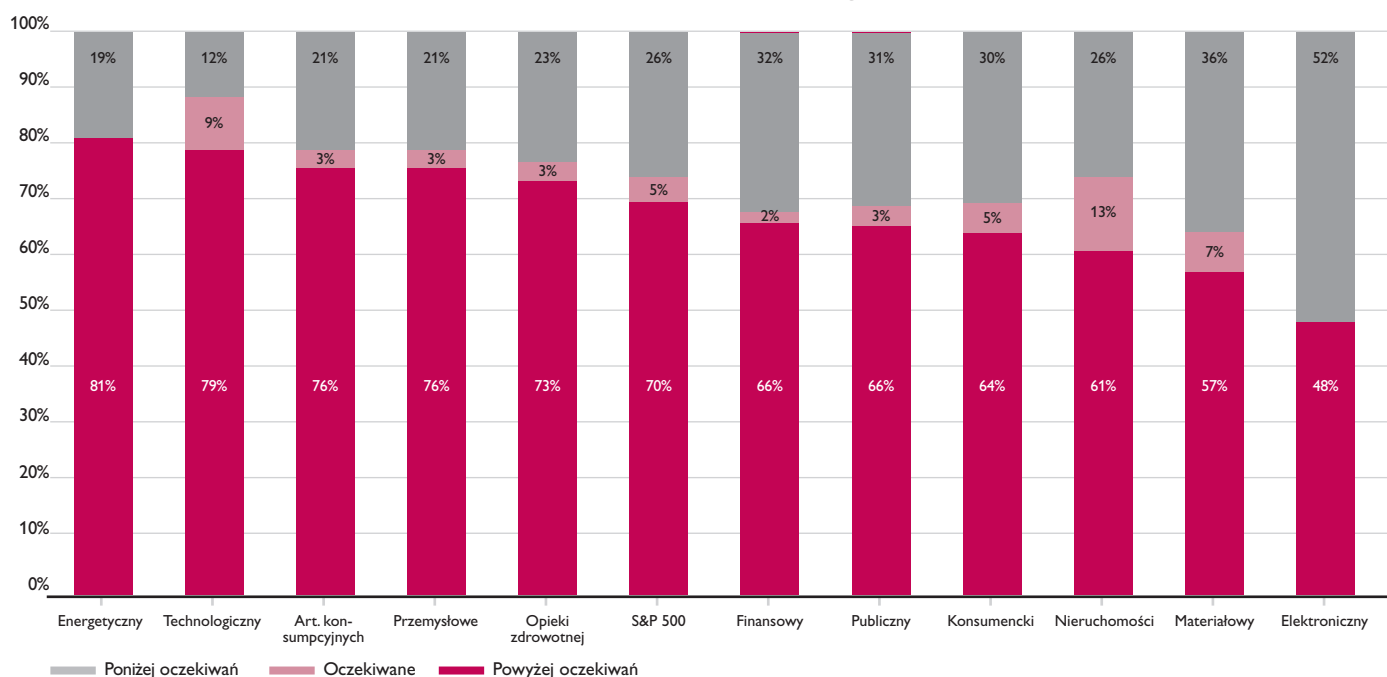
Źródło: BNP Paribas

Wiele spółek wzrostowych to biznesy opierające się na świecie wirtualnym – nie mają granic ani stref czasowych, potrafią być bardzo zoptymalizowane kosztowo. Potrafią również w szybkim tempie dostosowywać się do panujących ograniczeń. Jeśli popatrzymy na statystyki mówiące, że obecnie dla około 90% spółek z amerykańskiej giełdy w mniejszym lub większym stopniu towarem nie jest produkt, a dane i własność intelektualna, ciężko sobie wyobrazić ożywienie na giełdzie bez udziału tych spółek.

Ponadto, kwartalne dane wynikowe wciąż pokazują, że sektorem, w którym mamy wciąż dużo pozytywnych zaskoczeń dot. poziomu przychodów i zysków... są właśnie te „nieulubiane” w 2022 roku spółki technologiczne.

Reasumując, racjonalną strategią wydaje się być odpowiednie mieszanie propozycji spółek zarówno z sektora *Growth* jak i *Value*. Podejście to pozwala optymalnie pokryć różne segmenty rynku, otwierając się na możliwe scenariusze rozwoju koniunktury giełdowej.

### Wyniki amerykańskich według sektorów za 3Q 2022 r.



Źródło: FactSet

Wskaźniki sentymentu czy pozycjonowanie inwestorów, zarówno tych profesjonalnych jak i indywidualnych – może pomóc wskazać możliwe kierunki dla rynków i poszczególnych klas aktywów.

## Okiem eksperta, czyli wyzwania na 2023 rok

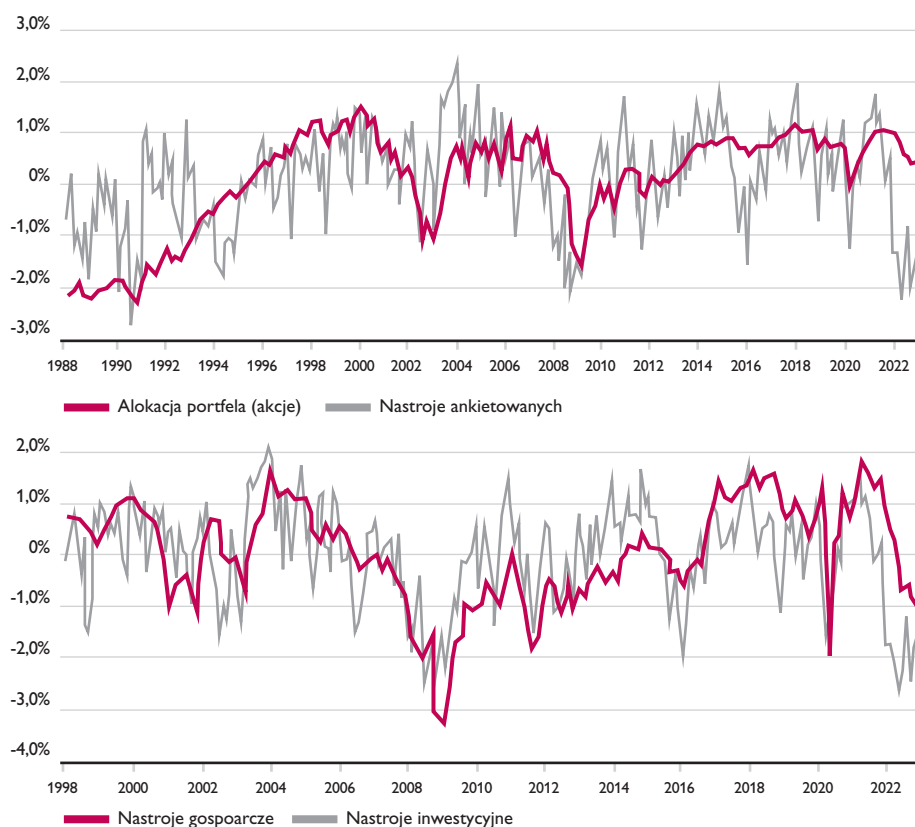
### Humor i nastrój inwestorów, czyli „niewidzialna ręka” rynku?

Wielokrotnie w różnego rodzaju profesjonalnych analizach rynkowych, opracowaniach czy scenariuszach pojawia się pełna wykładnia różnego rodzaju prawidłowości i pojęć związanych z makroekonomią czy rynkiem kapitałowym. Mowa jest o zmienności rynku, szansach i zagrożeniach, ale kiedy przychodzi do próby precyzyjnej oceny przyszłości, pada magiczne: „to zależy”. Nie jest to bynajmniej próba rozmycia odpowiedzialności za przedstawiane prognozy lecz wynika z faktu, że rynkami kapitałowymi dyrygują dwie zasadnicze siły. Pierwsza z nich to grupa tzw. czynników fundamentalnych – obiektywnych, policzalnych danych, dotyczących akcji, obligacji, danych mikro- i makroekonomicznych. Byłyby one wystarczające, gdyby nie fakt, że rynki nie są doskonałe, a za zamienną (szczegól-

nie w krótkim terminie) odpowiada druga siła, czyli sentyment. Jest to nic innego, jak humor i nastrój inwestorów na giełdach – jakże niezależny od podmiotów emitujących poszczególne instrumenty. Strach i chciwość od zawsze ścierały się na rynku finansowym i choć nie są zawsze racjonalne i uzasadnione, nie można ich bagatelizować.

Wskaźniki sentymentu czy pozycjonowanie inwestorów, zarówno tych profesjonalnych jak i indywidualnych – może pomóc wskazać możliwe kierunki dla rynków i poszczególnych klas aktywów. Często spadki cen danego aktywa powodują gwałtowne pogorszenie się nastrojów i wyprzedaż, choć wydaje się to nieracjonalne – w końcu niższa cena to okazja do tańszych zakupów.

#### Wskaźniki sentymentu wśród inwestorów na tle odczytów koniunktury



Źródło: Topdown Charts



### Wskaźnik sentymentu do akcji



Źródło: Bank of America Research

„Bój się, gdy inni są chciwi, a kupuj, gdy leje się krew”. Zasada ta polega na decyzjach odwrotnych do tego, co robi „tłum”.

Interesującą strategią inwestycyjną bazującą na sentymencie może być też tzw. podejście kontrariańskie, a więc zgodnie z powiedzeniem słynnego inwestora Warrena Buffeta: „Bój się, gdy inni są chciwi, a kupuj, gdy leje się krew”. Zasada ta polega na decyzjach odwrotnych do tego, co robi „tłum”.

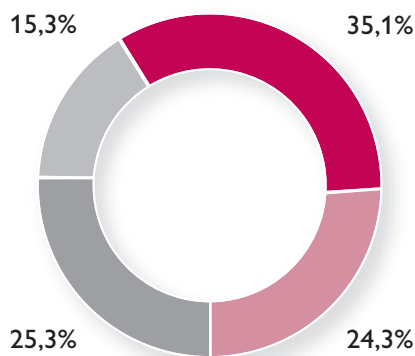
Wraz z powszechniejszym dostępem do Internetu na świecie, na przełomie XX i XXI wieku, modny stał się handel algorytmiczny, gdzie decyzje inwestycyjne powierzano zaprogramowanym automatom. Wylimitowało to co prawda czynnik emocjonalny, jednak system ten nie jest

pozbawiony wad. Pojedynczy błąd w arkuszach giełdowych zleceń mógł uruchomić lawinę zleceń, windując indeksy i instrumenty w górę lub na dno. Nawet w ostatnich kilku latach mieliśmy do czynienia na rynkach akcji z maszyną rotacją kapitałów przeprowadzanych przez automaty, w ramach indeksów. Zważywszy na fakt, że obecnie w USA wartość obracanych akcji to ok. 31 bilionów USD, a handel „maszynowy” odpowiada za ponad 1/3 transakcji, nie można bagatelizować takiej siły.

Jednakże z perspektywy inwestora indywidualnego pewne kluczowe prawidła pozostają niezmiennie – również na 2023 rok:

### Udział zarządzania maszynowego na rynku amerykańskim

Akcje publiczne w USA warte są około 31 bln USD



- Fundusze zarządzane automatycznie
- Fundusze zarządzane przez człowieka
- Aktywa posiadane przez innych właścicieli: rządy, firmy ubezpieczeniowe, cudzoziemców
- Aktywa posiadane przez firmy

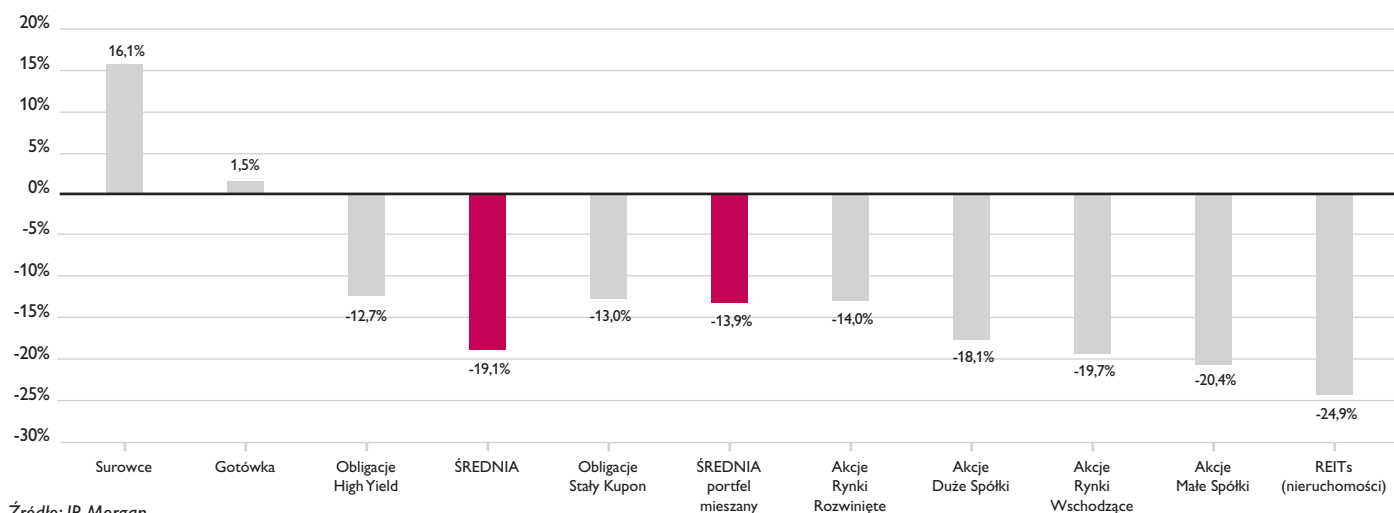
Źródło: Statista

- ① **Strategie mogą być różne,** ale wybierz taką, która pozwoli Ci inwestować w długim horyzoncie czasowym.
- ② **Trzymaj się swojego planu** – rynki będą zmienne i ta zmienność jest zdrowa – jeśli czujesz, że musisz podjąć decyzje, zastanów się, czy Twój plan uległ zmianie.
- ③ **Dywersyfikuj** – różne klasy aktywów i różne produkty to ekspozycja na więcej scenariuszy i statystycznie większa szansa na pozytywny rezultat
- ④ **Inwestuj systematycznie** – rynek kapitałowy to doskonałe miejsce do pomnażania pieniędzy, ale wymaga systematycznego angażowania oszczędności.

# Podsumowanie i scenariusze na 2023 r.

Poniżej przedstawiamy Państwu stopy zwrotu funduszy z palety Millennium TFI w 2022 r. na tle rocznych stóp zwrotu głównych grup aktywów:

## Stopy zwrotu głównych klas aktywów za 2022 r.



Źródło: JP Morgan

## Millennium TFI – stopy zwrotu na koniec 2022 roku i w poszczególnych okresach rocznych

Millennium FIO/SFIO	Klasa ryzyka (SRRI)	Minimalny okres inwestycji	2022*	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
FIO Obligacji Klasyczny	2	2 lata	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%	2,0%	1,2%	2,6%	2,0%
FIO Instrumentów Dłużnych	3	2 lata	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%	-3,1%	0,8	-	-
SFIO Obligacji Globalnych	3	2 lata	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%	3,8%	1,4%	4,2%	4,7%
SFIO Plan Spokojny	3	3 lata	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%				
FIO Stabilnego Wzrostu	4	3 lata	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%	2,4%	-2,9%	-0,7%	2,8%
SFIO Plan Wyważony	4	3 lata	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%	1,1%	3,5%	5,4%	-
SFIO Multistrategia	4	3 lata	-8,39%	10,6%	22,9%	10,6%	-11,3%	-0,3%	-0,8%	7,7%	0,9%	6,3%
FIO Cyklu Koniunkturalnego	5	3 lata	-11,34%	9,9%	10,8%	9,9%	-12,7%	4,3%	2,2%	-7,3%	-2,5%	0,9%
FIO Akcji	6	5 lat	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%	5,2%	-6,8%	-4,1%	7,5%
FIO Dynamicznych Spółek	6	5 lat	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%	13,2%	10,2%	-10,5%	35,6%
SFIO Plan Aktywny	6	5 lat	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%	-0,5%	7,0%	5,0%	
SFIO Top Sectors	6	5 lat	-20,97%									

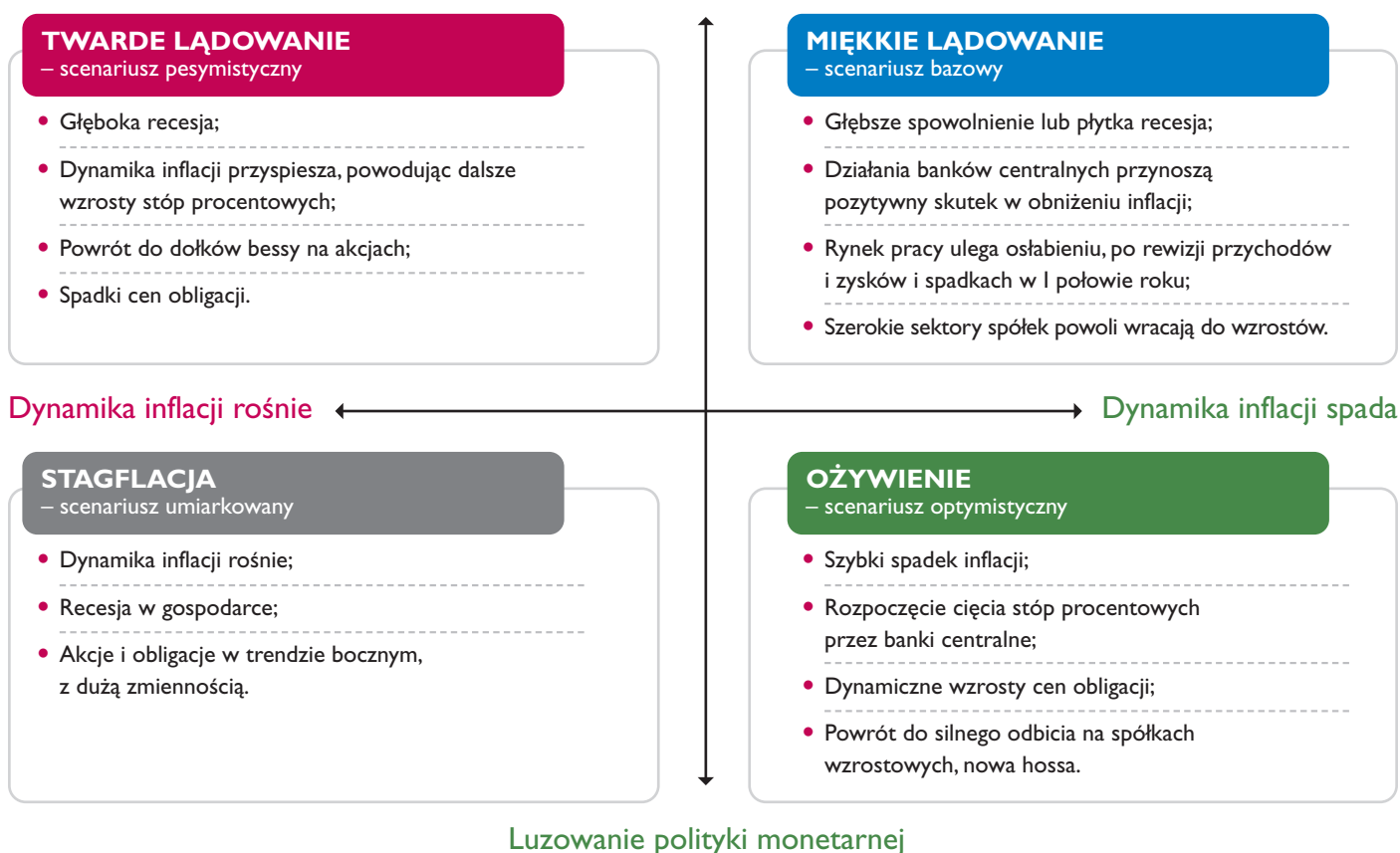
Źródło: Millennium TFI, analizy.pl

\*dane do 30.12.2022

Opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe pozwalają nam wytypować następujące strategiczne scenariusze na 2023 r., ale również zaktualizować nasze podejście do poszczególnych klas aktywów:

## Scenariusze rynkowe

### Zacieśnianie polityki monetarnej

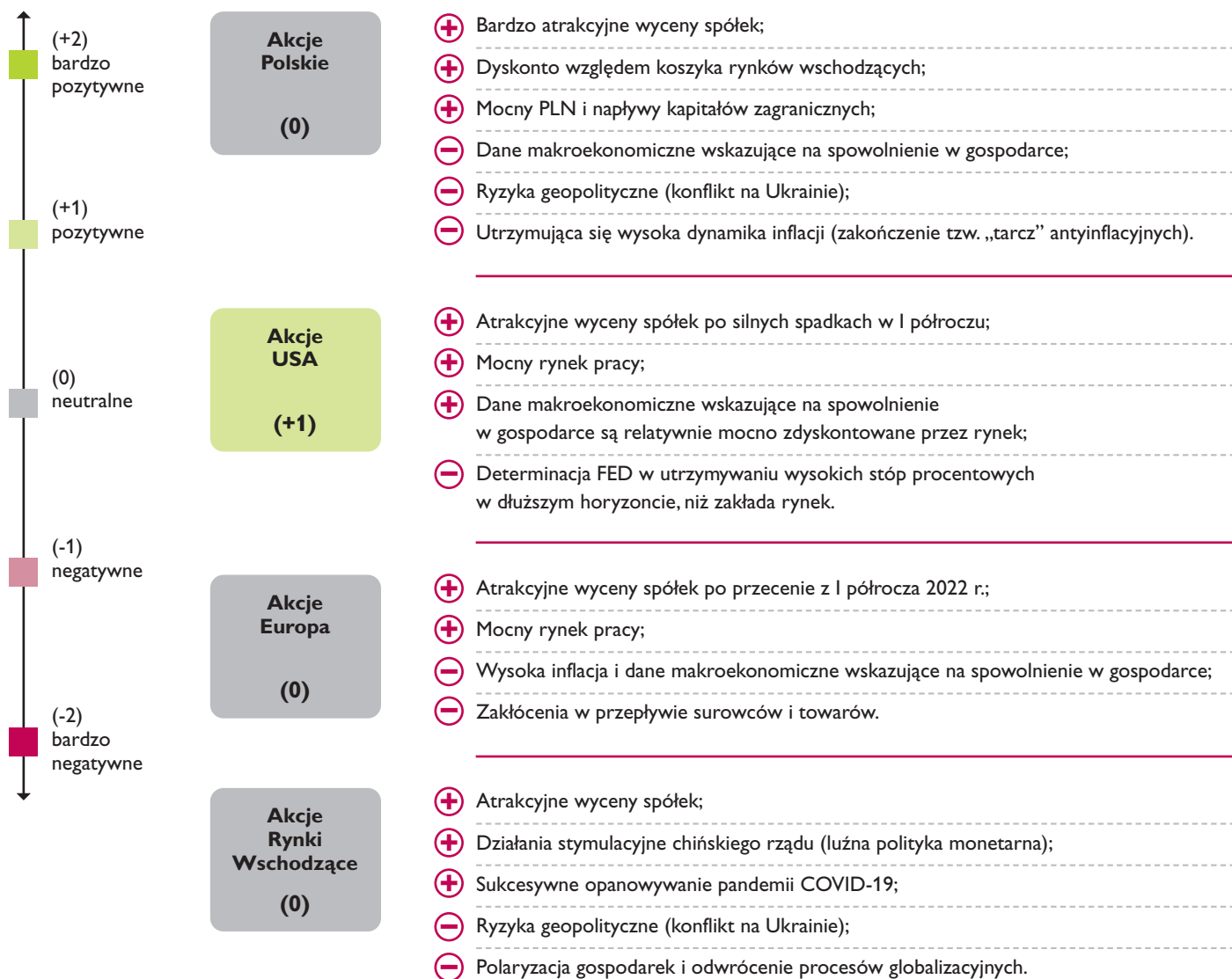


# Millennium TFI – nastawienie do dłużnych klas aktywów w I kwartale 2023

(+2) bardzo pozytywne	<b>Dłużne Nieskarbowe (PL) (0)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjna rentowność ze względu na wysokie stopy procentowe;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Wyższe ryzyko kredytowe emitentów: obligacje High Yield (-1);</li> <li><span style="color: red;">-</span> Moment cyklu – spowolnienie w gospodarce, spadek marż, wzrost kosztów działalności.</li> </ul>
(+1) pozytywne	<b>Dłużne Nieskarbowe (Globalne) (0)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjne premie za ryzyko;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Przyzwoita płynność;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Rynek pracy pozostaje relatywnie mocny;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Obawy o wiarygodność kredytową emitentów: obligacje High Yield w Europie i USA: (0).</li> </ul>
(0) neutralne	<b>Dłużne Skarbowe (PL) (+1)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjne poziomy rentowności w Polsce;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Bardzo zaawansowany cykl podwyżek stóp procentowych;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Hamowanie gospodarki może skłaniać RPP do szybszego zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Utrzymująca się wysoka dynamika inflacji;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Ryzyka geopolityczne.</li> </ul>
(-1) negatywne	<b>Dłużne Skarbowe (USA) (+2)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjne rentowności obligacji Skarbowych w zaawansowanym cyklu podwyżek stóp procentowych</li> <li><span style="color: red;">+</span> Hamujące odczyty inflacji i widmo spowolnienia w gospodarce;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Własne zaplecze energetyczne;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Mocny rynek pracy, który podtrzymuje „jastrzębią” retorykę FED.</li> </ul>
(-2) bardzo negatywne	<b>Dłużne Skarbowe (Europa) (+1)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Gotowość EBC do stymulacji gospodarki w razie recesji;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Zapowiedź dalszych dynamicznych podwyżek stóp procentowych w Strefie Euro jest już mocno „w cenach”;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Ryzyka geopolityczne i wysokie ceny energii;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Potencjalne problemy z obsługą długu przez kraje południa Europy.</li> </ul>
	<b>Dłużne Skarbowe (EMarkets) (0)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjne rentowności obligacji skarbowych;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Lekka tendencja do osłabiania się kursu USD;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Duże uzależnienie od zagranicznych wierzycieli (dług emitowany w walucie obcej);</li> <li><span style="color: red;">-</span> Ryzyka geopolityczne.</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

## Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów w I kwartale 2023



Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

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



## Millennium TFI – potencjalne działania kierunkowe na funduszach

### FIO INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH

- Poszukiwanie dochodu poprzez wydłużanie *duration* portfela.

### FUNDUSZE AKCJI POLSKICH

- Kluczowa selekcja z szerokiego WIG, stopniowe doważanie spółek cyklicznych i technologicznych w przypadku pogorszenia danych makroekonomicznych.

### FIO OBLIGACJI KLASYCZNY

- Poszukiwanie dochodu poprzez utrzymanie niskiego ryzyka kredytowego (kierunkowo w stronę amerykańskich Investment Grade) i umiarkowanego *duration*.

### SFIO TOP SECTORS

- Stopniowe przeważanie sektora technologicznego kosztem sektora finansowego i ochrony zdrowia.

### SFIO OBLIGACJI GLOBALNYCH

- Redukcja ryzyka kredytowego (obligacji High Yield) poprzez doważenie amerykańskich Investment Grade.

### PLAN AKTYWNY

- Utrzymanie szerokiej dywersyfikacji z przeważaniem USA i Rynków Wschodzących; niedoważenie strategii opartych o akcje spółek europejskich.

### FUNDUSZE MIESZANE

- Utrzymanie niedoważenia w akcje w FIO Stabilnego Wzrostu i Cyklu Koniunkturalnego, doważenie długu amerykańskiego w SFIO Multistrategia.

### PLAN SPOKOJNY I WYWAŻONY

- Szeroka dywersyfikacja geograficzna, zwiększenie doważenia w strategiach amerykańskich i na Rynkach Wschodzących.

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 2023 roku!

## Ryzyka związane z inwestowaniem w fundusze

- **Ryzyko branży** – ryzyko związane z zainwestowaniem aktywów w instrumenty i produkty finansowe jednej branży. Brak dywersyfikacji inwestycji pod względem branżowym.

---

- **Ryzyko kredytowe** – ryzyko niedotrzymania warunków emisji papierów wartościowych przez drugą stronę umowy, m.in. utraty wypłacalności emitenta, skutkująca utratą części aktywów funduszu.

---

- **Ryzyko krótkookresowych zmian cen** – ryzyko występujące na skutek zmienności nastrojów panujących na rynku wśród inwestorów.

---

- **Ryzyko kursu walutowego** – dotyczy inwestycji w walucie obcej i jest związane z niepewnością co do kształtowania się przyszłego kursu walutowego.

---

- **Ryzyko niedopuszczenia papierów wartościowych emitenta** do obrotu na rynku regulowanym.

---

- **Ryzyko płynności** – ryzyko związane z trudnością ze sprzedażą lub nabyciem instrumentów i produktów finansowych.

---

- **Ryzyko podatkowe** – ryzyko zmiany przepisów podatkowych.

---

- **Ryzyko prawne** – ryzyko zmiany przepisów prawnych.

---

- **Ryzyko rozliczenia** – ryzyko nierozliczenia w terminie transakcji zawartych przez fundusz inwestycyjny, spowodowane m.in. zawodnością systemów informatycznych.

---

- **Ryzyko rynkowe** – ryzyko związane z koniunkturą rynkową; głównymi czynnikami wrażliwości są m.in. poziom inflacji, stopy procentowej, bezrobocia, deficytu budżetowego.

---

- **Ryzyko stopy procentowej** – ryzyko niestabilności stóp procentowych.

---

- **Ryzyko utraty kapitału.**

---

- **Ryzyko związane z koncentracją aktywów bądź rynków** – ryzyko związane z brakiem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego względem poszczególnych aktywów bądź rynków.

---

- Wysokość opłat.

---

- Złożoność produktów.



## Zapraszamy do kontaktu z nami!

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



**Millennium**  
fundusze inwestycyjne

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

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

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

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

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

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

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.