

Outlook 2023

Millennium
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na III kwartał 2023 r.



Szanowni Państwo,

Za nami połowa 2023 roku, który z perspektywy rynków finansowych jest dotychczas niemal odwrotnością roku 2022. Silne odbicie na globalnych rynkach akcji i obligacji pozwoliło częściowo odrobić straty z minionych czterech kwartałów – a to wszystko w obliczu bardzo konsekwentnej postawy banków centralnych walczącej z uporczywą inflacją. Te 6 ostatnich miesięcy przyniosło również wiele ciekawych wątków, jak chociażby kłopoty sektora bankowego w USA czy pojawienie się silnego trendu wzrostowego na biznesach związanych z tzw. sztuczną inteligencją. I co warto podkreślić, pomimo oczekiwań recesyjnych rynek kapitałowy wciąż pokazuje swoją siłę, lecz czy towarzyszą temu fundamenty po stronie gospodarki? Czy oczekiwana recesja uległa odwołaniu czy przesunięciu? Czy rynkom akcji i obligacji starczy sił, aby utrzymać podobną dynamikę w drugim półroczu?

Na to i inne pytanie znajdziecie Państwo odpowiedź w najnowszym Outlooku Rynkowym Millennium TFI. Stanowi on swoisty przewodnik, będący aktualizacją i weryfikacją naszych założeń strategicznych z pierwszej połowy 2023 roku, wraz z prezentacją naszych potencjalnych kierunkowych działań na najbliższy kwartał. 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

Czekając na Godota, czyli gdzie ta recesja?

4

Rynki obligacji

Spokojny rejs z wiatrem do celu

11

Rynki akcji

Wspinaczka po coraz bardziej stromej ścianie

15

Podsumowanie i scenariusze na III kw. 2023 r.

22

Makroekonomia

Czekając na Godota, czyli gdzie ta recesja?

Prognozy PKB są rewidowane w dół – gospodarki wyraźnie zwalniają, ale mają szanse uniknąć recesji nawet przy uporczywej inflacji.

W literaturze Godot to postać z dramatu Samuela Becketta, napisanego w latach 40-tych XX wieku. Czekają na niego przy drodze dwaj włóczędzy – Estragon i Vladimir. I choć jego wyczekiwane pojawienie się ma odmienić los dwóch bohaterów, Godot nie nadchodzi.

Ta analogia dość mocno przypomina sytuację z pierwszego półrocza 2023, gdy odczyty PKB oraz inflacji zaczęły wyraźnie spadać w światowej gospodarce. Również sektor przemysłowy, za sprawą niższych zamówień, notował coraz gorsze wyniki.

Wyraźnym, silnym „bastionem” pozostawał sektor konsumencki – a to za sprawą wciąż niskiego bezrobocia i wysokich oszczędności zgromadzonych w czasach pandemii. Pomagały one finansować wydatki w obliczu wysokich cen.

Większość prognoz największych banków inwestycyjnych zakładała pojawienie się recesji w światowej gospodarce właśnie w drugim kwartale bieżącego roku. Prawdopodobieństwo to miały zwiększać problemy sektora bankowego w USA i w Europie – jakże kluczowe dla finansowania gospodarki.

Jesteśmy jednak już na półmetku roku, a w miejsce recesji mamy do czynienia z „kontrolowanym i powolnym” spowolnieniem. Czy zatem scenariusz recesyjny się zdezaktualizował, a może odsunął w czasie? Aby próbować określić dokąd zmierzamy, dokonajmy diagnozy bieżącej sytuacji.

W pierwszym półroczu 2023 roku mogliśmy obserwować pogłębienie różnic pomiędzy koniunkturą w przemyśle i usługach na głównych rynkach rozwiniętych. W USA przemysłowy wskaźnik wyprzedzający koniunktury PMI rozczarował, spadając w maju do 48,5 pkt., ustanawiając 3-miesięczne minimum. Z kolei indeks usługowy wzrósł do 55,1 pkt. z 53,6 pkt. i wyraźnie pobił rynkowe oczekiwania. W Strefie Euro z kolei indeks PMI dla usług wyniósł między kwietniem a czerwcem średnio 54,6 pkt wobec 52,8 pkt w I kw. 2023 r., potwierdzając solidne ożywienie w tym sektorze. Szybkie i silne zacieśnianie polityki monetarnej na świecie, ograniczające globalną wymianę handlową, osłabiło jednak kondycję przemysłu: indeks PMI dla tego sektora w Strefie Euro spadł w II kw. 2023 r. średnio do 44,7 pkt z 48,2 pkt w I kw., a więc oddalił się od neutralnego poziomu 50 pkt.

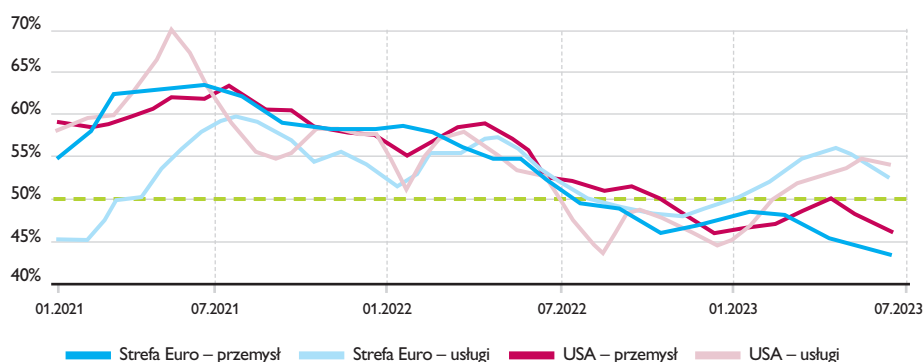
Prognozy PKB i Inflacji w gospodarkach świata

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

Źródło: HSBC Research

Odczyty wskaźników wyprzedzających PMI wskazują na hamowanie koniunktury – szczególnie w przemyśle

Wskaźniki wyprzedzające PMI



Źródło: Bank Millennium

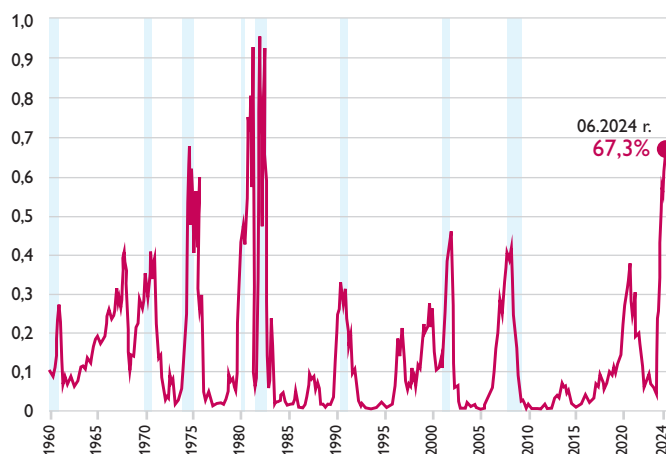
Mimo słabych prognoz wydaje się, że główne gospodarki uniknęły technicznej recesji: według szacunków Europejskiego Banku Centralnego gospodarka Strefy Euro (zwłaszcza Niemiec) za II kw. 2023 osiągnęła wzrost 0,3% kw/kw. (wobec 0,1% za 2 kw. 2022). Z kolei według szacunków FED amerykańska gospodarka przyspieszyła w ujęciu kwartalnym po czerwcu do 1,9% z 1,3% w marcu.

Widać zatem wyraźnie, że od strony „twardych” danych makroekonomicznych gospodarka ewidentnie jest w fazie spowolnienia, jednak prawdopodobieństwo silnej recesji oddaliło się. Co ciekawe, widać wyraźną rozbieżność pomiędzy recesyjnymi prognozami samych banków centralnych, a tymi tworzonymi przez banki inwestycyjne.

Silnym sygnałem ostrzegawczym jest model stworzony przez FED z Nowego Jorku, bazujący na odwróceniu krzywej rentowności (a więc sytuacji, gdy obligacje o krótkim terminie zapadalności są bardziej dochodowe, niż te długoterminowe). Tzw. inwersję krzywej można interpretować jako przekonanie, że w przyszłości stopy procentowe będą spadać, co jest charakterystyczne dla recesji. Z drugiej strony model banku Goldman Sachs zakłada jedynie ok. 20% szans na recesję. Być może rynek wierzy w szybką pomoc banku centralnego w przypadku kłopotów? Być może mamy tu do czynienia zatem z tytułowym paradoksem lub samospełniającą się przepowiednią: otóż w sytuacji, gdy wszyscy spodziewają się „strasznej” recesji i na nią czekają, może się okazać, że ona wcale nie nadejdzie.

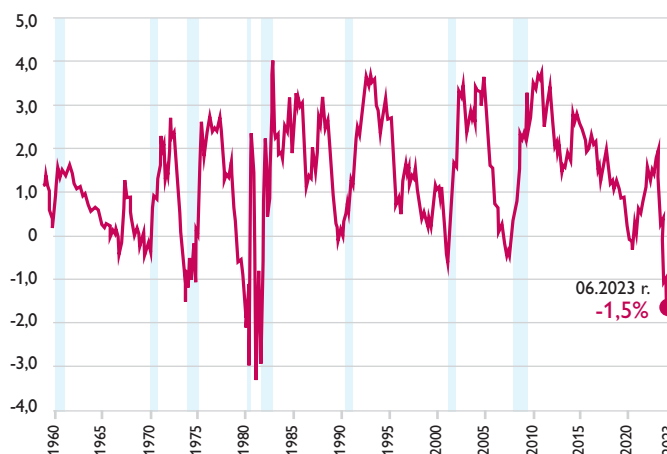
Inwersja krzywej dochodowości w USA zapowiada recesję. Jej prawdopodobieństwo według FED nadal jest wysokie.

Prawdopodobieństwo recesji za 12 miesięcy według FED New York



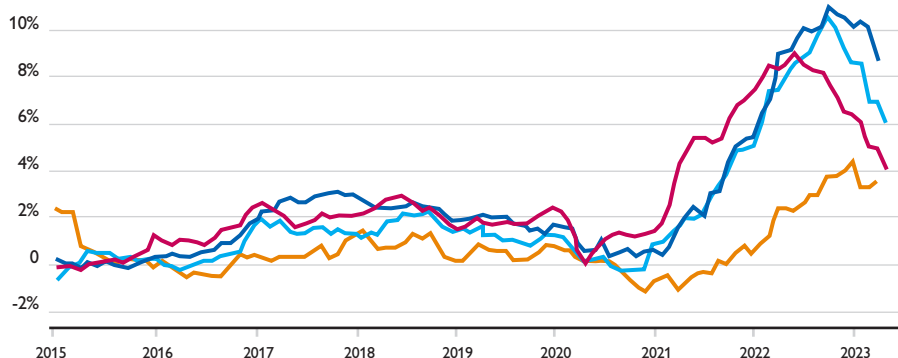
Źródło: FED New York

Krzywa ilustrująca różnicę w rentownościach amerykańskich obligacji skarbowych 10- i 2-letnich

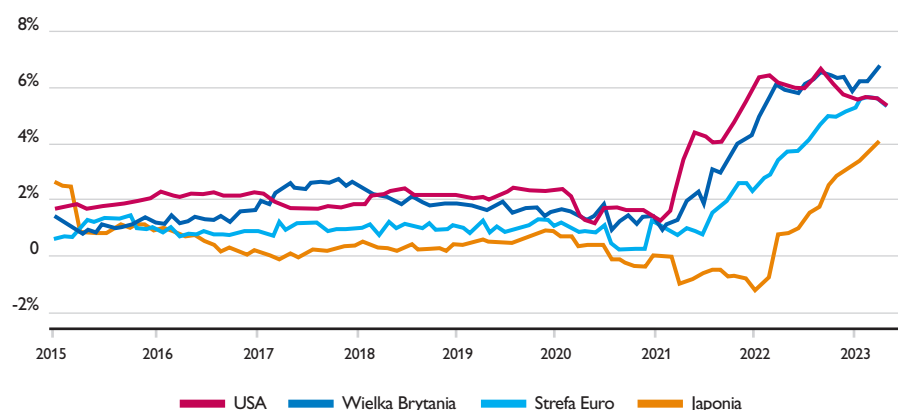


Po osiągnięciu szczytów w czerwcu 2022 roku (USA) i lutym 2023 (Europa) dynamika inflacji konsumenckiej wyraźnie spada.

Inflacja konsumencka w gospodarkach rozwiniętych spada, ale...



inflacja bazowa pozostaje uporczywa



Źródło: Refinitiv, Datastream

Banki Centralne na froncie walki z uporczywą inflacją

Bez wątplenia do określenia potencjalnych scenariuszy makroekonomicznych niezbędne jest przyjrzenie się decyzjom i retoryce banków centralnych. To one pozostają „głównym rozgrywającym” na arenie walki z inflacją, a ich działania będą z jednej strony determinowane kluczowymi czynnikami, jak aktywność gospodarcza, inflacja i kondycja rynku pracy, z drugiej zaś – będą wpływały na prawdopodobieństwo zmiany fazy cyklu koniunkturalnego czy wystąpienia recesji.

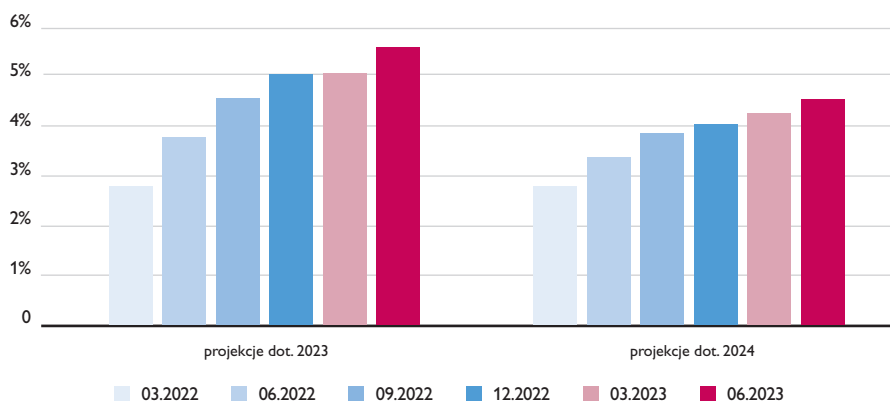
Banki centralne w swojej retoryce już w 2022 r. podkreślały, że restrykcyjna polityka monetarna (tzn. podnoszenie stóp procentowych) będzie prowadzona tak długo i tak mocno, aż wzrosnie pewność co do systematycznego spadku inflacji, bez doprowadzenia gospodarki i rynku pracy do gwałtownego załamania. Pierwszy z tych czynników już się materializuje. Po osiągnięciu szczytów w czerwcu 2022 roku (USA) i lutym 2023 (Europa) dynamika inflacji konsumenckiej wyraźnie spada. Wynika to nie tylko z efektu bazy (wysokiej inflacji w 2022 roku),

ale również ze spadku cen surowców, paliw i nośników energii. To, co może martwić, to wciąż uporczywa inflacja bazowa, a więc „oczyszczona” z cen nośników energii i paliw. Ona nadal utrzymuje się przy szczytowych odczytach, głównie za sprawą drożących usług. Choć wydaje się, że okres największego przerzucania na Klientów wyższych kosztów produkcji i marż mamy za sobą, wciąż nierównowaga popytu i podaży, a także relatywnie wysoki poziom oszczędności, dynamiki wynagrodzeń i niskiego bezrobocia nie pozwala na spadek inflacji. Innymi słowy, konsumenci nie muszą martwić się o pracę, statystycznie zarabiają coraz więcej i nadal dużo wydają.

Na zupełnie przeciwnym biegunie znajduje się gospodarka chińska, która po kryzysie w sektorze nieruchomości, ograniczeniach w branży technologicznej, a w końcu po post-covidowym otwarciu, nie rośnie tak szybko jak zakładały prognozy. Co więcej, statystyczny konsument ma tam większą skłonność do oszczędzania, a rząd wręcz obniża stopy procentowe w obawie przed... deflacją! To dobitnie pokazuje, jak mocno spolaryzowana jest globalna gospodarka.

Obecnie rynek wycenia jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych przez amerykański FED, łącznie o 50 punktów bazowych.

Projekcje FED dot. stóp procentowych rosy w każdym miesiącu 2023



...aż rynek przestał mieć złudzenia co do obniżek



Źródło: FS Investments

Trzeba jednak uczciwie przyznać, że rynki rozwinięte dość sprawnie radzą sobie z inflacją. Zejście jej wartości w USA do 4% można uznać za sukces – szczególnie przy stopach procentowych w przedziale 5-5,25%. To co, wciąż przeszkadza w dojściu do celu inflacyjnego na poziomie 2%, to niemal 6% wzrost wynagrodzeń w skali roku. Podobna sytuacja ma miejsce w Europie, choć na Starym Kontynencie swoistym dopełnieniem zacieśniania polityki monetarnej są duże banki, które dość mocno ograniczają akcje kredytowe, starając się budować nadwątłone kapitały wynikające z olbrzymiej przeceny ich portfeli obligacyjnych.

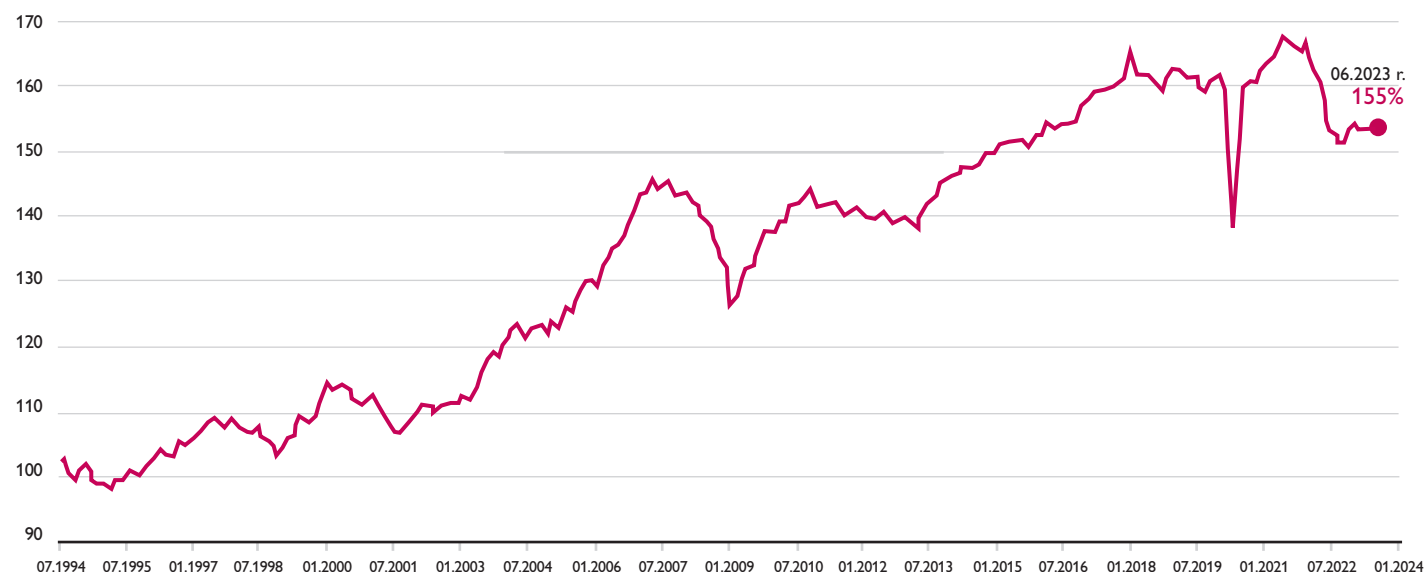
Trend spadku inflacji jest dobrze widoczny i w naszej ocenie będzie kontynuowany, co pociągnie za sobą przełom w polityce monetarnej być może jeszcze w tym roku. Obecnie rynek, poprzez kontakty na stopę procentową, wycenia jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych przez amerykański FED, łącznie o 50 pkt. bazowych. Podobną skalę podwyżek przewiduje sam Europejski Bank Centralny w 2023 roku. Zakładamy, że okres obowiązywania tych podwyższonych stóp

procentowych na rynkach rozwiniętych powinien pozostać do końca 2023 roku, jednak możliwe są potem nieco bardziej dynamiczne obniżki. Zapewne swoistym „papierkiem lakmusowym” jeśli chodzi o dalszą politykę, będzie amerykański FED. Pamiętajmy bowiem, że obecny cykl podwyżek stóp procentowych jest jednym z najostrejszych (podwyżka o 5 pkt. procentowych w 14 miesięcy), a historycznie w 6 ostatnich cyklach FED obniżał stopy szybciej i mocniej, niż je podnosił.

Polska makroekonomia w cieniu roku wyborczego

Tendencje widoczne w globalnej gospodarce miały swoje podobne odzwierciedlenie na lokalnym rynku w pierwszej połowie 2023 roku. O ile w ujęciu rocznym mieliśmy spadek PKB (-0,3%), to już w ujęciu kwartalnym był to wzrost o 3,8%. Była to niespodzianka, która wyróżniała polską gospodarkę in plus w skali europejskiej. Niemniej jednak od szczytów z przełomu 2021/2022 roku widoczne jest wyraźne spowolnienie dynamiki wzrostu PKB.

Wskaźnik Wyprzedzający Koniunktury BIEC wskazuje, że polska gospodarka znajduje się w stagnacji.



Źródło: BIEC

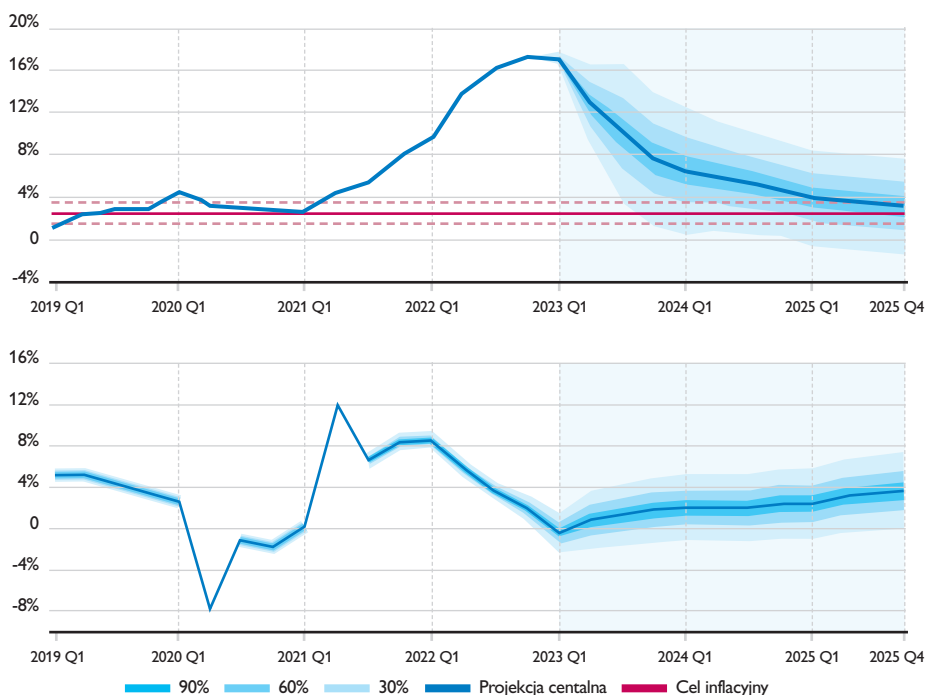
Projekcje makroekonomiczne NBP wskazują na odbicie gospodarcze już w drugiej połowie 2023 roku, jednak powrót do celu inflacyjnego to daleka perspektywa.

Spowolnienie gospodarki to w głównej mierze efekt kurczącej się konsumpcji prywatnej (-2,0% r/r), głównie ze względu na wysoką inflację i wyższe koszty obsługi zobowiązań w wyniku wysokich stóp procentowych. Wyhamowanie tejże konsumpcji dotyczy szczególnie towarów, co widoczne było w głębokich spadkach sprzedaży detalicznej. Ponadto, dość wyraźnie słabnie koniunktura w polskim przemyśle: odczyt wskaźnika PMI zdecydowanie utrzymuje się poniżej wartości

neutralnej i wynosi 45,1 pkt. Ma to zapewne związek z pogorszeniem się sytuacji makroekonomicznej w krajach ościennych, będących odbiorcami krajowej produkcji.

Najnowsze projekcje NBP wskazują jednak na stopniową odbudowę nastrojów konsumenckich i skłonności do bieżących zakupów, co może być związane z wyraźnym hamowaniem inflacji, a dodatkowo wciąż niskim bezrobociem. Istotne dodatkowe wsparcie

Projekcje inflacji (górny wykres) i PKB (dolny wykres) dla Polski według NBP



Źródło: NBP

Scenariusz makroekonomiczny nie uzasadnia szybkiego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce.

konsumpcji może pojawić się również ze strony potencjalnych transferów społecznych. Zapowiedzi podwyższenia świadczenia 500+, zwiększania kwoty wolnej od podatku, wakacji kredytowych czy kolejne emerytury i dodatki stanowią obecnie przysłowiową „kielbasę wyborczą” przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi w Polsce, jednak już teraz stanowią przesłankę do zwiększania aktywności konsumentów. Przekłada się to na wzrost cen usług, który mimo spadku inflacji konsumenckiej dzięki obniżeniu cen surowców energetycznych i paliw, nadal dość uporczywie podbija inflację bazową. Odrodzenie konsumpcji jest istotne dla polskiej gospodarki, w której stanowi ona jedną z głównych sił napędowych. Jednocześnie jednak ma swoją drugą stronę medalu, gdyż utrudnia zejście inflacji do celu inflacyjnego...

...który jest głównym celem działania Rady Polityki Pieniężnej i pozwala płynnie przejść do ostatniego posiedzenia tego organu. W lipcowym komunikacie prezes NBP ogłosił oficjalny koniec cyklu podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie oświadczył, że w przypadku zejścia inflacji do poziomów jednocyfrowych (co spodziewane jest prawdopodobnie już we wrześniu b.r.) możliwa jest pierwsza obniżka stóp procentowych. O ile dla większości analityków brak podwyżek stóp procentowych w Polsce od 9 miesięcy nie pozostawiał złudzeń o zmianie retoryki, o tyle tak jasny i kategoryczny przekaz może być zdumiewający i budzić wątpliwości

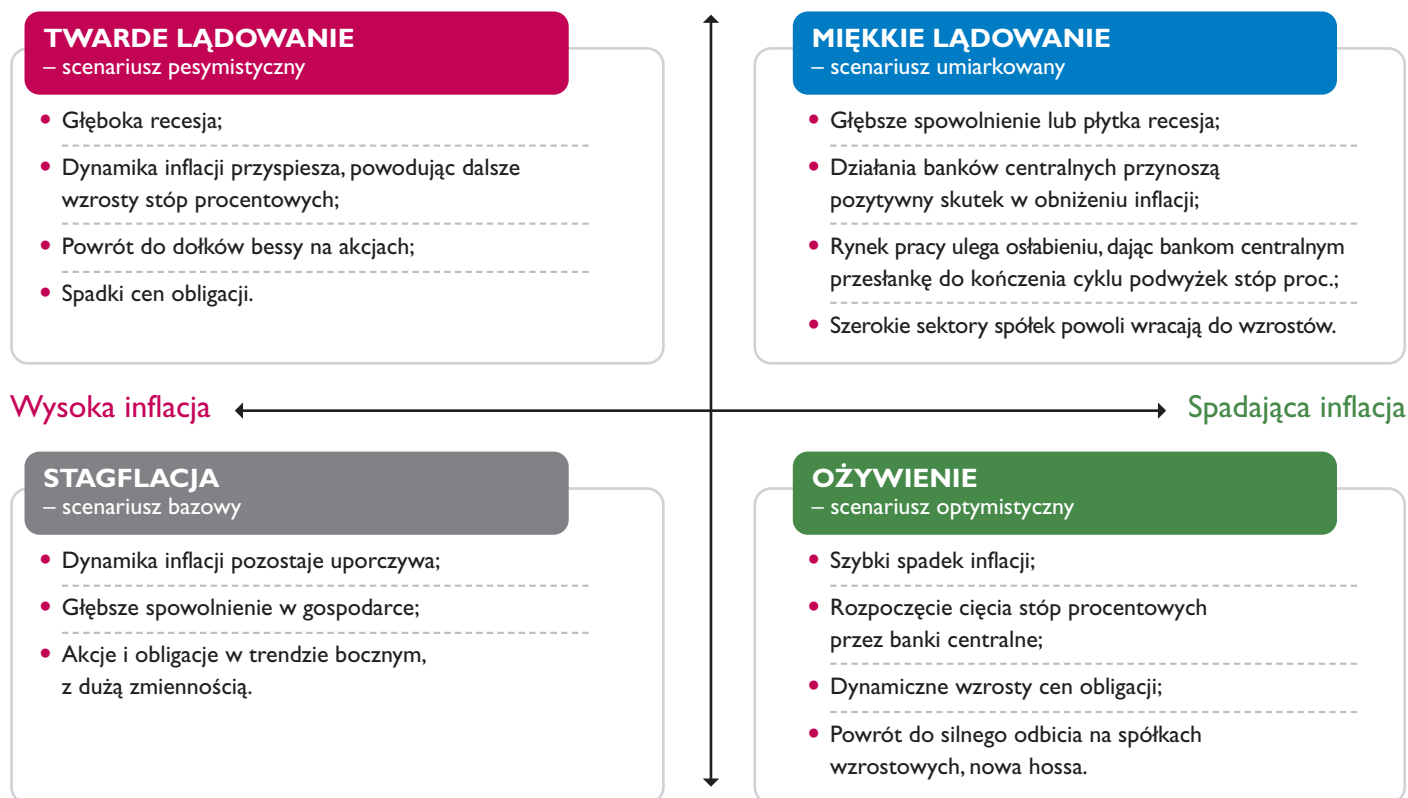
co do swojej racjonalności. Dlaczego? Otóż gdy np. w Strefie Euro czy USA inflacja jest na niższych poziomach, a mimo to banki centralne budują retorykę mającą na celu upewnienie się co do trwałości procesów deflacyjnych, w Polsce rozważane są cięcia stóp przy nadal ujemnych poziomach realnych stóp procentowych. Retoryka członków RPP staje się bardziej „gołębia” zapewne też ze względu na postępujący proces dezinflacji, aczkolwiek scenariusz makroekonomiczny nie uzasadnia szybkiego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce. Tę decyzję można zatem interpretować w sposób nie inny, niż populistyczny „prezent” dla kredytobiorców i potencjalnych wyborców.

Podsumowując, w naszej ocenie prawdopodobieństwo recesji ponownie spadło lub będzie ona miała inny charakter – bardziej uporczywej i przewlekłej stagnacji w gospodarce i znacznego spowolnienia wzrostu. Za wcześnie jest też mówić o zmianie cyklu na fazę ożywienia w perspektywie najbliższego kwartału. Istotnym czynnikiem do obserwacji będzie sygnał FED o zakończeniu cyklu podwyżek stóp procentowych. W historycznym i statystycznym ujęciu, podczas 6 z 7 ostatnich cykli gospodarczych, recesja pojawiała się średnio 15-18 miesięcy po ostatniej podwyżce. Z kolei w Polsce spodziewamy się poprawy koniunktury w drugiej połowie roku, ale ze zdecydowanie odległą perspektywą powrotu inflacji do celu.



Na bazie powyższych hipotez możemy wytypować poniższe scenariusze:

Zacieśnianie polityki monetarnej



Luzowanie polityki monetarnej

Widzimy pewne prawdopodobieństwo pojawienia się scenariusza „miękkiego lądowania” gospodarki w IV kwartale 2023 roku.

Oceniając rynek krótkoterminowo na podstawie dostępnych danych makroekonomicznych, naszym scenariuszem bazowym na II kw. 2023 pozostaje środowisko stagflacyjne. Ewidentnie dynamika PKB wskazuje na coraz szersze spowolnienie, „infekując” przede wszystkim aktywność produkcyjną w przemyśle, ale pierwsze rysy pojawiają się już na usługach i wydatkach konsumenckich. Spadek inflacji oczywiście cieszy, jednak znajduje się ona wyraźnie jeszcze powyżej celów inflacyjnych. Dopóki rynek pracy pozostanie mocny, dopóty dłużej potrwa okres spowolnienia wynikający z nierównowagi popytu i podaży. W takich warunkach oraz zwyczajowo w okresie wakacyjnym spodziewamy się ograniczonej aktywności inwestorów. Po wakacjach jednak widzimy pewne

prawdopodobieństwo pojawienia się scenariusza „miękkiego lądowania” gospodarki w IV kwartale 2023 roku. Jeśli dalsza restrykcyjna polityka banków centralnych odniesie skutek w postaci dalszych spadków inflacji i zmniejszenia presji na wzrost wynagrodzeń (nawet kosztem wzrostu bezrobocia), istnieje szansa wyjścia gospodarki obronną ręką i uniknięcia twardej recesji. W takich warunkach banki centralne będą miały potencjalnie pole do redukcji kosztu pieniądza, co może z kolei sprzyjać spółkom wzrostowym i rozwojowi nowych makro trendów jak chociażby ten związany ze sztuczną inteligencją, optymalizacją i cyfryzacją biznesu. Kluczowe dla tego scenariusza – w naszej ocenie – będą również pozytywne lub lepsze od oczekiwanych wyniki spółek za II kw. 2023 roku.

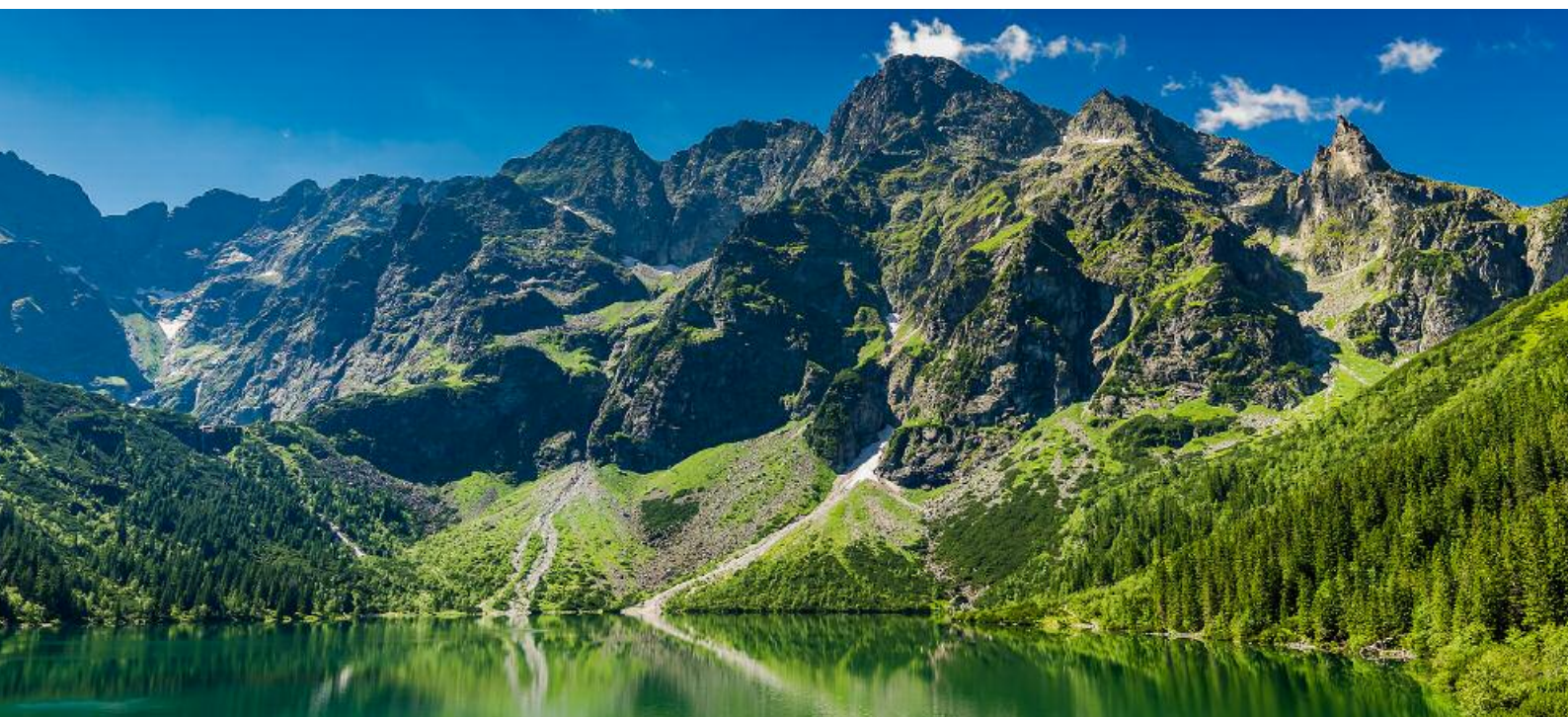
Rynki obligacji

Spokojny rejs z wiatrem do celu

Drugi kwartał 2023 r. na globalnych rynkach długu stał pod znakiem wzrostu rentowności (spadku cen).

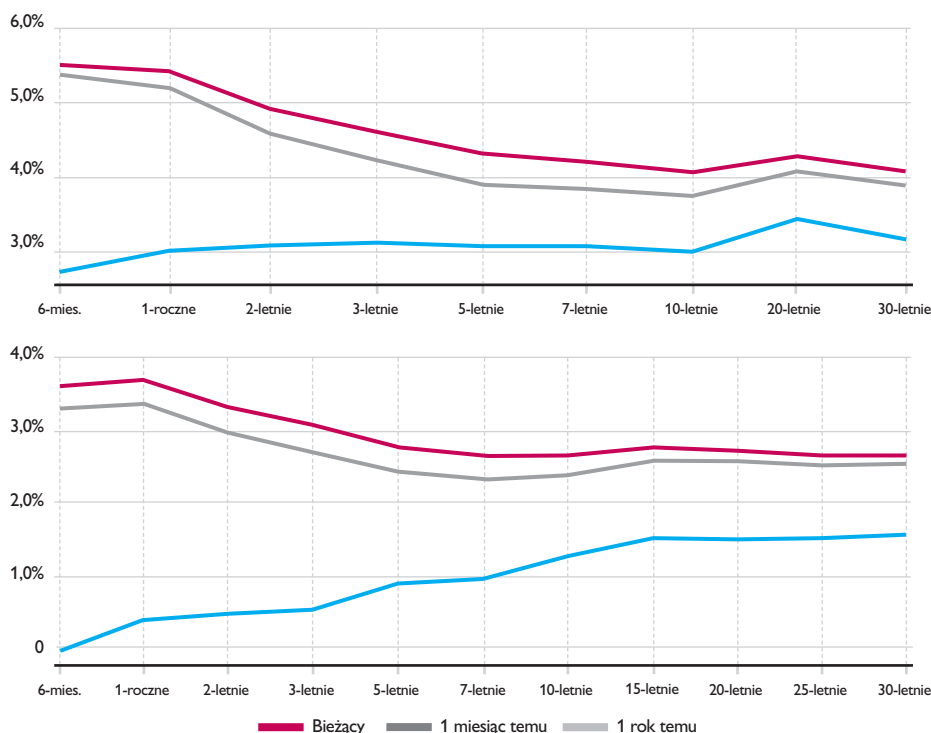
Tym samym trend odbicia na obligacjach, zapoczątkowany na jesieni 2022 roku, wyraźnie wyhamował. Poza krótkim (i paradoksalnie pomyślnym) epizodem związanym z perypetiami amerykańskiego i europejskiego sektora finansowego, dłużna klasa aktywów była mocno wrażliwa na kolejne komunikaty i decyzje płynące z amerykańskiego FED i Europejskiego Banku Centralnego. Inwestorzy ponownie zbyt szybko i optymistycznie uwierzyli w zmianę dotychczasowej „jastrzębiej” retoryki banków centralnych i po raz kolejny musieli dostosować się do niezmiennego w gruncie rzeczy stanowiska: stopy procentowe muszą być i będą podnoszone dalej w 2023 roku. W tym miejscu można zadać sobie pytanie, dlaczego rynek tak uporczywie nie chce od dłuższego czasu wierzyć bankom centralnym? Spójrzmy na to z perspektywy decydentów. Ich główna aktywność to komunikacja z rynkiem, a nie tylko podejmowanie samych decyzji co do zmiany stóp procentowych (aktywność inwestorów nie jest większa w momencie decyzji). A zatem, jeśli bankowi centralnemu zależy na sprowadzeniu inflacji

na niższe poziomy, oczywista wydaje się retoryka mająca na celu podtrzymanie stanowczego zacieśnienia w przyszłości polityki monetarnej. Dzięki temu taka „presja” ma też oddziaływać na konsumentów, którzy w obawie przed np. wyższymi kosztami zadłużenia czy życia ograniczają swoją skłonność do proinflacyjnej konsumpcji. Warto w tym miejscu podkreślić, że te dwa wspomniane wyżej banki centralne dość jasno prowadzą swoją komunikację, zaś to inwestorzy i rynek kilkakrotnie i zbyt wcześnie liczyli na zmianę retoryki. Konsekwencją „dostrajania” oczekiwań do rzeczywistości serwowanej przez banki centralne jest ruch na rentownościach szczególnie obligacji krótkoterminowych. Przykładowo, 2-letnie amerykańskie obligacje skarbowe „zatoczyły koło”, rozpoczynając rok na poziomie 4,42%, schodząc przy kryzysie bankowym do 3,76% i kończąc półrocze z rentownością 4,90%. Nieco inaczej, w uproszczeniu, zachowują się obligacje o średnim terminie zapadalności (wrażliwe na odczyty inflacji) czy też długoterminowe (wrażliwe szczególnie na projekcje inflacji).



Restrykcyjna polityka banków centralnych powoduje przecenę szczególnie obligacji krótkoterminowych.

Amerykańska (górny wykres) i niemiecka (dolny wykres) krzywa rentowości obligacji (w %)

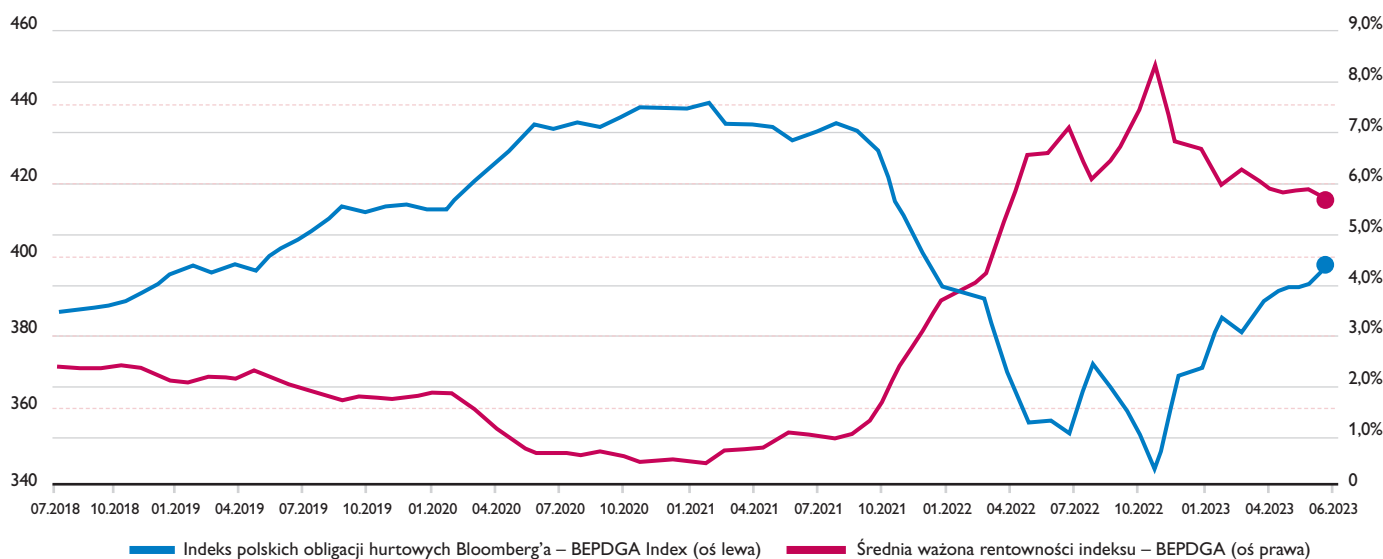


Źródło: pl.investing.com

Ponieważ zarówno kolejne odczyty jak i prognozy ceny pieniądza dynamicznie spadały, cała krzywa dochodowości amerykańskich obligacji przesunęła się nieznacznie w dół, w porównaniu z 2022 rokiem. Podobnie zachowywały się obligacje w Strefie Euro, gdzie sentyment rynku dłużnego podążał za amerykańskim. Bardzo ciekawie na tym tle zachowywały się

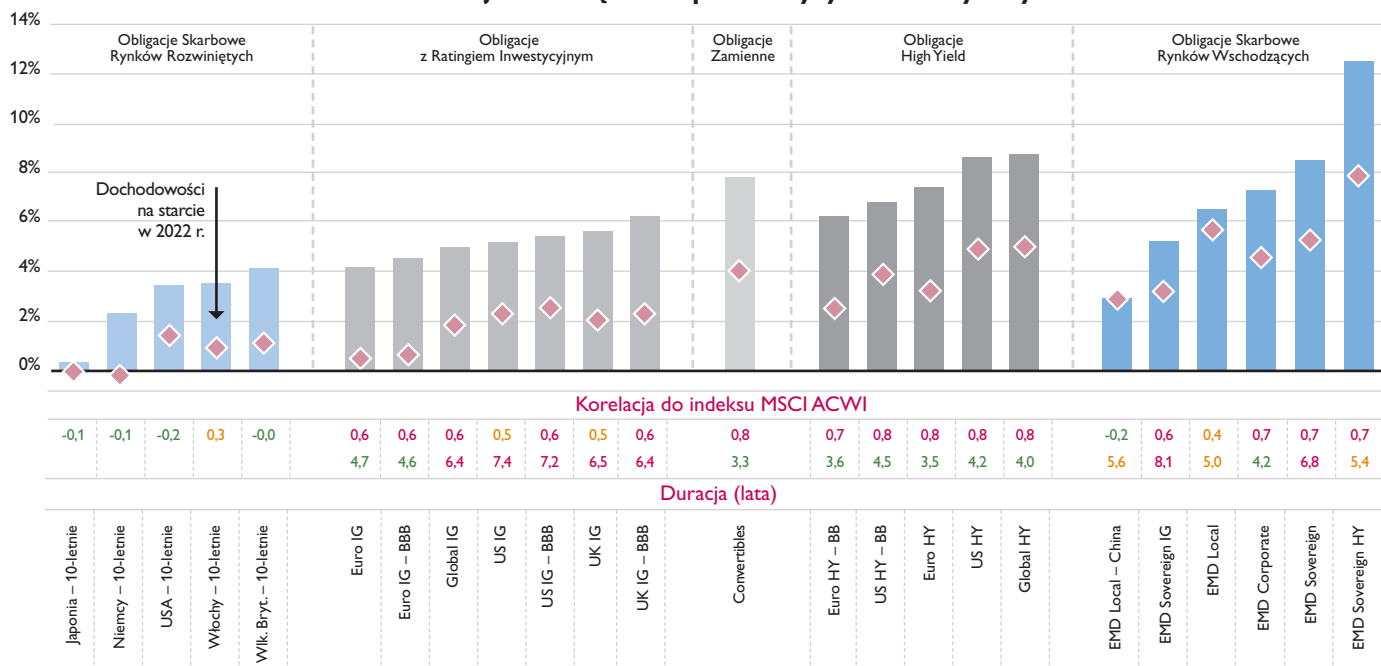
polskie obligacje skarbowe. Brak podwyżek stóp procentowych od września 2022 roku, aż po lipcowy komunikat RPP o zakończeniu cyklu podwyżek stóp procentowych skutecznie utrzymywał rentowności w trendzie spadkowym, co oznacza wzrost ich cen. Impet tego ruchu jest jednak również zdecydowanie mniejszy, niż ten obserwowany pod koniec 2022 roku.

Trend spadku rentowności (wzrostu cen) polskich obligacji skarbowych wydaje się niezagrożony



Źródło: Bloomberg

Obligacje nieskarbowe oferują atrakcyjne rentowności, jednak idą one w parze z ryzykiem kredytowym



Źródło: JP Morgan

Atrakcyjność funduszy obligacji będzie rosła w porównaniu z depozytami, których kwotowania będą uwzględniały przyszłe niższe stopy procentowe.

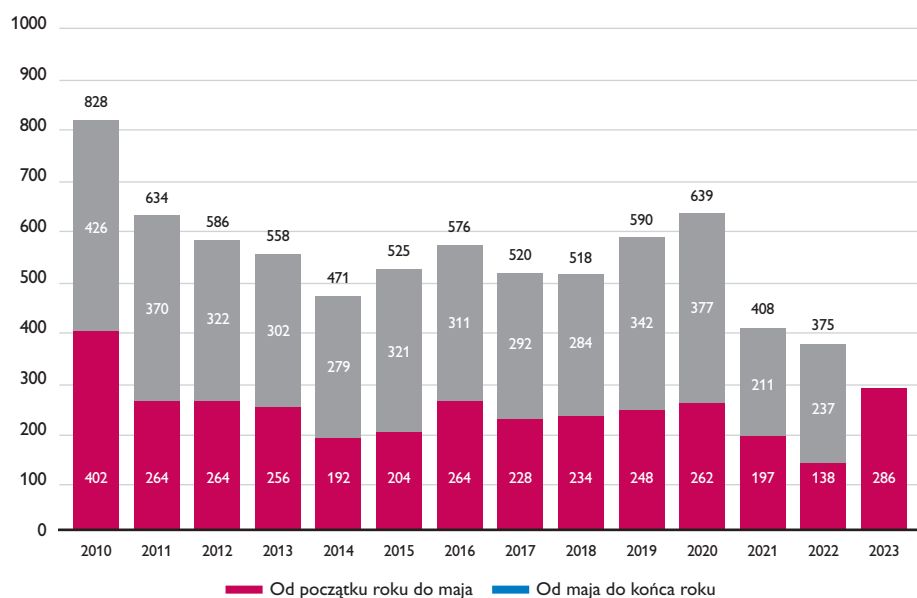
Czy zatem wyhamowanie trendu spadku rentowności lub ich relatywnie wysoki poziom na Rynkach Rozwiniętych jest powodem do zmartwień dla posiadaczy funduszy dłużnych? Zdecydowanie nie. W poprzednim Outlooku staliśmy na stanowisku, że czas działa na korzyść optymistów, a więc z czasem będzie rosło prawdopodobieństwo osiągnięcia przyzwoitych, dodatnich stóp zwrotu na rozwiązaniach dłużnych. Scenariusz ten zmaterializował się i zdanie to nadal podtrzymujemy. Co więcej, fundusze dłużne umożliwiają nie tylko zarabianie na zmianach cen obligacji, ale także podczas braku ich zmian. Portfele funduszy obligacji charakteryzują się obecnie wciąż atrakcyjnymi rentownościami pochodzącymi z wypłacanych przez instrumenty dłużne odsetek, których horyzont czasowy jest zależny od „duracji” funduszu. Oznacza to, że w obliczu stabilizacji cen fundusz obligacji o rentowności portfela równej 6% „będzie zarabiał” średnio z odsetek 0,5% miesięcznie przez okres od 1 do kilku lat tym dłużej, im dłuższy jest średni termin do wykupu tych obligacji w portfelu. Dzięki temu i w obliczu coraz bliższego końca cyklu podwyżek stóp procentowych w USA czy Europie oraz (już) zakończonego cyklu w Polsce, atrakcyjność funduszy obligacji będzie rosła w porównaniu z depozytami, których kwotowania będą uwzględniały przyszłe niższe stopy procentowe.

Wraz ze wzrostem apetytu na ryzyko i poprawą sentymentu rynkowego inwestorzy ponownie z zainteresowaniem zaczęli spoglądać w kierunku obligacji korporacyjnych. Wzrost ich cen widoczny był szczególnie w obszarze papierów o największym ryzyku (obligacje High Yield), których stopa zwrotu od początku w ramach szerokiego globalnego indeksu wyniosła + 5,2%, podczas gdy obligacje z ratingiem inwestycyjnym (tzw. Investment Grade) w tym roku zarobiły ok. 2,5%. Rentowności obligacji korporacyjnych wydają się atrakcyjne, jednak oferowana premia w stosunku do obligacji skarbowych już niekoniecznie.

Zalecamy jednak ostrożność przy doborze tej klasy aktywów. O ile na rynkach globalnych płynność emisji nie jest większym problemem, o tyle w Polsce rynek obligacji korporacyjnych jest względnie mały i często znalezienie partnera do transakcji na takich obligacjach bywa problemem. Co więcej papiery uznanych emitentów są dość mocno skorelowane z kondycją sektora finansowego, gdyż są emitowane przez banki. Z kolei z perspektywy cyklu koniunkturalnego i oczekiwanej fazy spowolnienia gospodarczego, rośnie ryzyko kredytowe, a więc potencjalnych bankructw i niewypłacalności emitentów. W USA, w pierwszej połowie 2023 roku, złożonych

Dalszy spadek inflacji czy pogorszenie się koniunktury powinno sprzyjać wzrostom cen obligacji.

Liczba wniosków o upadłość firm w USA – najwyższa od 2010 roku



Źródło: S&P Global Research

zostało najwięcej wniosków upadłościowych od 2010 roku. Obecna faza koniunktury historycznie nie sprzyja podejmowaniu ryzyka kredytowego, a premia za to ryzyko – szczególnie w środowisku wysokich stóp procentowych – w naszej opinii nie jest wystarczającą zachętą, w porównaniu do obecnych rentowności na obligacjach skarbowych.

Jakie perspektywy rysują się zatem dla obligacji na najbliższy kwartał? Uważamy, że rentowności obligacji będą ulegały względnie niedużym wahaniom w oczekiwaniu na przełomowe decyzje FED i EBC. Jednak dla zachowania się obligacji kluczowe będą kolejne odczyty inflacji i dane makroekonomiczne. Dalszy spadek inflacji czy pogorszenie się koniunktury powinno sprzyjać wzrostom cen obligacji,

a oprócz tego „poduszka” z obecnej dochodowości pozwoli osiągnąć cel w postaci wyższych stóp zwrotu od depozytów. Należy przy tym pamiętać, że obecne poziomy rentowności, szczególnie w Polsce, dosyć mocno uwzględniają w cenach najbliższe ruchy decydentów z banków centralnych. Innymi słowami, spodziewana na jesieni potencjalna decyzja o obniżce stóp procentowych wcale nie musi przełożyć się na spadek rentowności. Nie widzimy jednak zagrożeń dla kontynuacji trendu wzrostowego na obligacjach, ze szczególnym uwzględnieniem amerykańskich obligacji skarbowych, gdzie potencjał do obniżek stóp (rentowności obligacji) jest relatywnie większy niż w Polsce. Podsumowując, w dalszym ciągu postrzegamy obligacje skarbowe, jako klasę aktywów oferującą najlepszy stosunek zysku do ryzyka.



Rynki akcji

Wspinaczka po coraz bardziej stromej ścianie

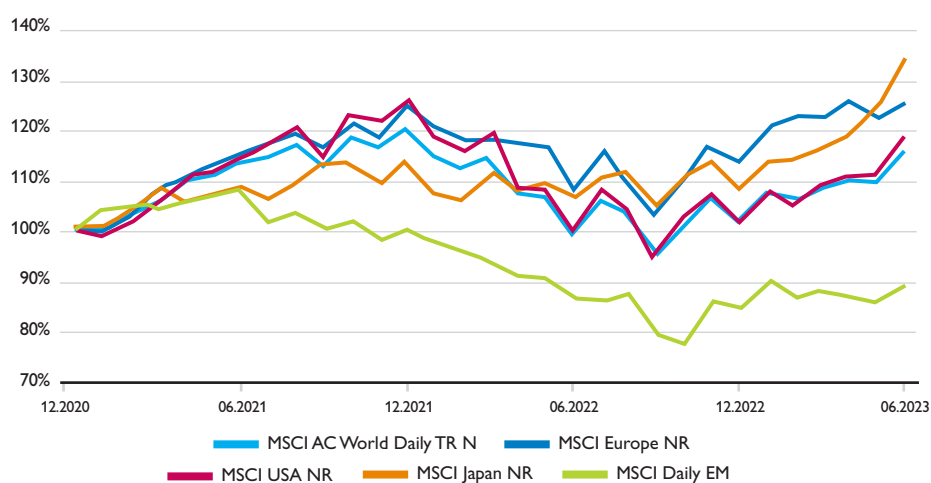
Prawdziwym zwycięzcą półrocza okazał się technologiczny indeks Nasdaq ze stopą zwrotu +31,7%.

Drugi kwartał – ku zaskoczeniu wielu analityków (i wbrew również naszym przewidywaniom) – nie tylko wpisał się w trend widoczny od początku roku, ale również pokazał ogromną siłę rynków akcji i determinację inwestorów do odrabiania strat po fatalnym 2022 roku.

W Strefie Euro, mimo ujemnych odczytów PKB za IV kw. 2022 i I kw. 2023 (a więc w obliczu technicznej recesji) oraz pomimo dalszego podnoszenia stóp procentowych i problemów sektora finansowego, indeksy akcji utrzymywały się przy swoich historycznych maksimach.

Od początku roku francuski CAC40 i niemiecki DAX przyrosły odpowiednio o 14,3% i 16%. W Japonii indeks Nikkei w pierwszym półroczu 2023 roku urosł o zawrotne 27,2%! Słaby jen sprzyjał eksportowi, a niska inflacja i stopy procentowe wspierały przepływ kapitału na giełdę. Najciekawiej jednak działo się w USA. Indeks S&P500 osiągnął wynik +15,9%, Dow Jones (reprezentujący bardziej tradycyjną ekonomię) jedynie +3,8%, jednak prawdziwym zwycięzcą półrocza okazał się technologiczny indeks Nasdaq ze stopą zwrotu +31,7%.

Globalne indeksy akcji mają za sobą bardzo mocne półrocze ...z wyjątkiem Chin (stopy zwrotu w %)



Źródło: Bloomberg



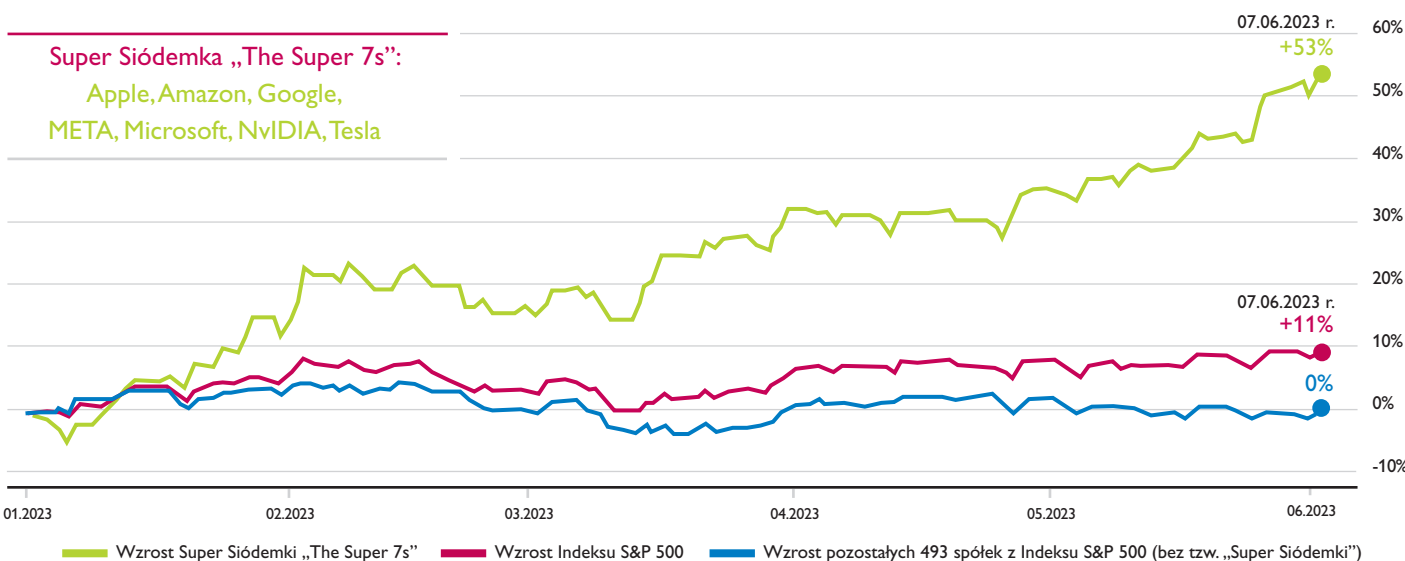
Lokomotywą wzrostów na amerykańskiej giełdzie jest kilka spółek technologicznych, podczas gdy rośnie odsetek „maruderów”.

Co stało za tak dynamicznym i mocnym wzrostem spółek technologicznych? Oczywiście trzeba pamiętać o ok. 30% przecenie z 2022 r., jednak otoczenia świadczące o spowolnieniu gospodarczym, wciąż zacieśniana polityka monetarna, to nie jest książkowo wymarzone środowisko dla spółek technologicznych. Oczywiście, aby odpowiedzieć na to pytanie, musimy zajrzeć w głąb indeksów.

Od strony technicznej okazuje się, wzrosty były silne, ale na poziomie indeksów, które „wyciągane były w górę” coraz mniejszą liczbą spółek. A zatem nie był to objaw poprawy w gospodarce, a jedynie windowanie wycen giełdowych. Amerykański S&P500 ma jeden z lepszych wyników od początku roku w historii swoich notowań, ale odpowiada za to raptem głównie 7 spółek.



„The Super 7s” (Super Siódemka) napędza S&P 500



Źródło: FinViz, Bloomberg

Wydaje się, że entuzjazm związany ze Sztuczną Inteligencją nie jest tylko modą, a być może nowym mega trendem.

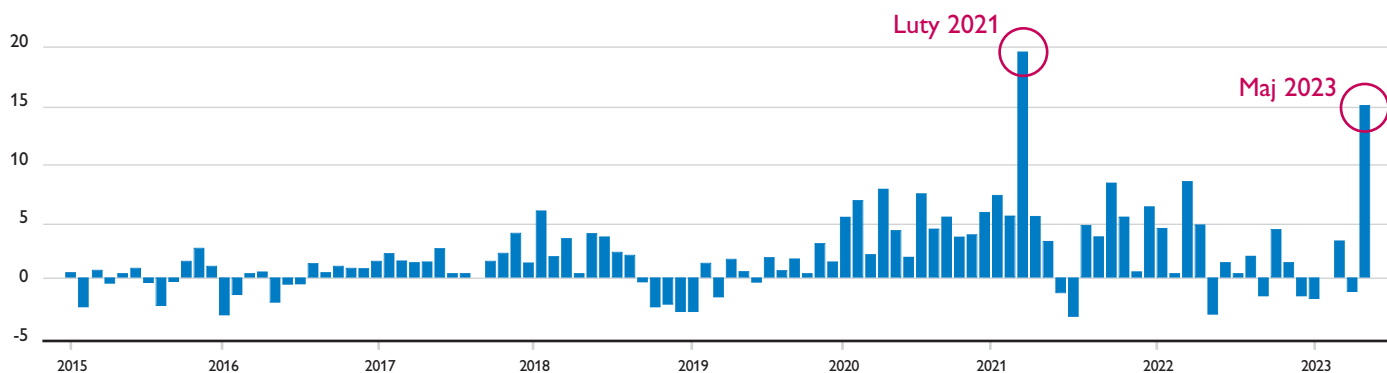
Jak to bywa na amerykańskiej giełdzie, mieliśmy do czynienia z pewnego rodzaju „reakcją łańcuchową” a „zapalnikami” okazała się Sztuczna Inteligencja (ang. *AI – Artificial Intelligence*), a konkretnie prognozy przychodów spółki nVIDIA, produkującej chipy do półprzewodników i podzespołów elektronicznych. Spółka podkreśliła w komunikacie gotowość rozwijania nowych generacji układów opartych o AI i już na II kw. 2023 zaprognozowała zyski przebijające oczekiwania analityków o 4 mld USD. W ciągu kilku dni spółka osiągnęła kapitalizację przekraczającą 1 bln USD, wchodząc do grona czterech największych emitentów giełdowych.

Wydaje się, że entuzjazm związany ze Sztuczną Inteligencją nie jest tylko modą, a być może nowym mega trendem, w gospodarce zastosowanie tego typu rozwiązań może być bardzo szerokie, uniwersalne i skalowalne (łatwe do rozprzestrzenienia na rynku). Układy AI mogą doskonale wpisywać się w już istniejący nurt SaaS (ang. *Software as a Service* – oprogramowanie jako usługa) i sprawdzać w wielu branżach: od transportowej (asystenci wsparcia kierowców) przez handel w sieci (pozycjonowanie produktów, poszukiwanie grup

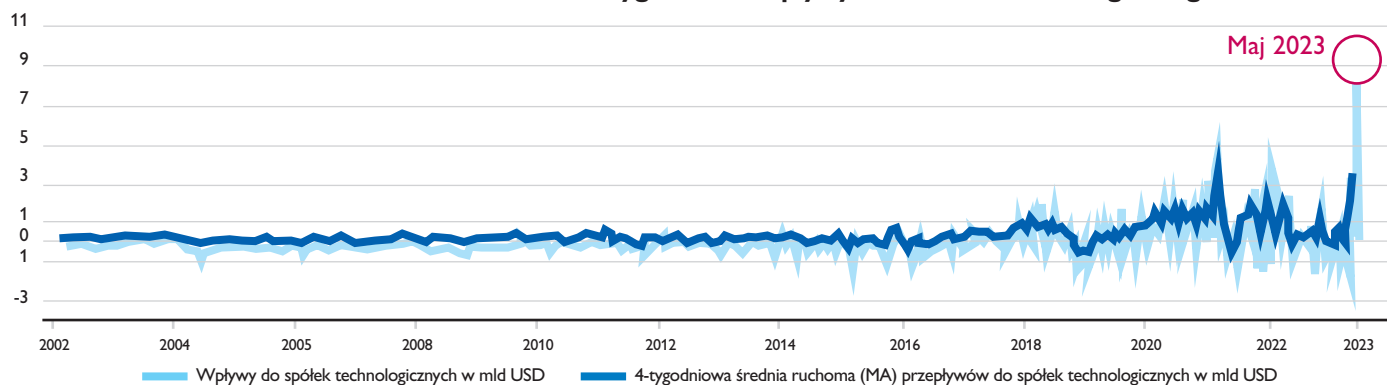
docelowych, lepsze dopasowanie usług), logistykę (łatwiejsze zarządzanie produkcją i zasobami) po rozrywkę i media. Oczywiście w ślad za euforią na punkcie Sztucznej Inteligencji pojawiło się wiele głosów wzywających do ostrożności wobec zagrożeń związanych z „przekazaniem władzy i decyzji” maszynom.

Odlóżmy jednak rozważania rodem z serii filmów o „Terminatorze” i spróbujmy popatrzeć na spółki technologiczne od strony rynkowej. Jeśli mamy do czynienia ze spowolnieniem i nawet rynkom groziłaby recesja, spółki technologiczne są w stanie relatywnie szybko dostosować się do ograniczeń i zmienić swoje modele biznesowe. Ponadto wiele z nich działa w branży optymalizacji i cyfryzacji innych gałęzi gospodarki, co zmniejsza chociażby koszty działalności i skraca różne procesy logistyczne. Wreszcie wiele spółek technologicznych ma duże nadwyżki gotówki, a te, które korzystają z finansowania, będą w stanie generować wyższe przychody i mniejsze koszty przy niższych stopach procentowych. Prawdopodobnie podobne hipotezy podzielają zarówno inwestorzy instytucjonalni jak i indywidualni – sektor technologiczny zanotował w pierwszym półroczu rekordowe napływy od 2021 roku.

Napływy kapitałów do spółek z sektora technologicznego są największe od lutego 2021 roku



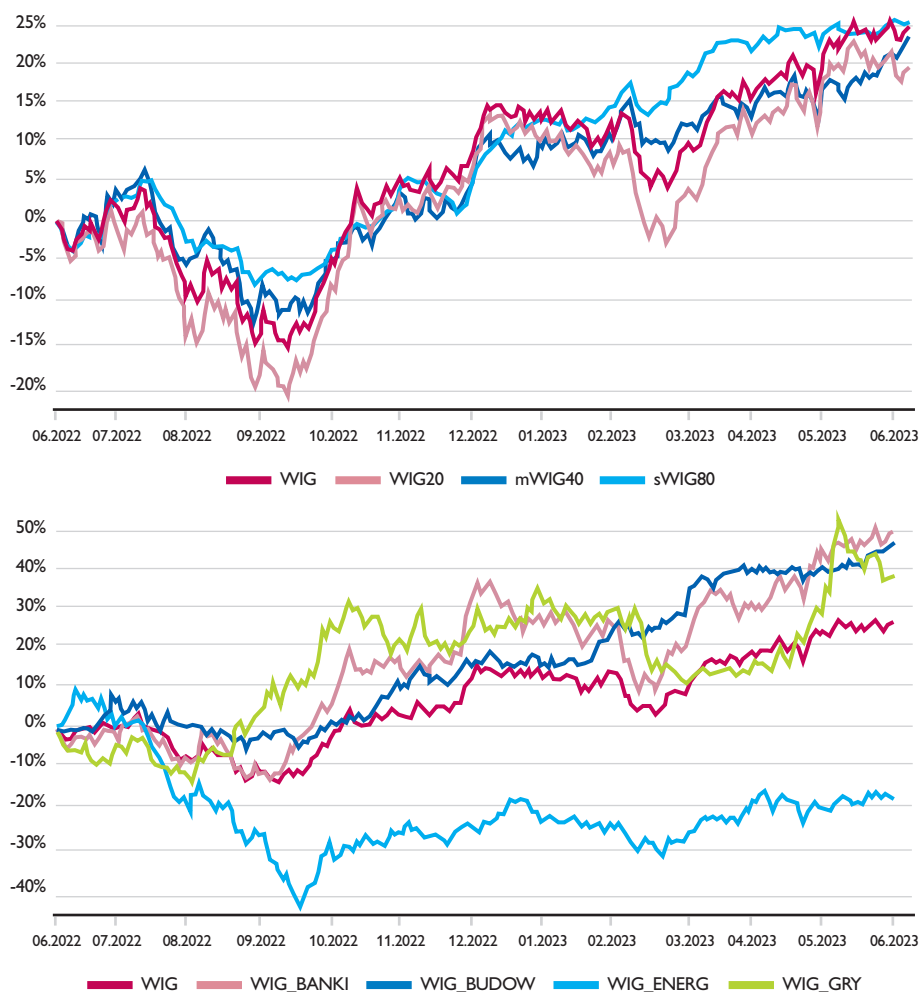
Rekordowe tygodniowe wpływy do sektora technologicznego



Źródło: Bank of America

W świetle wydarzeń na globalnych rynkach akcji, w panujący pozytywny sentyment wpisywała się również polska giełda.

Bilans pierwszego półrocza 2023 roku na GPW pod znakiem wzrostów



Źródło: stooq.pl

Na drugim biegunie rynków akcji dość frustrującym bilansem może pochwalić się chińska gospodarka, jako największy przedstawiciel koszyka rynków wschodzących. Mimo wielkich nadziei i prognoz, po wygaszeniu polityki „Zero Covid” i otwarciu gospodarki, podejście rynku zaskoczyło negatywnie. Wyraźnie spadł poziom produkcji przemysłowej, widać też delikatne spowolnienie w usługach i nieco bardziej dynamiczne w rolnictwie. W czerwcu rząd w Państwie Środka rozpoczął działania stymulacyjne mające na celu pobudzenie inwestycji, zmniejszenie rezerw obowiązkowych banków i zwiększenie akcji kredytowej. Mimo tego projekcje PKB dla Chin są rewidowane w dół i choć nominalny poziom PKB w wysokości 5,3% za 2023 r. brzmiałby dobrze, o tyle w porównaniu z nawet dwucyfrowymi przyrostami z poprzednich lat, widać osłabienie tamtego rynku. Przyczyn można upatrywać nie tylko po stronie gospodarki, ale również w polaryzacji geopolitycznej. Utrzymywanie relacji handlowych

z Rosją, roszczenie praw do pełnej kontroli Tajwanu czy utrudnienia w wymianie handlowej z USA nie sprzyjają ożywieniu gospodarczemu. Takie tło rynkowe sprawia, że podtrzymujemy nasze stanowisko o potencjalnym braku doważania Akcji Rynków Wschodzących w naszych portfelach.

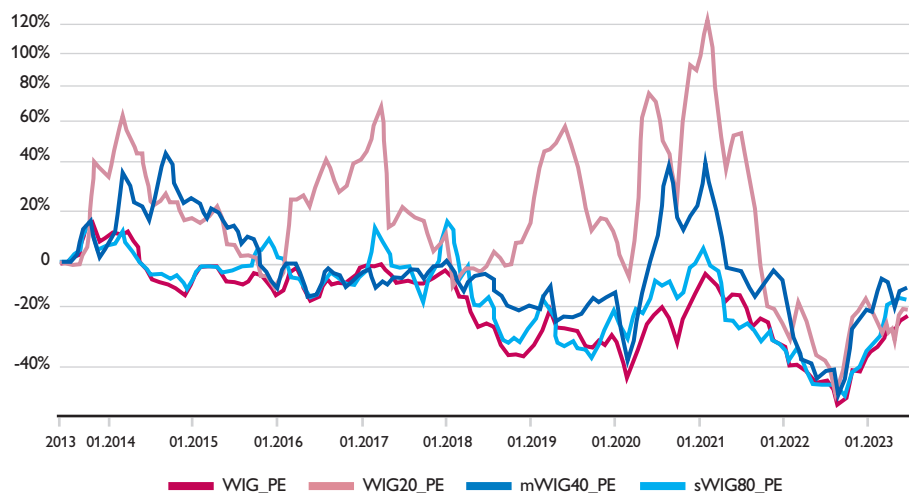
W świetle wydarzeń na globalnych rynkach akcji, w panujący pozytywny sentyment wpisywała się również polska giełda. W przypadku indeksu WIG20 (+15% od początku roku) pomagało umocnienie złotówki oraz napływ kapitałów zagranicznych. Wyrok TSUE w sprawie frankowiczów, cedujący rozstrzygnięcie de facto sporów na krajową jurysdykcję, skutecznie zdjął presję z sektora. Z kolei w gronie spółek o małej i średniej kapitalizacji (mWIG40 +16,8%, sWIG 24% od początku roku) doskonale radziły sobie spółki gamingowe (na fali wzrostów w amerykańskim sektorze technologicznym), konsumenckie (nadal intensywne wydatki gospodarstw

Atrakcyjnie na parkiecie giełdowym wyglądają spółki małe i średnie, które z racji dużych zapasów są dobrze przygotowane na obecne już spowolnienie.

Polska giełda (w USD) na tle koszyka Rynków Wschodzących



Wzrosty na GPW w pierwszym półroczu przywróciły wyceny spółek do wieloletnich średnich



Źródło: stooq.pl

domowych przy niskim bezrobociu i rosnących wynagrodzeniach) oraz sektor budowlany (inwestycje infrastrukturalne). Warto podkreślić, że pod kątem wycen polski parkiet powrócił w minionym półroczu do 10-letnich średnich oraz skutecznie nadrobił zaległości do swojego punktu odniesienia w postaci koszyka rynków wschodzących.

Obecnie nie widzimy przesłanek do silniejszej kontynuacji trendu wzrostowego ze strony lokalnego kapitału. W dalszym ciągu polski parkiet będzie podatny na sentyment zagraniczny, a ewentualnym czynnikiem ryzyka – szczególnie dla spółek Skarbu Państwa – mogą być potencjalne inicjatywy związane z wakacjami kredytowymi, podatkiem solidarnościowym od spółek energetycznych i węglowych czy drenaż dywidendami na potrzeby finansowania obietnic wyborczych. W naszej opinii fundamentalnie atrakcyjnie wyglądają spółki małe i średnie, które z racji dużych zapasów są dobrze przygotowane na obecne

już spowolnienie. Przewidujemy zatem możliwość przyjęcia bardziej pozytywnego nastawienia do akcji polskich w następnym kwartale 2023 roku.

Po tak wyśmienitym półroczu na rynkach akcji oczywistym jest pytanie, co dalej? Czy rynki będą miały na tyle siłę, by utrzymać dotychczasową dynamikę. Aby odpowiedzieć na to pytanie musimy odwołać się do naszego nastawienia z poprzedniego kwartału, w którym sugerowaliśmy, że do wakacji 2023 rynek będzie szukał odpowiedzi co do dalszego kierunku. Przesłanki stwarzające zagrożenie do potencjalnej korekty były na tyle prawdopodobne, że nasze portfele były nastawione dość neutralnie i ostrożnie. Oczywiście nadal braliśmy udział we wzrostach cen akcji, jednak w trosce o dobro naszych Klientów, nie widzimy sensu ponoszenia nadmiernego ryzyka, bardziej niż jest to potrzebne. Takie też podejście preferujemy również w 3 kwartale 2023 roku.

Poniżej prezentujemy również czynniki do obserwacji, które mogą potencjalnie pomagać oraz na które, naszym zdaniem należy uważać:

Wraz ze wzrostami indeksów akcyjnych inwestorzy kompletnie ignorowali pogarszające się dane makroekonomiczne.

1. Wyniki finansowe spółek

W lipcu rozpoczyna się sezon wyników za II kwartał 2023 roku w USA. Zwyczajowo jest to czas podwyższonej zmienności, gdy inwestorzy weryfikują swoje pozycjonowanie i oczekiwania na podstawie rzeczywistej kondycji firm. Prognozy zakładają zagregowany spadek przychodów na poziomie ok. -8%, a w 3 kwartale na poziomie 0,3% i 7,8% na koniec roku. „Poprzeczka” jest zatem zawieszona dość nisko i jeśli będziemy mieli do czynienia z pobiciem oczekiwań, istnieje szansa na utrwalenie obowiązującego ruchu. Jeśli pojawią się negatywne zaskoczenia, może to być pretekst do wakacyjnej korekty i przygotowaniem rynku pod „kupowanie” lepszych fundamentów w 4 kwartale.

2. Wyceny spółek a otoczenie makroekonomiczne

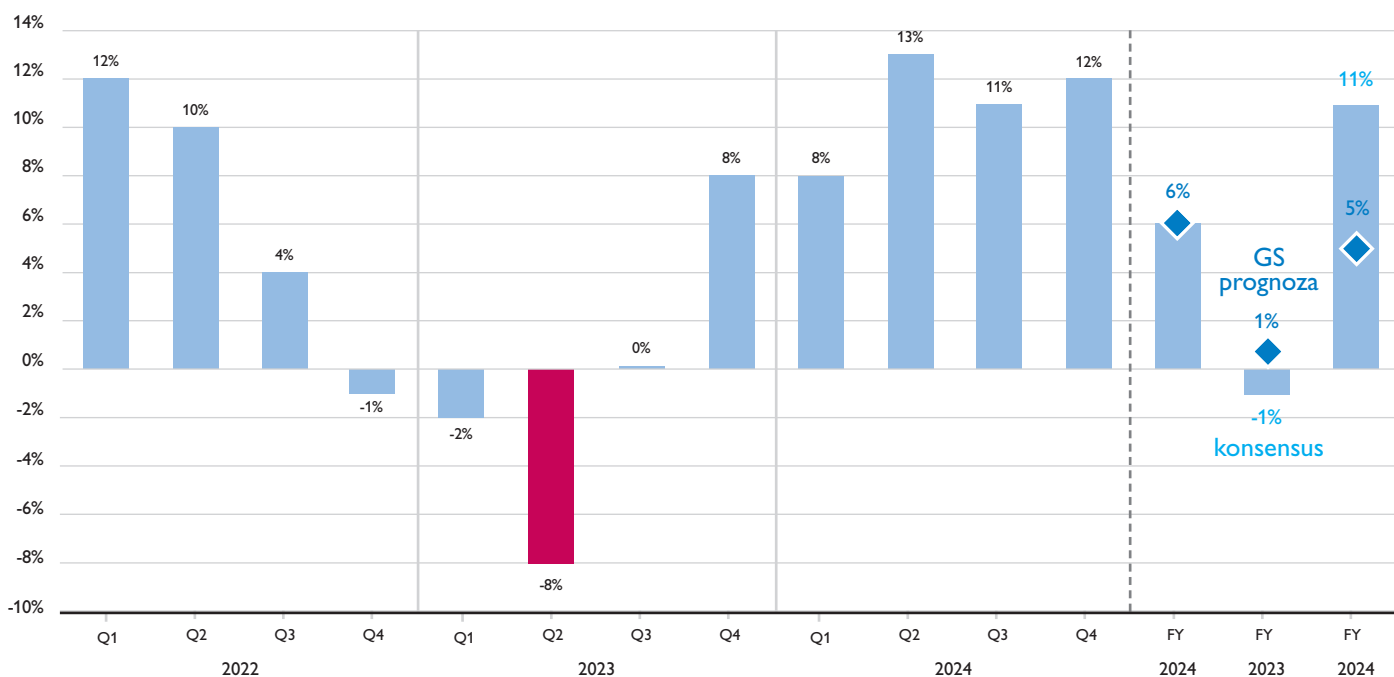
Wydaje się, że wraz ze wzrostami indeksów akcyjnych inwestorzy kompletnie ignorowali pogarszające się dane makroekonomiczne. One z kolei nie pozostawiają złudzeń – gospo-

darka spowalnia. O ile większość prognoz zakładała gorsze pierwsze półrocze i poprawę w drugim, taka jednorodność lubi się mścić. Z reguły korekty czy spadki przychodzą wtedy, gdy nikt się ich nie spodziewa. Szerokość rynku również pozostawia wiele do życzenia. Wzrosty budowane raptem na kilku spółkach, podczas, gdy rośnie odsetek spółek zachowujących się gorzej od szerokiego indeksu, nie jest wiarygodnym sygnałem budowania nowej hossy.

3. „Gra do jednej bramki”

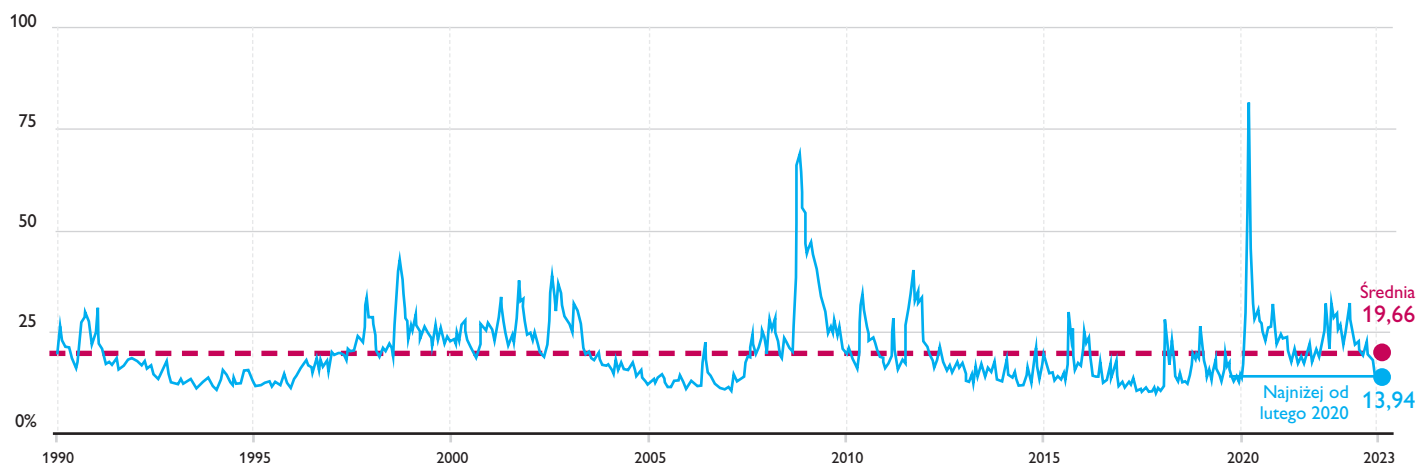
W zachowaniach inwestorów giełdowych często dużą rolę odgrywa psychologia tłumu. Wielokrotnie w przeszłości w okresach wzrostów, „tłum” zakładał dalsze wzrosty i kupował. W transakcji potrzeba jednak dwóch stron, więc kto ma sprzedawać skoro wszyscy chcą kupować? Odwrotna sytuacja ma zazwyczaj miejsce w przypadku spadków. Innymi słowy jednorodność inwestorów w połączeniu z coraz mniejszą zmiennością i silnym trendem może potencjalnie ozna-

Prognozy zysków spółek z indeksu S&P 500



Źródło: Goldman Sachs

„Indeks strachu” VIX najniżej od wybuchu pandemii



Źródło: twitter.com/charliebillello

Tzw. „indeks strachu” VIX obrazuje on miarę oczekiwanej zmienności na giełdzie, w ciągu kolejnych 30 sesji.

czać krótkoterminową korektę. Obrazuje to bardzo dobrze tzw. „indeks strachu” – VIX. Obrazuje on miarę oczekiwanej zmienności na giełdzie, w ciągu kolejnych 30 sesji, opartej o opcje na indeks S&P500. Innymi słowami, jeśli spodziewana jest podwyższona zmienność, rosną ceny opcji zabezpieczających pozycje inwestorów i indeks rośnie. W okresach z kolei, gdy jest bardzo nisko, interpretacja wskazuje na relatywnie bardzo dużą pewność graczy co do istniejącego trendu lub ruchu.

Podsumowując, w najbliższym kwartale jeszcze bardziej kluczowa może okazać się selekcja, niż gra alokacją. Nasze nastawienie do akcji jest neutralne, gdyż mamy świadomość wielu czynników ryzyka, o których wspomnieliśmy powyżej. Patrzymy jednak przychylnie na możliwości wzrostu akcji

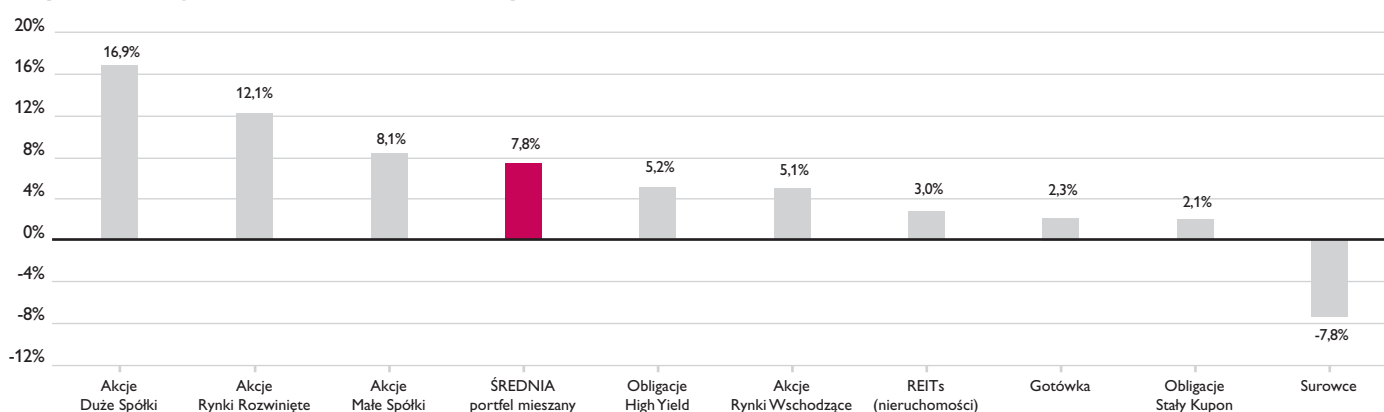
w kolejnych kwartałach, o ile inflacja utrzyma swoją spadkową dynamikę, a koniunktura w gospodarce jedynie spowolni, unikając twardego załamania. Uważnie będziemy analizować wyniki wpływające ze spółek, aby odpowiednio dopasować nasze portfele funduszy. Jednocześnie, z perspektywy uczestników, chcemy podkreślić istotną rolę w dywersyfikacji aktywów i sposobach inwestowania. O ile strategicznie nadal uważamy dłużne klasy aktywów, jako te z największym potencjałem zysku do ryzyka, o tyle zawczasu warto nauczyć się obcowania z innymi, mieszanymi i akcyjnymi klasami aktywów w sposób regularny i systematyczny, aby w przyszłości móc sprawnie i świadomie dopasowywać portfel inwestycyjny do potencjalnego ożywienia w gospodarce.



Podsumowanie i scenariusze na 2023 r.

Poniżej przedstawiamy Państwu wyniki funduszy Millennium TFI w 2023 roku na tle stóp zwrotu głównych grup aktywów od początku 2023 roku:

Stopy zwrotu głównych klas aktywów od początku 2023 roku do 30.06.2023 r.



Źródło: JP Morgan

Millennium TFI – roczne stopy zwrotu w poszczególnych okresach rocznych oraz w 2023 roku

Millennium FIO/SFIO	Klasa ryzyka (SRI)	Zalecany okres inwestycji	2023*	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
FIO Obligacji Klasyczny	2	2 lata	4,65%	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%	2,0%	1,2%	2,6%
FIO Instrumentów Dłużnych	2	2 lata	8,05%	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%	-3,1%	0,8	-
SFIO Obligacji Globalnych	3	2 lata	3,48%	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%	3,8%	1,4%	4,2%
SFIO Plan Spokojny	2	3 lata	2,56%	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%			
FIO Stabilnego Wzrostu	3	3 lata	9,49%	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%	2,4%	-2,9%	-0,7%
SFIO Plan Wyważony	3	3 lata	5,20%	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%	1,1%	3,5%	5,4%
SFIO Multistrategia	3	3 lata	11,76%	-8,39%	10,6%	22,9%	10,6%	-11,3%	-0,3%	-0,8%	7,7%	0,9%
FIO Cyklu Koniunkturalnego	3	3 lata	11,36%	-11,34%	9,9%	10,8%	9,9%	-12,7%	4,3%	2,2%	-7,3%	-2,5%
FIO Akcji	4	5 lat	19,71%	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%	5,2%	-6,8%	-4,1%
FIO Dynamicznych Spółek	4	5 lat	23,85%	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%	13,2%	10,2%	-10,5%
SFIO Plan Aktywny	4	5 lat	13,10%	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%	-0,5%	7,0%	5,0%
SFIO Top Sectors	3	5 lat	14,87%	-20,97%								

*dane do 30.06.2023

Źródło: Millennium TFI, analizy.pl

Dotąd stopy zwrotu naszych funduszy udało nam się osiągnąć dzięki przyjętym założeniom strategicznym, m.in.: koncentracji na obligacjach polskich skarbowych, ograniczeniu ryzyka kredytowego (obligacji korporacyjnych), głębokiej selekcji spółek polskich z indeksów mWIG40 i sWIG80 oraz starannej ekspozycji na indeksy akcji (szczególnie w USA i Japonii), neutralnej w Europie i ograniczonej na Rynkach Wschodzących. Negatywnie do wyniku kontrybuowały pozycje oparte o dług amerykański, jednak ich wysokie dochodowości oraz coraz bliższy potencjalny zwrot w polityce monetarnej USA stwarza wysokie prawdopodobieństwo powodzenia tej klasy aktywów w drugim półroczu 2023 roku.

Millennium TFI – nastawienie do dłużnych klas aktywów w III kwartale 2023

(+2) bardzo pozytywne	Dłużne Nieskarbowe (PL) (-1)	<ul style="list-style-type: none"> + Atrakcyjna rentowność ze względu na wysokie stopy procentowe; - Ocena dotyczy obligacji High Yield; obligacje Investment Grade traktujemy neutralnie (0); - Niska płynność w warunkach spowolnienia lub recesji; - Potencjalne ryzyko lokalne w związku z wojną na Ukrainie.
(+1) pozytywne	Dłużne Nieskarbowe (Globalne) (-1)	<ul style="list-style-type: none"> + Atrakcyjna rentowność ze względu na wysokie stopy procentowe; - Ocena dotyczy obligacji High Yield; obligacje Investment Grade traktujemy neutralnie (0); - Obawy o wiarygodność kredytową przy obawach recesyjnych; - Przedłużający się cykl podwyżek stóp procentowych.
(0) neutralne		
(-1) negatywne	Dłużne Skarbowe (PL) (+1)	<ul style="list-style-type: none"> + Atrakcyjne poziomy rentowności w Polsce; + Spadająca inflacja; + Oficjalne zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP; - Ryzyka geopolityczne i rok wyborczy.
(-2) bardzo negatywne	Dłużne Skarbowe (USA) (+2)	<ul style="list-style-type: none"> + Atrakcyjne rentowności powyżej poziomów inflacji; + Hamujące odczyty inflacji i widmo spowolnienia w gospodarce; + Napływ kapitałów z depozytów i obligacji korporacyjnych; - Przedłużający się cykl podwyżek stóp procentowych.
	Dłużne Skarbowe (Europa) (+1)	<ul style="list-style-type: none"> + Niemiecki „Bund” mocno podąża na sentymentem w USA; + Hamująca dynamika inflacji w Strefie Euro; - Determinacja EBC w dalszym mocnym podnoszeniu stóp procentowych; - Uporczywa i wysoka inflacja bazowa.
	Dłużne Skarbowe (EMarkets) (0)	<ul style="list-style-type: none"> + Atrakcyjne rentowności obligacji skarbowych na Bałkanach i w Ameryce Południowej; - Lekka tendencja do osłabiania się kursu USD; - Duże uzależnienie od zagranicznych wierzycieli (dług emitowany w walucie obcej); - Ryzyka polaryzacji i napięć geopolitycznych (potencjalna współpraca Chin z Rosją).

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów w III kwartale 2023

<p>(+2) bardzo pozytywne</p>	<p>Akcje Polskie (MiŚ) (0)</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Spółki przygotowane na spowolnienie, które już trwa; + Popyt słabszy, ale stabilny ze strony PPK; + Rozsądny wzrost poparty fundamentami; - Relatywnie mniejsza płynność.
<p>(+1) pozytywne</p>	<p>Akcje Polskie (Duże spółki) (0)</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Nadal atrakcyjne wyceny spółek; + Relatywnie lepsze wykorzystanie zewnętrznego pozytywnego sentymentu; - Koncepcja podatku od zysków nadzwyczajnych spółek energetycznych; - Ryzyka geopolityczne z perspektywy zagranicznego kapitału.
<p>(0) neutralne</p>	<p>Akcje USA (0)</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Wciąż mocny rynek pracy; + Rotacja kapitałów ze spółek cyklicznych do tzw. „nowej ekonomii”; - Dane makroekonomiczne sugerujące możliwość recesji; - Nieznany efekt publikacji wyników spółek za II kwartał 2023 r.
<p>(-1) negatywne</p>	<p>Akcje Europa (0)</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Mocny sektor konsumencki; + Udrożnienie łańcuchów dostaw; - Groźba problemów płynnościowych w sektorze bankowym; - Determinacja EBC do dalszego zacieśniania polityki monetarnej.
<p>(-2) bardzo negatywne</p>	<p>Akcje Rynki Wschodzące (0)</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Atrakcyjne wyceny spółek; + Duża niejednorodność gospodarek; - Polaryzacja i napięcia geopolityczne (potencjalna współpraca Chin z Rosją); - Słabe dane makroekonomiczne z Chin.

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 na długi polskim i amerykańskim

FUNDUSZE AKCJI POLSKICH

- Kluczowa selekcja z szerokiego WIG, stopniowe doważanie spółek cyklicznych i technologicznych w przypadku pogorszenia danych makro, z akcentem na mWIG i sWIG.

FIO OBLIGACJI KLASYCZNY

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

SFIO TOP SECTORS

- Kontynuacja przeważania sektora technologicznego kosztem sektora finansowego i ochrony zdrowia.

SFIO OBLIGACJI GLOBALNYCH

- Aktywne utrzymywanie umiarkowanego ryzyka kredytowego (obligacje Investment Grade kosztem High Yield); koncentracja na ekspozycji zagranicznej.

PLAN AKTYWNY

- Utrzymanie szerokiej dywersyfikacji z przeważaniem USA i rynków Azji Południowo-Wschodniej.

FUNDUSZE MIESZANE

- Koncentracja na stałym dochodzie odsetkowym z części dłużnej, doważenie obligacji amerykańskich; oczekiwanie na moment zwiększenia alokacji w akcje.

PLAN SPOKOJNY I WYWAŻONY

- Szeroka dywersyfikacja geograficzna, zwiększenie doważenia w strategiach amerykańskich i europejskich, utrzymanie ekspozycji na Japonię.

W świetle przedstawionych scenariuszy rynkowych na najbliższy kwartał nadal preferujemy obligacje skarbowe, jako klasę aktywów z relatywnie najlepszym stosunkiem zysku do ryzyka. Chcemy wykorzystywać potencjał związany z powolną zmianą cyklu polityki monetarnej i wykorzystywać potencjał drzemący w ryzyku stopy proc., przy jednoczesnym ograniczaniu ryzyka kredytowego. Po znakomitej pierwszej połowie roku wolimy pozostać z nastawieniem neutralnym, a więc brać udział we wzrostach indeksów, ale z rozsądną ostrożnością. Jednocześnie nie wykluczamy zmiany nastawienia na pozytywne w kolejnym kwartale, gdy wiele niewiadomych, jak chociażby odczyty inflacji czy wybory w Polsce, będzie już znanych.

Na funduszach dłużnych będziemy poszukiwać stóp zwrotu głównie wśród obligacji skarbowych, w przypadku funduszy mieszanych trzonem portfela również kierunkowo pozostaną obligacje, aż dane makroekonomiczne i fundamentalne płynące ze spółek potwierdzą zasadność zwiększania alokacji w akcje. W przypadku funduszy akcyjnych będziemy wykorzystywać selekcję do właściwej dywersyfikacji sektorowej i geograficznej, w ramach której istotną część stanowić będą tzw. spółki wzrostowe. One bowiem, w środowisku dezinflacyjnym powinny oferować atrakcyjne stopy zwrotu.

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

Ryzyka związane z inwestowaniem w fundusze

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **Ryzyko utraty kapitału.**

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

- Wysokość opłat.

- Złożoność produktów.



Zapraszamy do kontaktu z nami!

📞 www.millenniumtfi.pl
www.millenniumtfi.pl/komentarze.html



Millennium
fundusze inwestycyjne

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

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

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

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

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

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

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.