

Outlook 2023

Millennium
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na IV kwartał 2023 r.



Szanowni Państwo,

W drugie półrocze 2023 wchodziliśmy w znakomitych nastrojach, gdy okazało się, że mimo zagrożeń ze strony otoczenia gospodarczego oraz niezażegnane problemu wysokiej inflacji, w pierwszych 6 miesiącach roku rynki akcji i obligacji rosły, odraewując fatalny 2022 rok. O ile w lipcu entuzjazm trwał, o tyle pozostałe miesiące kwartału ukazały skomplikowaną i trudną rzeczywistość. Największe banki centralne wciąż walczą z inflacją, balansując na granicy niebezpiecznej zadyszki w gospodarce, a rynek kapitałowy jak zawsze próbuje zdyskontować przyszłość, której zarysy są ledwie widoczne.

Obecna sytuacja przypomina nieco tą sprzed równo 12 miesięcy, gdy też borykaliśmy się z szaleńczo rosnącymi rentownościami obligacji i korektą na rynku akcji. Tym razem inflacja jednak jest na trajektorii spadkowej, a globalna gospodarka zaczyna odczuwać skutki podwyżek stóp procentowych. A to prowadzi nas do coraz bliższego końca cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez największe banki centralne.

Pewne kwestie pozostają jednak aktualne: czy przewidywane na pierwszą połowę roku i przesunięte w czasie spowolnienie przerodzi się w recesję? Czy w obawie przed nią główne banki centralne złagodzą politykę pieniężną? Czy zgodnie z historycznym wzorcem po sezonowej słabości trwającej od sierpnia do października ostatni kwartał okaże się jednak ponownie dobry dla akcji?

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 głównych klas aktywów, będących w spektrum zainteresowania Millennium TFI, w ramach zarządzanych przez nas funduszy inwestycyjnych.

Serdecznie zapraszamy do lektury!



Piotr Siegieda, MPW,
Dyrektor ds. Komunikacji
Inwestycyjnej



Michał Trojanowski, EFA,
Dyrektor ds. Komunikacji
Inwestycyjnej



Krzysztof Kamiński, CFA, DI
Członek Zarządu

Spis treści

Makroekonomia

„Wyżej na dłużej”?

4

Rynki obligacji

Otwarta i szeroka, ale wyboista ścieżka

11

Rynki akcji

Zamiast rajdu odpoczynek i trucht Św. Mikołaja

16

Podsumowanie i wyzwania na IV kw. 2023 r.

23

Makroekonomia

„Wyżej na dłużej”?

Scenariuszem bazowym, który dominował w pierwszej połowie roku, było tzw. „miękkie lądowanie”, a więc w miarę kontrolowane spowolnienie w gospodarce.

Gospodarka zbliża się do lądowania

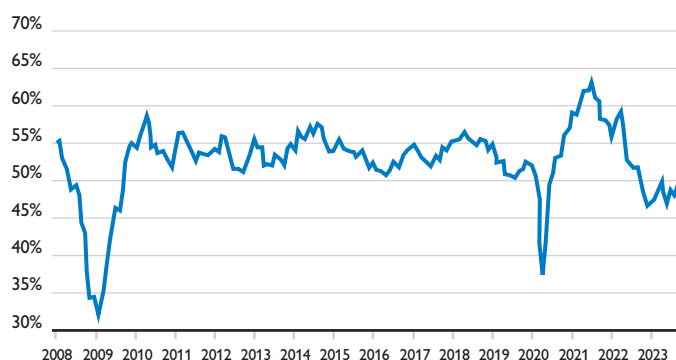
Wchodząc w czwarty kwartał 2023 nie sposób pominąć sezonowego „sportu narodowego” Polaków, jakim są skoki narciarskie. Wielu czytelników czeka zapewne na rozpoczęcie Pucharu Świata, który ma się rozpocząć się w drugiej połowie listopada. Podczas rywalizacji będziemy mogli podziwiać skoczków walczących o noty za styl przy lądowaniu i walczących o odległość. Nieprzypadkowo wspominamy o tej analogii w kontekście makroekonomii. Scenariuszem bazowym, który dominował w pierwszej połowie roku, było tzw. „miękkie lądowanie”, a więc w miarę kontrolowane spowolnienie w gospodarce, które schłodziło nastroje konsumentów, przełożyło na wyczekiwany spadek inflacji i pozwoliło na poluzowanie polityki monetarnej. Jego sygnały były widoczne już na początku 2023 roku. Wydaje się zatem, że obecna faza spowolnienia nie różni się od poprzednich cykli, ale trwa dłużej. Zaskakująca okazała się też postawa rynków akcji, które na fali fascynacji sztuczną inteligencją szukały nowych, rekordowych poziomów, a z kolei rynki obligacji po raz kolejny uważały, że „wiedzą lepiej” i wierzyły w kapitulację restrykcyjnej polityki monetarnej prowadzonej przez największe banki centralne.

Jednocześnie, w realnej gospodarce obserwowaliśmy wyraźne spowolnienie wzrostów, jednak przez rynki kapitałowe było to ignorowane. To trudniejsze otoczenie w realnej gospodarce przypominało o sobie w III kwartale. A w jakim stylu to spowolnienie się toczyło?

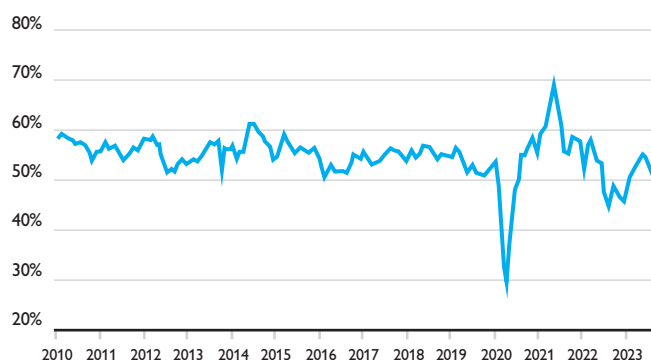
W relatywnie dobrej kondycji kwartał zakończyła gospodarka amerykańska. Mimo tylko delikatnego spadku nowych zamówień (głównie eksportowych), rynek wspierany jest wciąż przez konsumenta krajowego. Zerwane łańcuchy dostaw po wybuchu wojny w Ukrainie są zastępowane innymi dostawcami lub przenoszenie produkcji komponentów do USA. To, co jednak martwi, to ciągły wzrost cen producentów (5 miesiąc z rzędu), rosnące ceny ropy naftowej, a także problem wysokich stóp procentowych. Duży odsetek firm widzi zagrożenie w postaci wzrostu obsługi kosztów swojego zadłużenia nawet o 25% w przeciągu najbliższych 12 miesięcy. Realny zatem staje się scenariusz wzrostu liczby bankructw i wzrost bezrobocia (obecnie jest ono najniższe od lat 60-tych XX w. i wynosi 3,8%). Tym niemniej odczyty wskaźnika PMI (ang. Purchase Managers' Index), obrazującego koniunkturę, wskazują na delikatną stabilizację blisko punktu neutralnego: odczyt dla przemysłów wyniósł we wrześniu 49,8 pkt., a dla usług 50,1 pkt.

Odczyty wskaźnika PMI w Stanach Zjednoczonych

Wskaźnik PMI dla przemysłu



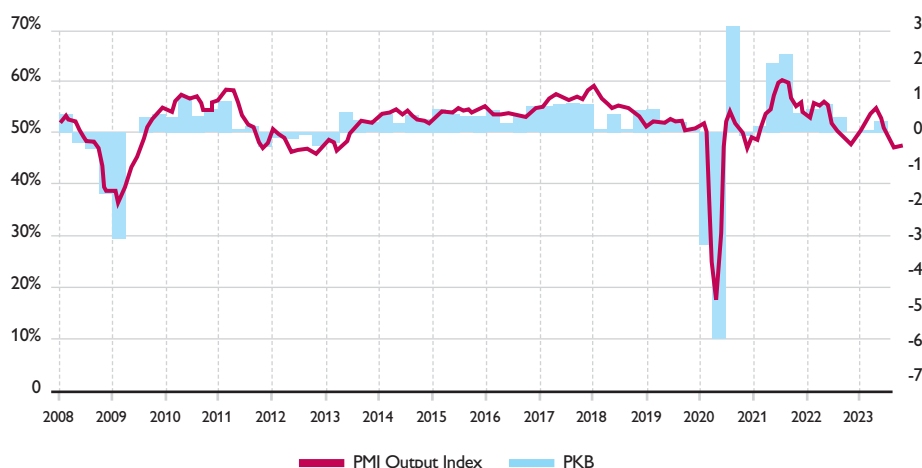
Wskaźnik PMI dla usług



Źródło: S&P Global

Europejska gospodarka zakończyła III kwartał pod znakiem kurczenia się.

Odczyt PMI dla Strefy Euro na tle PKB



Źródło: S&P Global

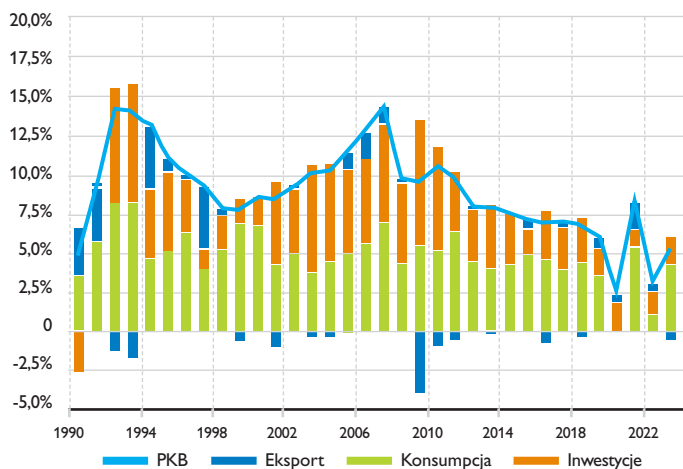
Sytuacja w Strefie Euro wygląda nieco inaczej. Europejska gospodarka zakończyła III kwartał pod znakiem kurczenia się. Istotnie spadły nowe zamówienia w przemyśle, co martwi o tyle, że dotychczas przedsiębiorstwa produkcyjne aktywnie wykorzystywały zapasy nagromadzone po pandemii oraz w wyniku zaburzeń łańcuchów dostaw po wprowadzeniu sankcji na Rosję. Wyraźne spowolnienie zaliczał też sektor usługowy. Spowalniająca inflacja – choć nadal istotnie powyżej celu inflacyjnego (4,3% r/r wobec celu 2%), skutecznie drenowała portfele obywateli, powstrzymując ich przed zakupami. W celu podtrzymania koniunktury, europejskie firmy, mocniej zwróciły się ku jednemu ze swoich największych rynków zbytu – Chinom. Jednak i tam zadyszka w gospodarce, a także próby ekspansji np. chińskiego sektora motoryzacyjnego na Europę, skutecznie osłabiły pozycję europejskich przedsiębiorstw. W efekcie odczyty wskaźnika PMI (ang. Purchase Managers' Index), obrazującego koniunkturę, 4 miesiąc z rzędu pokazały odczyt poniżej poziomu neutralnego (50 pkt.), osiągając wartość 47,2 pkt.

Oceniając sytuację na Rynkach Wschodzących, należy zwrócić uwagę na ich dużą niejednorodność. Przyjrzyjmy się jednak ich największemu reprezentantowi – Chinom. Dla wielu inwestorów nadzieje na post-pandemiczne otwarcie chińskiej gospodarki miało być w 2023 roku takim „światłem w tunelu”, które wyprowadzi światową ekonomię ze stagnacji. Nadzieje te szybko zamieniły się w rozczarowanie. Podczas, gdy Świat Zachodni boryka się z inflacją, Chiny ocierają się o... deflację. Sektor konsumencki i przedsiębiorstw krajowych pozostaje relatywnie słaby, bezrobocie wśród osób wkraczających w wiek produkcyjny wynosi 20%. Olbrzymim problemem stał się również mocno zadłużony sektor nieruchomości: deweloper Evergrande ogłosił upadłość, handel jego akcjami został wstrzymany, zarząd został zatrzymany przez służby bezpieczeństwa. W tym samym czasie największy budowniczy domów – firma Country Gardens – ociera się o upadłość. Wydaje się zatem, że póki co, czasy dwucyfrowych dynamik PKB w Państwie Środka są z nami.

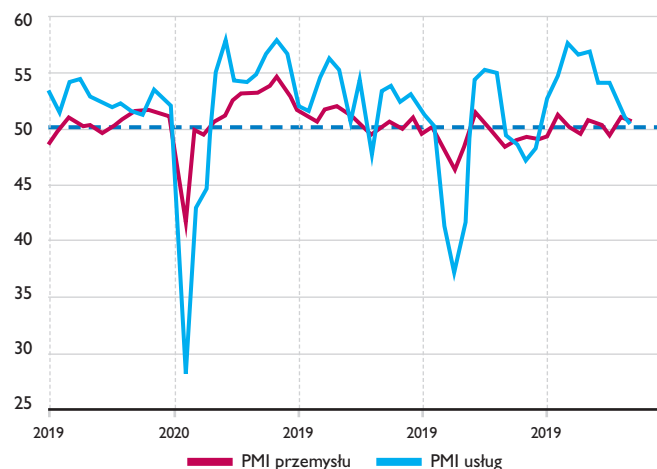


Kompozycja chińskiego PKB oraz odczyty PMI dla przemysłu i usług

Kompozycja chińskiego PKB (zmiana rok do roku)



Wskaźnik PMI dla przemysłu i dla usług



Źródło: JP Morgan

Dla Chin największą przeszkodą pozostaje sam ustrój, w którym zwrot z inwestycji infrastrukturalnych nie pokrywa kosztów ich finansowania.

Ekspert z Russel Investments wskazuje, że problemy Chin wynikają z kilku powodów: po pierwsze, nierównowagę modelu wzrostu, gdzie konsumpcja stanowi tylko 37%, podczas gdy w dojrzałych gospodarkach jest to ok. 60%. Po drugie, wysoka stopa oszczędności (45% PKB) po czasie lockdownu nie wspiera wydatków prywatnych. Mimo tego, że chiński rząd obniża stopy procentowe, zapowiada stymulację gospodarki czy ułatwienia fiskalne w sektorze nieruchomości, największą przeszkodą pozostaje sam ustrój, w którym zwrot z inwestycji infrastrukturalnych nie pokrywa kosztów ich finansowania.

Przyglądając się polskiej gospodarce przez pryzmat Wskaźnika Wyprzedzającego Koniunktury (WVK), publikowanego przez Biuro Inwestycji i Cykli Ekonomicznych, 9 miesiąc z rzędu widać stagnację oraz brak wyraźnych perspektyw do zmiany tej tendencji w najbliższych miesiącach.

Tak jak w przypadku Chin problemem jest niedoważona konsumpcja, tak w Polsce obserwujemy ciągłe stymulowanie bezpośrednich transferów socjalnych przy braku rozwiązań systemowych. To z kolei prowadzi do zanikania inwestycji oraz napędzania inflacji. Cytując za BIEC: „W przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego nieznacznie poprawiło się tempo napływu nowych zamówień. Dotyczy to przede wszystkim zamówień w wybranych branżach, realizujących zamówienia eksportowe. Zamówienia krajowe kurczą się w dalszym ciągu. Nie dotyczy to jedynie przemysłu energetycznego, gdzie poprawa ma zapewne związek z sezonowością zjawiska oraz ingerencją państwa w proces ustalania cen detalicznych. Utrzymująca się od początku roku dekoniunktura w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego powoduje odkładanie się nadmiernych zapasów w magazynach przedsiębiorstw.

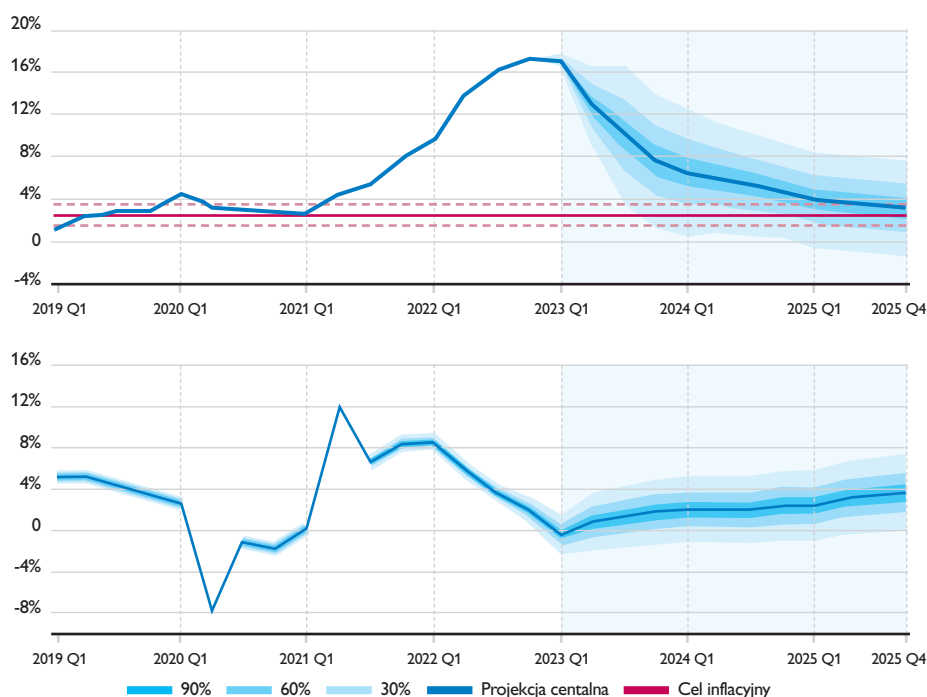
Wskaźnik Wyprzedzający Koniunktury wskazuje na stagnację w polskiej gospodarce



Źródło: BIEC

Projekcje NBP wskazują na dalszy spadek inflacji i odbicie PKB w Polsce.

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



Źródło: NBP

Pomimo ograniczania skali produkcji, zapasy rosną systematycznie od początku roku. Dopóki ich poziom nie dostosuje się do zmniejszonego popytu, należy spodziewać się dalszego ograniczania produkcji przemysłowej. W przedsiębiorstwach produkcyjnych od marca br: spada wydajność pracy, co jest bezpośrednią przyczyną utraty konkurencyjności polskiej oferty handlowej na rynkach międzynarodowych. Tłumaczy to zarówno spadek tempa napływu zamówień eksportowych, jak również wzrost konkurencyjności towarów importowanych na rynku krajowym". Ta diagnoza odbiła się również na odczycie wskaźnika koniunktury PMI, którego odczyt za wrzesień wyniósł 43,9 pkt. Kondycja polskiej gospodarki w dużej mierze będzie zależała od odbicia u naszego

zachodniego sąsiada. Zapewne też inwestorzy zagraniczni przyglądają się bacznie sytuacji wyborczej, jednak w horyzoncie końcówki roku, raczej nie zakładamy wielkiego przełomu.

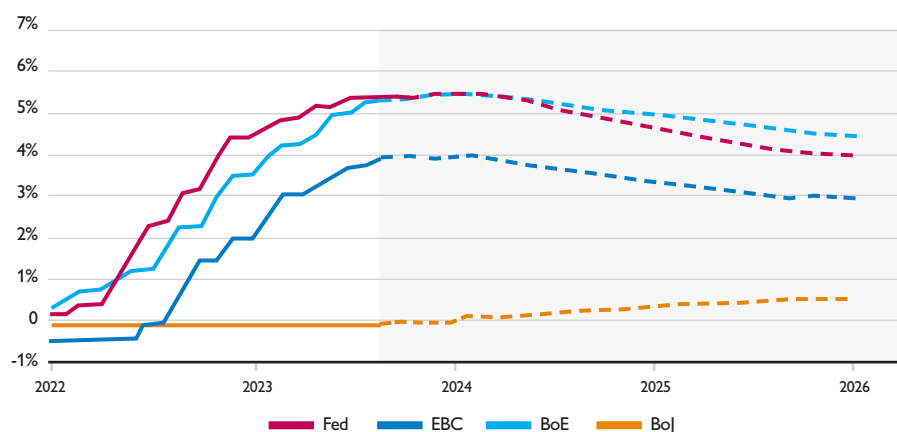
Banki Centralne balansują na ostrzu noża

Bez wątpienia głównym czynnikiem wpływającym na zachowanie się gospodarki oraz rynków kapitałowych pozostają decyzje oraz retoryka banków centralnych, co do kształtowania polityki monetarnej. Banki centralne są bowiem nadal na froncie wojny z inflacją – ale mądrzejsze nie tylko o przebieg poprzednich cykli koniunkturalnych, ale również o to, czym kończy się ignorowanie rosnącej inflacji. Z tego też względu swoistą mantrą ostatnich miesięcy stało się

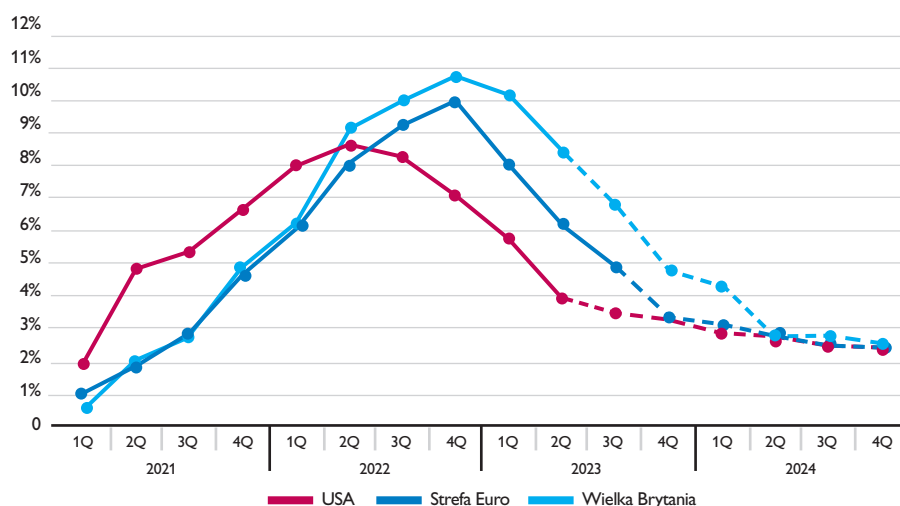


Dalszy spadek dynamiki wzrostu cen będzie już wyzwaniem – tym bardziej, że ceny ropy rosną.

Ścieżki stóp procentowych...



oraz projekcje inflacji w największych gospodarkach



Źródło: JP Morgan

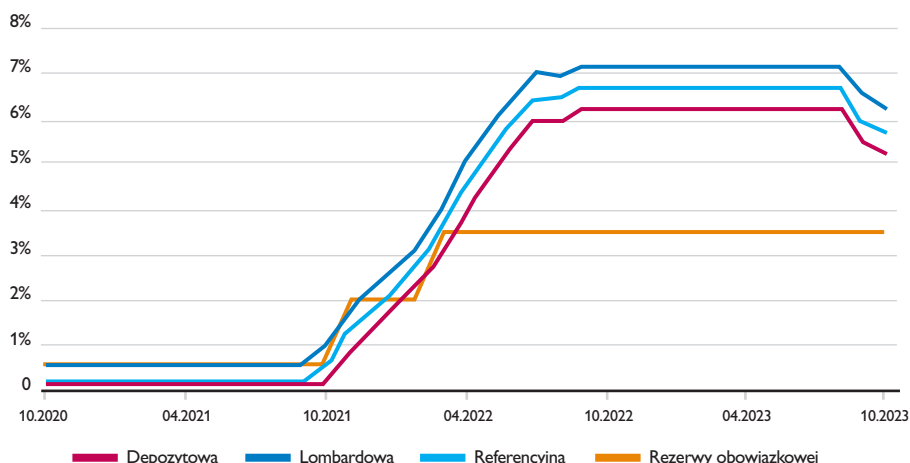
powiedzenie: „stopy procentowe wyżej na dłużej”. Pod tym stwierdzeniem mocno podpisuje się zarówno Amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) jak i Europejski Bank Centralny (ECB). O ile spadki inflacji CPI z poziomów 8,2% do 3,7% w USA czy w Strefie Euro z 10,6% do 4,3% oczywiście cieszą, to pamiętajmy, że jest to w dużej mierze efekt tzw. wysokiej bazy z 2022 roku. Dalszy spadek dynamiki wzrostu cen będzie już wyzwaniem – tym bardziej, że ceny ropy rosną, konsumpcja na Rynkach Rozwiniętych tylko nieznacznie się osłabiła, a bezrobocie nadal pozostaje niskie. Konieczność utrzymywania stóp procentowych na podwyższonym poziomie (obecnie przedział 5,25-5,50% w USA i 4-4,75% w Strefie Euro) przez dłuższy okres wynika zatem z tego, że hipotetycznie zbyt szybkie obniżenie stóp mogłoby doprowadzić do szerszego dostępu tańszego finansowania, wzrostu konsumpcji i w efekcie – dłuższego czasu powrotu inflacji do celu. Z drugiej zaś strony banki centralne

doskonale zdają sobie sprawę, że zbyt restrykcyjna polityka monetarna (zważywszy na jej opóźniony efekt działania) może doprowadzić do poważnych kłopotów w gospodarce: bankructw zadłużonych przedsiębiorstw, spadku popytu i szybkiego wzrostu bezrobocia.

Z tej patowej sytuacji wyłamała się polska Rada Polityki Pieniężnej, zaskakując rynek wrześniową i październikową obniżką stóp procentowych łącznie aż o 100 p.b., z 6,75% na 5,75%. Decyzja ta wydaje się jednak przedwczesna, zważywszy na wciąż wysoką inflację (odczyt 8,2% za wrzesień), rosnące ceny ropy naftowej, planowaną likwidację tarcz i obniżonej stawki podatku VAT na żywność. Trudno zatem interpretować tę decyzję inaczej, niż przedwyborczy prezent dla potencjalnych kredytobiorców. Abstrahując jednak od politycznego wymiaru tej decyzji, przestrzeń do dalszych większych ruchów na polskich stopach procentowych w 2024 mocno zawęża się.

Zbyt szybkie obniżanie stóp procentowych w Polsce może ziścić stagflacyjny scenariusz.

Stopy procentowe w Polsce



Źródło: Bank Millennium

Jednocześnie, zbyt szybkie obniżanie stóp procentowych w Polsce może ziścić stagflacyjny scenariusz, którego tak obawiają się banki centralne na rynkach bazowych.

Podsumowując, główną kwestią rzutującą na obraz makro globalnej gospodarki w końcówce roku, będzie tempo spadku inflacji oraz retoryka banków centralnych, które z kolei ustawią sentyment do akcji i obligacji na rynku kapitałowym. W naszej optyce ostatni IV kwartał będzie przebiegał pod znakiem konsolidacji i stagnacji w gospodarce, jednak prawdopodobnie właśnie teraz jesteśmy w dołku koniunktury. Innymi słowy sytuacja makroekonomiczna jest znana, potencjalne ryzyka są „na stole”, a w takim otoczeniu dużo łatwiej o pozytywne zaskoczenia dyskontowane przez rynek kapitałowy z wyprzedzeniem. Jednocześnie – w obliczu widocznego spowolnienia – prognozy

co do przyszłych wzrostów PKB w głównych gospodarkach są rewidowane w górę na 2024 rok (z wyjątkiem Chin).

O ile potencjalne obniżki stóp procentowych w USA i Strefie Euro odsuwają się w czasie na pierwszą połowę 2024, o tyle widzimy przestrzeń do łagodzenia retoryki banków centralnych jeszcze w bieżącym roku. Nie wykluczamy, że pierwszeństwo ogłoszenia zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych przejmie ECB, który dostrzega wyraźniejsze problemy w gospodarce. Kontrakty terminowe na amerykańską stopę procentową zakładają jeszcze jedną podwyżkę o 25 p.b. w listopadzie, jednak naszym zdaniem nie jest ona przesądzona. Scenariusz recesyjny nadal jest możliwy, jednak w obliczu dostępnych danych i znanych czynników, wydaje on się na ten moment mało prawdopodobny. Na podstawie powyższych hipotez możemy wytypować poniższe scenariusze:

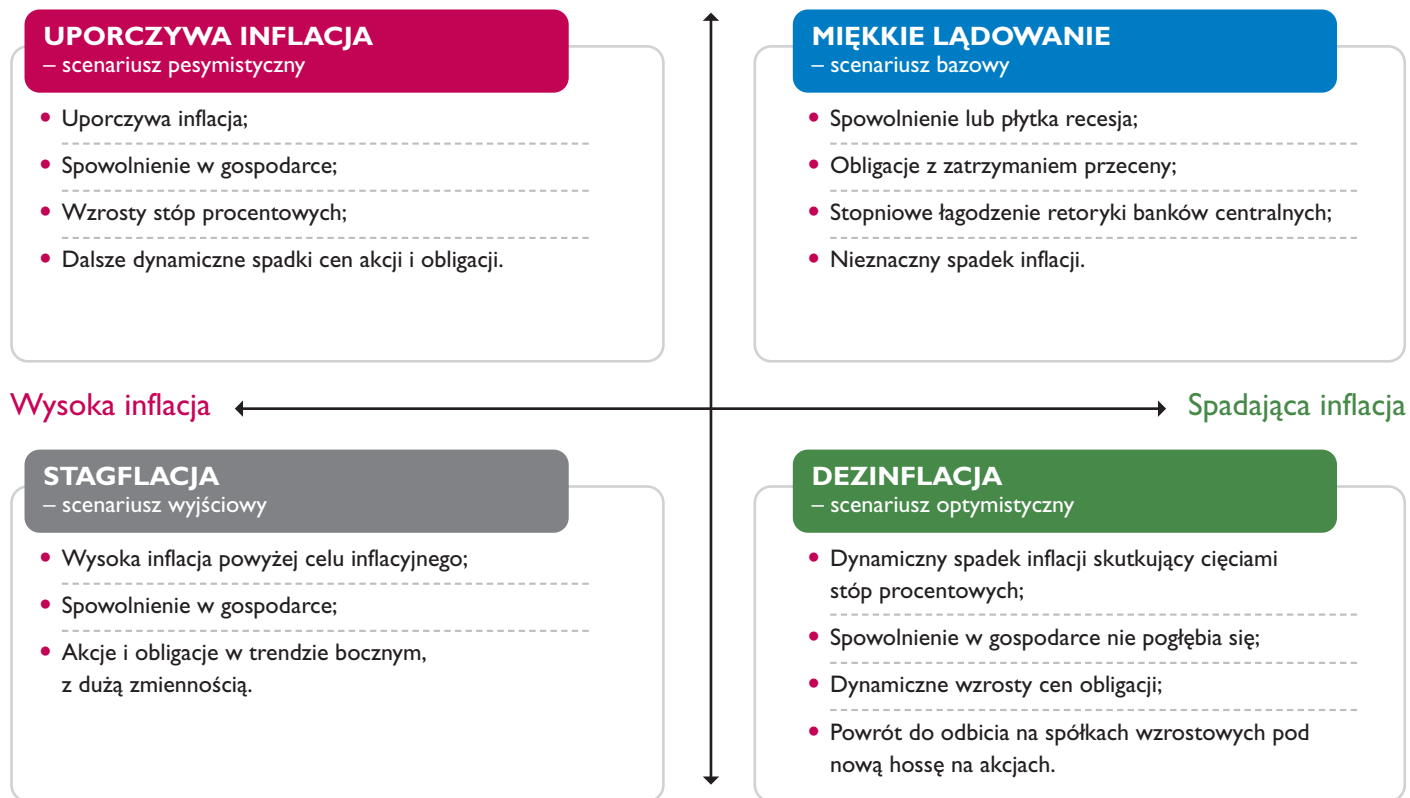
Prognozy PKB i Inflacji w gospodarkach świata

Dane w %	GDP			Inflacja						
	2023f	2024f	2025f	2023f	2024f	2025f				
Światowe Rynki	2,5	(2,3)	2,3	(2,2)	2,5	6,5	(6,3)	5,9	(4,8)	4,0
Rynki Rozwinięte	1,5	(1,1)	1,0	(0,7)	1,4	4,8	(4,8)	3,0	(2,9)	2,5
Rynki Wschodzące	3,8	(3,9)	3,9	(4,0)	3,9	7,7	(7,3)	7,9	(6,1)	4,9
USA	2,3	(1,6)	1,4	(0,7)	1,6	4,2	(4,2)	3,3	(3,3)	2,9
USA (Q4/Q4)	2,2	(1,1)	1,2	(0,7)	1,7	3,6	(3,6)	3,1	(3,1)	2,8
Chiny	4,9	(5,3)	4,6	(4,9)	4,4	0,5	(0,8)	1,6	(1,9)	1,7
Japonia	1,8	(1,1)	0,8	(0,7)	1,1	3,2	(3,0)	2,2	(1,2)	1,9
Indie*	6,2	(6,1)	5,8	(5,8)	6,5	5,4	(5,0)	5,0	(5,0)	5,0
Strefa Euro	0,5	(0,4)	0,5	(0,7)	1,0	5,6	(5,5)	3,1	(2,7)	2,2
Wielka Brytania	0,4	(0,2)	0,5	(0,7)	0,9	7,3	(7,5)	3,1	(3,4)	2,6
Brazylia	2,9	(1,9)	2,0	(2,9)	2,3	4,7	(4,9)	4,2	(4,2)	4,2
Meksyk	3,3	(2,5)	2,1	(1,9)	2,5	5,6	(5,6)	4,1	(4,4)	3,6

Źródło: HSBC Research

Na bazie powyższych hipotez możemy wytypować poniższe scenariusze:

Zacieśnianie polityki monetarnej



Luzowanie polityki monetarnej



Rynki obligacji

Otwarta i szeroka, ale wyboista ścieżka

Rok 2022 dla amerykańskich obligacji długoterminowych był najgorszym w 230 letniej historii.

Globalny rynek obligacji

Rynek obligacji w bezprecedensowym stopniu ucierpiał wskutek mocnych podwyżek stóp procentowych z lat 2021-2022. Wpływ na to miały historycznie niskie początkowe dochodowości obligacji, które były pokłosiem ultra-łagodnej polityki monetarnej prowadzonej przez główne banki centralne – szczególnie w okresie pandemii Covid 19. Te niskie początkowe dochodowości nie były w stanie dostatecznie zamortyzować ogromnego spadku cen obligacji z wcześniejszych emisji w okresie najsilniejszych podwyżek stóp procentowych od dekad. Inwestorzy oczekują wówczas wyższej dochodowości, co prowadzi do przeceny dostępnych na rynku obligacji o stałym oprocentowaniu. Najbardziej traciły na tym obligacje długoterminowe ze względu na to, że skutki zmian stóp procentowych są odczuwane wówczas dłużej, niż w przypadku obligacji z krótszymi terminami wykupu. W efekcie, rok 2022 dla amerykańskich obligacji długoterminowych był najgorszym w 230 letniej historii.

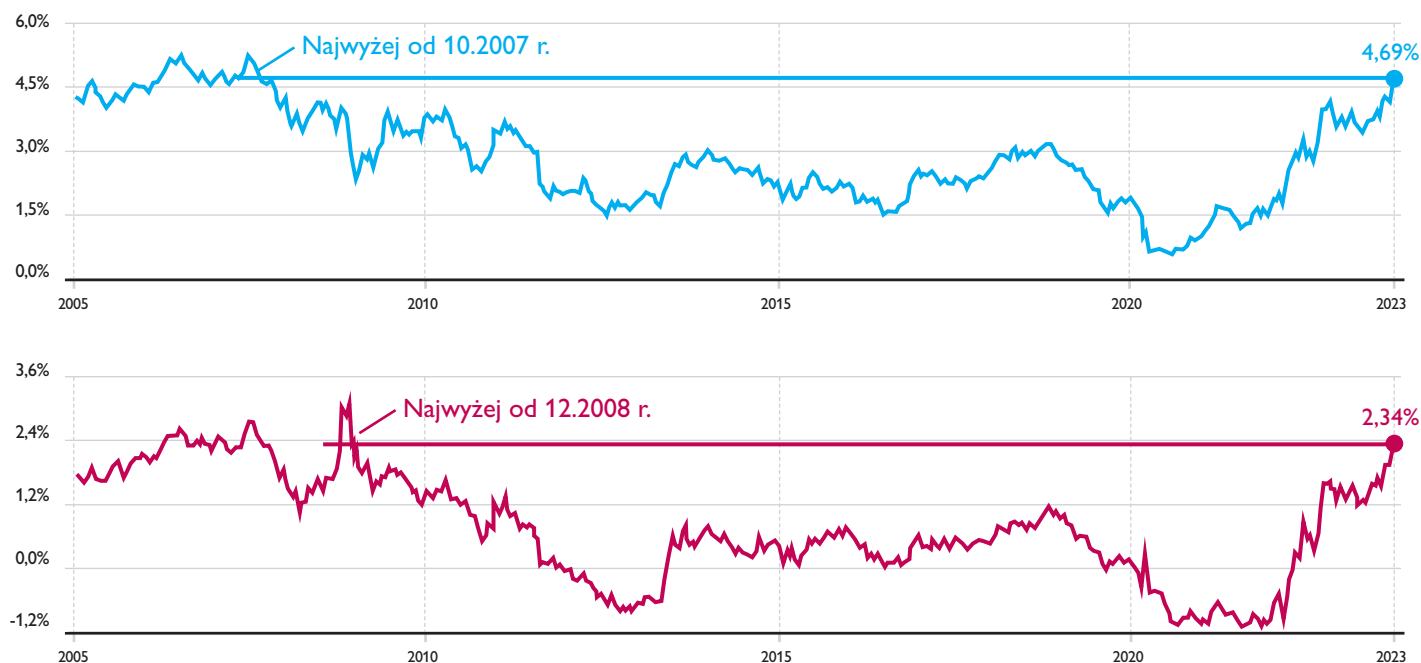
Rok 2023 miał przynieść odwilż na rynku obligacji, bo po przecenie bieżący dochód znacząco wzrósł, inflacja spada, a ponadto inwestorzy oczekiwali spadku rentowności, który miał się zrealizować równoległe do łagodzenia polityki monetarnej przez główne banki centralne – głównie amerykańską Rezerwę Federalną (Fed) i Europejski Bank Centralny (ECB). Nadzieje te jednak wciąż odsuwane są w czasie. Z perspektywy globalnej co prawda ostatnie posiedzenie Komitetu ds. Otwartego Rynku (FOMC – organu Fed odpowiadającego za stopy procentowe w USA) nie skutkowało co prawda podwyżkami stóp procentowych, ale już komunikaty, które płynęły po posiedzeniach FOMC nie zostawiały zbyt wiele nadziei na łagodzenie „jastrzębiej” polityki w bieżącym roku, uzależniając je od nadchodzących danych. Z kolei Rada Dyrektorów ECB zdecydowała się we wrześniu na kolejną podwyżkę stóp o 25 p.b., która sprawiła, że stopy w Strefie Euro są najwyższe od lipca 2001 roku i mieszczą się w przedziale 4-4,5%. Komunikat po posiedzeniu został odebrany jednak jako „gołębi”, a biorąc pod uwagę szybko spadającą inflację w Strefie

Zestawienie największych spadków na rynku amerykańskich obligacji skarbowych

Data najwyższego poziomu rynkowego	Data najniższego poziomu rynkowego	Szczyt najniższego poziomu	Wzrost ciągu roku od najniższego poziomu	Czas trwania bessy (mos)
31.07.2020	31.10.2022	-24,7%	0,0%	28
30.06.1860	31.05.1861	-18,7%	32,4%	12
31.05.1835	31.12.1839	-16,1%	19,0%	56
30.06.1979	29.02.1980	-15,8%	8,2%	9
31.05.1931	31.01.1932	-15,4%	18,5%	9
30.06.1980	30.09.1981	-14,6%	43,1%	16
03.09.1833	03.31.1834	-13,7%	16,5%	7
31.05.1811	31.03.1813	-11,3%	6,8%	23
28.02.1987	30.09.1987	-10,5%	14,7%	8
31.10.1993	30.11.1994	-10,2%	25,1%	14
31.07.2012	31.12.2013	-10,1%	10,8%	18

Źródło: Bank of America

Nominalne (górný wykres) i realne rentowności (dolny wykres) 10 letnich amerykańskich obligacji skarbowych



Źródło: Creative Planning by Charlie Bilello

Inwestorzy spoglądają na amerykański Fed, a ten wysłał od dłuższego czasu sygnał „stopy wyżej na dłużej”

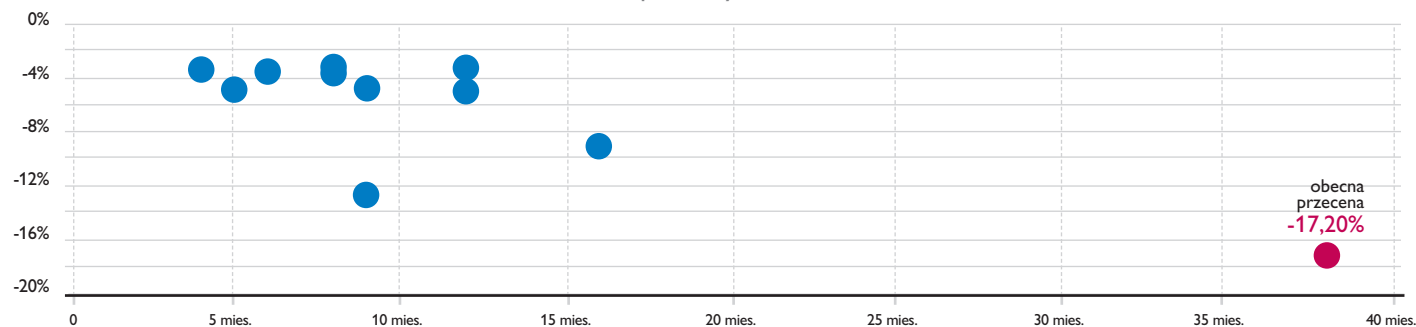
Euro i coraz większe problemy w europejskiej gospodarce, to wydaje się bardzo prawdopodobne, że na tym cykl podwyżek w strefie euro powinien się zakończyć.

Biorąc pod uwagę, że z perspektywy globalnej inwestorzy przede wszystkim spoglądają na amerykański Fed, a ten wysłał od dłuższego czasu sygnał „stopy wyżej na dłużej”, obserwujemy od kwietnia systematyczny wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych. Amerykańskie 10-latki mają na początku października rentowności na poziomie przekraczającym 4,7%, co jest najwyższym poziomem od 2007 roku. Uwzględniając oczekiwania inflacyjne w USA, rentowności realne są najwyższe od 2008 roku.

Tym samym indeks amerykańskich obligacji z ratingiem inwestycyjnym (Bloomberg US Aggregate Bond Index) może po raz pierwszy w historii trzeci rok z rzędu zakończyć pod kreską. Trwająca od sierpnia 2020 roku przecena obligacji amerykańskich jest nie tylko najgłębszą przeceną w historii, ale także najdłuższą w historii. To oczywiście na pierwszy rzut oka powód do zmartwień, ale oceniając sytuację racjonalnie, taka nieefektywność rynkowa to w naszej ocenie dobry moment do budowania ekspozycji na obligacjach rynków rozwiniętych. Przemawia za tym wysoka dochodowość obligacji, ale również presja związana z obniżką stóp procentowych (zmniejszenie kosztów obsługi zobowiązań rządowych, powstrzymanie kłopotów gospodarki).

Maksymalne przeceny indeksu amerykańskich obligacji z ratingiem inwestycyjnym od 1976 roku.

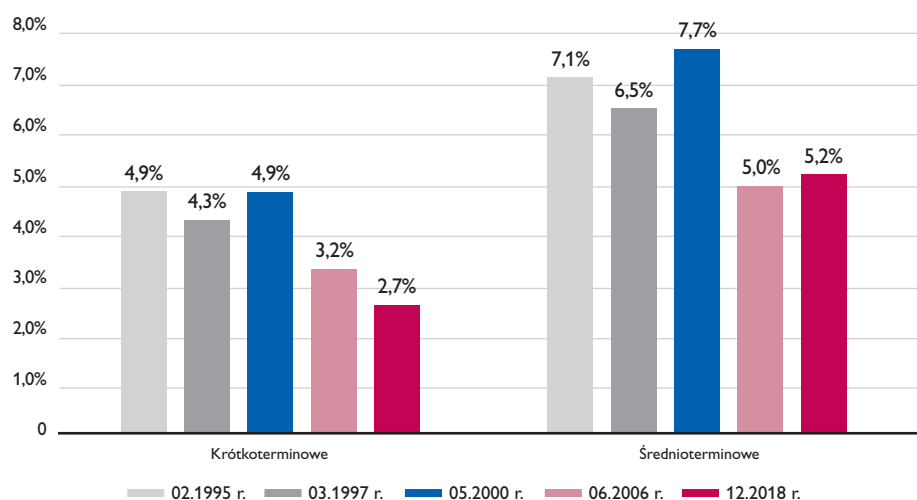
Czas trwania przeceny w miesiącach.



Źródło: Millennium TFI, Bloomberg

Do spadku rentowności nie potrzeba samych obniżek, a jedynie słownej, łagodniejszej narracji.

Stopy zwrotu z obligacji USA w 6 miesięcy po szczycie stóp procentowych



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych Charles Schwab 28.02.2023 r. Całkowity zwrot zakłada reinwestycję odsetek i zysków kapitałowych. Sześciomiesięczne całkowite zwroty dla każdego okresu na koniec miesiąca. Indeksy stosowane dla każdej klasy aktywów to: Krótkoterminowe = Bloomberg US Aggregate 1-3 Years Index; Średnioterminowe = Bloomberg US Aggregate 5-7 Years Index.

Ponieważ Rezerwa Federalna trzyma się narracji, że utrzyma wyższe stopy procentowe przez dłuższy czas, rynek stara się do tego dopasować poprzez wyższe rentowności obligacji. Ważne jest jednak to, że do spadku rentowności również nie potrzeba samych obniżek, a jedynie słownej, łagodniejszej narracji. Fed sygnalizuje jednak co najwyżej jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych, w zależności od sytuacji na rynku pracy i inflacji. W poprzednich cyklach rentowności zazwyczaj spadały w ciągu 12 miesięcy po szczycie stopy funduszy Federalnych. Prognozy Fed opublikowane na wrześniowym posiedzeniu Federalnego Komitetu Otwartego Rynku wskazują na to, że oczekiwana stopa procentowa w USA zostanie obniżona o 50 pb. (tj. 0,50%) w 2024 r. i spadnie do około 3% w dłuższej perspektywie. Prognozy te jednak ulegały gwałtownym zmianom w ciągu ostatnich dwóch lat, powodując dużą niepewność wśród uczestników rynku. Stąd i obecnie lepiej je traktować z pewną dozą ostrożności.

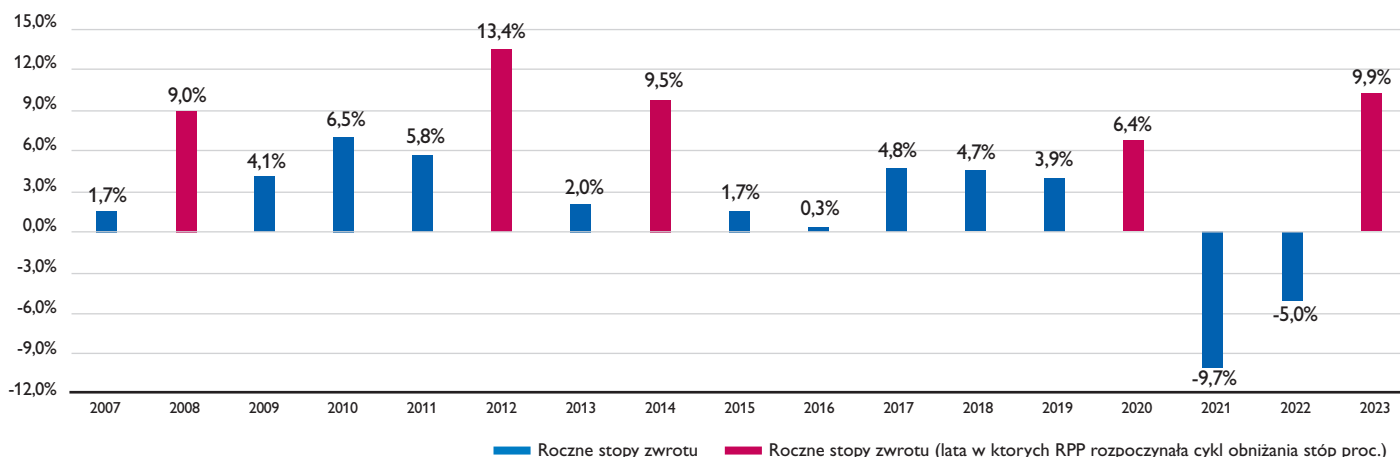
Realne stopy procentowe znajdują się na najwyższych poziomach od 2008 r., co powinno ograniczyć wydatki przedsiębiorstw i konsumentów oraz złagodzić niektóre zagrożenia związane z utrzymaniem wysokich rentowności obligacji. Co najważniejsze, inflacja wykazuje tendencję spadkową. Wskaźnik PCE jest miarą inflacji, którą Fed wykorzystuje do ustalania polityki pieniężnej odnotował bardzo skromne wzrosty w ciągu ostatnich kilku miesięcy. Wskaźnik inflacji bazowej (PCE Core) spadł w sierpniu do 3,9% r/r

– najniższego poziomu od maja 2021 roku. Stopy proc. Fed znajdują się obecnie już 1,5% powyżej tego wskaźnika, co jest najbardziej restrykcyjną polityką pieniężną, z jaką mamy do czynienia od listopada 2007 r. W ujęciu trzymiesięcznym wskaźnik ten jest bliski celu inflacyjnego Fed, co bez wątpienia jest argumentem dla bardziej gołej polityki Amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W poprzednich cyklach rentowności obligacji zazwyczaj spadały w ciągu 12 miesięcy po ostatniej podwyżce stóp procentowych, co przekładało się na dodatnie zwroty z obligacji w ciągu 6 miesięcy od osiągnięcia docelowej stopy procentowej przez Fed.

W tych warunkach zwroty z obligacji średnioterminowych powinny być wyższe niż z obligacji krótkoterminowych ze względu na to, że ich początkowa (wyższa) dochodowość będzie bardziej atrakcyjna dla inwestorów, bo będzie zapewniona na dłużej.

Podsumowując, jeśli nawet w krótkim terminie rentowności obligacji na globalnych rynkach nadal będą rosły, to wierzymy w to, że największa przecena jest już za nami, a w dłuższej perspektywie dochodowości obligacji spadną. I stanie się to prawdopodobnie jeszcze zanim oficjalnie bankierzy centralni wycofają się z narracji „stopy wyżej na dłużej”. Wierzymy w to, że dotychczasowe podwyżki zrobią swoje czyli, że inflacja nadal będzie spadać, a globalna gospodarka prędeż czy później zwolni do poziomu, który wywoła potrzebę obniżania kosztu pieniądza.

Roczne stopy zwrotu z indeksu polskich obligacji skarbowych stałokuponowych (TBSP)



Źródło: Millennium TFI, stooq.pl

Inwestujący w Polskie obligacje nie mają powodu do narzekań po trzech kwartałach tego roku.

Polski Rynek obligacji skarbowych

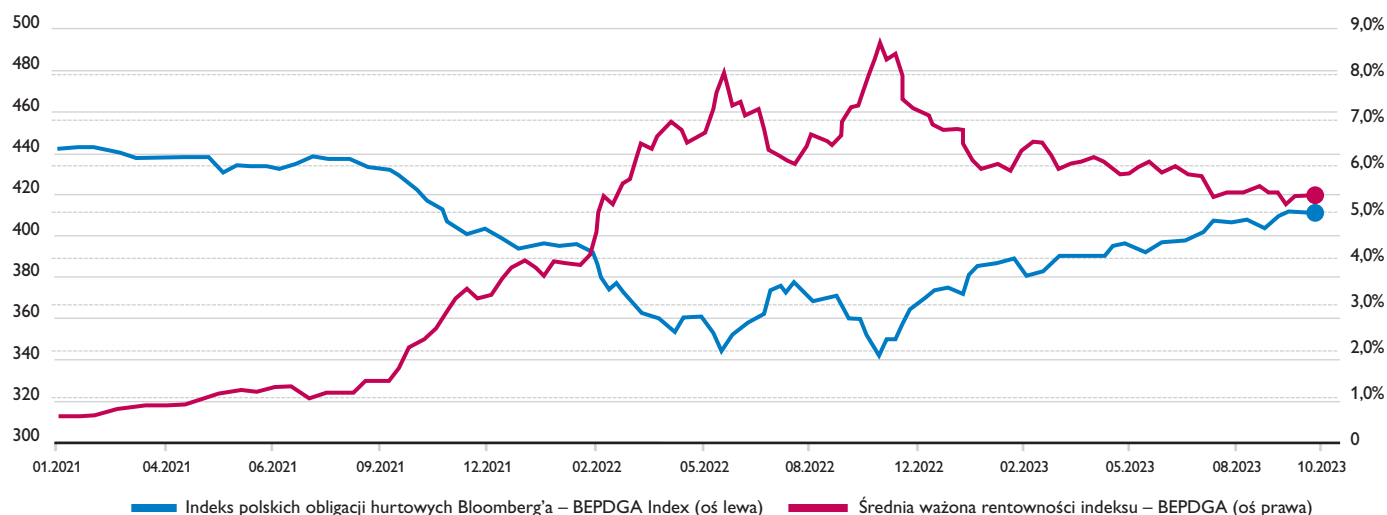
Na koniec III kwartału 2023 możemy powiedzieć, że w kwestii łagodzenia polityki monetarnej na pewno nie zawiódł Narodowy Bank Polski, który zgodnie z oczekiwaniami obniżył stopy procentowe już dwukrotnie – łącznie o 100 pb, wskutek czego stopa referencyjna spadła z 6,75% do 5,75%. Abstrahując od zasadności decyzji RPP w tym zakresie inwestujący w Polskie obligacje nie mają powodu do narzekań po trzech kwartałach tego roku.

Indeks polskich obligacji skarbowych (Treasury BondSpot Poland Index) od początku roku do końca września zyskał 9,9%, z czego 2,8% w III kwartale 2023. Nie powinno to zanadto dziwić, bo wchodziliśmy w ten rok z wysokimi

rentownościami obligacji skarbowych (ok. 6,5% dla TBSP), do czego dołożył się efekt lekkiego spadku rentowności i wzrostu cen, które poruszają się odwrotnie do rentowności. Tym samym zachowany został więc historyczny wzorzec – początek cyklu obniżek stóp, to dobre lata dla inwestują.

Warto odnotować, że tegoroczne wzrosty wynikają w znacznej mierze z bieżącej dochodowości obligacji, a w znacznie mniejszej ze wzrostu cen polskich papierów skarbowych. Indeks polskich obligacji hurtowych Bloomberg'a (Bloomberg Series-E Poland Govt All > 1 Yr Bond Index) od początku roku do 04.10.2023 zyskał 8,9%, a jego bieżąca dochodowość spadła tylko nieznacznie z 6,5% do 5,3%, co stanowi wciąż solidne podstawy pod atrakcyjne przyszłe zwroty.

Indeks polskich obligacji hurtowych Bloomberg'a (BEPDGA Index) vs średnia ważona rentowności indeksu (BEPDGA)



Źródło: Millennium TFI, Bloomberg

Na dalszy szybki spadek stóp procentowych w Polsce może nie być za dużo przestrzeni ze względu na ryzyko utrzymywania się inflacji na poziomach znacznie wyższych niż wynosi cel NBP przez dłuższy czas.

Drugim czynnikiem poza stałym dochodem z obligacji, który powinien mieć pozytywny wpływ na polskie papiery skarbowe w dłuższym okresie jest łagodzenie polityki monetarnej przez Fed i ECB lub jej zapowiedź. Spadki rentowności na rynkach bazowych wywołane tym czynnikiem powinny sprzyjać polskim papierom dłużnym.

Po stronie ryzyk musimy jednak dopisać przyczyny wewnętrzne. Na dalszy szybki spadek stóp procentowych w Polsce może nie być za dużo przestrzeni ze względu na ryzyko utrzymywania się inflacji na poziomach znacznie wyższych niż wynosi cel NBP przez dłuższy czas. Dezinflacja do 7% nie powinna stanowić problemu, ale po wyborach należy się liczyć m.in. z „urynkowaniem” cen paliw, które są obecnie sztucznie zaniżane przez krajowego monopolistę i stopniowym odchodzeniem od tarcz antyinflacyjnych. Kumulacja czynników proinflacyjnych powinna nastąpić wraz z początkiem 2024 roku, kiedy to najprawdopodobniej zostaną odmrożone ceny prądu i powróci 5% stawka VAT na żywność.

Pomimo w/w ryzyk dla spadku rentowności, stosunkowo atrakcyjna bieżąca dochodowość polskich obligacji i perspektywa spadku rentowności na rynkach globalnych dają podstawy do umiarkowanie optymistycznego nastawienia do polskich skarbówek w dłuższej perspektywie czyli wykraczającej poza IV kwartał 2023. Biorąc jednak pod uwagę także wspomniane ryzyka, pozostajemy neutralnie nastawieni do polskich obligacji skarbowych w krótszym terminie.

Uwaga na ryzyko kredytowe

Rynek instrumentów dłużnych jest znacznie bardziej zróżnicowanym rynkiem pod kątem rodzajów instrumentów, niż rynek akcji. Dlatego warto na wstępie zrobić rozróżnienie pomiędzy papiera-

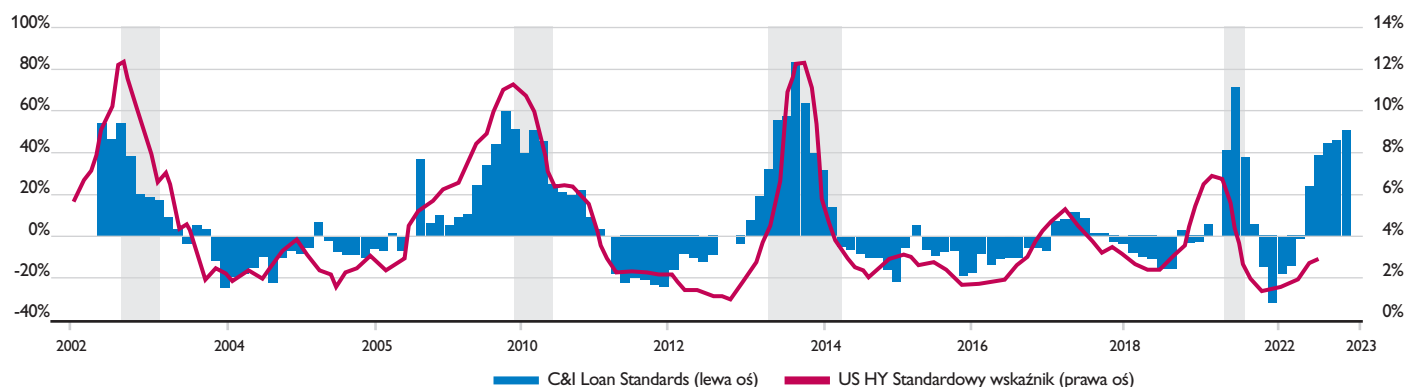
mi dłużnymi z ratingiem inwestycyjnym i papierami wysokodochodowymi (spekulacyjnymi). Te pierwsze są emitowane przez uznanych i wiarygodnych emitentów, którymi są zarówno rządy, jak i korporacje. Te drugie emitowane są przez mniej renomowanych emitentów. Jak sama nazwa wskazuje, mogą zaoferować wyższy dochód, ale ceną za niego jest wyższe ryzyko kredytowe, czyli prawdopodobieństwo, że emitent nie wykupi obligacji na warunkach ustalonych w emisji.

Wysokie stopy procentowe i rosnące rentowności obligacji skarbowych mogą stanowić coraz większy problem dla emitentów obligacji wysokodochodowych, kiedy trzeba będzie rolować zaciągnięte wcześniej zobowiązania u obligatariuszy. Standardy kredytowe w USA są zaostrzane, co w przeszłości prowadziło do zwiększenia niewypłacalności emitentów obligacji wysokodochodowych.

W związku z tym, że globalna gospodarka wykazuje oznaki spowolnienia, które jest najbardziej widoczne w Europie i Chinach, a globalne warunki kredytowe się zaostrzają, możemy mieć wkrótce do czynienia ze wzrostem ryzyka niewypłacalności niektórych emitentów obligacji wysokodochodowych. Wzrost ryzyka kredytowego mniej wiarygodnych emitentów, przy wysokich rentownościach obligacji z ratingiem inwestycyjnym czyni te pierwsze znacznie mniej atrakcyjnymi.

Reasumując, jesteśmy negatywnie nastawieni do tej klasy aktywów. Tym niemniej także w tej kategorii z pewnością będzie można znaleźć atrakcyjną relację zysku do ponoszonego ryzyka. Inwestując jednak w papiery o wyższym ryzyku kredytowym musimy się liczyć nie tylko z podwyższoną zmiennością, ale także z ryzykiem niewypłacalności niektórych emitentów. Ryzyko to można oczywiście zniwelować poprzez odpowiednią selekcję i dywersyfikację portfela do czego mogą służyć fundusze inwestycyjne z ekspozycją na tą klasę aktywów.

Odsetek kredytodawców zacieśniających standardy kredytowe w USA (C&I Loan Standards) vs wskaźnik niewypłacalności emitentów obligacji wysokodochodowych na tle okresów recesji (szare obszary)



Źródło: Deutsche Bank

Rynki akcji

Zamiast rajdu odpoczynek i trucht Św. Mikołaja?

Przez pierwszą połowę roku indeksy akcyjne dynamicznie rosły po fatalnym 2022 roku, ignorując pogarszające się otoczenie makroekonomiczne.

Globalne rynki akcji

2023 rok na rynkach akcji potwierdził stare powiedzenie, że gdy rynki chcą rosnąć lub spadać, to otoczenie im w tym nie przeszkodzi, ale jeśli chcą spadać, to zawsze znajdzie się jakiś pretekst. Przez pierwszą połowę roku indeksy akcyjne dynamicznie rosły po fatalnym 2022 roku, ignorując pogarszające się otoczenie makroekonomiczne.

W poprzednim wydaniu Outlooka wspominaliśmy o niepokojącym zawężeniu grupy spółek rosnących do gigantów technologicznych. Wówczas inwestorzy zachłysłeni się perspektywami rozwoju sztucznej inteligencji oraz nadziejami na szybki tzw. pivot Fed-u (tj. zmianę cyklu polityki monetarnej). O ile energii i entuzjazmu starczyło jeszcze na lipiec, tak pozostałe dwa miesiące kwartału

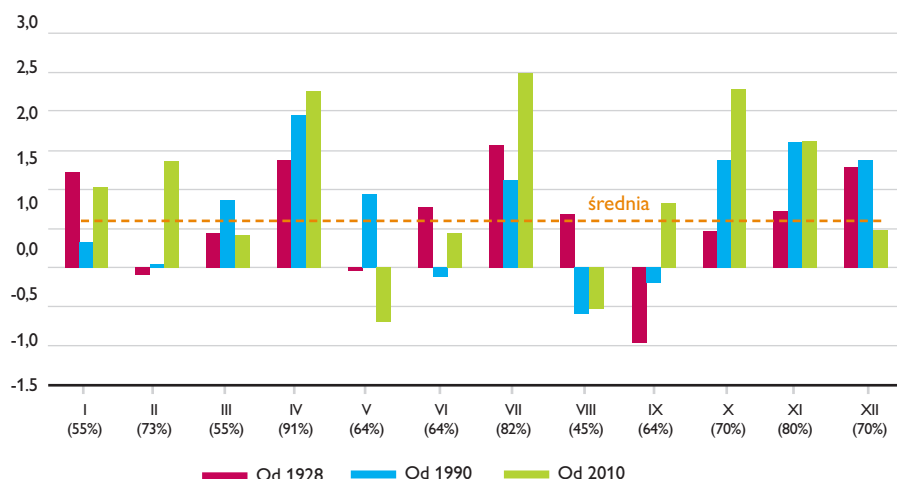
upłynęły pod znakiem realizacji zysków i spadków. Wówczas każdy pretekst do korekty był dobry w USA: agencja Fitch obniżyła rating kredytowy USA, zacieśniały się standardy udzielania kredytów, banki regionalne znów napotykały problemy z płynnością. W Europie inwestorzy z niepokojem patrzyli na spadek zamówień w przemyśle, wzrost kosztów produkcji i płac. W Chinach próby stymulacji fiskalnej i monetarnej nie przeciwdziałały spadkowi PKB oraz problemom z żywnością w chińskiej gospodarce ze względu na kłopoty sektora nieruchomości. Do kompletu „wszystkich strachów” dołączyła „jastrzębia” polityka banków centralnych, obawy o inflację i konieczność utrzymania wyższych stóp procentowych przez dłuższy czas.



Okolo 75% spółek notowanych w Stanach Zjednoczonych zaskoczyło pozytywnie pod kątem przychodów, a 69% pod kątem zysków.

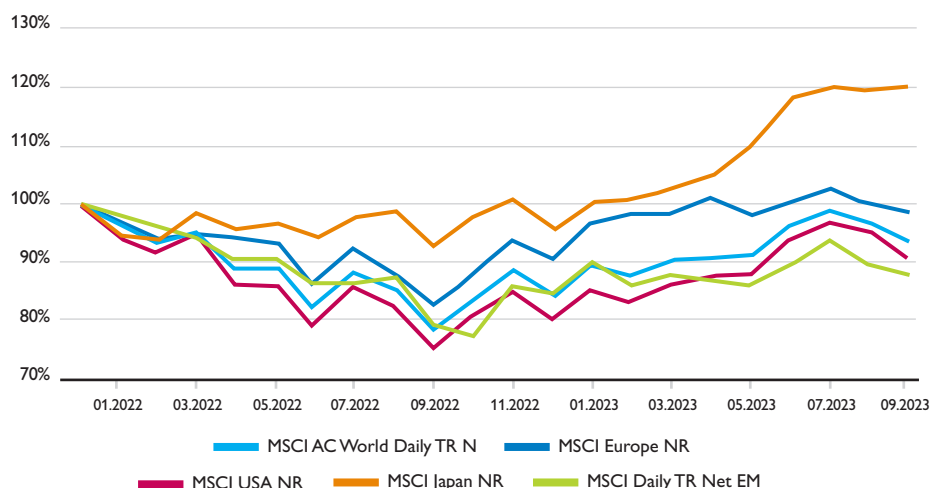
Sezonowość na rynku akcji

Srednia stopa zwrotu S&P w miesiacu kalendarzowym (w nawiasie procent dodatnich miesiecy, od 1928 r.)



Źródło: Bloomberg, Goldman Sachs Research

Stopy zwrotu indeksów akcji



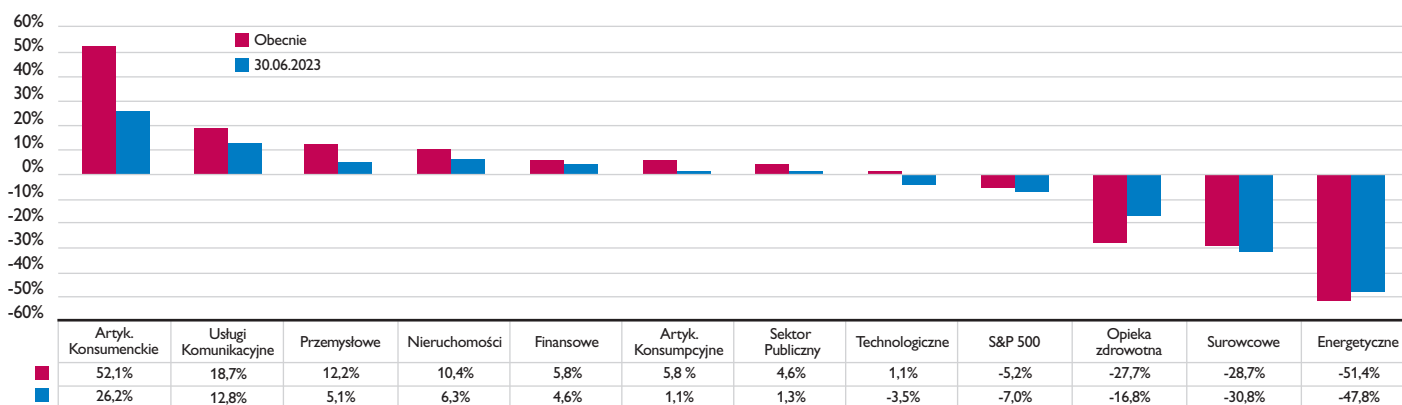
Źródło: Bloomberg

W efekcie sierpniowe i wrześniowe spadki wpisały się w historyczno-statystyczną sezonowość, która nie sprzyja akcjom w tym okresie.

Oceniając rynek akcji warto zwrócić uwagę, że jeszcze do końca lipca stopy zwrotu z głównych indeksów, licząc od początku roku wyglądały następująco: S&P500 +19,52%, Nasdaq +44,03%, Dow Jones +7,28%, DAX +18,12%, SHC +6,53%, Nikkei +27,12%. Korekta trwająca od sierpnia sprowadziła w dół indeksy i spółki - szczególnie te z tzw. „nowej ekonomii”. Finalnie III kwartał zakończył się stopami YTD na poziomie odpowiednio: +11,7%, +26,3%, +1,1%, +10,5%, +0,7%, +22,1%. Mimo, że nawet połowa wyżej wymienionych wzrostów została zredukowana, trzeba przyznać, że ta korekta wygląda na zdrową.

Szukając uzasadnienia w spadkach, z pewnością należy zagłębić się w fundamenty i miniony sezon wyników kwartalnych spółek – szczególnie w USA, które można uznać za „papierek lakmusowy” nastrojów na Rynkach Rozwiniętych. Zwyczajowo jest to moment podwyższonej zmienności, gdy inwestorzy indywidualni i instytucjonalni dokonują przeglądu portfeli, oceniając, czy takie tempo wzrostu, jak w pierwszym półroczu jest do utrzymania również do końca 2023 roku. Dane nie zawiodły, stwarzając okazję do realizacji zysków. Ok. 75% spółek notowanych w Stanach Zjednoczonych zaskoczyło pozytywnie pod kątem przychodów, a 69% pod kątem zysków. Jednocześnie dynamika przychodów okazała się minimalnie lepsza od oczekiwań w skali r/r, osiągając -5,2% przy oczekiwaniach na poziomie -7%. zwrotu +31,7%.

Prognozy przychodów spółek za II kw. 2023 w USA



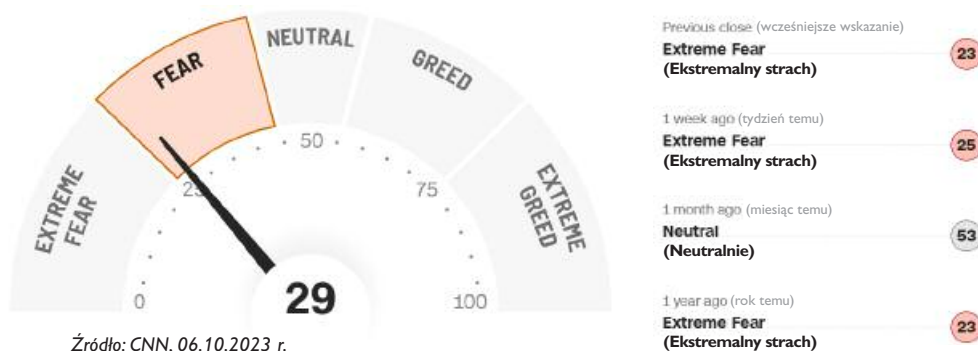
Źródło: FactSet

Źródła spadków można też doszukiwać się w relatywnie niskiej premii za ryzyko i niskiej stopie dywidendy.

Oczywiście fundamenty spółek to jedno, a sentyment i otoczenie rynkowe to drugie. Źródła spadków można też doszukiwać się w relatywnie niskiej premii za ryzyko i niskiej stopie dywidendy w porównaniu z galopującymi rentownościami obligacji skarbowych. Innymi słowy inwestorzy, mając do wyboru ryzykowne akcje w środowisku spowolnienia i bezpieczniejsze obligacje, pozwalające na osiągnięcie historycznie wysokich dochodowości, wybierali to drugie rozwiązanie. Rekordowe napływy notował rynek pieniężny

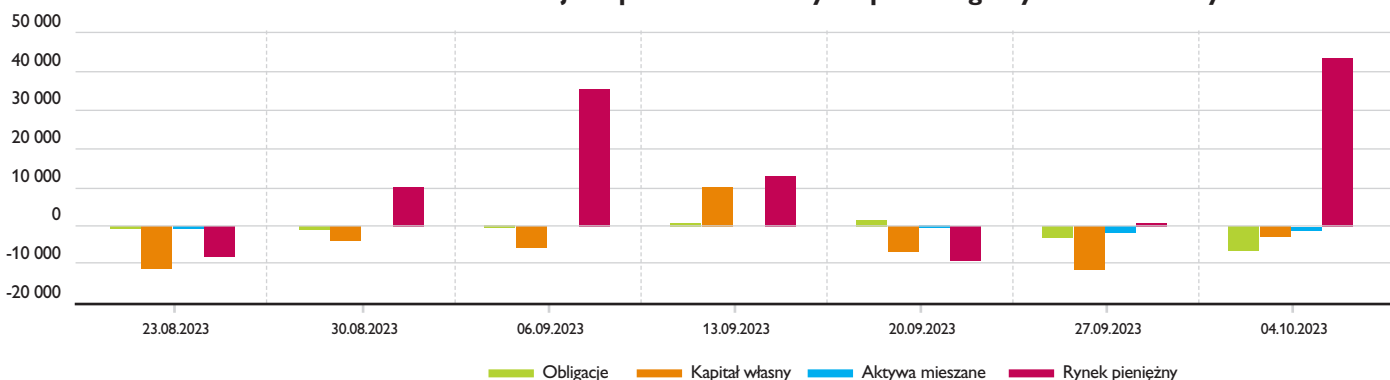
(bonów skarbowych): ok. 1 bln USD od początku roku, do obligacji skarbowych napłynęło ok. 150 mld USD, podczas gdy rynek akcji został odstawiony przez inwestorów na boczny tor. Dopiero napędzająca się korekta przelożyła się na wyjątkowo silne zmiany sentymentu inwestorów. Wskaźnik CNN Fear&Greed przesunął się z ekstremalnej chciwości na „ekstremalny strach”. Wówczas we wrześniu pojawiły się odpływy z rynku akcji (4,54-11,39 mld USD tygodniowo) i obligacji długoterminowych.

Wskaźnik sentymentu inwestorów CNN Fear&Greed

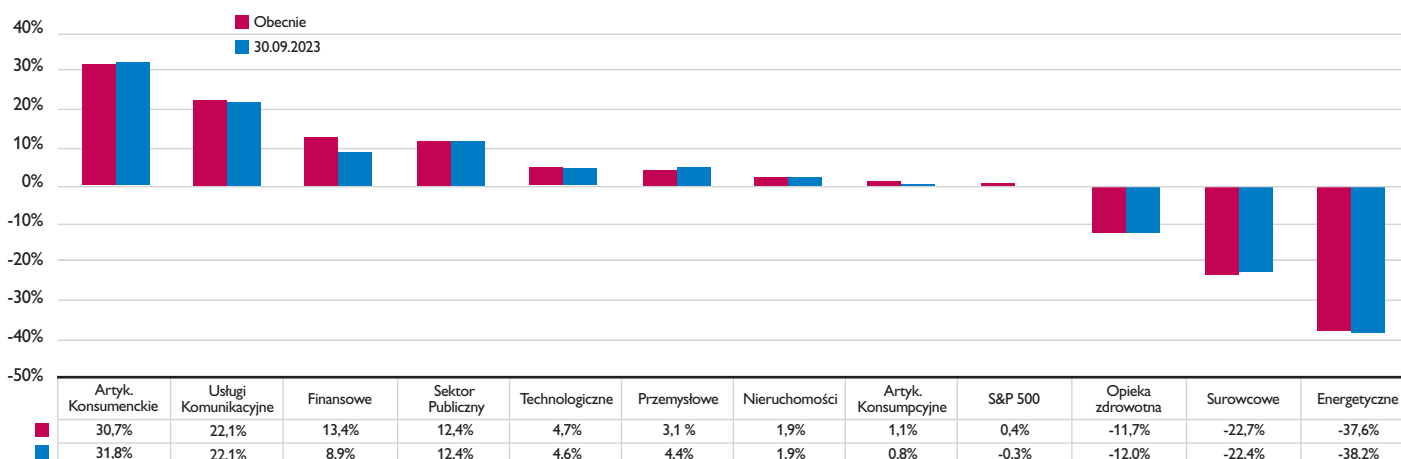


Źródło: CNN, 06.10.2023 r.

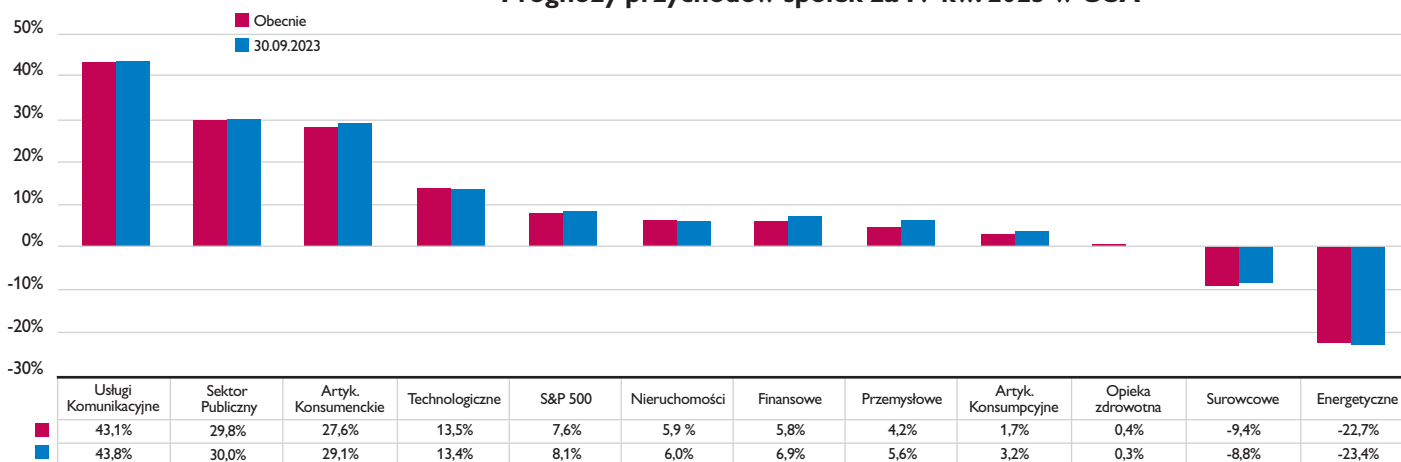
Rotacje kapitałów funduszy na poszczególnych klasach aktywów



Prognozy przychodów spółek za III kw. 2023 w USA



Prognozy przychodów spółek za IV kw. 2023 w USA



Źródło: FactSet

Największym wyzwaniem dla akcji będzie konkurencja w postaci wysokich rentowności obligacji.

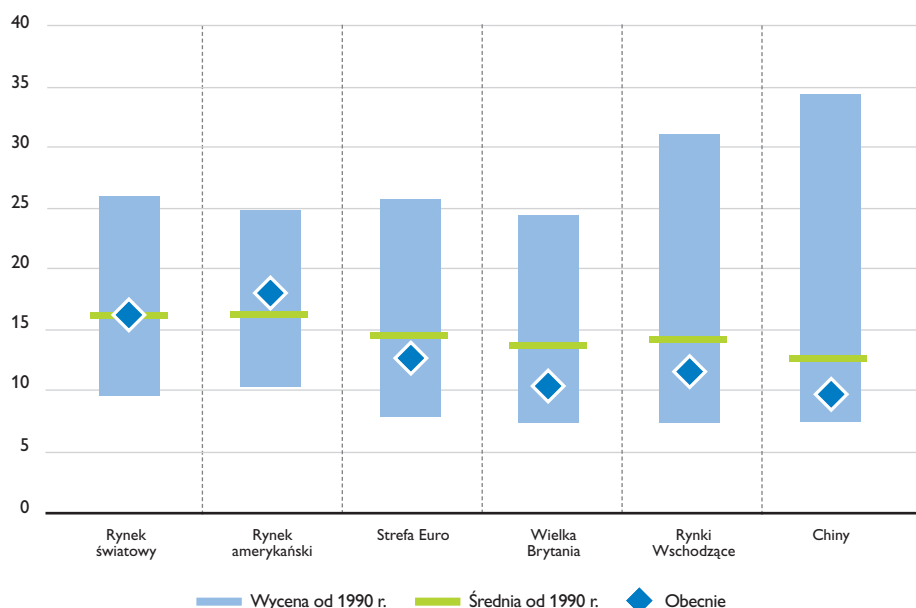
A co dalej? Od strony fundamentalnej dotychczas poprzeczka ustawiona była relatywnie nisko. Z niecierpliwością czekamy na rozpoczynający się za kilka tygodni sezon wyników za III kwartał, który nie tylko pokaże kondycję spółek, ale również odpowie na pytanie, jak mocno same spółki odczuwają działanie w środowisku wysokich stóp procentowych. Na moment pisania Outlooka oczekiwania za III kwartał zakładają dynamikę przychodów na poziomie -0,3% r/r, a za IV kwartał na poziomie +7,8% r/r.

Największym wyzwaniem dla akcji będzie konkurencja w postaci wysokich rentowności obligacji. Nie spodziewamy się drastycznej zmiany tej zależności w końcówce 2023 roku. Warto jednak zauważyć, że dotychczasowa przecena spowodowała wyceny zarówno na rynku amerykańskim, jak i europejskim na atrakcyjne poziomy. Atrakcyjnie wyglądają wyceny również na Rynkach Wschodzących, jednak zadyszka w chińskiej gospodarce odsuwa naszym zdaniem w czasie potencjalne wzrosty, jednak, gdy otoczenie gospodarcze pozwoli, prawdopodobnie to właśnie te kierunki okażą się ciekawą alternatywą.



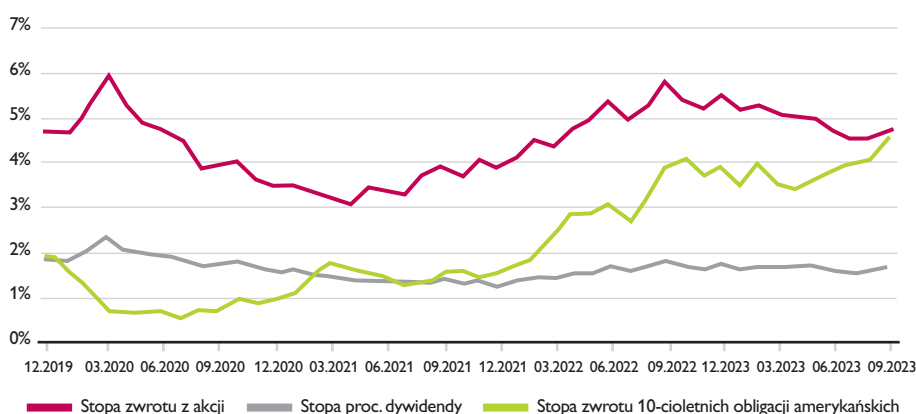
Sezonowo trwająca korekta może hipotetycznie być przygotowaniem pod lepszą końcówkę roku.

Wyceny akcji na poszczególnych rynkach



Źródło: JP Morgan

Zyskowność akcji, dywidend i obligacji amerykańskich



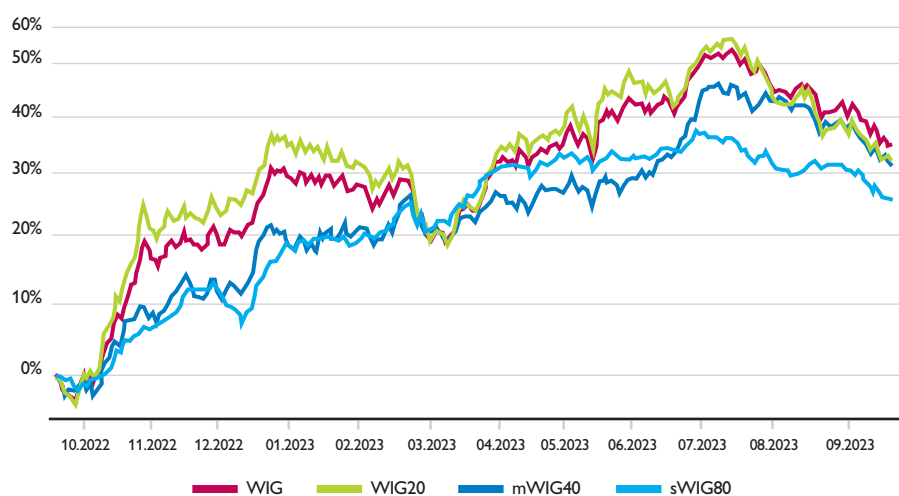
Źródło: Bloomberg

Póki co jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni na ostatnie 3 miesiące roku z zastrzeżeniem, że rok 2024 może przynieść wiele niespodzianek – w obie strony. Sezonowo trwająca korekta może hipotetycznie być przygotowaniem pod lepszą końcówkę roku. Scenariusz spektakularnego odbicia wydaje nam się jednak mało prawdopodobny. W naszej opinii przysłowiowy tzw. rajd Św. Mikołaja (czyli okres listopadowych i grudniowych silnych wzrostów cen akcji spółek na giełdach w związku ze wzmożoną konsumpcją w okresie przedświątecznym) może bardziej przypominać „powolny trucht”, a więc może napotykać problemy ze strony podwyższonej inflacji, wyższych stóp procentowych i osłabionego popytu ze strony gospodarstw

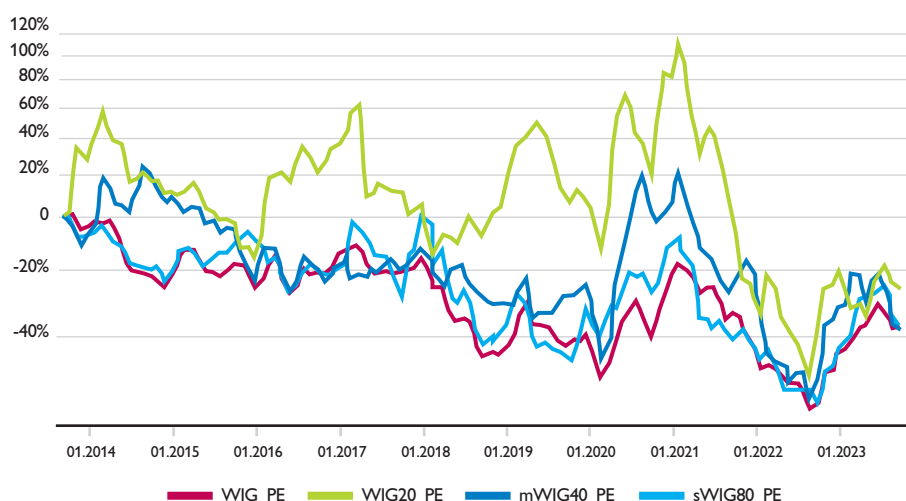
domowych. Mimo wszystko, mamy podstawy do wiary w zakończenie roku na wyższych poziomach indeksów, niż obecnie. Od strony stylu inwestycyjnego zdecydowanie stawiamy na selekcję w kierunku szeroko pojętych spółek wzrostowych. Mimo wysokich stóp procentowych (zwyczajowo niekorzystnych dla tego segmentu) radzą one sobie relatywnie dobrze, a ruchy na indeksach opierają się na szerszej grupie spółek. Ponadto, jeśli faktycznie pojawiłby się problem z obsługą zobowiązań firm i koniecznością optymalizacji kosztów, ten rodzaj spółek jest do tego zdecydowanie lepiej przygotowany, niż spółki „starej ekonomii” (wirtualizacja procesów, biznes w chmurze, mniejsza zależność od surowców energetycznych i zmian na rynku pracy).

Segment spółek o największej kapitalizacji, czyli WIG20, jest z reguły pierwszym wyborem zagranicznych kapitałów szukających odpowiedniej wielkości i płynności spółek.

Stopy zwrotu YTD głównych indeksów GPW



Średnie wyceny akcji na tle wieloletnich średnich



Źródło: stooq.pl

Polski rynek akcji

Zachowanie polskiego rynku akcji było podporządkowane nastrojom zagranicznym. Po znakomitym półroczu i wzrostach indeksów na poziomie 22-28% na koniec lipca, również GPW musiała uznać wyższość niedźwiedzi, kończąc III kwartał ze stopami zwrotu: WIG +13,8%, WIG20 +6,9%, mWIG40 +18,8%, sWIG80 +18,2%. Nie pomagała również specyfika i kompozycja krajowych indeksów. Segment spółek o największej kapitalizacji, czyli WIG20, jest z reguły pierwszym wyborem zagranicznych kapitałów szukających odpowiedniej wielkości i płynności spółek. O ile okres styczeń-lipiec sprzyjał budowaniu takiej alokacji (nie tylko wzrosty indeksów, ale też umocnienie PLN), o tyle sierpniowe gwałtowne umocnienie USD wywołane perspektywą utrzymania dłużej wyższych stóp

procentowych, przyspieszyła proces realizacji zysków i ucieczki z Polski. Nad polską giełdą wisiało również specyficzne ryzyko polityczne – wybory parlamentarne. Na moment pisania tego materiału, nie znamy wyniku wyborów, ale trzeba przyznać, że politycy zrobili wiele, by zniechęcić inwestorów: wzmoczone obietnice wyborcze potencjalnie drenujące zyski spółek Skarbu Państwa czy sztuczne zaniżenie cen paliw przez krajowego monopolistę trudno uznać za zachętę do inwestowania. Nawet zaskakująca wrześnie obniżka stóp procentowych przez RPP nie pomogła, a wręcz odwrotnie – obnażyła duże „upolitycznienie” rynku. Mimo to, korekta na polskim rynku nie daje oznak paniki, a raczej zdrowej rotacji kapitałów, której spodziewaliśmy się, wskazując potencjalne zagrożenia i uzasadniając nasze dość defensywne podejście do tej klasy aktywów.

Jakościowo postrzegamy, jako atrakcyjne spółki prywatne o średniej i małej kapitalizacji, które dodatkowo wspierane są napływami z Programu PPK.

Wydaje się, że obecny moment jest dobry do budowania ekspozycji na polski rynek akcji. Przemawiają za tym historycznie bardzo niskie i atrakcyjne wyceny. Ryzyko związane z wyborami parlamentarnymi zostanie zażegnane, a na horyzoncie ciężko znaleźć czynniki, które nie są jeszcze znane i które tworzyłyby dodatkową negatywną presję na indeksy – przynajmniej w bieżącym roku. Obniżka stóp procentowych powinna również sprzyjać ożywieniu konsumpcji i akcji kredytowej, która może wspomóc lokalny rynek w okresie przedświątecznym.

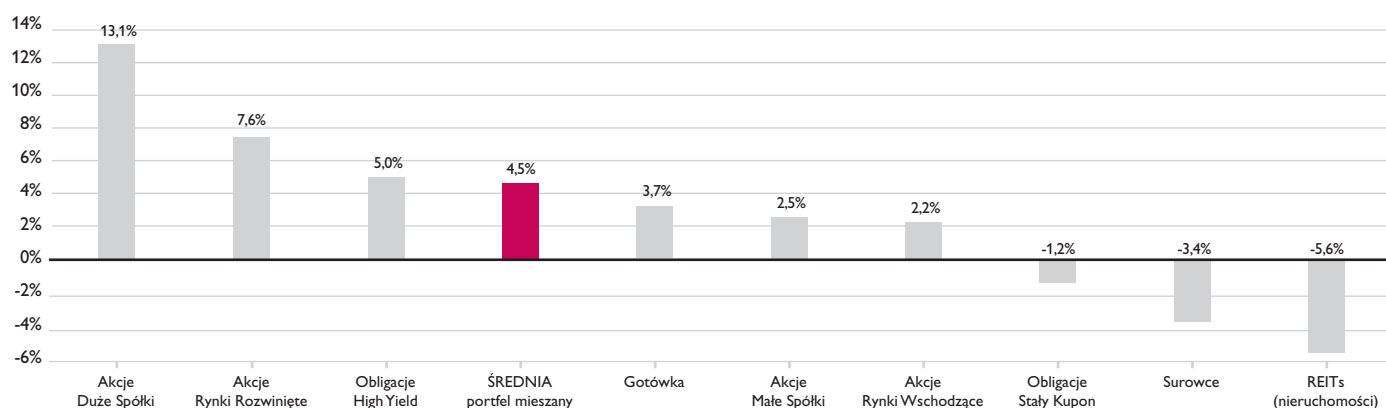
Z perspektywy kompozycji indeksu WIG20 istotne są perspektywy dla sektora bankowego: tutaj też zapowiedzi wakacji kredytowych dla wybranej grupy pod kątem dochodów wydają się być w cenach. Jeśli zaś chodzi o selekcję, koncentrujemy się mocno na modelach biznesowych, perspektywach wzrostu i poszczególnych branżach. Jakościowo postrzegamy, jako atrakcyjne spółki prywatne o średniej i małej kapitalizacji, które dodatkowo wspierane są napływami z Programu PPK.



Podsumowanie i wyzwania na IV kwartał

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

Stopy zwrotu z głównych klas aktywów YTD po III kw. 2023 r.



Źródło: JP Morgan

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

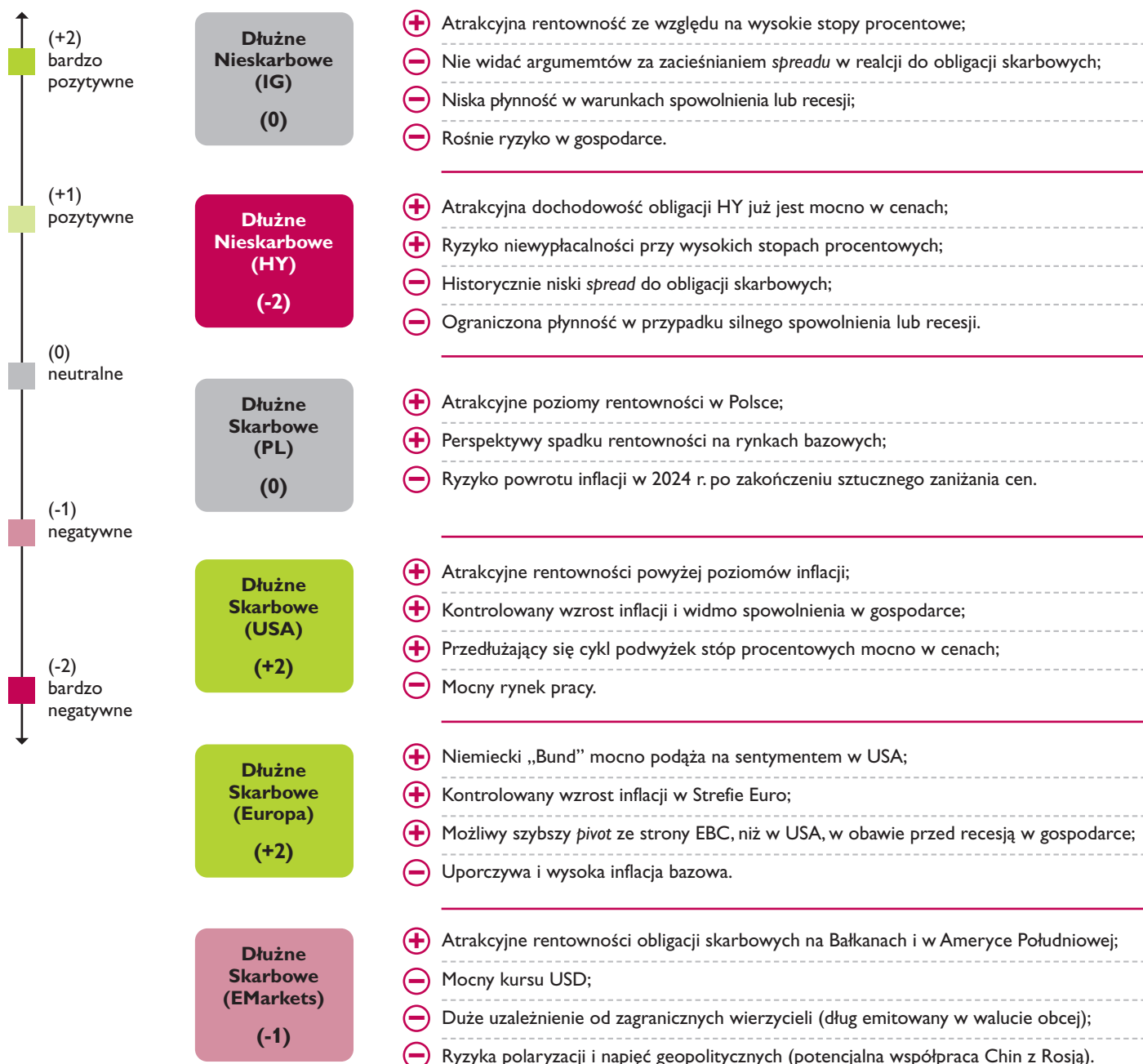
Millennium FIO/SFIO	Klasa ryzyka (SRI)	Zalecany okres inwestycji	2023*	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
FIO Obligacji Klasyczny	2	2 lata	5,89%	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%	2,0%	1,2%	2,6%
FIO Instrumentów Dłużnych	2	2 lata	9,04%	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%	-3,1%	0,8	-
SFIO Obligacji Globalnych	3	2 lata	2,49%	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%	3,8%	1,4%	4,2%
SFIO Plan Spokojny	2	3 lata	0,51%	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%			
FIO Stabilnego Wzrostu	3	3 lata	10,41%	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%	2,4%	-2,9%	-0,7%
SFIO Plan Wyważony	3	3 lata	2,61%	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%	1,1%	3,5%	5,4%
SFIO Multistrategia	3	3 lata	10,81%	-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	17,95%	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%	5,2%	-6,8%	-4,1%
FIO Dynamicznych Spółek	4	5 lat	24,72%	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%	13,2%	10,2%	-10,5%
SFIO Plan Aktywny	4	5 lat	10,64%	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%	-0,5%	7,0%	5,0%
SFIO Top Sectors	3	5 lat	13,15%	-20,97%								

*dane do 30.09.2023

Źródło: Millennium TFI, analizy.pl

Dodatknie stopy zwrotu naszych funduszy w III kwartale 2023 udało nam się osiągnąć jedynie na ekspozycji w krótkoterminowe obligacje skarbowe. Jednak w perspektywie całego roku, 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 rozproszonej ekspozycji na indeksy akcji (szczególnie w USA), częściowo zneutralizowaliśmy skutki wakacyjnej korekty.

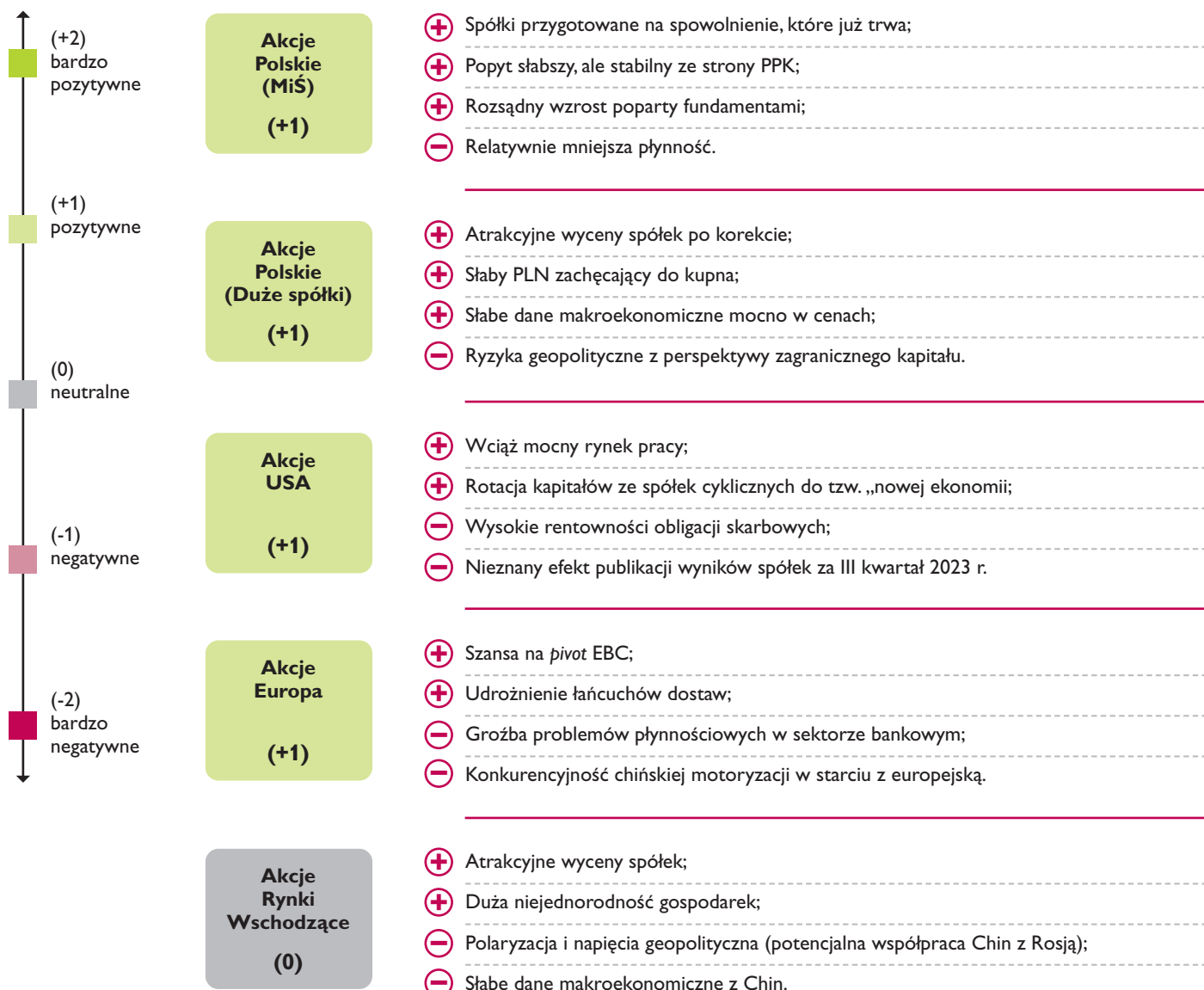
Millennium TFI – nastawienie do dłużnych klas aktywów w IV kwartale 2023



Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Niezmiennie 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 2024 roku. Jednocześnie, opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe pozwalają nam zaktualizować nasze podejście do poszczególnych klas aktywów. Dla lepszego rozróżnienia potencjalnych kierunków inwestycyjnych zdecydowaliśmy się na rozróżnienie obligacji nieskarbowych, według stopnia związanego z nimi ryzyka: na obligacje z ratingiem inwestycyjnym (tzw. Investment Grade) oraz ryzykowniejsze obligacje wysokodochodowe bez ratingu inwestycyjnego (tzw. High Yield).

Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów w IV 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

- Utrzymanie długiego *duration* portfela na długi polskim i amerykańskim, kierunkowo zwiększanie udziału papierów europejskich.

FUNDUSZE AKCJI POLSKICH

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

FIO OBLIGACJI KLASYCZNY

- Utrzymanie przewagi ekspozycji zagranicznej kosztem polskiej oraz utrzymanie niskiego ryzyka kredytowego i *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 ekspozycji na rynek amerykański.

FUNDUSZE MIESZANE

- Koncentracja na stałym dochodzie odsetkowym z części dłużnej, doważenie obligacji amerykańskich; stopniowe zwiększenie alokacji w akcje.

PLAN SPOKOJNY I WYWAŻONY

- Szeroka dywersyfikacja geograficzna, z utrzymaniem ekspozycji w strategiach opartych o Rynki Rozwinięte.

W świetle przedstawionych scenariuszy rynkowych na najbliższy kwartał nadal preferujemy obligacje skarbowe, jako klasę aktywów z relatywnie najlepszym stosunkiem zysku do ryzyka. Szczególnie zwracamy uwagę na potencjał związany z powolną zmianą cyklu polityki monetarnej w USA i Europie. Jednocześnie po znakomitej pierwszej połowie roku wolimy pozostać z nastawieniem neutralnym w przypadku polskich obligacji skarbowych, ale uznając bieżące dostępne dochodowości za relatywnie atrakcyjne dla przyszłych stóp zwrotu.

W przypadku funduszy akcyjnych będziemy wykorzystywać przede wszystkim 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. Dostrzegamy potencjał i atrakcyjne wyceny po wakacyjnej korekcie – chcemy wykorzystywać ją do akumulacji akcji, zarówno na rynku polskim jak i zagranicznych, z akcentem na Rynki Rozwinięte.

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

Następna Stacja: Inwestycje”

– podcasty Millennium TFI

W każdy poniedziałek możecie znaleźć nowy odcinek naszego Podcastu „Następna Stacja: Inwestycje!”

JESTEŚMY NA:

Spotify:



<https://open.spotify.com/show/7mt45qcl4rxFaLX3J5CeNY>

Apple Podcasts:



<https://podcasts.apple.com/pl/podcast/nast%C4%99pna-stacja-inwestycje/id1705638602>

... a docelowo na innych platformach.

- Kanał dedykowany jest dla wszystkich – Klientów, Doradców, potencjalnych, obecnych, początkujących i doświadczonych inwestorów – którzy chcą zgłębiać wiedzę w dziedzinie inwestycji.
- Prócz podstaw będziemy poruszać wiele ciekawych aspektów związanych z funduszami i rynkiem inwestycyjnym.



Ryzyka związane z inwestowaniem w fundusze

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **Ryzyko utraty kapitału.**

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

- Wysokość opłat.

- Złożoność produktów.



Zapraszamy do kontaktu z nami!

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



Millennium
fundusze inwestycyjne

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

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

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

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

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

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

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.