

Outlook

2025

Millennium
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na IV kwartał 2025 r.



Szanowni Państwo,

Podobnie jak I półrocze 2025 roku, tak i III kwartał obfitował w wiele wydarzeń wnoszących dużo niepewności na globalne rynki – zarówno w ujęciu gospodarczym, jak i politycznym. Pozytywne wieści z frontu wojen handlowych i normalizacja relacji USA z partnerami handlowymi zderzały się z eskalacją działań zbrojnych na Bliskim Wschodzie, zawiedzionymi nadziejami na szybkie zawieszenie broni na Ukrainie. Jednocześnie nieco optymizmu wlały na rynki główne banki centralne, gotowe na łagodzenie polityki monetarnej. W tym środowisku zaskakująco odporna na zawirowania okazała się globalna gospodarka i rynki kapitałowe.

Przed nami ostatni kwartał 2025 roku. Choć historyczny wzorzec sezonowy do tej pory nie sprawdził się, nadzieje na „Rajd Św. Mikołaja” pozostają aktualne. Optymistyczne prognozy wyników spółek oraz sprzyjające otoczenie dla obligacji powinny wciąż wspierać zainteresowanie inwestorów, ale czy te czynniki okażą się wystarczające w obliczu dużych i często gwałtownych zmian w globalnej geopolityce? Czy zatem rynek wciąż daje nam przesłanki do optymizmu? Czy ścieżka do wzrostów na rynkach akcji i obligacji pozostaje otwarta? O jakich ryzykach powinniśmy pamiętać i gdzie ich szukać?

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 całego 2025 roku, wraz z prezentacją naszych potencjalnych kierunkowych działań i próbą zarysowania kontekstu rynkowego w ujęciu bieżącego kwartału. W materiale tym spróbujemy określić szanse i zagrożenia dla głównych klas aktywów, będących w spektrum zainteresowania Millennium TFI, w ramach zarządzanych przez nas funduszy inwestycyjnych.

Zapraszamy do lektury!



Piotr Siegieda, MPW,
Dyrektor ds. Komunikacji
Inwestycyjnej



Michał Trojanowski, EFA,
Dyrektor ds. Komunikacji
Inwestycyjnej



Krzysztof Kamiński, CFA, DI
Członek Zarządu

Spis treści

Makroekonomia

Pomiędzy stabilnymi fundamentami
a niepewnością geopolityczną

4

Rynki obligacji

Wiatr w żagle ze strony
banków centralnych

7

Rynki akcji

Chodząc po naprężonej linii

11

Podsumowanie i wyzwania na IV kw. 2025 r.

16

Makroekonomia

Pomiędzy stabilnymi fundamentami a niepewnością geopolityczną

Aktywność gospodarcza na świecie okazała się silniejsza niż wcześniej zakładano.

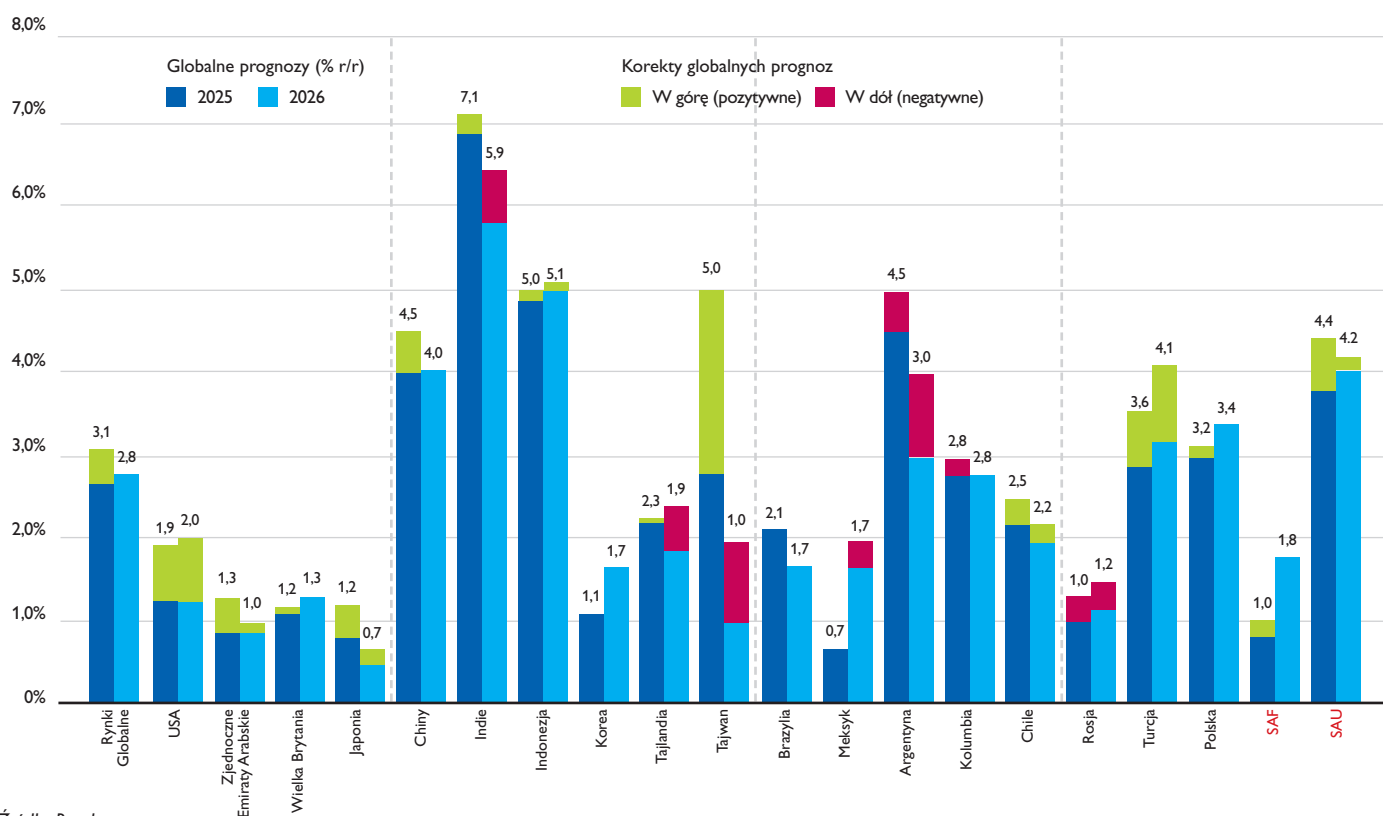
Początek czwartego kwartału 2025 roku przynosi mieszany obraz globalnej gospodarki, w której odporność ściera się z rosnącą niepewnością polityczną. Aktywność gospodarcza na świecie okazała się silniejsza niż wcześniej zakładano, choć źródła wzrostu stają się coraz bardziej ograniczone. Wśród czynników wspierających globalny wzrost wymienia się przede wszystkim spadające ceny ropy naftowej, które zwiększają siłę nabywczą konsumentów i przedsiębiorstw, a także dynamiczny rozwój infrastruktury centrów danych, napędzany wyścigiem technologicznym w obszarze sztucznej inteligencji. Wciąż również swoją siłę pokazuje sektor konsumencki, którego wspiera widmo niższych stóp procentowych, a więc również rosnącego dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych.

Pomimo tych pozytywnych impulsów, globalne ryzyko makroekonomiczne pozostaje

wysokie. Szczególną uwagę zwraca się na nieprzewidywalność polityki gospodarczej USA, która może destabilizować warunki kredytowe i zakłócać globalne łańcuchy dostaw. W tym kontekście polityka handlowa, w tym tarify celne, staje się jednym z głównych źródeł niepewności, wpływając nie tylko na partnerów handlowych USA, ale również na decyzje inwestycyjne i strategię banków centralnych na całym świecie.

W Stanach Zjednoczonych rynek pracy wykazuje oznaki osłabienia. Tempo tworzenia miejsc pracy znacząco spadło, a wzrost zatrudnienia koncentruje się głównie w sektorze opieki zdrowotnej. Inflacja, choć nadal obecna, rośnie wolniej niż wcześniej prognozowano. W sierpniu 2025 roku inflacja bazowa CPI wyniosła 3,1%, a PPI – 2,8%. W odpowiedzi na te sygnały Rezerwa Federalna zdecydowała się na obniżenie stóp procentowych

Prognozy i rewizje dynamiki PKB dla poszczególnych krajów i regionów



Źródło: Barclays

Oczekiwane ożywienie ma przyspieszyć w 2026 r., wspierane przez niższe stopy procentowe i stymulację fiskalną, szczególnie w Niemczech.

o 25 punktów bazowych we wrześniu, koncentrując się na wspieraniu zatrudnienia, mimo utrzymującej się presji inflacyjnej. Prognoza wzrostu PKB USA na 2025 rok została podniesiona o 0,2 punktu procentowego, głównie dzięki silnemu II kwartałowi.

W Europie sytuacja jest bardziej zrównoważona. Choć niska pewność konsumencka ogranicza dynamikę wzrostu, rynek pracy pozostaje silny, co stabilizuje gospodarkę. Europejski Bank Centralny utrzymuje stabilną politykę monetarną, a dalsze cięcia stóp procentowych są mało prawdopodobne, chyba że wystąpią nowe szoki zewnętrzne. Prognoza wzrostu PKB strefy euro na 2025 r. została podniesiona o 0,3 punktu procentowego, a oczekiwane ożywienie ma przyspieszyć w 2026 roku, wspierane przez niższe stopy procentowe i stymulację fiskalną, szczególnie w Niemczech.

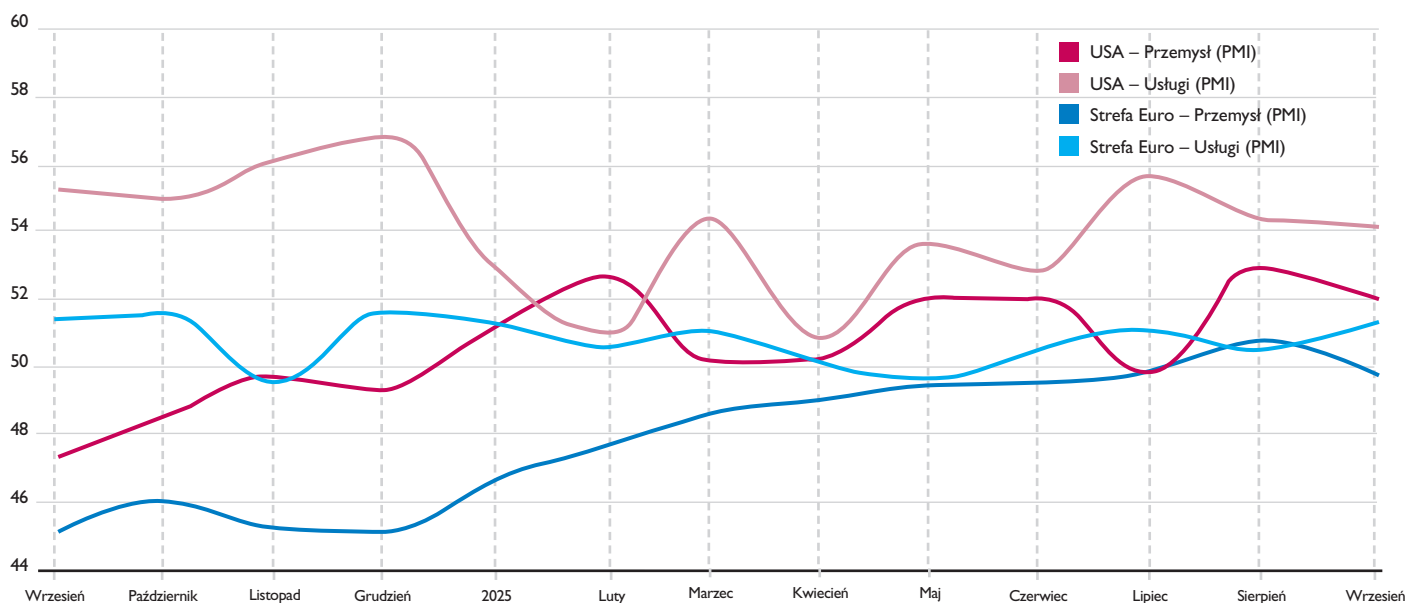
Rynki wschodzące stoją przed wyzwaniami związanymi z osłabieniem handlu międzynarodowego, które może negatywnie wpłynąć na ich wzrost gospodarczy. Chiny doświadczają spowolnienia wzrostu do około 4% rocznie w drugiej połowie 2025 roku i w 2026 roku, co wynika głównie ze słabnącego eksportu i ograniczonego popytu krajowego. W regionie Azji i Pacyfiku popyt krajowy pozostaje jednak odporny, co łagodzi wpływ zewnętrznych czynników, takich jak taryfy USA. Banki centralne w regionie kontynuują obniżki stóp procentowych, wspierane przez silniejsze

waluty i niższą inflację, co sprzyja stabilizacji warunków finansowych. Jednocześnie słabszy dolar amerykański oraz niższe stopy procentowe wspierają warunki finansowe w tych krajach. Warto jednak zauważyć, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych jest ograniczona, ponieważ wiele banków centralnych utrzymuje łagodną politykę pieniężną od ponad roku.

Jakie zatem potencjalne scenariusze rysują się na końcówkę 2025 roku na rynkach globalnych? Wśród ryzyk i zagrożeń można wskazać głębsze pogorszenie rynku pracy w USA, które mogłoby prowadzić do spowolnienia lub w dłuższym terminie nawet do recesji. Celowo nie wspominamy w tym miejscu o ryzykach eskalacji konfliktów zbrojnych, gdyż z perspektywy ekonomicznej nie są one do przewidzenia. Z kolei pozytywne scenariusze zakładałyby utrzymanie umiarkowanie niskich cen ropy, co zwiększyłoby siłę nabywczą konsumentów, rozbudowę infrastruktury centrów danych. To z kolei mogłoby przyspieszyć wzrost gospodarczy. Potencjalny spadek niepewności politycznej w USA sprzyjałby inwestycjom i stabilności makroekonomicznej.

W IV kwartale 2025 roku polska gospodarka wchodzi w fazę względnej stabilizacji, po okresie silnych napięć inflacyjnych i niepewności związanej z otoczeniem zewnętrznym. Zgodnie z oceną Narodowego Banku Polskiego, sytuacja makroekonomiczna

Odczyty wskaźnika przyszłej koniunktury PMI w USA i Strefie Euro dla sektora przemysłowego i usługowego



Źródło: TradingEconomics

Głównym motorem wzrostu w Polsce pozostaje popyt krajowy, wspierany przez rosnącą konsumpcję prywatną oraz odbudowę inwestycji publicznych i prywatnych.

kraju poprawia się, choć nadal pozostaje pod wpływem czynników ryzyka, zarówno krajowych, jak i międzynarodowych.

Wzrost gospodarczy w Polsce utrzymuje się na solidnym poziomie. Według prognoz Ministerstwa Finansów oraz Międzynarodowego Funduszu Walutowego, realny wzrost PKB w 2025 roku wyniesie około 3,5–3,7%, a w 2026 roku ma się utrzymać na podobnym poziomie. Głównym motorem wzrostu pozostaje popyt krajowy, wspierany przez rosnącą konsumpcję prywatną oraz odbudowę inwestycji publicznych i prywatnych. Szczególne znaczenie mają tu środki z Krajowego Planu Odbudowy oraz zwiększone wydatki na obronność i infrastrukturę.

Inflacja, która w poprzednich latach była jednym z głównych wyzwań dla polityki gospodarczej, wyraźnie się obniżyła. Według danych z września 2025 roku, roczna inflacja CPI wynosi 2,9%, co oznacza powrót do poziomów zbliżonych do celu inflacyjnego NBP. Prognozy na koniec roku i początek 2026 r. wskazują na utrzymanie inflacji w przedziale 3–3,5%, przy czym inflacja bazowa może pozostać nieco wyższa ze względu na presję kosztową w usługach. Zamrożenie cen energii dla gospodarstw domowych oraz stabilizacja taryf na 2026 rok oddalają ryzyko ponownego wzrostu cen z tego tytułu.

Polityka pieniężna prowadzona przez Radę Polityki Pieniężnej weszła w cykl łagodzenia. Stopy procentowe zostały obniżone w październiku, a kolejne cięcia są możliwe w listopadzie. Docelowa stopa referencyjna na 2026 rok może wynieść około 3,5%,

co oznacza dalsze luzowanie polityki monetarnej w odpowiedzi na spadającą inflację i potrzebę wsparcia inwestycji.

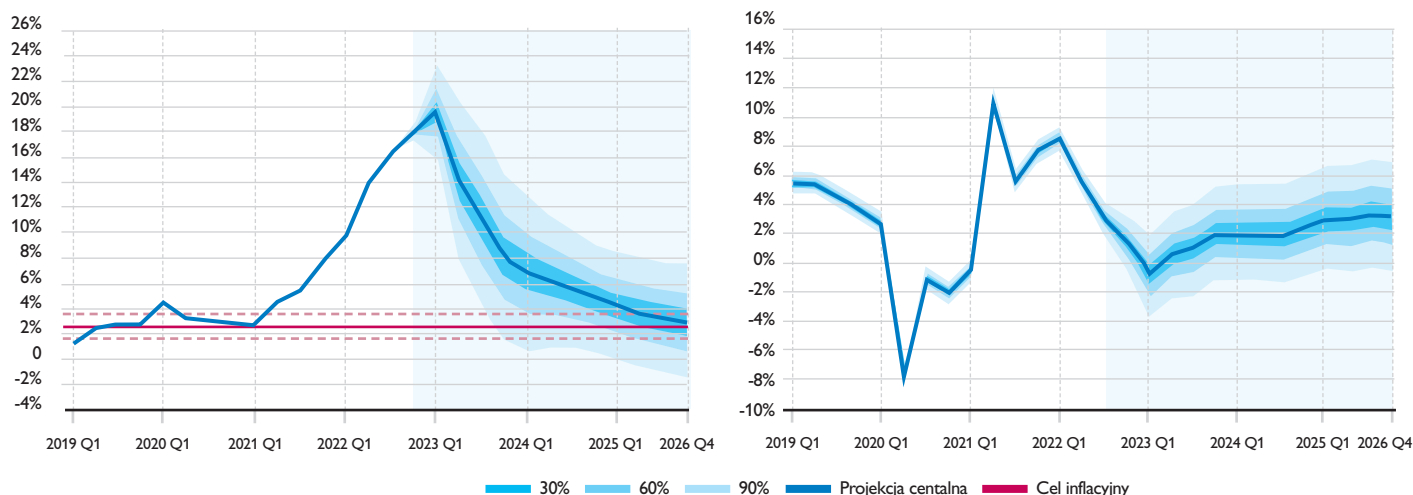
Z punktu widzenia finansów publicznych, sytuacja pozostaje napięta. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2025 roku ma wynieść około 6,3% PKB, a dług publiczny – 57,8% PKB. O ile za znaczny wzrost deficytu odpowiada w dużej mierze rekordowa suma planowanych wydatków na obronność, rząd nie przedstawia planów ani woli do redukcji ekspansywnej polityki społecznej.

Oprócz opisanych wyżej solidnych fundamentów, warto również zwrócić uwagę na czynniki ryzyka zewnętrznego. Otoczenie zewnętrzne, w tym polityka handlowa USA, sytuacja geopolityczna w Ukrainie oraz koniunktura w Niemczech, mogą wpływać na dynamikę eksportu i inwestycji. W kraju kluczowe będzie tempo wykorzystania środków unijnych oraz reakcja rynku na zmiany demograficzne i migracyjne.

Podsumowanie

Podsumowując, początek IV kwartału 2025 roku ukazuje globalną gospodarkę jako system, w którym odporność strukturalna musi konkurować z ryzykami politycznymi i handlowymi. Przyszłość bowiem zależeć będzie nie tylko od danych makroekonomicznych, ale również od zdolności decydentów do prowadzenia przewidywalnej i spójnej polityki gospodarczej, szczególnie w kontekście rosnącej presji społecznej i geopolitycznej.

Lipcowe projekcje NBP dla inflacji (po lewej) i PKB (po prawej) w Polsce



Rynki obligacji

Wiatr w żagle ze strony banków centralnych

Inflacja w kluczowych gospodarkach rozwiniętych stabilizuje się blisko celów banków centralnych.

III kwartał 2025 roku wpisywał się w nasz scenariusz powolnego wzrostu jednostek funduszy dłużnych pomimo pojawiających się z różnych stron ryzyk. Indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych (Treasury BondSpot Poland Index) przez cały trzeci kwartał piął się w górę głównie dzięki bieżącej rentowności portfela, zyskując od początku roku 7%.

Procesy inflacyjne – stabilizacja z niepewnością.

Inflacja w kluczowych gospodarkach rozwiniętych stabilizuje się blisko celów banków centralnych.

Wg październikowego raportu Międzynarodowego Funduszu Walutowego globalna inflacja ma spaść do 4,2% w 2025 i 3,7% w 2026,

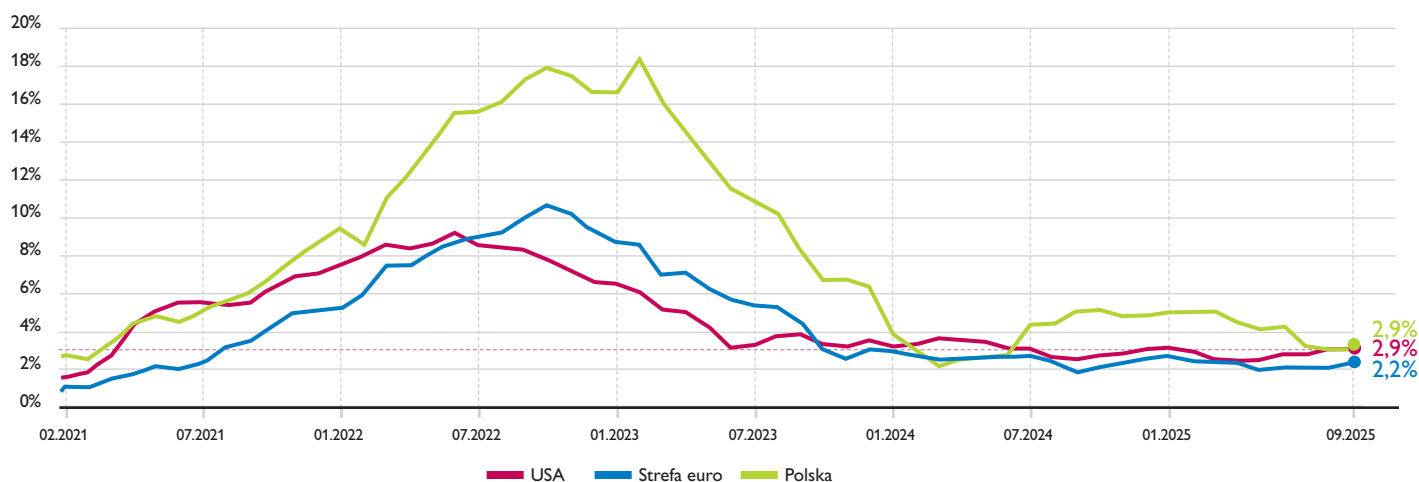
Wykres cenowy indeksu polskich obligacji skarbowych TBSP



Źródło: TradingView



Dynamika roczna inflacji konsumenckiej w Polsce, USA i strefie euro



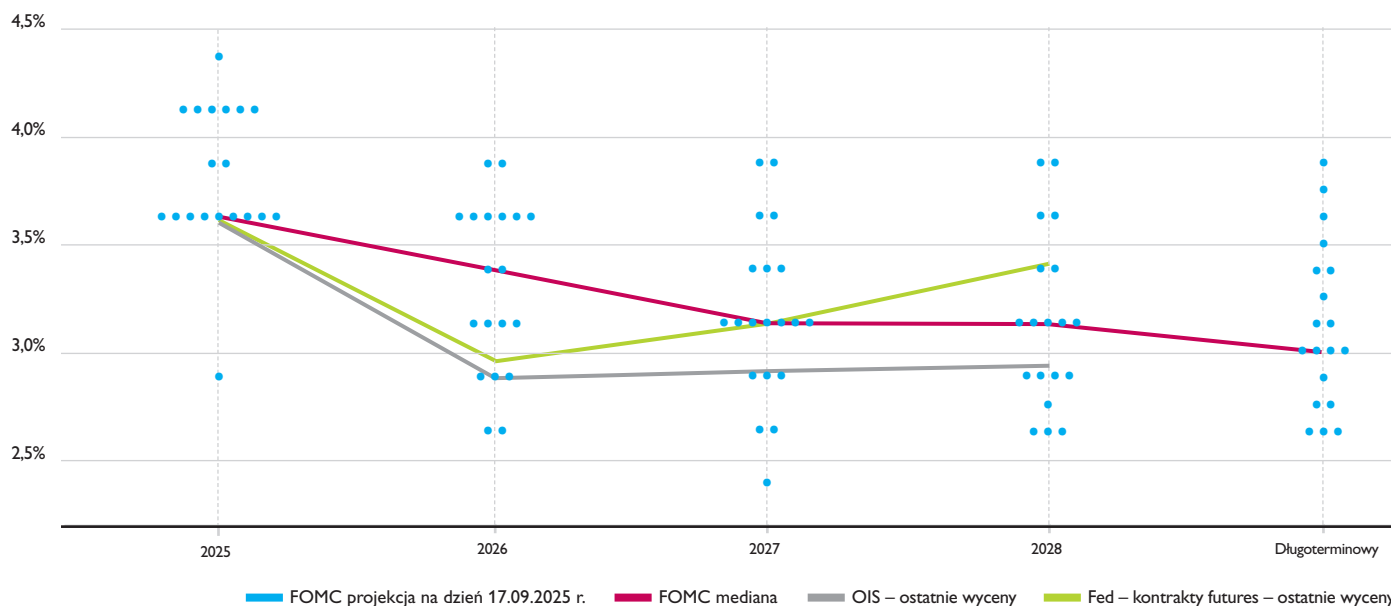
Stabilizacja globalnej inflacji w okolicach celów głównych banków centralnych powinna sprzyjać luzowaniu globalnej polityki monetarnej.

przy czym w USA pozostanie powyżej celu Rezerwy Federalnej. Czynnikiem niepewności wciąż pozostaje wpływ amerykańskich ceł oraz ceł odwetowych na wskaźniki inflacji, jednak jak dotąd wpływ związanej z nimi reorganizacji łańcuchów dostaw na presję inflacyjną pozostaje niewielki. W Polsce inflacja w 2026 roku także powinna się ustabilizować w okolicach 2,8% (wg MFOW), co oznacza, że znajdzie się w ramach odchylen od celu inflacyjnego NBP. Stabilizacja globalnej inflacji w okolicach celów głównych banków centralnych powinna sprzyjać luzowaniu globalnej polityki monetarnej, co ma kluczowy wpływ na rynek instrumentów dłużnych.

Banki centralne.

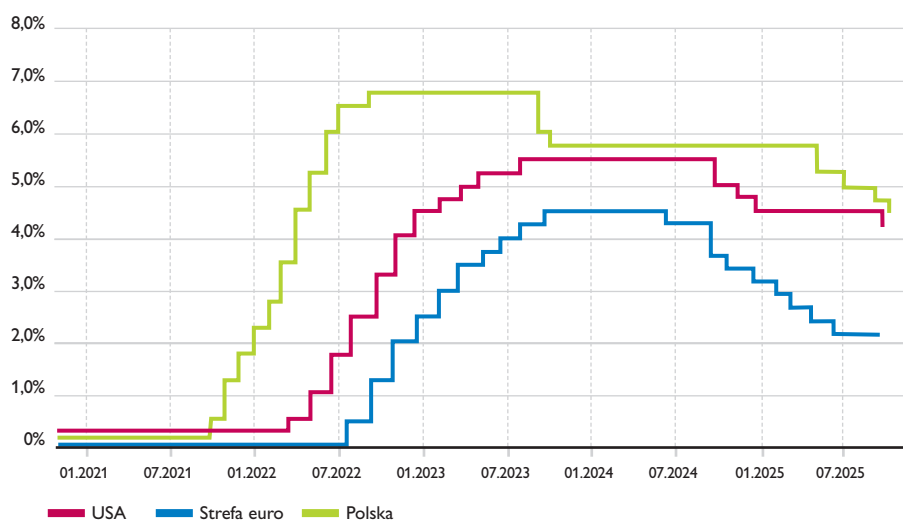
Na wrześniowym posiedzeniu Amerykańska Rezerwa Federalna zdecydowała o obniżeniu stopy funduszy federalnych o 25 p.b. z przedziału 4,25-4,50% do 4,00-4,25%, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami. Na konferencji po posiedzeniu prezes Fed J. Powell zwracał uwagę na pogarszającą się sytuację na rynku pracy, która skłoniła Komitet do podjęcia decyzji o złagodzeniu polityki pieniężnej. Ochłodzenie sytuacji na rynku pracy przy jednoczesnym utrzymywaniu się inflacji powyżej celu Fed sprawia, że prognozowanie dalszej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych pozostaje skomplikowane nawet dla samych członków FOMC, co przedstawiają najświeższe dot plots (wykres poniżej).

Oczekiwane poziomy stóp procentowych w USA wg członków Fed-u



W najbliższych miesiącach scenariuszem bazowym pozostaje utrzymywanie parametrów polityki pieniężnej na niezmienionym poziomie.

Stopy procentowe w Polsce, USA i strefie euro



Źródło: Trading Economics

Część członków większą wagę przypisuje mandatowi inflacji, która pozostaje podwyższona i oczekuje jedynie nieznacznych obniżek stóp w kolejnych latach. Druga grupa w swoich oczekiwaniach wyraża obawy o perspektywę drugiego mandatu jakim jest kondycja rynku pracy i prognozuje konieczność bardziej radykalnych cięć stóp procentowych już w 2026 r. Rynek wycenia obecnie dwie obniżki stóp procentowych w 2025 r. oraz kolejne dwie w 2026 r. (zejście stopy funduszy federalnych do poziomu 3,00-3,25% w 2026 r.) co jest zbliżone z obecną medianą oczekiwań członków FOMC.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego na wrześniowym posiedzeniu zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie (stopa depozytowa wynosi 2%), zgodnie z oczekiwaniami. Na konferencji po posiedzeniu prezes Ch. Lagarde stwierdziła, że proces dezinflacji w strefie euro uległ zakończeniu, a obecny bilans ryzyk jest bardziej zrównoważony. W najbliższych miesiącach scenariuszem bazowym pozostaje utrzymywanie parametrów polityki pieniężnej na niezmienionym poziomie. Rynek wycenia obecnie pewne prawdopodobieństwo (ok. 40%) jeszcze jednej obniżki stóp procentowych w 2026 r.

W Polsce Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie obniżała stopy procentowe zarówno na posiedzeniu wrześniowym jak i październikowym łącznie o kolejne 50 p.b., z poziomu 5%

do 4,5%, co było zgodne z oczekiwaniami. Narracja prezesa NBP Adama Glapińskiego na konferencji po październikowym posiedzeniu Rady wzmocniła oczekiwania na obniżki stóp procentowych w listopadzie. Prezes powiedział, że „stopy zostaną obniżone tak mocno, jak to jest możliwe” i jeśli utrzymają się dobre dane, to przestrzeń na listopadową obniżkę „być może jest”. Jego zdaniem stopy mogą spaść w okolice 4,00%, ale wiele jednak zależy od listopadowej projekcji NBP dotyczącej inflacji. Wydaje się jednak, że Rada jest skłonna nadal obniżać stopy, o ile dane dotyczące inflacji i wynagrodzeń nie zaskoczą negatywnie.

Jak widać powyżej, najbardziej zaawansowana w cyklu luzowania polityki monetarnej jest strefa euro, w której stopy znajdują się już w okolicach docelowego poziomu obecnego cyklu. Znacznie większa przestrzeń do obniżek jest w Stanach Zjednoczonych. Kontynuację cyklu obniżek za oceanem wspierać mogą kolejne słabsze dane napływające z rynku pracy, ale te mogą być z kolei niwelowane przez niepewne perspektywy dotyczące inflacji, ze względu na efekt cel wprowadzonych przez administrację Donalda Trumpa. Kluczowe jednak wydają się dane z rynku pracy. Jeśli te będą nadal się pogarszały, to widzimy przestrzeń dla dalszej kontynuacji obniżek stóp przez Fed.

Sytuacja na rynku instrumentów dłużnych.

Rentowności 10 letnich polskich obligacji skarbowych od początku roku lekko spadły

Stosunkowo wysokie rentowności stanowią adekwatną premię za istniejące ryzyka dla instrumentów dłużnych.

z 5,9 do 5,5, ich amerykańskich odpowiedników z 4,6 do 4,1, ale niemieckich lekko wzrosły z 2,4 do 2,7. Były to jednak ruchy, które nie zmieniły istotnie swoich poziomów w szerszym ujęciu. Od ponad dwóch lat rentowności poruszają się w tym samym zakresie t.j. 5-6% dla polskich skarbówek, 4-5% dla amerykańskich i 2-3% dla niemieckich.

Perspektywy dla instrumentów dłużnych Millennium TFI.

Biorąc pod uwagę stosunkowo wysokie rentowności zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym w kontekście postępujących obniżek stóp procentowych pozostajemy ostrożnie optymistycznie nastawieni do instrumentów dłużnych także w IV kwartale 2025 r. Dostrzegamy jednak ryzyko wzrostu rentowności w postaci inflacyjnego wpływu amerykańskich cel, który może hamować skłonność Fed-u do kontynuacji luzowania polityki monetarnej oraz wysokich deficytów budżetowych, które będą oddziaływały na stronę podażową. Uważamy jednak, że ryzyka te są w pewnej mierze zdyskonto-

wane w obecnych rentownościach obligacji. Gdyby jednak dane a amerykańskiego rynku pracy w dalszym ciągu wskazywały na postępujące spowolnienie koniunktury, to otwierałoby to przestrzeń do spadku rentowności amerykańskich 10 latek poniżej 4%.

W przypadku polskich obligacji spodziewamy się lekkiego spadku rentowności w związku z kontynuacją obniżek stóp przez RPP. Ryzykiem dla mocniejszego spadku rentowności pozostanie stosunkowo luźna polityka fiskalna prowadzona przez polski rząd oraz sytuacja na rynku instrumentów dłużnych na rynkach bazowych.

Podsumowując, stosunkowo wysokie rentowności stanowią naszym zdaniem adekwatną premię za istniejące ryzyka dla instrumentów dłużnych. W dalszej perspektywie jednak spodziewamy się stopniowego spadku rentowności przy okresowych zawirowaniach wynikających z napływających danych gospodarczych i decyzji banków centralnych. Okresowe wzrosty rentowności traktujemy jak okazję do wydłużania duracji portfeli dłużnych.

Rentowności 10 letnich obligacji skarbowych – Polska, USA, Niemcy



Rynki akcji

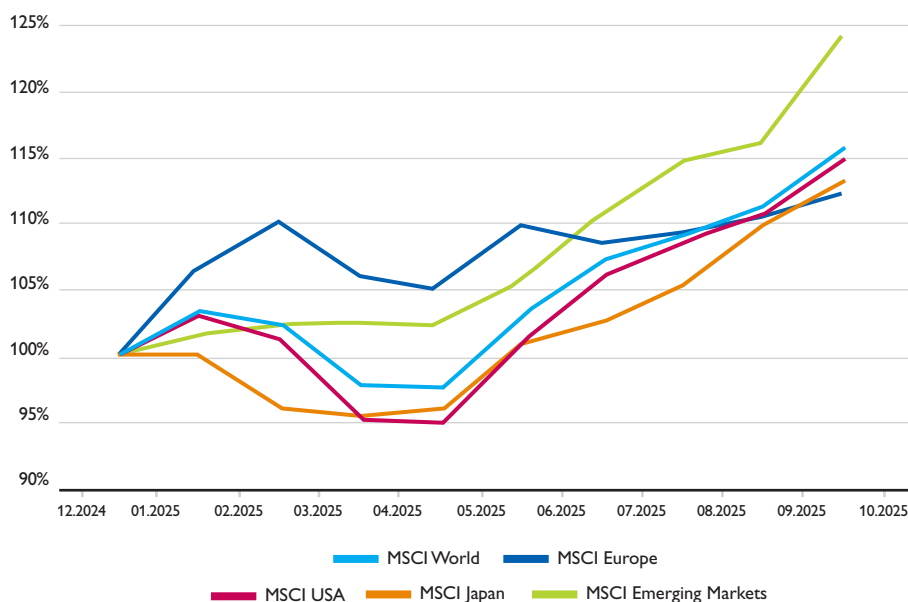
Chodząc po naprężonej linii

Z jednej strony obserwujemy silny impuls wzrostowy, z drugiej – pierwsze nieznaczne oznaki spowolnienia gospodarczego.

W IV kwartale 2025 roku globalny rynek akcji znajduje się w stanie napiętej równowagi. Z jednej strony obserwujemy silny impuls wzrostowy, wynikający z rozwoju sztucznej inteligencji (AI) oraz wciąż solidnych wyników spółek (pozytywna dynamika przychodów, zysków i marż), z drugiej – pierwsze nieznaczne oznaki spowolnienia gospodar-

czego, ale przede wszystkim zawirowania geopolityczne, które mogą ograniczyć potencjał dalszych wzrostów. Agencja Morningstar, w swoim październikowym raporcie, określiła tę sytuację jako „chodzenie po linii”, gdzie każda zmiana w otoczeniu makroekonomicznym lub politycznym może przechylić szalę w jedną ze stron.

Stopy zwrotu globalnych indeksów akcji w 2025 roku (w %)



Źródło: Bloomberg



Wśród czynników wspierających rynek akcji wymienia się oczekiwane łagodzenie polityki monetarnej.

Prognozowany na 12 miesięcy w przód wskaźnik cena/zysk dla poszczególnych rynków akcji

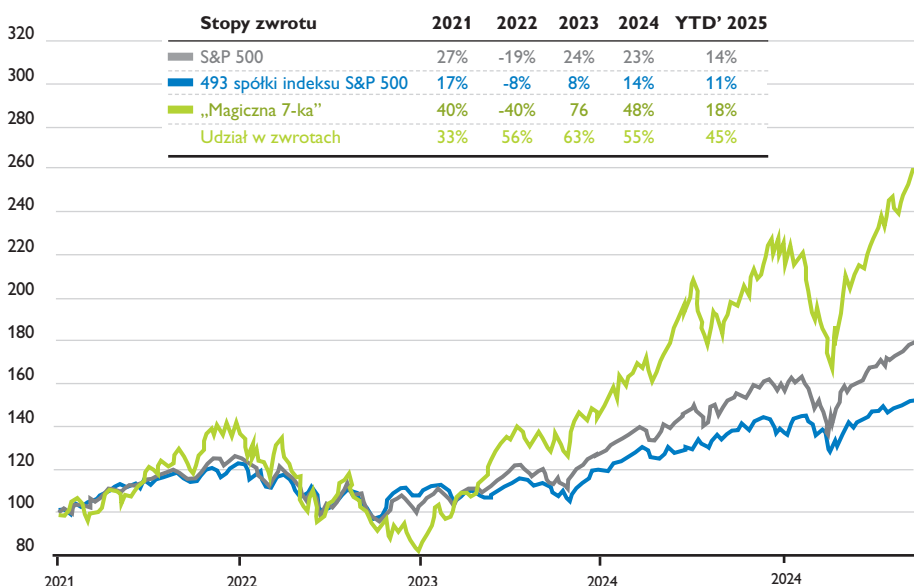


Źródło: JP Morgan

Amerykański rynek akcji, który stanowi punkt odniesienia dla globalnych inwestorów, „nadrobił tegoroczne zaległości”, rosnąc od kwietniowego „dołka” ok. 34%, a od początku roku indeks akcji MSCI USA wyprzedził indeks MSCI Europe o ok. 2 p.p. (odpowiednio +16% i +14%). Co istotne, niemal 40% kapitalizacji rynkowej USA skoncentrowane jest w zaledwie dziesięciu spółkach typu mega-cap, których wyceny są silnie uzależ-

nione od dalszego rozwoju technologii AI. Wyceny tych firm pozostają wysokie (co można interpretować jako oczekiwanie wzrostu przyszłych zysków), jednak ewentualne spowolnienie w sektorze AI lub np. zakłócenia w przepływie metali ziem rzadkich może mieć poważne konsekwencje dla całego rynku. Z kolei wśród czynników wspierających rynek akcji wymienia się oczekiwanie łagodzenie polityki monetarnej. Taki scenariusz

Różnica w stopach zwrotu dla spółek z „Magicznej 7-ki” i S&P 500



Źródło JP Morgan

Prognozy wskazują na możliwe spowolnienie konsumpcji, słabą dynamikę budownictwa mieszkaniowego oraz wygasanie wcześniejszych bodźców fiskalnych.

sprzyja wycenom akcji, zwłaszcza w sektorach wrażliwych na stopy procentowe, takich jak nieruchomości czy technologie. Jednocześnie jednak prognozy wskazują na możliwe spowolnienie konsumpcji, słabą dynamikę budownictwa mieszkaniowego oraz wygasanie wcześniejszych bodźców fiskalnych, co może ograniczyć wzrost gospodarczy i tym samym zyski spółek. Z perspektywy inwestycyjnej szczególnie interesujące pozostają segmenty rynku, które nadal są niedowartościowane. Agencja Morningstar wskazuje, że małe spółki (small caps) oraz akcje typu value oferują największy potencjał wzrostu. Małe spółki handlują obecnie z 16% dyskontem względem wartości godziwej, co czyni je atrakcyjnymi zarówno pod względem absolutnym, jak i względnym. Wartość (value) jako styl inwestycyjny również pozostaje niedowartości-

wana – w przeciwieństwie do akcji wzrostowych (growth), które są wyceniane z 12% premią, co zdarzało się tylko w 5% przypadków od 2010 roku. Warto również zwrócić uwagę na zmienność rynku w 2025 roku. Początek roku przyniósł gwałtowną korektę w sektorze AI po premierze DeepSeek, a dodatkowym czynnikiem destabilizującym były zapowiedzi nowych tariff celnych. Jednak po ich zawieszeniu oraz po uspokojeniu obaw związanych z AI, rynek szybko odbił, co pokazuje, jak silnie reaguje na zmiany narracji i oczekiwań. Wydaje się jednak, że wśród ryzyk geopolitycznych kluczową wartością dla inwestorów pozostanie zdolność do generowania wysokich dynamik zysków, stąd to właśnie w USA upatrujemy lidera potencjalnych wzrostów.



IV kwartał 2025 roku to czas, w którym inwestorzy muszą szczególnie uważać na wyceny i selekcję aktywów.

Europejski rynek akcji na początku IV kwartału 2025 roku prezentuje się jako alternatywa wobec bardziej rozchwianych rynków amerykańskich. Inwestorzy dostrzegają atrakcyjniejsze wyceny oraz większą przewidywalność w kontekście polityki gospodarczej i handlowej. Pomimo napięć geopolitycznych i ryzyka taryf celnych ze strony USA, europejskie indeksy – zwłaszcza Stoxx 600 – notują wzrosty, wspierane przez stymulację fiskalną w Niemczech oraz łagodzenie polityki monetarnej przez EBC. Europa może skorzystać na globalnym trendzie dywersyfikacji portfeli, a spółki z sektora przemysłowego, energetycznego i konsumenckiego zyskują na znaczeniu jako stabilne komponenty inwestycyjne. Pewną przeszkodą jest jednak wciąż obserwowana stagnacja w niemieckiej gospodarce oraz bardziej tradycyjny model gospodarki (mniejszy udział sektora technologicznego i niższe dynamiki zysków).

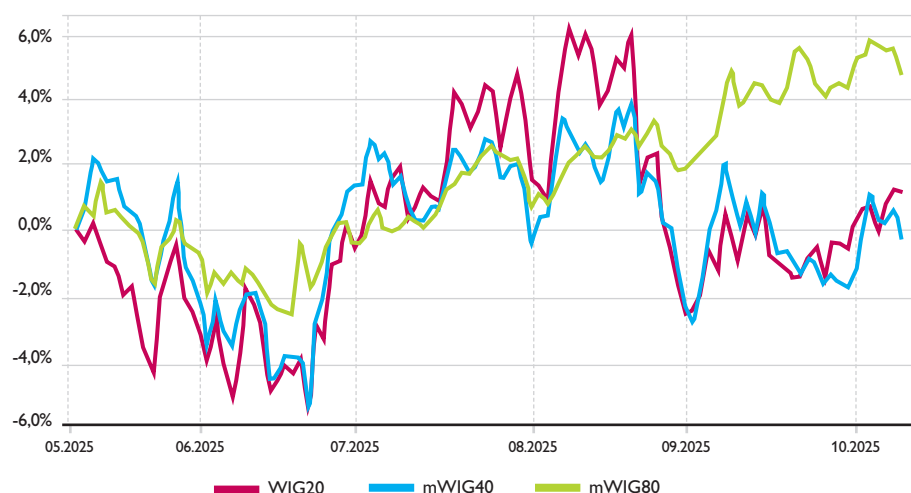
Japoński rynek akcji w końcówce 2025 roku kontynuuje silne odbicie, napędzane przez rosnące zaufanie inwestorów do polityki gospodarczej nowego rządu oraz pozytywne sygnały z sektora korporacyjnego. Indeks Nikkei 225 osiągnął historyczne maksima, a wzrosty są szczególnie widoczne w sektorach finansowym, przemysłowym i technologicznym. Dodatkowo, łagodna polityka Banku Japonii oraz umiarkowana inflacja sprzyjają dalszemu wzrostowi wycen. Japonia, przez lata niedoceniana, staje się coraz częściej postrzegana jako bezpieczna przystań w niestabilnym globalnym otoczeniu.

Rynki wschodzące na początku IV kwartału 2025 roku prezentują zróżnicowany obraz, z wyraźnym podziałem na regiony o wysokim potencjale wzrostu i te obciążone ryzykiem politycznym. Kraje takie jak Chiny, Indie, Indonezja czy Brazylia przyciągają kapitał dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu, rosnącej konsumpcji wewnętrznej i ekspansji technologicznej. Z kolei rynki Europy Środkowo-Wschodniej, w tym Polska, zyskują na stabilizacji makroekonomicznej i napływie funduszy unijnych. Mimo to, inwestorzy muszą zachować ostrożność – niektóre gospodarki, jak Turcja czy Argentyna, pozostają niestabilne i podatne na szoki zewnętrzne. Wysoka zmienność oraz rosnące znaczenie lokalnych czynników politycznych sprawiają, że skuteczna alokacja kapitału wymaga głębokiej analizy i selektywnego podejścia.

Podsumowując, IV kwartał 2025 r. to czas, w którym inwestorzy muszą szczególnie uważać na wyceny i selekcję aktywów. Rynek akcji oferuje możliwości, ale wymaga ostrożności – zwłaszcza w kontekście dużej koncentracji w sektorze technologicznym i niepewności co do dalszego rozwoju AI. Sektory defensywne, akcje typu value oraz małe spółki mogą stanowić atrakcyjną alternatywę dla inwestorów szukających stabilności i potencjału wzrostu w warunkach podwyższonej zmienności.

W Polsce, po dynamicznych wzrostach w pierwszej połowie 2025 roku, warszawska giełda weszła w fazę wyraźnego schłodzenia. Główne indeksy, takie jak WIG i WIG20,

Stopy zwrotu z indeksów GPW w 2025 roku (w %; do 30.06.2025)



Źródło: stoq.pl

Polski rynek akcji na początku IV kwartału 2025 r. charakteryzuje się dużą zmiennością i selektywnością.

odnotowały korektę, która w wielu przypadkach zredukowała wcześniejsze zyski. W efekcie trzeci kwartał zakończył się z około 5-procentowym wzrostem, natomiast WIG20 znalazł się lekko pod kreską. Nastroje inwestorów uległy pogorszeniu, szczególnie w kontekście planów podwyższenia podatku CIT dla banków, co wywołało falę realizacji zysków w sektorze, który wcześniej był motorem hossy.

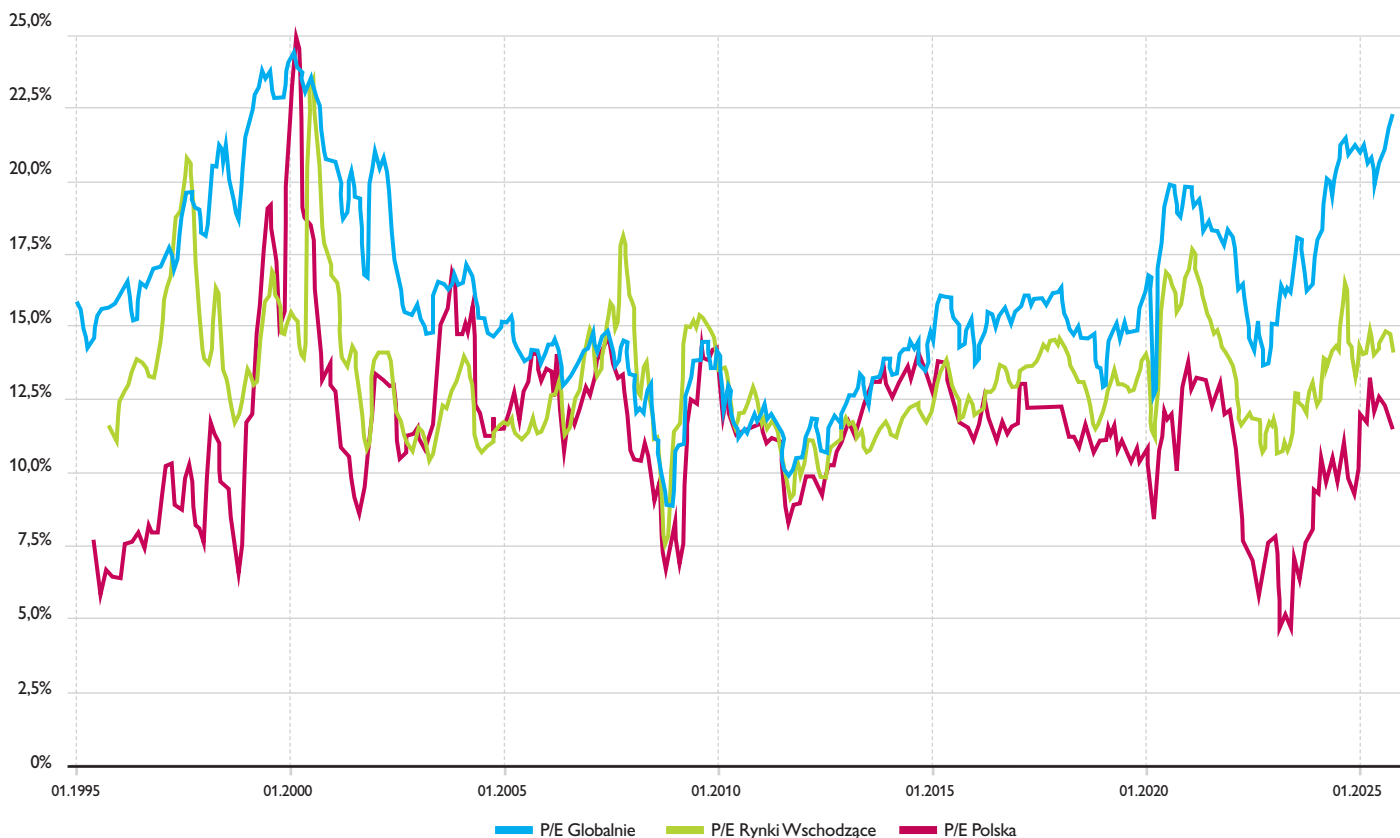
Mimo tych turbulencji, pozostajemy umiarkowanie optymistyczni co do perspektyw na kolejne miesiące. W naszej ocenie, koniunktura na krajowym rynku akcji w końcówce 2025 r. może być sprzyjająca, choć wymagać będzie większej selektywności. Sektor finansowy, choć obciążony ryzykiem regulacyjnym oraz pespektywa niższych zysków przy spadających stopach procentowych, wciąż pozostaje atrakcyjny dla zagranicznych inwestorów, ze względu na atrakcyjne wyceny oraz płynność. Poza sektorem finansowym, uwagę

inwestorów mogą przyciągać spółki z szeroko pojętego sektora konsumenckiego. Perspektywa obniżek stóp procentowych oraz stabilny rynek pracy mogą wciąż wspierać wydatki na poziomie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Podsumowując, polski rynek akcji na początku IV kwartału 2025 roku charakteryzuje się dużą zmiennością i selektywnością. Inwestorzy muszą uwzględniać zarówno czynniki makroekonomiczne, jak i ryzyka polityczne, które mogą wpływać na wyceny spółek. Mimo korekty, wiele segmentów rynku – od banków, przez technologie, po ochronę zdrowia – oferuje ciekawe możliwości inwestycyjne, szczególnie dla tych, którzy potrafią trafnie ocenić fundamenty i perspektywy poszczególnych firm. Uważamy jednak, że fundamentalnie lepsze perspektywy mogą potencjalnie zachować spółki małe i średnie, które są mocniej skorelowane z realną gospodarką.

Wskaźnik cena/zysk dla polskich akcji, na tle rynków wschodzących i średniej światowej

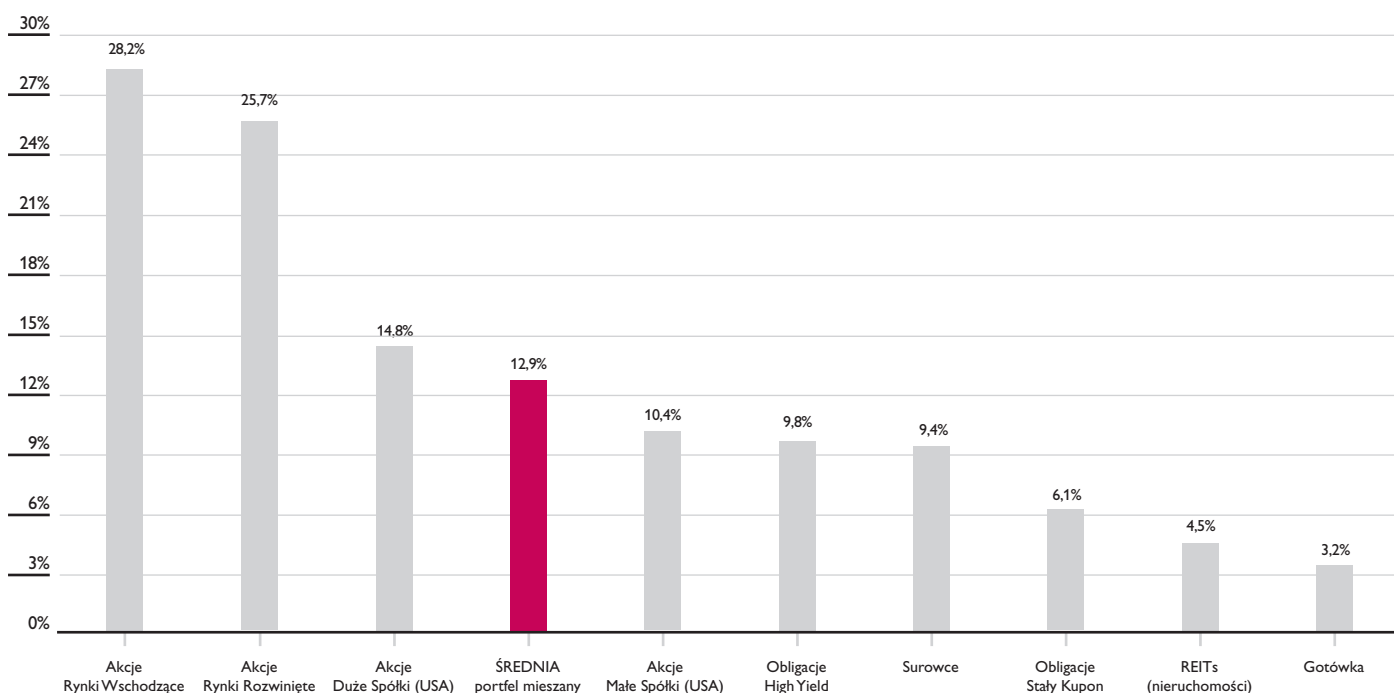
Rynki	Trend	P/E	Odchylenia vs. μ			
			1R	5L	10L	20L
Polska	●	11,44	+0,01 σ	+0,63 σ	+0,34 σ	-0,02 σ
Globalnie	●	22,20	+6,49 σ	+2,26 σ	+3,08 σ	+4,08 σ
Rynki Wschodzące	●	14,08	-0,84 σ	+0,38 σ	+0,67 σ	+1,05 σ



Podsumowanie i wyzwania na IV kwartał

Poniżej przedstawiamy Państwu wyniki funduszy z palety Millennium TFI na tle stóp zwrotu głównych grup aktywów po pełnych 3 kwartałach 2025 r:

Stopy zwrotu z głównych klas aktywów na dzień 30.09.2025 r.



Źródło: JP Morgan

Oceniając dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych z palety Millennium TFI wciąż można wyraźnie dostrzec zdecydowanie lepsze stopy zwrotu w przypadku rozwiązań, w których dominuje ekspozycja na polski rynek akcji. Mimo schłodzenia sentymentu inwestorów do GPW, polski rynek akcji wchodzi w historycznie i sezonowo udany okres dla akcji, co przekonuje nas do doważenia akcji w portfelach na koniec roku. W przypadku globalnych akcji, zanikająca dywergencja pomiędzy amerykańskim i europejskim rynkiem akcji skutecznie wspierała wzrosty cen spółek, szczególnie w sektorze technologicznym. Dzięki tym czynnikom nasze fundusze z ekspozycją na globalne rynki również zamknęły kwartał dodatnimi stopami zwrotu, niwelując słabe zachowanie rynku amerykańskiego w pierwszym półroczu.

Fundusze dłużne nie przyniosły w minionym kwartale aż takich „emocji” (w kontekście zmienności), jak fundusze akcyjne. Ich wykorzystanie, jako stabilnego elementu portfela miało zatem swoje uzasadnienie. Koncentracja portfeli Subfunduszy Obligacji Klasyczny oraz Instrumentów Dłużnych na polskim długu pozwoliła konsekwentnie budować stabilne i dodatnie stopy zwrotu, zgodnie

Stopy zwrotu funduszy z palety Millennium TFI w okresach rocznych

Millennium TFI – Stopy zwrotu w okresach rocznych (dane na dzień 30.06.2025).

Millennium FIO/SFIO	Klasa ryzyka (SRI)	Zalecany okres inwestycji	2025*	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
FIO Obligacji Klasyczny	2	1 rok	4,72%	5,20%	8,28%	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%	2,0%
FIO Instrumentów Dłużnych	2	2 lata	6,28%	1,70%	14,12%	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%	-3,1%
SFIO Obligacji Uniwersalny**	3	1 rok	5,36%	3,64%	8,23%	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%	3,8%
SFIO Plan Spokojny	2	3 lata	5,78%	3,52%	7,18%	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%	
FIO Stabilnego Wzrostu	3	3 lata	12,75%	3,46%	17,81%	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%	2,4%
SFIO Plan Wyważony	3	3 lata	7,17%	6,17%	10,68%	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%	1,1%
SFIO Multistrategia	3	3 lata	8,86%	8,16%	19,84%	-8,39%	10,6%	22,9%	10,6%	-11,3%	-0,3%	-0,8%
FIO Cyklu Koniunkturalnego	3	3 lata	21,02%	4,39%	21,91%	-11,34%	9,9%	10,8%	9,9%	-12,7%	4,3%	2,2%
FIO Akcji	4	5 lat	20,75%	4,55%	38,18%	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%	5,2%
FIO Dynamicznych Spółek	4	5 lat	17,58%	7,67%	41,14%	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%	13,2%
SFIO Plan Aktywny	4	5 lat	13,80%	17,64%	19,74%	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%	-0,5%
SFIO Top Sectors	3	5 lat	14,50%	13,84%	22,78%	-20,97%	* dane do 30.09.2025					

Źródło: Millennium TFI

** SFIO Obligacji Uniwersalny (dawniej Obligacji Globalnych)

z naszymi scenariuszami oczekiwanymi na początku roku. Przebudowa i zmiana strategii Subfunduszu Obligacji Uniwersalnego pozwoliła wykorzystać nie tylko wciąż wysoką dochodowość polskiego długu, ale również wzrosty cen na globalnych rynkach obligacji korporacyjnych.

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

Opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe, skłaniają nas do sformułowania naszego podejścia do poszczególnych w ujęciu taktycznym (w skali bieżącego kwartału), ale również potwierdzają wnioski strategiczne, które formułowaliśmy na początku 2025 r. Mimo utrzymującej się zmienności wywoływanej czynnikami geopolitycznymi, relatywnie wysokie rentowności obligacji, stanowiące główną składową przyszłych stóp zwrotu funduszy dłużnych, są atrakcyjne i powinny nadal skutecznie bronić dodatnich stóp zwrotu. Spodziewamy się, że nadchodzące miesiące nadal będą sprzyjać obligacjom, a banki centralne najprawdopodobniej znajdą przestrzeń do kontynuacji obniżek stóp procentowych.

W przypadku akcyjnych klas aktywów, dostrzegamy solidne fundamenty spółek oraz wciąż sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oraz dobre prognozy wyników spółek. Środowisko niższych stóp procentowych również może obniżyć koszt pozyskania kapitału przez firmy, wspierać sektory usługowe i konsumenckie, ale także zwiększać potencjalną premię za ryzyko w porównaniu z rynkiem obligacji. Oczywiście w krótkim terminie eskalacja napięć geopolitycznych czy decyzje dotyczące amerykańskiej polityki celnej będą zapewne nieraz wprowadzać chaos. Należy jednak pamiętać, że z perspektywy historyczno-statystycznej rynki akcji wkraczają w sprzyjający okres sezonowy. Mimo wciąż istotnego ryzyka korekty, mamy nadzieję na świąteczny „Rajd Św. Mikołaja”.

Millennium TFI – nastawienie do dłużnych klas aktywów na IV kwartał 2025 rok.

(+2) bardzo pozytywne	Dłużne Nieskarbowe (IG) (+1) roczne (+1) kwartałne	+ Atrakcyjna rentowność w stosunku do obligacji skarbowych; + Widmo łagodzenia polityki monetarnej przez Fed; - W krótkim horyzoncie: spready na historycznych minimach; - Obawy o pogorszenie rynku pracy w USA.
(+1) pozytywne	Dłużne Nieskarbowe (HY) (+1) roczne (+1) kwartałne	+ Atrakcyjna rentowność w stosunku do obligacji skarbowych; + Widmo łagodzenia polityki monetarnej przez Fed; - W krótkim horyzoncie: spready na historycznych minimach; - Obawy o pogorszenie rynku pracy w USA.
(0) neutralne	Dłużne Skarbowe (PL) (+1) roczne (+1) kwartałne	+ Relatywnie atrakcyjne poziomy rentowności w Polsce; + Perspektywa obniżek stóp proc. w 2026 r.; + Inflacja pod kontrolą; - Mocno ekspansywna polityka fiskalna i socjalna.
(-1) negatywne	Dłużne Skarbowe (USA) (+1) roczne (+1) kwartałne	+ Atrakcyjne poziomy rentowności oraz otwarta przestrzeń na obniżki stóp proc. w 2026 r.; + Pierwsze oznaki słabnącego rynku pracy; - Obawy o powrót inflacji do celu ze względu na politykę celną; - Ekspansywna polityka fiskalna.
(-2) bardzo negatywne	Dłużne Skarbowe (Europa) (+1) roczne (0) kwartałne	+ Spadkowa ścieżka inflacji bez negatywnych zaskoczeń; + Stagnacja w europejskim przemyśle; - Chaos związany z polityką celną USA; - Wzmożone wydatki na obronność, poza procedurą nadmiernego deficytu.
	Dłużne Skarbowe (EMarkets) (0) roczne (+1) kwartałne	+ Trend osłabiania USD w perspektywie obniżek stóp proc. w USA; + Poprawa otoczenia makroekonomicznego; - Ryzyko polaryzacji globalnej gospodarki i wrażliwość na eskalację napięć geopolitycznych;

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów na IV kwartał 2025 rok.

(+2) bardzo pozytywne	Akcje Polskie (MiŚ) (+1) roczne (+1) kwartałne	+ Spółki mocniej powiązane z sektorem konsumenckim i koniunkturą gospodarczą; + Inwestycje infrastrukturalne z KPO mogą wspierać lokalne firmy; - Ryzyko obniżonej płynności przy ryzykach politycznych i geopolitycznych; - Prawdopodobieństwo realizacji zysków po 3 kwartałach 2025 r.
(+1) pozytywne	Akcje Polskie (Duże spółki) (+1) roczne (0) kwartałne	+ Atrakcyjne wyceny na tle świata i koszyka Rynków Wschodzących; + Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne; - Ryzyko polityczne i regulacyjne wśród spółek Skarbu Państwa; - Prawdopodobieństwo realizacji zysków po 3 kwartałach 2025 r.
(0) neutralne		
(-1) negatywne	Akcje USA (+1) roczne (+1) kwartałne	+ Stabilne fundamenty spółek, szczególnie technologicznych; + Perspektywa obniżki stóp proc. oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne; - Wysokie wyceny spółek; - Wysoka koncentracja rynku na największych spółkach technologicznych.
(-2) bardzo negatywne	Akcje Europa (+1) roczne (0) kwartałne	+ Atrakcyjne wyceny spółek; + Potencjał do generowania przychodów i zysków na rynkach globalnych; - Bariery celne i napięcia geopolityczne; - Ciągła stagnacja w przemyśle.
	Akcje Rynki Wschodzące (+1) roczne (+1) kwartałne	+ Poprawa otoczenia makroekonomicznego w Chinach; + Duża niejednorodność gospodarek (nowi liderzy); + Trend osłabiania USD w perspektywie obniżek stóp proc. w USA; - Wrażliwość na zawirowania geopolityczne.

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

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



Następna Stacja: Inwestycje

– podcasty Millennium TFI

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

JESTEŚMY NA:

Spotify:



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

Apple Podcasts:



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

... a wkrótce na innych platformach.

- Kanał przeznaczony jest dla wszystkich - Klientów, Doradców, potencjalnych, obecnych, początkujących i doświadczonych inwestorów – którzy chcą zgłębiać wiedzę w dziedzinie inwestycji.
- Znajdziesz u nas nie tylko podstawy, ale też wiele ciekawych tematów związanych z funduszami i rynkiem inwestycyjnym.



Ryzyka związane z inwestowaniem w fundusze

- **Ryzyko branży** – ryzyko związane z zainwestowaniem aktywów w instrumenty i produkty finansowe jednej branży. Brak dywersyfikacji inwestycji pod względem branżowym.
- **Ryzyko kredytowe** – ryzyko niedotrzymania warunków emisji papierów wartościowych przez drugą stronę umowy, m.in. utraty wypłacalności emitenta, skutkująca utratą części aktywów funduszu.
- **Ryzyko krótkookresowych zmian cen** – ryzyko występujące na skutek zmienności nastrojów panujących na rynku wśród inwestorów.
- **Ryzyko kursu walutowego** – dotyczy inwestycji w walucie obcej i jest związane z niepewnością co do kształtowania się przyszłego kursu walutowego.
- **Ryzyko niedopuszczenia papierów wartościowych emitenta** do obrotu na rynku regulowanym.
- **Ryzyko płynności** – ryzyko związane z trudnością ze sprzedażą lub nabyciem instrumentów i produktów finansowych.
- **Ryzyko podatkowe** – ryzyko zmiany przepisów podatkowych.
- **Ryzyko prawne** – ryzyko zmiany przepisów prawnych.
- **Ryzyko rozliczenia** – ryzyko nierozliczenia w terminie transakcji zawartych przez fundusz inwestycyjny, spowodowane m.in. zawodnością systemów informatycznych.
- **Ryzyko rynkowe** – ryzyko związane z koniunkturą rynkową; głównymi czynnikami wrażliwości są m.in. poziom inflacji, stopy procentowej, bezrobocia, deficytu budżetowego.
- **Ryzyko stopy procentowej** – ryzyko niestabilności stóp procentowych.
- **Ryzyko utraty kapitału.**
- **Ryzyko związane z koncentracją aktywów bądź rynków** – ryzyko związane z brakiem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego względem poszczególnych aktywów bądź rynków.
- Wysokość opłat.
- Złożoność produktów.



Zapraszamy do kontaktu z nami!



www.millenniumtfi.pl

www.millenniumtfi.pl/komentarze.html



Millennium
fundusze inwestycyjne

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

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

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

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

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

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

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.