

# Outlook 2026

Millennium  
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na II kwartał 2026 r.



# Szanowni Państwo,

Początek 2026 roku okazał się jednym z najbardziej burzliwych okresów ostatniej dekady. Światowe rynki nie zdążyły jeszcze odetchnąć po trudnych latach geopolitycznej rywalizacji i napięć handlowych, gdy nad globalną gospodarką zawisło kolejne zagrożenie: wojna w Iranie i związana z nią blokada Cieśniny Ormuz. To właśnie te wydarzenia zainicjowały nową falę niepewności – energetycznej, inflacyjnej i finansowej. W zaledwie kilka tygodni ropa znów stała się najważniejszym aktywem makroekonomicznym, a rynki akcji przeszły najgłębszą korektę od dwóch lat, szczególnie w Europie, która odczuła wzrost kosztów energii najmocniej. Po 4 latach względnej hossy, spadki dotknęły również rynek obligacji. Był to skutek obaw o długotrwały wzrost kosztów energii w wyniku blokady cieśniny Ormuz, a co za tym idzie – strachu przed powrotem inflacji i wyższych stóp procentowych.

W trakcie powstawania tego materiału niemal codziennie napływają różne, sprzeczne informacje z frontu wojny na Bliskim Wschodzie. W warunkach dużych emocji i nieprzewidywalności łatwo zapomnieć o fundamentach. I choć nie będziemy prognozować jak długo konflikt w Iranie będzie oddziaływał na rynki kapitałowe, doświadczenie uczy nas, że prędzej czy później pojawi się pewien punkt równowagi i nowa rzeczywistość, która wcale nie musi być zagrożeniem a szansą. Niniejszy Outlook Rynkowy Millennium TFI stanowi swoisty przewodnik, będący prezentacją naszych założeń strategicznych na cały 2026 rok, zrewidowany o wydarzenia z ostatniego 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

Stabilność fundamentów pod presją  
nowego szoku energetycznego

4

Rynki obligacji

Nowe (stare) wyzwania inflacyjne

7

Rynki akcji

Między korektą a przebudową  
globalnego przywództwa

11

Podsumowanie i wyzwania na II kwartał 2026 r. 16

# Makroekonomia

## Stabilność fundamentów pod presją nowego szoku energetycznego

Zaburzenia transportu energii wyraźnie obniżyły globalne prognozy wzrostu na 2026 r. oraz stworzyły warunki do ponownego wzrostu globalnej inflacji, zwłaszcza w Europie i Azji.

### Geopolityczny szok energetyczny zmienia reguły gry.

Początek II kwartału 2026 r. przyniósł globalnej gospodarce największy szok podażowy od kryzysu energetycznego z 2022 roku. W marcu 2026 r. eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie doprowadziła do otwartej wojny w Iranie, a w konsekwencji do częściowej blokady Cieśniny Ormuz – kluczowego szlaku transportowego, przez który przechodzi ok. 20% światowej podaży ropy oraz znaczący wolumen LNG. Zaburzenia transportu energii wyraźnie obniżyły globalne prognozy wzrostu na 2026 r. oraz stworzyły warunki do ponownego wzrostu globalnej inflacji, zwłaszcza w Europie i Azji, które są najbardziej uzależnione od importu paliw płynnych z regionu Zatoki Perskiej. W przeciwieństwie do epizodów z przełomu 2023/2024, obecny skok cen ropy i gazu nie jest krótkotrwałą anomalią, lecz efektem realnej i materialnej utraty części mocy eksportowych Iranu jak i innych krajów regionu oraz wzrostu ryzyka militarnego na jednym z najważniejszych korytarzy surowcowych na świecie.

S&P Global wskazuje, że wojna zwiększa prawdopodobieństwo, iż ropa Brent utrzyma

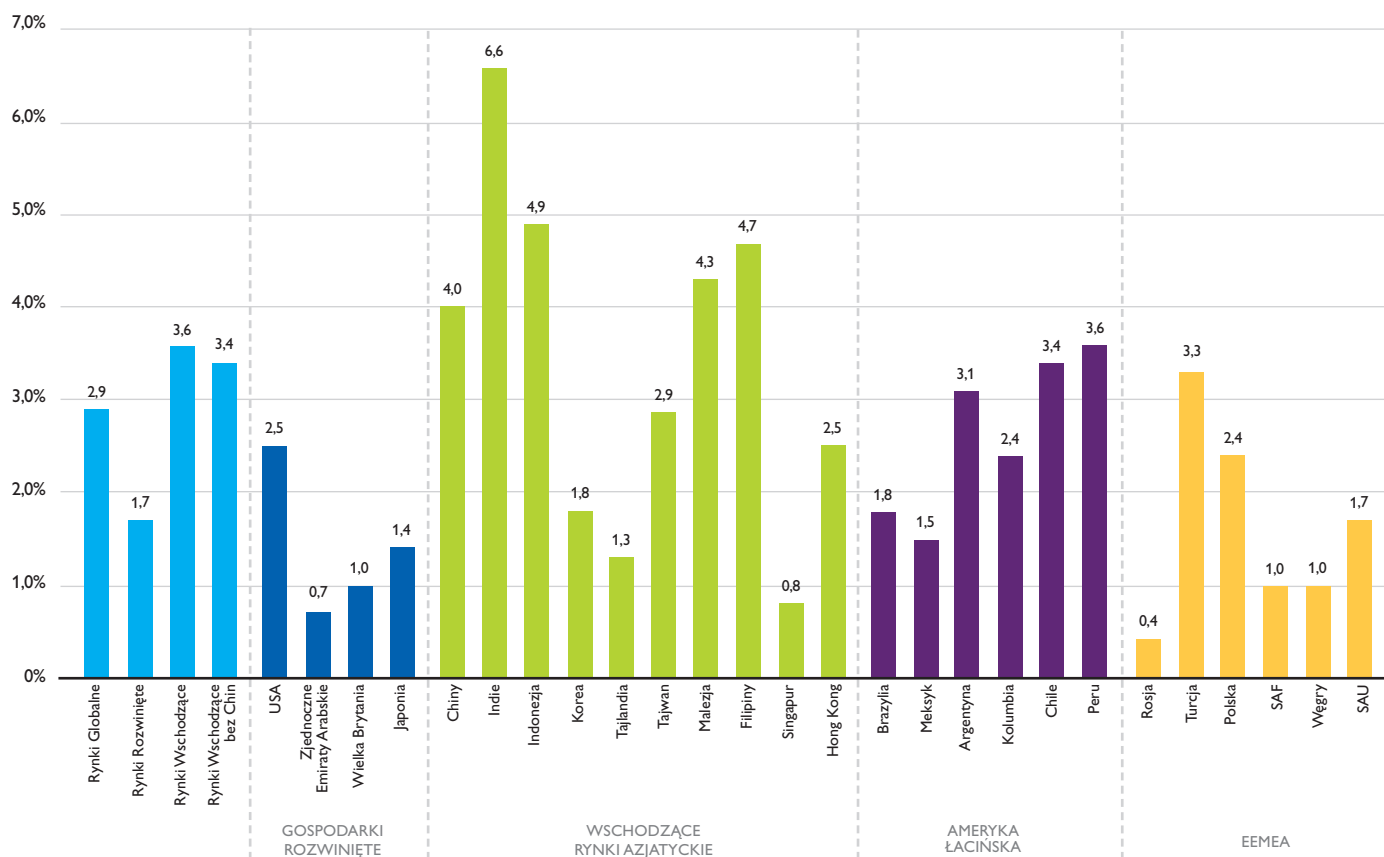
się w widełkach 95–110 USD, a gaz LNG pozostanie trwale droższy – i to nawet przy stabilizacji dostaw z USA i Kataru. OECD szacuje, że do końca 2026 r. ceny energii będą o 10-15% wyższe, niż zakładano jeszcze w końcu 2025 r.

Taki pesymistyczny scenariusz – jeśli się zmaterializuje – może zatem potencjalnie wywołać wzrost kosztów produkcji globalnie, presję na marże firm energochłonnych, strukturalne osłabienie siły nabywczej konsumentów czy odwrócenie trendu dezinflacji w wielu krajach rozwiniętych. W efekcie globalna inflacja, którą IMF jeszcze w styczniu widział w okolicach 3,8% na 2026 r., zgodnie z nowymi ocenami Standard & Poor's i OECD może wzrosnąć nawet o 0,3-0,5 pkt proc. względem wcześniejszych założeń – zwłaszcza jeśli utrzymają się napięcia wokół Iranu i cieśniny Ormuz. Oczywiście scenariusz ten nadal może przebiegać łagodniej, jeśli wojna, a ściślej udrożnienie szlaków transportowych nastąpi relatywnie szybko.

W świetle najnowszych wydarzeń nie można już utrzymywać dotychczasowej narracji o silnych filarach wspierających globalne makroekonomiczne otoczenie, które opisaliśmy w naszym Outlooku na początku roku. W rzeczywistości uległy one pewnym



### Prognozy PKB dla poszczególnych krajów w 2026 roku



Źródło: Barclays

Zgodnie z nowymi scenariuszami S&P Global, Fed i EBC będą działać ostrożniej, ograniczając obniżki stóp procentowych lub odsuwając je w czasie.

osłabieniom. Po pierwsze, globalna dezinflacja spowalnia – a lokalnie może przejściowo odwracać się w trend wzrostowy. Szok energetyczny, napięcia handlowe i wyższe ceny transportu globalnego powodują, że inflacja zamiast spadać, ponownie zaczyna rosnąć. Zarówno S&P Global, jak i OECD sygnalizują odwrócenie trendu dezinflacyjnego, szczególnie w Europie i krajach importujących energię. Po drugie, poluzowanie polityki monetarnej nie jest już pewne ani szerokie. Rynek jeszcze w 2025 r. wycieńcał głębokie cykle obniżek stóp w USA i Europie. Zgodnie z nowymi scenariuszami S&P Global, Fed i EBC będą działać ostrożniej, ograniczając liczbę cięć lub odsuwając je w czasie, jeśli szok energetyczny ustabilizuje inflację na poziomach powyżej celów banków centralnych.

### Odporność makroekonomiczna pozostaje, ale „pęknięcia” stają się wyraźniejsze.

Mimo geopolitycznych szoków globalna gospodarka nie wydaje się zmierzać ku pełnoskalowej recesji. Fundamentalne wskaźniki – dynamika PKB, sytuacja na rynku pracy oraz zdolność sektora prywatnego do absorpcji

szoków – pozostają relatywnie solidne. Wzrost inwestycji w obszarze sztucznej inteligencji i infrastruktury cyfrowej, wysoka elastyczność amerykańskiej gospodarki oraz opóźnione efekty wcześniejszego luzowania fiskalnego w wybranych regionach wciąż amortyzują presję po stronie podaży i finansowania.

Jednocześnie obserwujemy jednak coraz bardziej wyraźną fragmentaryzację obrazu wzrostu. Wrażliwe sektory przemysłowe, transportowe oraz energochłonne w Europie i Azji zaczynają odczuwać skutki uporczywie wysokich kosztów energii, droższego importu oraz ograniczonej dostępności finansowania. W państwach o wysokim udziale zadłużenia publicznego i prywatnego rosnące koszty obsługi długu stopniowo wypierają inwestycje, obniżając średni potencjał wzrostowy. Równoległe zaostrzenie standardów kredytowych w sektorze bankowym działa procyklicznie, wzmacniając regionalne różnice w dynamice koniunktury.

Kluczowym czynnikiem niepewności w krótkim i średnim horyzoncie pozostaje sytuacja na rynkach energii. Przedłużająca się blokada cieśniny Ormuz zwiększa ryzyko trwałego

Według Global oraz OECD wyższe ceny energii i transportu obniżyły oczekiwany wzrost PKB o 0,2-0,4 pkt proc.

szoku cenowego na rynku ropy i LNG, którego skutki wykraczają poza jednorazowy impuls inflacyjny. Utrwalone wyższe ceny energii mogą bowiem przełożyć się na pogorszenie terms of trade w gospodarkach importujących surowce, podbić inflację bazową oraz ograniczyć przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez banki centralne. W tym scenariuszu ryzyko „stagflacyjnych ognisk” – szczególnie w Europie – istotnie wzrasta.

### Stany Zjednoczone – miękkie lądowanie w warunkach nowych napięć inflacyjnych.

Stany Zjednoczone weszły w 2026 r. w stanie relatywnie stabilnej kondycji, wspieranej mocnym rynkiem pracy, solidną konsumpcją oraz wysoką dynamiką inwestycji w sztuczną inteligencję i infrastrukturę technologiczną. Wcześniejsze prognozy IMF oraz zakładały wzrost amerykańskiego PKB rządu 2,8% w 2026 r., co czyniło USA jednym z liderów wzrostu w grupie rynków rozwiniętych. Wojna w Iranie oraz zaburzenia transportu przez Cieśninę Ormuz wymusiły jednak rewizję tych prognoz. Według Global oraz OECD wyższe ceny energii i transportu obniżyły oczekiwany wzrost PKB o 0,2-0,4 pkt proc., a aktualny konsensus rynkowy plasuje się obecnie bliżej 2,4-2,6%.

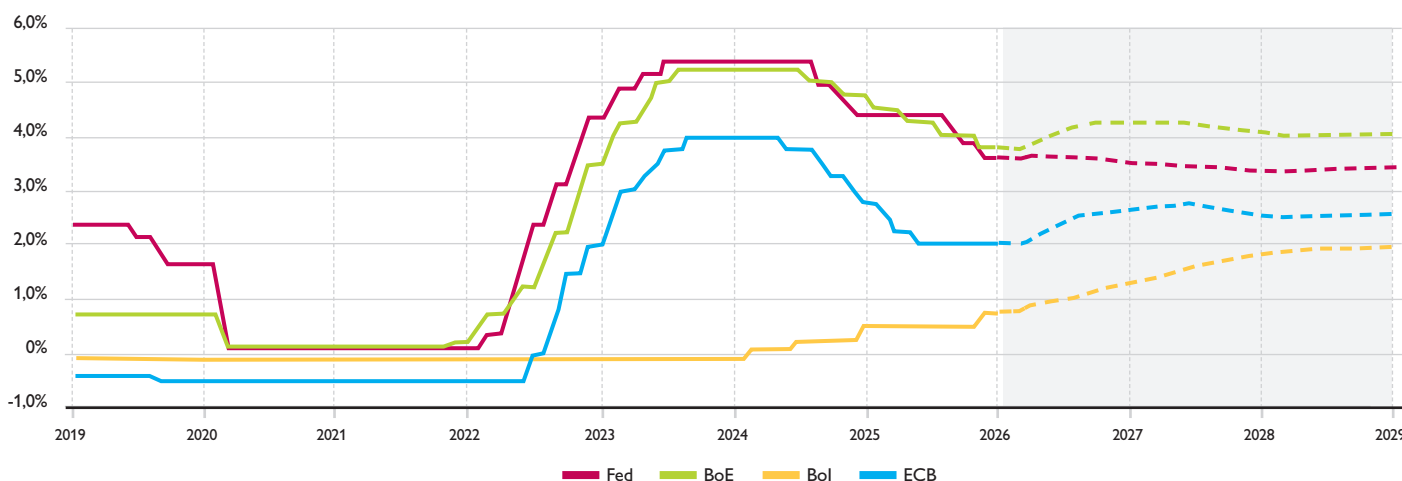
Inflacja, która według wcześniejszych przewidywań miała spadać do 2,2-2,4% w 2026 r., obecnie znajduje się na ścieżce wyższej o ok. 0,3 pkt proc. z powodu rosnących cen energii, transportu i usług. S&P Global jednoznacznie wskazuje, że presja kosztowa po wydarzeniach w Iranie opóźni proces dezinflacji w USA.

Fed – wcześniej gotów do kilku obniżek stóp procentowych – obecnie sygnalizuje ostrożność. Wyższa inflacja i niepewność geopolityczna zmniejszają prawdopodobieństwo pełnego cyklu łagodzenia w 2026 r., a rynek w wycenach przesunął większość oczekiwanych ruchów na II połowę roku.

### Europa – największy ciężar szoku energetycznego i ryzyko stagflacji.

Strefa euro pozostaje regionem najbardziej narażonym na skutki konfliktu na Bliskim Wschodzie i blokady cieśniny Ormuz. OECD wskazuje, że Europa doświadcza najsilniejszego wzrostu kosztów energii wśród państw G20, a ceny gazu i ropy w regionie mogą do końca roku pozostać 10–15% wyższe, niż zakładano jeszcze jesienią 2025 r. Wydaje się również, że nowe szoki podażowe wyraźnie pogorszyły ścieżkę wzrostu. Już w styczniowych projekcjach PKB strefy euro przewidywano umiarkowany wzrost rządu ~1,4% na 2026 rok. Jednak najnowsze analizy OECD wskazują na **korektę w dół** – do poziomu **1,0-1,2%**, czyli o 0,3-0,4 pkt proc. mniej niż zakładano. Inflacja, która do końca 2025 roku konsekwentnie spadała, znalazła się znów pod silną presją. OECD podkreśla, że wzrost cen energii oraz wyższe koszty transportu morskiego przełożą się na **wyższy poziom inflacji w 2026 r. o ok. 0,4-0,5 pkt proc.** względem prognoz ze stycznia. Europa staje więc w obliczu zjawiska charakterystycznego dla **stagflacji**: wzrost PKB spowalnia, inflacja odbija, a polityka pieniężna pozostaje w ograniczonym zakresie. S&P Global zauważa, że presja kosztowa będzie szczególnie silna

### Ścieżki stóp procentowych i prognozy najważniejszych banków centralnych



Źródło: JP Morgan

Europa jest najbardziej narażona na scenariusze stagflacyjne – umiarkowany wzrost przy rosnącej inflacji

w sektorach przemysłowych i energochłonnych, a EBC będzie zmuszony utrzymywać pauzę w polityce stóp przez dłuższy czas.

Choć naszym zdaniem Europa wciąż broni się przed scenariuszem recesyjnym, dostrzegamy sygnały przeciążenia fiskalnego: transformacja energetyczna, wzrost wydatków na obronność oraz wysoka wrażliwość przemysłu na koszty energii zwiększają deficyty publiczne i ograniczają przestrzeń do skutecznej stymulacji gospodarki, finansowanej przez poszczególne państwa Unii Europejskiej.

**Ryzyka krótkoterminowe w Europie obejmują:**

- stagnację w niemieckim przemyśle i słabość eksportu,
- rosnące koszty transportu i ubezpieczeń morskich po blokadzie Ormuz,
- skokowy wzrost kosztów energii w przemyśle energochłonnym,
- ograniczoną możliwość dalszych obniżek stóp EBC, który utrzymuje „pauzę” w polityce pieniężnej.

To wszystko sprawia, że Europa jest najbardziej narażona na scenariusze stagflacyjne – umiarkowany wzrost przy rosnącej inflacji.

**Rynki wschodzące – odporność, ale wyraźnie zróżnicowana.**

Według IMF rynki wschodzące, jako całość, utrzymują silniejszą dynamikę wzrostu niż

gospodarki rozwinięte – prognozowany wzrost PKB dla całej tej grupy na 2026 r. wynosi ok. 4%.

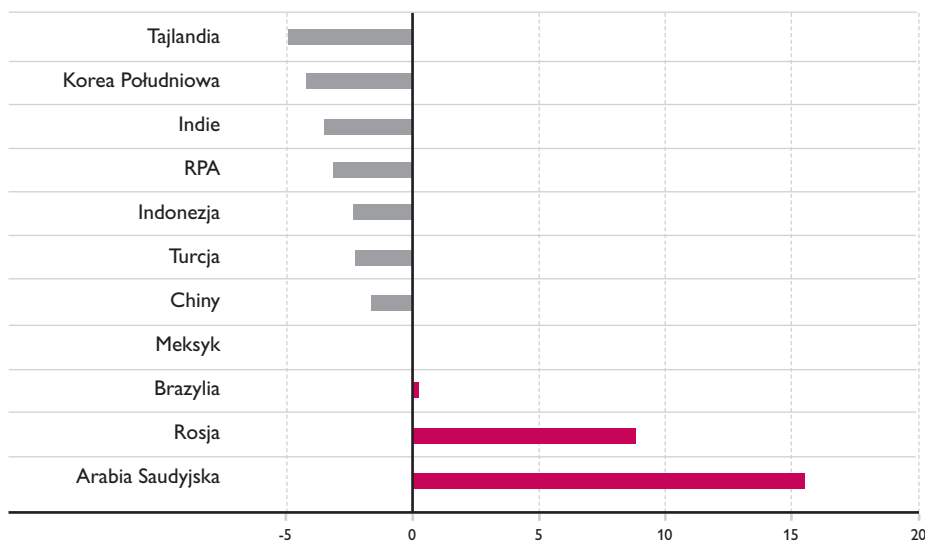
**Silnymi punktami tej grupy krajów pozostają:**

- Azja (w szczególności Indie, Indonezja, Wietnam) wciąż wykazuje wyjątkową odporność, napędzaną konsumpcją i inwestycjami przemysłowymi.
- Korea i Tajwan korzystają z globalnego boomu na technologie AI, półprzewodniki i infrastrukturę centrów danych.
- W wielu gospodarkach rynków wschodzących (Emerging Markets – EM) cykl obniżek stóp procentowych jest bardziej zaawansowany niż w USA czy Europie.

**Jednocześnie opisywany wyżej szok energetyczny przynosi nowe ryzyka:**

- Kraje uzależnione od importu energii (Turcja, Egipt, Pakistan) odczują największy wzrost inflacji i kosztów finansowania.
- Chiny pozostają słabym ogniwem – według Moody’s wzrost wyniesie ok. 4,2%, hamowany przez słaby rynek nieruchomości i niską dynamikę popytu krajowego.
- Napięcia geopolityczne i fragmentacja handlu mogą ograniczyć dostęp do kapitału zewnętrznego.

**Eksport netto ropy naftowej jako % PKB w poszczególnych krajach**



Źródło: JP Morgan

Polska gospodarka pozostaje jedną z najstabilniejszych w Europie, z przewidywanym wzrostem 3,4-3,7% w 2026 r., napędzanym konsumpcją i inwestycjami współfinansowanymi ze środków KPO.

Mimo tych czynników, rynki wschodzące pozostają atrakcyjne dzięki dużej niejednorodności gospodarek, młodszemu społeczeństwu czy rosnącej klasie średniej. Udowodniona w minionym roku odporność na amerykańską politykę handlową (przy założeniu braku eskalacji napięć geopolitycznych i słabnącemu USD) również może przyciągać globalny kapitał.

### Polska – stabilne fundamenty, ale rosną presje kosztowe i fiskalne.

Polska gospodarka pozostaje jedną z najstabilniejszych w Europie, z przewidywanym wzrostem 3,4-3,7% w 2026 r., napędzanym konsumpcją i inwestycjami współfinansowanymi ze środków KPO. Inflacja w Polsce znajdowała się pod koniec 2025 roku w trendzie dezinfłacyjnym, kotwicząc się w celu inflacyjnym NBP. Według OECD nowy szok energetyczny mógłby potencjalnie podnieść ścieżkę inflacji CPI w II kwartale o 0,3-0,5 pkt proc., szczególnie przez wzrost cen gazu i paliw. Jednak szybki szacunek inflacji za marzec przez GUS pokazał odczyt lepszy od oczekiwań: inflacja CPI wyniosła 3% r/r (przy oczekiwanych 3,2%). Zamrożenie cen paliw do czerwca 2026 r., choć kosztowne budżetowo, prawdopodobnie ma szansę utrzymać dynamikę inflacji w granicach 3%.

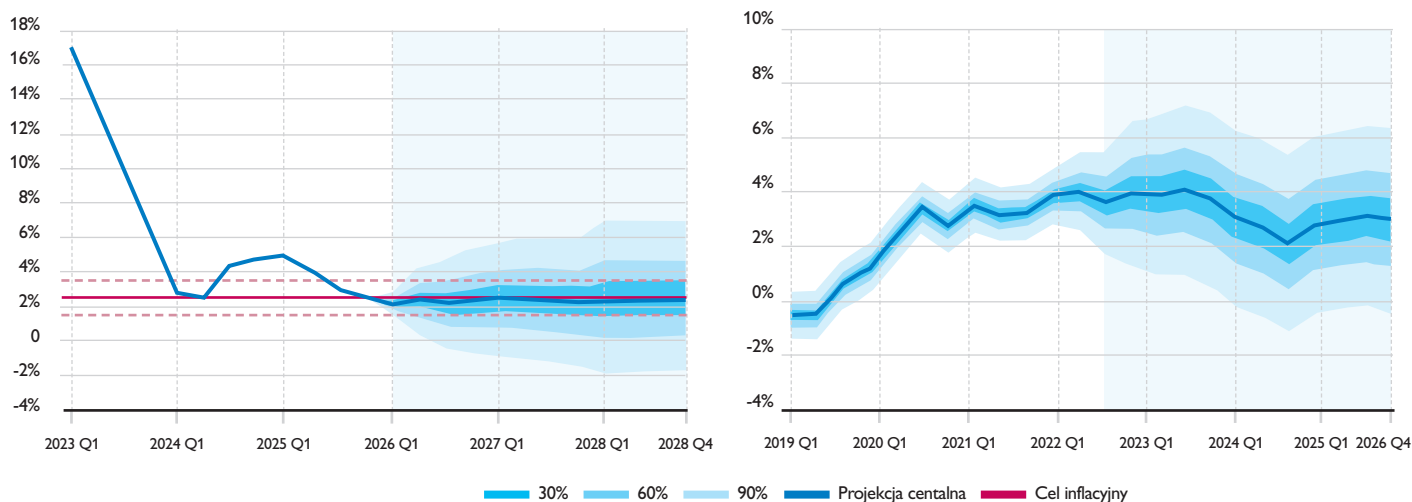
Wojna w Iranie i strach przed powrotem inflacji dosyć mocno zmienił oczekiwania rynku co do polityki monetarnej NBP.

Jeszcze niedawna narracja do przynajmniej 2 obniżek stóp procentowych w 2026 r. ustąpiła silniej (naszym zdaniem zbyt pesymistycznej) rewizji do aż 4 podwyżek! Uznajemy to jednak za efekt niepewności, bez fundamentalnych przesłanek. Zacieśnianie polityki monetarnej w obliczu tzw. inflacji zewnętrznej (czyli wzrost cen w kraju ze względu na wzrost cen ropy) jest co do zasady mało skuteczny i grozi zdławienie wzrostu gospodarczego. Naszym scenariuszem bazowym, podobnie jak dla innych banków centralnych będzie raczej wstrzymanie się z decyzjami i utrzymanie stóp procentowych na dotychczasowych poziomach.

Problemem dla polskiej gospodarki może być wysoki deficyt budżetowy na który wskazywaliśmy jeszcze w 2025 roku. Według Moody's może sięgnąć 6,5% PKB, a jednocześnie eksport pozostaje wrażliwy na słabość niemieckiego przemysłu, rosnące koszty energii czy ryzyko spowolnienia inwestycji prywatnych przy utrzymującej się niepewności globalnej.

Postrzegamy jednak polskie otoczenie makroekonomiczne jako względnie stabilne i wciąż sprzyjające. Polska pozostaje beneficjentem stabilnej sytuacji na rynku pracy, wysokiej aktywności zawodowej oraz dużych napływów kapitału w regionie Europy Środkowej. Planowane inwestycje zbrojeniowe mogą również wspierać inne gałęzie przemysłu oraz eksport.

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



II kwartał 2026 r. zapowiada się jako okres, w którym geopolityka i energia będą kluczowymi determinantami kierunku makro.

### Podsumowanie

Oceniając globalny obraz makroekonomiczny w ujęciu regionalnym, możemy wskazać następujące ryzyka i obszary do obserwacji:

- **Ryzyko globalne wzrosło zauważalnie** w wyniku wojny w Iranie i blokady Ormuz.
- **Inflacja może odbić**, ograniczając możliwość luzowania polityki monetarnej.
- **Europa znajduje się w najbardziej niekorzystnym położeniu**, łącząc wysokie koszty energii ze słabym przemysłem.
- **USA pozostają stabilizatorem globalnej gospodarki**, choć tempo dezinflacji zwalnia.

- **EM – szczególnie Azja – mogą nadal rosnąć dynamicznie**, o ile nie dojdzie do szerokiego wzrostu cen energii.
- **Polska utrzymuje solidne fundamenty**, ale z rosnącymi ryzykami kosztowymi i fiskalnymi.

II kwartał 2026 zapowiada się więc jako okres, w którym geopolityka i energia będą kluczowymi determinantami kierunku makro, a równowaga między ryzykami „na minus” i „na plus” będzie bardziej krucha niż w poprzednich latach. Trzeba jednak zauważyć, że globalna gospodarka weszła w ten „wojenno-energetyczny kryzys” z solidnymi fundamentami, które mogą ją wciąż skutecznie chronić przed recesją.



# Rynki obligacji

## Nowe (stare) wyzwania inflacyjne

W ślad za gwałtownym wzrostem cen ropy naftowej wzrosły rentowności obligacji na globalnych rynkach, odzwierciedlając wzrost oczekiwanej premii za ryzyko stopy procentowej.

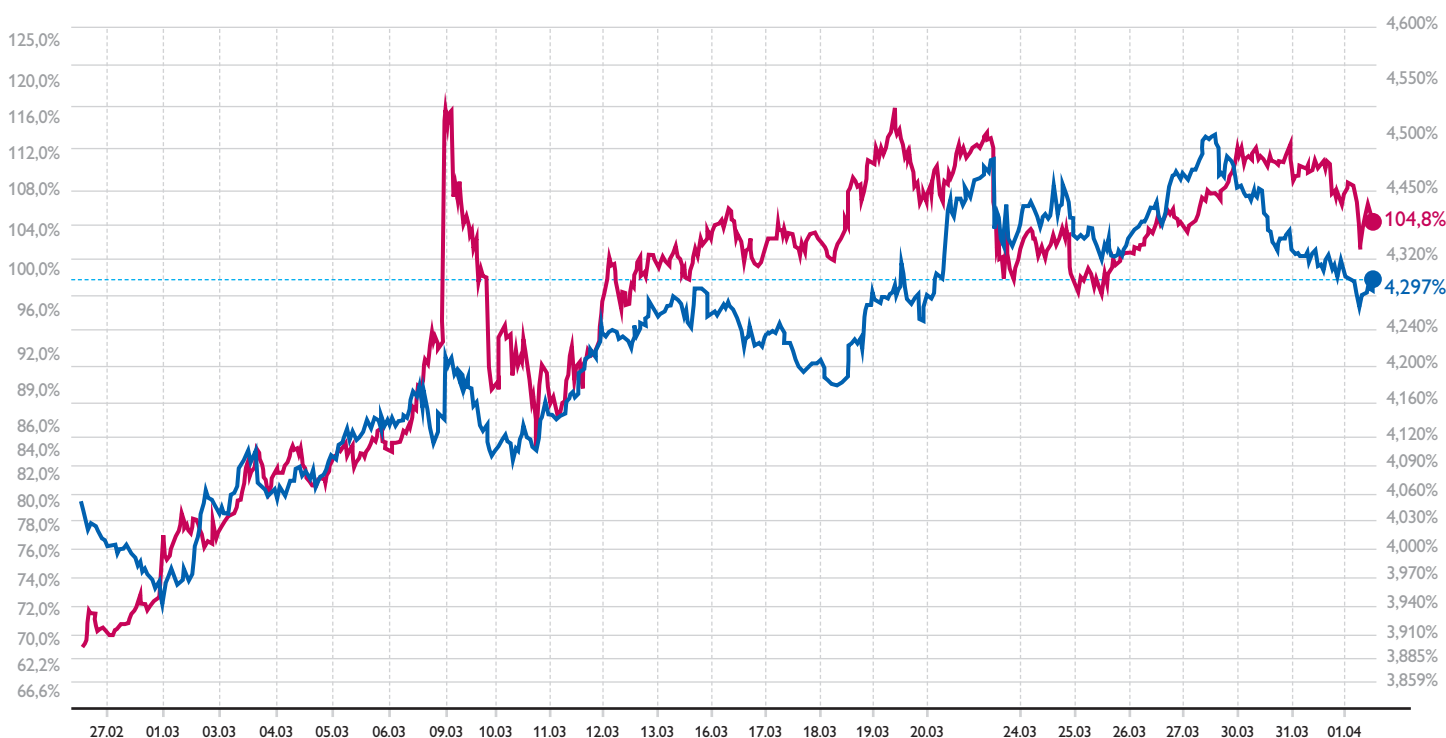
Po bardzo dobrym początku roku na rynku instrumentów dłużnych marzec przyniósł śdrametralną zmianę nastrojów wywołaną wybuchem wojny na Bliskim Wschodzie, która doprowadziła do gwałtownego wzrostu cen surowców energetycznych, głównie ropy i gazu, które z kolei wywołały obawy o wzrost inflacji i zmianę w polityce monetarnej banków centralnych. W ślad za gwałtownym wzrostem cen ropy naftowej wzrosły rentowności obligacji na globalnych rynkach, odzwierciedlając wzrost oczekiwanej premii za ryzyko stopy procentowej.

Nastąpił gwałtowny zwrot w oczekiwaniach dot. zmiany stóp procentowych na świecie. Pomimo tego, że w marcu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła po raz kolejny stopy procentowe o 25 pb., to w marcu kontrakty terminowe na stopę procentową (FRA) zaczęły w pewnym momencie wyceniać nawet 3 podwyżki stóp procentowych

(po 25 pkt. bazowych) w Polsce do końca roku i prawie 4 w perspektywie kolejnych 12 miesięcy. Choć Europejski Bank Centralny na marcowym posiedzeniu pozostawił stopy bez zmian (depozytowa na poziomie 2,00%), rynek w odpowiedzi na szok energetyczny zaczął wyceniać podwyżki (nawet o 75 pkt bazowych do końca 2026 r.) Amerykańska Rezerwa Federalna pozostaje w trybie wyczekiwania, ale szanse na jakiegokolwiek obniżki spadły niemal do zera.

Same banki centralne nie były tak skore do podwyżek stóp procentowych jak rynek, ale przekaz szczególnie z Europejskiego Banku Centralnego stał się wyraźnie bardziej jastrzębi. Uwaga inwestorów przesunęła się z danych z gospodarki, na doniesienia z frontu i wypowiedzi polityków na temat perspektyw jej zakończenia. Po dobrym początku roku na rynek wróciła niepewność.

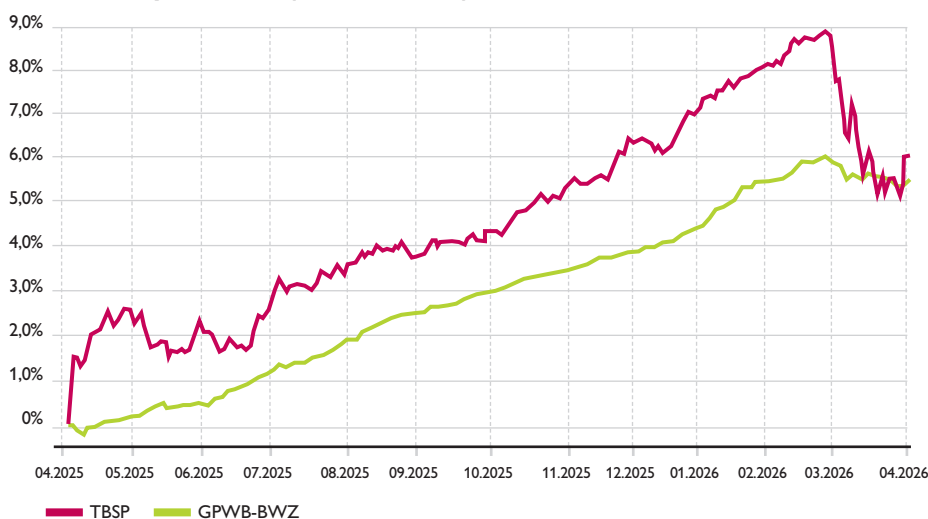
### Cena ropy naftowej Brent (w USD) vs Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych USA



Źródło: TradingView

Biorąc pod uwagę wzrost dochodu w obligacjach krótkoterminowych widzimy tam obecnie lepszą relację zysku do ponoszonego ryzyka.

### Indeksy polskich obligacji skarbowych stałokuponowych (TBSP) i zmiennokuponowych (GPWB-BWZ)



Źródło: Stooq.pl

### Przecena funduszy dłużnych.

Wzrost rentowności obligacji wywołał także przecenę funduszy dłużnych, szczególnie tych o dłuższej duracji portfeli (średnim ważonym czasie ich wykupu). Indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych (Treasury BondSpot Poland Index) zanotował 3,5% przecenę, największą od października 2022 r. Indeks obligacji skarbowych zmiennokuponowych (GPWB-BWZ), który jest znacznie mniej wrażliwy na zmiany stóp procentowych także się przecenił od szczytu o 0,6%.

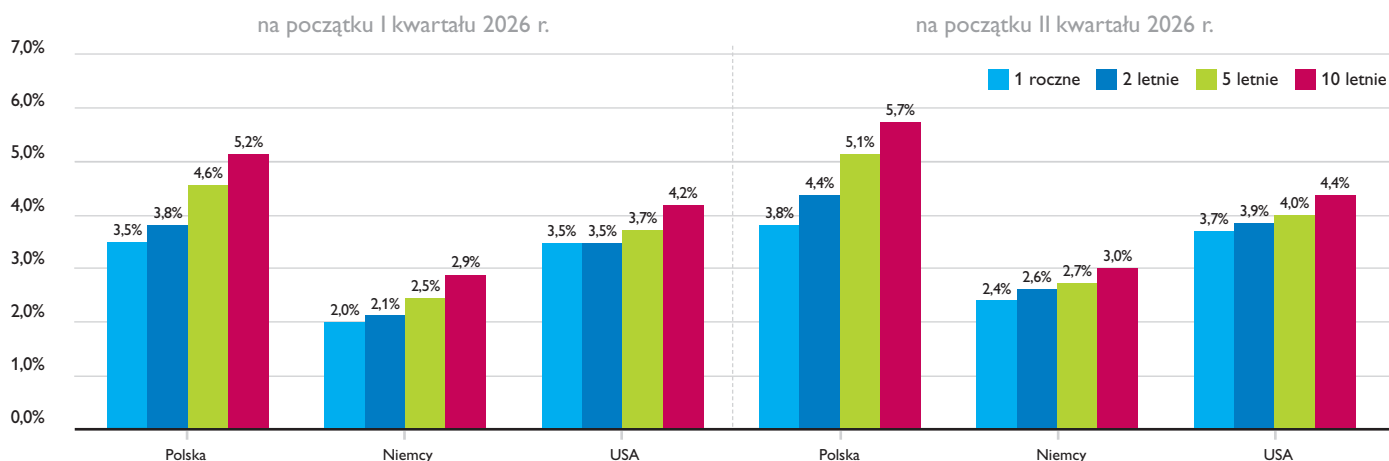
### Krótkoterminowe obligacje – rozsądny kompromis między ryzykiem a zyskiem.

Rentowności obligacji wzrosły na całej długości krzywej, co sprawia że ta tylko nieznacznie

zmieniła swoje nachylenie względem początku roku. Oznacza to, że nie wzrosła zauważalnie przewaga obligacji z dłuższym terminem wykupu nad tymi z krótszym terminem. Biorąc jednak pod uwagę, wzrost ryzyka stopy procentowej wywołanym wzrostem cen surowców na globalnych rynkach premia za jego ponoszenie naszym zdaniem nie jest wystarczająco atrakcyjna, aby wydłużyć durację portfeli. Biorąc pod uwagę wzrost dochodu w obligacjach krótkoterminowych widzimy tam obecnie lepszą relację zysku do ponoszonego ryzyka.

Wynika to z faktu, że obligacje zapewniają regularne, stałe odsetki, niezależnie od czynników globalnych, a ich duracja (czyli wrażliwość na zmiany stóp procentowych) jest niższa, ponieważ spłaty (odsetki i kapitał) następują szybciej w porównaniu z obligacjami

### Rentowności obligacji skarbowych poszczególnych krajów



Źródło: Millennium TFI, Investing.com

### Różnice w rentownościach obligacji bez ratingu inwestycyjnego (poziom BB), a rentownością obligacji skarbowych USA



Źródło: FRED – The ICE BofA Option-Adjusted Spreads (OASs)

Pod wpływem wojny i związanym z nią wzrostem ryzyka recesji gospodarczej spready kredytowe wzrosły z 2,8 p.proc. na początku roku do 3,4 p.proc na koniec marca.

o dłuższym terminie zapadalności (co zwiększa przejrzystość perspektyw polityki pieniężnej). Mówiąc prościej, wraz ze zbliżaniem się terminu zapadalności obligacji wzrasta pewność. Co więcej obecny poziom krótkoterminowych obligacji jest istotnie wyższy niż oprocentowanie bankowych depozytów, co czyni je stosunkowo atrakcyjną propozycją dla ostrożnych inwestorów.

Podsumowując, relatywnie wysoki dochód z krótkoterminowych obligacji, przy niewielkiej ekspozycji na ryzyko stopy procentowej zapewnia obecnie rozsądny kompromis między ryzykiem a potencjalnym zyskiem.

#### Niewielki wzrost premii za ryzyko kredytowe.

Pod wpływem wojny i związanym z nią wzrostem ryzyka recesji gospodarczej spready kredytowe (różnica pomiędzy rentownością obligacji wysokodochodowych, a obligacjami skarbowymi w USA) wzrosły z 2,8 p.proc. na początku roku do 3,4 p.proc na koniec marca. Tym niemniej na tle historycznym pozostają na relatywnie niskim poziomie, co naszym zdaniem nie czyni jeszcze okazji inwestycyjnej w tym segmencie, biorąc pod uwagę wzrost ryzyka kredytowego w sytuacji potencjalnej recesji lub znacznego spowolnienia w globalnej gospodarce. Dlatego pomimo niewielkiego wzrostu

spreadów kredytowych nasze nastawienie do tej klasy aktywów utrzymujemy na poziomie neutralnym.

#### Obawy o powtórkę z lat 2021-2022 wydają się nieuzasadnione.

W latach 2021-2022 doświadczyliśmy gwałtownego wzrostu inflacji i stóp procentowych, co przełożyło się na największą w historii przecenę instrumentów dłużnych. W obu przypadkach mieliśmy do czynienia ze wzrostem cen surowców energetycznych i dlatego wiele osób może postrzegać obecną sytuację jako powtórkę z tamtego okresu.

Naszym zdaniem rok 2026 nie jest powtórką z lat 2021-2022. Oto kluczowe argumenty, dlaczego mamy do czynienia z inną sytuacją:

#### 1. Inna kondycja łańcuchów dostaw.

W 2022 roku światowa gospodarka wracała do siebie po pandemii Covid 19. Łańcuchy dostaw były zerwane, porty zablokowane, a podaż towarów drastycznie ograniczona. Każdy wzrost popytu uderzał w pustą ścianę podaży, co błyskawicznie windowało ceny.

**Obecnie:** Globalna logistyka jest w pełni sprawna i znacznie bardziej zdwersyfikowana. Firmy nauczyły się zarządzać zapasami w modelu

Wybuch wojny w Ukrainie wywołał panikę, ponieważ Europa była uzależniona od jednego dostawcy gazu, a ceny surowców energetycznych wzrosły o kilkaset procent w kilka tygodni.

„just-in-case” zamiast „just-in-time”. Nawet przy lokalnych napięciach geopolitycznych, fizyczna dostępność towarów jest nieporównywalnie większa niż 4 lata temu.

## 2. Energetyczna odporność Europy i USA.

Wybuch wojny w Ukrainie wywołał panikę, ponieważ Europa była uzależniona od jednego dostawcy gazu, a ceny surowców energetycznych wzrosły o kilkaset procent w kilka tygodni.

**Obecnie:** Struktura miksu energetycznego uległa trwałej zmianie. Europa posiada infrastrukturę do odbioru LNG i znacznie większy udział OZE. Z kolei USA są największym producentem ropy na świecie i netto eksporterem energii. Obecne wzrosty cen ropy są traktowane przez rynek jako „zarządzalne ryzyko”, a nie egzystencjalne zagrożenie dla przemysłu.

## 3. Poziom stóp procentowych („Amunicja” banków centralnych).

W 2022 roku banki centralne startowały z poziomu stóp bliskiego zeru. Były spóźnione, a inflacja „uciekła” im, zanim zdążyły zareagować. Realne stopy procentowe w wielu gospodarkach były ujemne.

**Obecnie:** Znajdujemy się w zupełnie innym punkcie cyklu. Stopy procentowe są już na relatywnie wysokich poziomach (wciąż stosunkowo restrykcyjnych). Banki centralne nie muszą gonić inflacji – ta jest w trendzie spadkowym. Tak więc mają przestrzeń, by w razie spowolnienia obniżyć stopy, lub utrzymać je „wyżej na dłużej”, by zdusić resztki presji cenowej. Realne stopy procentowe są dziś dodatnie, co samo w sobie działa hamująco na inflację.

## 4. Dynamika płac i oczekiwania inflacyjne.

W 2022 r. istniało realne ryzyko tzw. spirali płacowo-cenowej. Pracownicy, wystraszeni nagłym skokiem cen, masowo żądali podwyżek, co przy niedoborach kadrowych zmuszało firmy do dalszego podnoszenia marż.

**Obecnie:** Oczekiwania inflacyjne konsumentów są zakotwiczone. Ci wierzą,

że inflacja wróci do celu, co widać w danych ankietowych i w rynkowych długoterminowych oczekiwaniach inflacyjnych (tj. 5-Year Breakeven Inflation Rate). Wzrost płac spowolnił i jest bardziej skorelowany z wydajnością pracy, a nie z walką przed drożyzną.

## 5. Efekt bazy.

W 2022 r. inflacja startowała z niskich poziomów, więc każdy skok cen surowców przekładał się na gigantyczne dynamiki roczne (efekt niskiej bazy).

**Obecnie:** Poziom cen jest już wysoki. Aby inflacja znów wyniosła 15-20%, ceny surowców musiałyby wzrosnąć o kolejne kilkaset procent od obecnych poziomów, co jest scenariuszem mało prawdopodobnym przy obecnym tempie wzrostu globalnego PKB.

## 6. Poziom rentowności obligacji.

To najważniejsza zmiana matematyczna. Przecena z lat 2021-2022 wynikał także z bardzo niskiego dochodu bieżącego z obligacji. Polska 1 roczna obligacja skarbową w sierpniu 2021 roku miała rentowność ok. 0,1%, a 10 letnia ok. 1,7%. Taki dochód nie miał szans zamortyzować spadku ceny w wyniku gwałtownie rosnących stóp procentowych.

**Obecnie:** Rentowności obligacji są kilkakrotnie wyższe: rentowność 1 rocznych polskich skarbówek wynosi ok. 3,9%, a 10 letnich ok. 5,8%. Ten poziom nawet w scenariuszu kolejnych kilku podwyżek stóp procentowych w Polsce (które już są w dużej mierze wycenione) daje dochód, który daje realne szanse na zamortyzowanie dalszego spadku ceny obligacji.

Podsumowując, obecny wzrost inflacji nie jest naszym zdaniem powtórką z lat 2021-2022. To raczej „wyboista droga” do celu inflacyjnego, a nie niekontrolowany pożar; z jakim mieliśmy do czynienia w 4 lata temu. Tym niemniej dostrzegamy ryzyka związane z ryzykiem tzw. drugiej rundy i dalszym wzrostem rentowności obligacji. Te ryzyka mogą inwestorzy istotnie ograniczyć ekspozycją na segment obligacji o krótkim terminie zapadalności, które pozwalają przeczekać zmienność, generując jednocześnie stosunkowo atrakcyjny dochód.

Do czasu zakończenia konfliktu spodziewamy się utrzymywania podwyższonej zmienności rentowności obligacji.

### Perspektywy dla instrumentów dłużnych na II kwartał 2026 r.

W momencie pisania naszych perspektyw na II kwartał 2026 roku doświadczamy bardzo dużej niepewności. Konflikt na Bliskim Wschodzie bez wątpienia wprowadza nowy element niepewności geopolitycznej, którego skutki zależą od czasu jego trwania oraz od skali zakłóceń dostaw surowców energetycznych. Do czasu zakończenia konfliktu spodziewamy się utrzymywania podwyższonej zmienności rentowności obligacji. Niewątpliwie zwiększył on ryzyko stagflacji (niskiego wzrostu gospodarczego i wysokiej inflacji), zwłaszcza w przypadku gospodarek europejskich i azjatyckich uzależnionych od importu surowców energetycznych z rejonu objętego konfliktem.

Pomimo tego podtrzymujemy nasze nastawienie do instrumentów dłużnych w kontekście całego 2026 roku. Rynek w naszej opinii wycenił wiele ryzyk, które mogą się nie zrealizować, co stwarza okazje dla inwestorów, którzy zaakceptują okresowo podwyższoną zmienność.

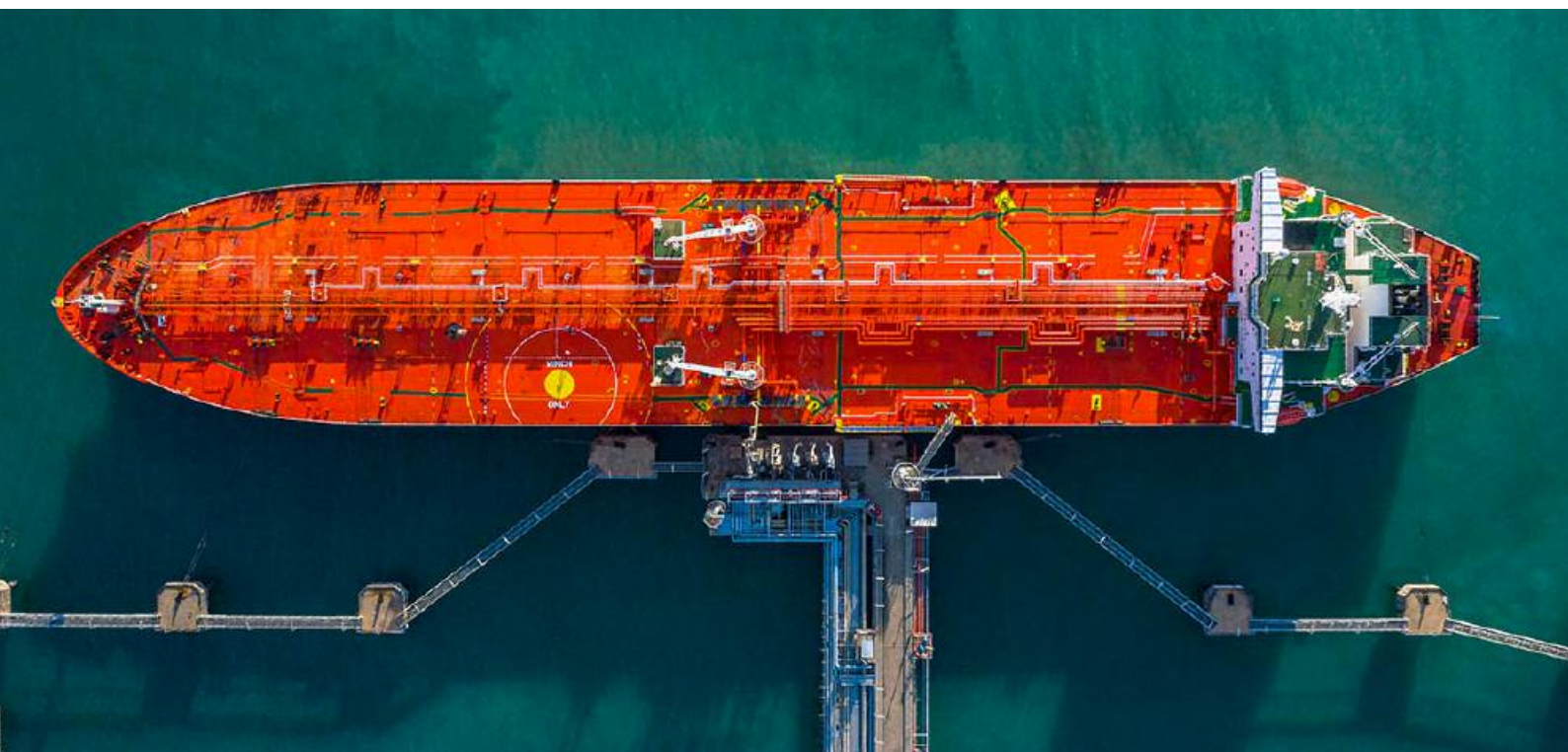
Naszym zdaniem nie jesteśmy w podobnej sytuacji co w latach 2021-2022, kiedy doświadczaliśmy szoku podaźowego i wzmożonego, postcovidowego popytu.

Wyższe koszty energii mogą jednak utrzymać inflację powyżej celów banków centralnych w kilku głównych gospodarkach, ograniczając możliwości łagodzenia polityki pieniężnej.

Obecnie spodziewamy się utrzymania stóp procentowych przez główne banki centralne, w tym NBP na niezmiennym poziomie do czasu dokonania rzetelnej oceny skutków wzrostu cen surowców energetycznych na długoterminowe oczekiwania inflacyjne. W tym kontekście jednak ryzyko pogorszenia koniunktury w globalnej gospodarce, może być argumentem za łagodzeniem polityki monetarnej, co powinno częściowo łagodzić wpływ podwyższonej presji inflacyjnej.

Podsumowując, uwzględniając znane obecnie ryzyka dla instrumentów dłużnych nie zmieniamy na razie swojego nastawienia w kontekście całego roku do tej klasy aktywów, który pozostaje umiarkowanie pozytywny. Uznajemy, że znane ryzyka zostały stosunkowo uczciwie wycenione wzrostem rentowności obligacji.

Aby to ryzyko zniwelować inwestorzy mogą skierować się w kierunku obligacji krótkoterminowych, które po wzroście rentowności naszym zdaniem oferują bardzo rozsądną relację potencjalnego zysku do potencjalnego ryzyka.



# Rynki akcji

## Między korektą a przebudową globalnego przywództwa

Początek 2026 roku stał się momentem wyraźnego przewartościowania ryzyk – regionalnych oraz sektorowych.

Pierwszy kwartał 2026 roku przyniósł rynkom akcji korektę o skali, która zatrzymała trwający od dwóch lat trend dynamicznych wzrostów. To nie była jednak zwykła realizacja zysków – raczej reakcja na szok geopolityczny, który błyskawicznie zmienił postrzeganie ryzyka.

Tylko w marcu amerykański rynek zanotował jeden z najłagodniejszych tygodni od dwóch lat: indeks S&P 500 spadł o ponad 5%, a spadkom przewodziły głównie spółki technologiczne.

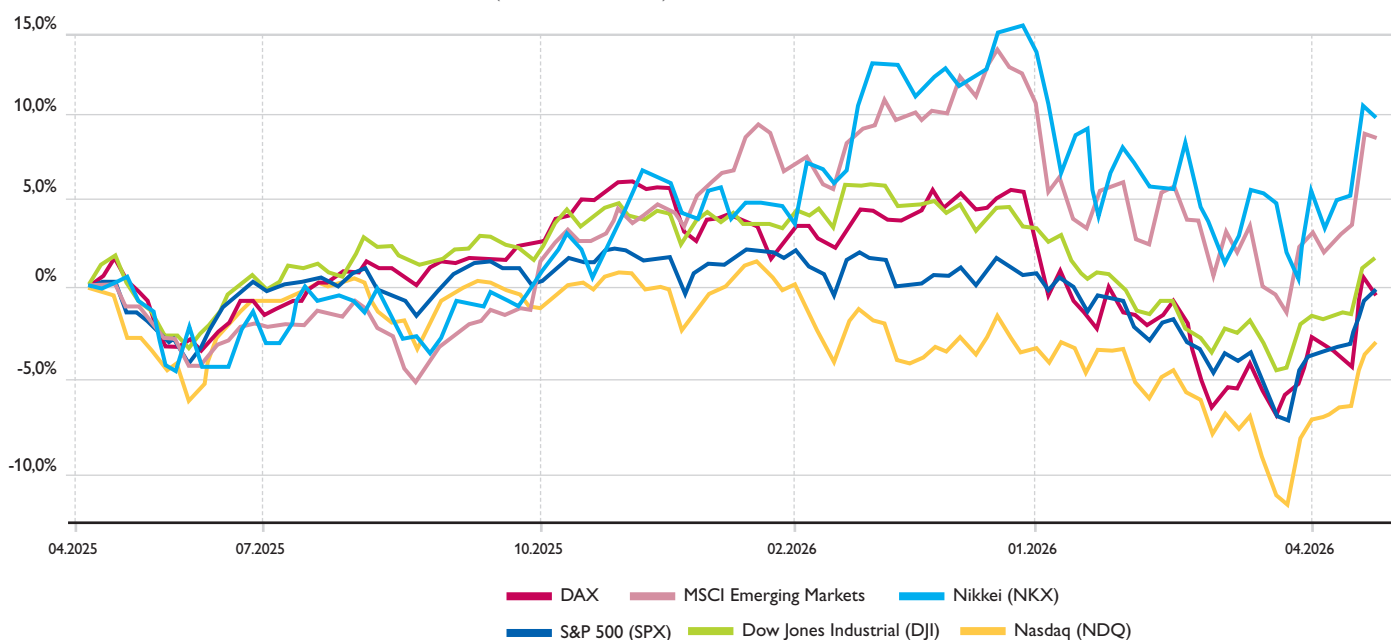
W Europie sytuacja była jeszcze bardziej napięta – indeks STOXX Europe 600 w ciągu jednego tygodnia stracił 5,5%, a inwestorzy gwałtownie ograniczyli apetyt na ryzyko w obliczu rosnących cen ropy i gazu oraz obaw o trwałość szoku energetycznego. Podobny zakres przeceny dotknął rynki wschodzące, gdzie dodatkowym czynnikiem osłabienia był umacniający się USD i odpływ globalnych kapitałów.

Tym samym początek 2026 roku stał się momentem wyraźnego przewartościowania ryzyk – regionalnych, sektorowych, a nawet stylowych. Paradoksalnie jednak korekta ta stworzyła także nowe szanse inwestycyjne. Morningstar ocenia obecnie amerykański rynek jako wyceniany z 12-procentowym dyskontem względem wartości godziwej, co może stanowić atrakcyjny punkt startowy dla długoterminowych. Jednocześnie BlackRock opisuje rok 2026 jako czas „rotacji, rekalkibracji i poszerzenia rynku” – czyli przejścia od wąskiej dominacji kilku największych spółek z branży AI do znacznie bardziej wielowymiarowego rynku akcyjnego, w którym większe znaczenie mają tradycyjne sektory, spółki średniej wielkości i rynki spoza USA.

W tej nowej rzeczywistości warto spojrzeć, jak układa się sytuacja w poszczególnych regionach, bo każdy z nich wchodzi w II kwartał 2026 roku z zupełnie innym zestawem wyzwań – i odmiennymi przewagami.

### Stopy zwrotu indeksów akcji na świecie

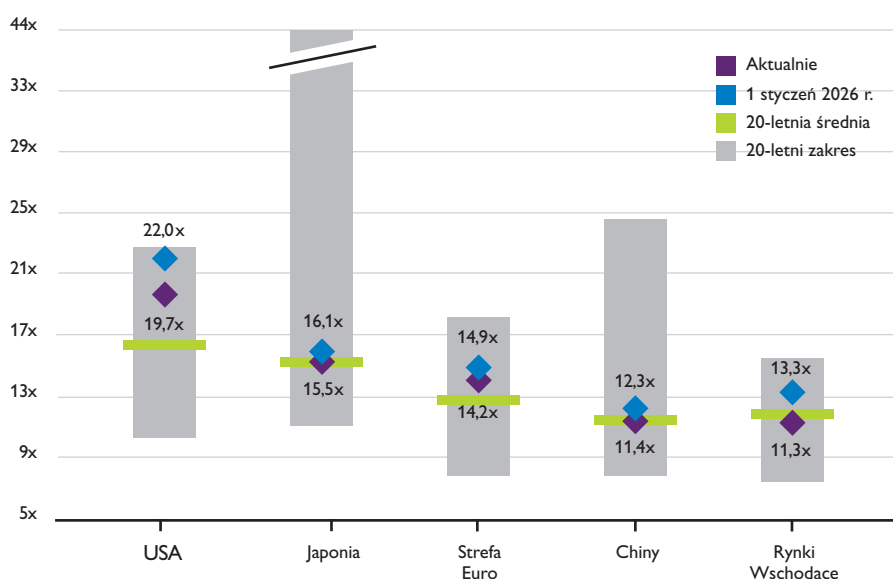
(09.11.2025 = 0)



Źródło: Stooq.pl

Po trzech latach dominacji „Magnificent 7” rynek zaczął przesuwać uwagę inwestorów w stronę spółek o bardziej tradycyjnych fundamentach.

### Wskaźniki cena/zysk dla poszczególnych indeksów akcji



Źródło: JP Morgan

### Stany Zjednoczone – rynek, który przebudowuje własne przywództwo.

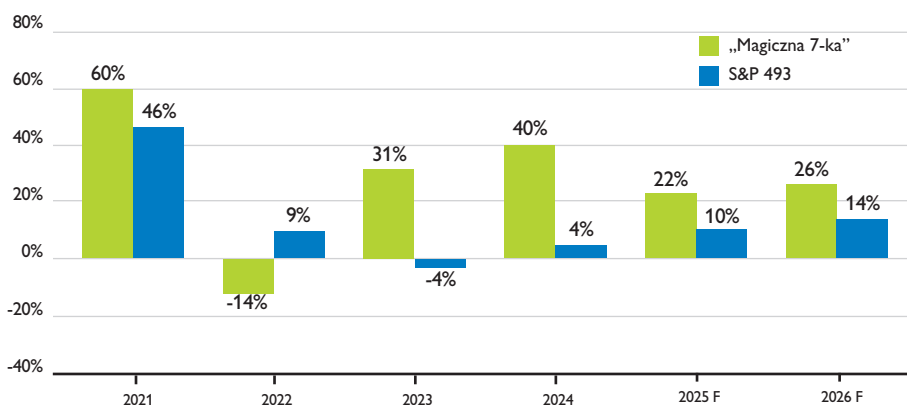
W Stanach Zjednoczonych pierwszy kwartał przyniósł rosnącą zmienność, czego główną przyczyną było nagłe pogorszenie sentymentu w sektorze technologicznym. Po trzech latach dominacji „Magnificent 7” rynek zaczął przesuwać uwagę inwestorów w stronę spółek o bardziej tradycyjnych fundamentach – sektora energii, materiałów, dóbr podstawowych, ale także średnich spółek, które przez lata pozostawały w cieniu gigantów technologicznych.

To przesunięcie widać w wynikach – segmenty spółek value oraz o średniej wielkości radziły

sobie lepiej niż giganci, a rynek jako całość stał się mniej skoncentrowany. Potwierdza to Morningstar, wskazując na bardziej zrównoważone wyceny w stosunku do wartości firm. Jednocześnie analitycy Barclaysa wciąż oceniają fundamenty USA jako jedne z najmocniejszych na świecie – prognozują około 16% wzrostu EPS dla S&P 500 w 2026 r., wskazując na rosnący popyt związany z inwestycjami w infrastrukturę AI, energię i obronność, które w dużej mierze mają charakter acykliczny i mogą trwać nawet przy słabszym otoczeniu makroekonomicznym.

USA pozostają więc rynkiem, który mimo zewnętrznych szoków ma wymierną przewagę: stabilną konsumpcję, wciąż mocny rynek pracy oraz strukturalny boom inwestycyjny

### Dynamika zysków spółek z "Magicznej 7ki" i pozostałych spółek z indeksu S&P500



Źródło JP Morgan

Największym wyzwaniem jest obecnie połączenie wysokich oczekiwań wobec zysków oraz podwyższonej inflacji kosztowej.

w nowe technologie. Największym wyzwaniem jest obecnie połączenie wysokich oczekiwań wobec zysków oraz podwyższonej inflacji kosztowej. Amerykańskie spółki wchodzą bowiem w II kwartał 2026 roku z bardzo niewielkim marginesem tolerancji na rozczarowania ze względu na wysoko zawieszoną poprzeczkę oczekiwań wobec dynamiki zysków. Wiele wskazuje jednak na to, że rozpoczynający się w kwietniu sezon publikacji wyników za miniony kwartał okaże się kolejnym, który przyniesie kontynuację wzrostów zysków i przychodów. Pytanie tylko, czy rynek będzie zainteresowany skupieniem się na tych fundamentach w obliczu zawirowań geopolitycznych.

### Europa – walka o wzrost i wyzwania energetyczne.

To właśnie w Europie skutki wojny w Iranie i blokady Cieśniny Ormuz były najbardziej widoczne na rynkach akcji. Szybki wzrost cen ropy i gazu szczególnie silnie uderzył w europejskie indeksy, które odnotowały największe tygodniowe spadki od wielu miesięcy, gdy inwestorzy zaczęli wyceniać ryzyko utrzymującego się szoku energetycznego oraz jego wpływu na inflację i wyniki przedsiębiorstw.

Europa znajduje się w niełatwym położeniu: słaby przemysł, szczególnie niemiecki, rosnące koszty produkcji oraz ograniczone możliwości wsparcia monetarnego ze strony EBC tworzą mieszankę, którą część analityków określa jako wysokie ryzyko stagflacji. Europa jest jednym z regionów najbardziej narażonych na wzrost cen energii, co może

ograniczyć krótkoterminową przewagę rynków europejskich, która była widoczna jeszcze przed wybuchem wojny na Bliskim Wschodzie.

To jednak nie oznacza, że w Europie brakuje pozytywnych impulsów. Spółki na Starym Kontynencie oferują dużo bardziej atrakcyjne wyceny spółek w stosunku do ich rzeczywistej wartości, spośród rynków rozwiniętych. Szczególnie atrakcyjnie prezentują się sektory energetyczny, finansowy oraz przemysłowy, które korzystają z rosnących inwestycji w infrastrukturę i obronność. Z kolei Barclays ocenia, że europejskie spółki mogą sięgać średnio po ok. 9-procentową dynamikę wzrostu przy poprawie nastrojów i stabilizacji cen energii, choć ścieżka ta będzie „wąska i podatna na wstrząsy”.

Europa jest więc rynkiem, który łączy krótkoterminowe szoki z najbardziej atrakcyjnymi wycenami średnioterminowymi. To region dla inwestorów akceptujących zmienność i potrafiących selekcjonować sektory, ale także dla tych, którzy szukają realnej alternatywy i przeciwwagi do rynku amerykańskiego.

### Rynki wschodzące – dwie prędkości: siła Azji i słabość importerów energii.

W przypadku rynków wschodzących (Emerging Markets) I kwartał potwierdził tezę o ogromnym zróżnicowaniu w ramach tego koszyka. Część rynków, szczególnie w Azji, zachowała odporność i pozostaje beneficjentem globalnego boomu AI, podczas gdy inne – głównie importerzy energii – znalazły się pod silną presją kosztową.



Długoterminowo rynki wschodzące wciąż są w lepszej pozycji niż Europa: wzrost gospodarczy jest szybszy, spółki z tych krajów skutecznie konkurują o rynki europejskie, a ich wyceny są atrakcyjniejsze, niż w USA.

Zgodnie z analizami BlackRock, inwestorzy zaczęli dostrzegać wartość w krajach takich jak Brazylia, Indie czy Indonezja, gdzie relatywnie niskie wyceny łączą się z wysokim tempem wzrostu gospodarczego.

W zupełnie innej sytuacji są kraje zależne od importu ropy i gazu. To właśnie te rynki są najbardziej zagrożone trwającym szokiem energetycznym i mogą odczuwać największy spadek napływów kapitału i wzrost zmienności walutowej. Waluty lokalne reagują na ropę bardziej gwałtownie niż rynki rozwinięte, a zmienność ta może przenosić się na indeksy akcji.

Długoterminowo rynki wschodzące wciąż są w lepszej pozycji niż Europa: wzrost gospodarczy jest szybszy, spółki z tych krajów skutecznie konkurują o rynki europejskie, a ich wyceny są atrakcyjniejsze, niż w USA. Dużo zależy jednak od struktury energetycznej poszczególnych gospodarek i podatności na zakłócenia łańcuchów dostaw. Oddzielnym tematem są Chiny, gdzie wciąż brakuje stabilnych sygnałów odbicia oraz ożywienia po stronie popytu krajowego.

### Polska – solidne fundamenty, ale trudniejsze otoczenie.

Polska pozostaje jednym z najciekawszych rynków akcji w regionie, zarówno ze względu na strukturę popytu krajowego, jak i relatywnie atrakcyjne wyceny. Po bardzo mocnym 2025 r. GPW weszła jednak w 2026 rok z większą wrażliwością na czynniki zewnętrzne – zwłaszcza na presję kosztową wynikającą

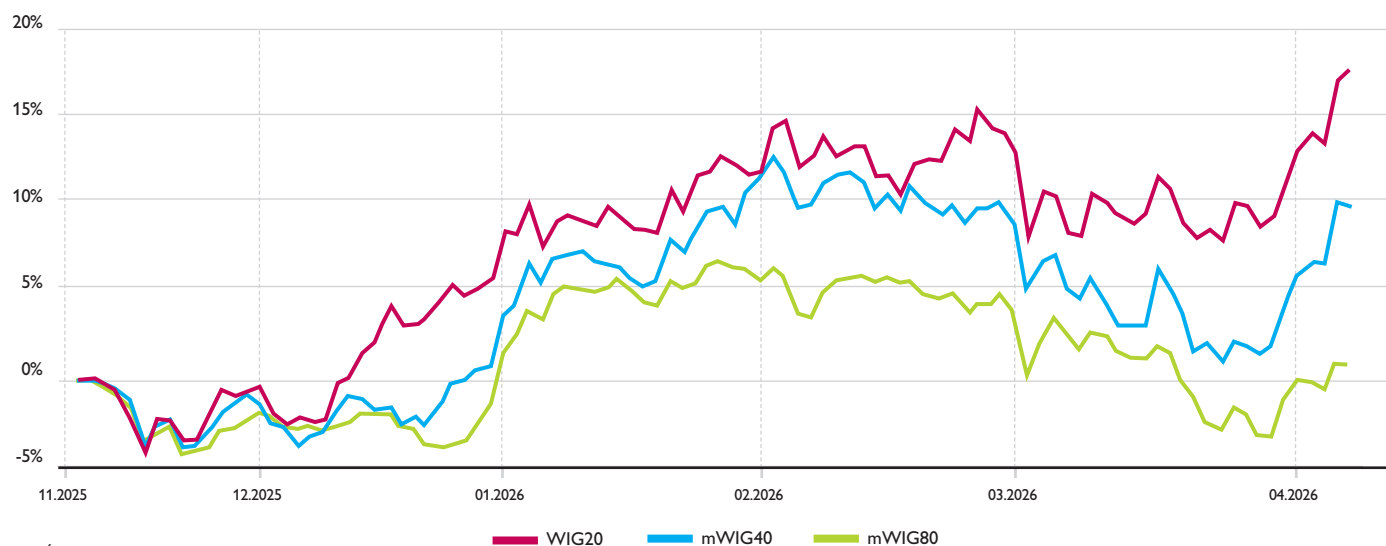
z droższej energii oraz na słabą koniunkturę w Niemczech. Paradoksalnie, widmo ewentualnego odsunięcia w czasie lub zatrzymania obniżek stóp procentowych, może przyciągać inwestorów zagranicznych. Największą wagę bowiem w polskich indeksach ma sektor finansowy, który w takim otoczeniu dłużej może korzystać z relatywnie atrakcyjnych dochodów odsetkowych. W scenariuszu stopniowego łagodzenia szoku energetycznego dostrzegamy również przestrzeń do wzrostów spółek w sektorze konsumenckim, które niejako „przespały” zeszłoroczne wzrosty.

To, co pomaga, to wciąż solidna konsumpcja wewnętrzna oraz napływy kapitału do szerokiego koszyka EM, który w okresach globalnej rotacji często obejmuje także Polskę. Trend ten może potencjalnie przybrać na sile i przyciągać kapitał, który wcześniej był lokowany w krajach Bliskiego Wschodu. W średnim terminie krajowy rynek akcji może korzystać z inwestycji infrastrukturalnych, stabilnego rynku pracy i wysokiej aktywności gospodarstw domowych. W krótkim – jest jednak bardziej podatny na nastroje w Europie niż na fundamenty wewnętrzne.

Ryzyka jednak pozostają realne. Ewentualne umocnienie dolara mogłoby podnieść koszty obsługi zadłużenia w walutach obcych, a napięcia geopolityczne i bariery handlowe mogą ograniczyć napływ kapitału. Szczególną uwagę należy zwrócić na Chiny, gdzie problemy strukturalne i słaby popyt mogą spowolnić wzrost całego regionu. Rynki wschodzące pozostają też podatne na krótkoterminowe wahania nastrojów inwestorów i globalne szoki.

### Stopy zwrotu polskich indeksów akcji

(09.11.2025 = 0)



Źródło: stooq.pl

Wydaje się, że czas łatwych wzrostów jest za nami, ale droga do ich kontynuacji nadal pozostaje otwarta.

### Podsumowanie

Globalny rynek akcji wchodzi w II kwartał z większą zmiennością, ale też z nowymi szansami. Pomimo zaburzeń wywołanych wojną w Iranie i blokadą Cieśniny Ormuz, światowy rynek akcji nie utracił zdolności do odbudowy. Korekta z I kwartału stworzyła nową mapę szans i ryzyk:

- **USA pozostają najstabilniejszym rynkiem rozwiniętym**, ale ich przyszłość zależy od zdolności spółek do spełnienia wysokich oczekiwań.
- **Europa znalazła się w epicentrum szoku energetycznego**, ale jej wyceny są atrakcyjne, a potencjał odbicia w średnim terminie może być największy z DM.
- **Azja EM wykazuje dużą odporność**, napędzaną inwestycjami w technologie i nowe łańcuchy dostaw.

- **Importerzy energii w EM** pozostają narażeni na podwyższoną inflację i wahania walut.
- **Polska wciąż jest rynkiem o solidnych fundamentach**, ale musi zmierzyć się z kosztami energii i spowolnieniem w Europie.

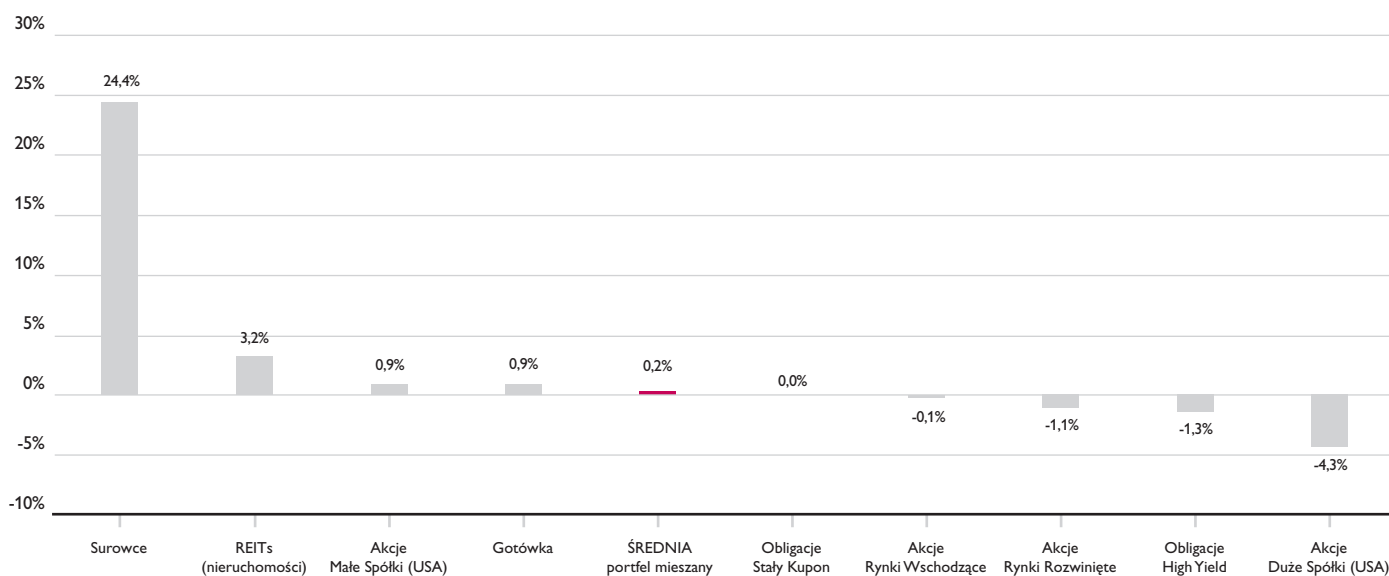
Wszystko to sprawia, że globalne rynki akcji w II kwartale 2026 roku stoją nie tyle przed kryzysem, ile przed rekonfiguracją przywództwa, w której AI i energia stają się osiami nowego globalnego porządku inwestycyjnego. Wydaje się, że czas łatwych wzrostów jest za nami, ale droga do ich kontynuacji nadal pozostaje otwarta. Stąd też nie zmieniamy naszego pozytywnego nastawienia do tej klasy aktywów, ale zwracamy uwagę na jeszcze bardziej uważną selekcję i cierpliwość – jakże potrzebną i użyteczną przy geopolitycznej zawierusze.



# Podsumowanie i wyzwania na II kwartał 2026 roku

Poniżej przedstawiamy Państwu wyniki funduszy z palety Millennium TFI na tle stóp zwrotu głównych grup aktywów, po I kwartale 2026 roku:

**Stopy zwrotu głównych klas aktywów YTD na dzień 31.03.2026 r.**



Źródło: JP Morgan

Po bardzo pomyślnym początku roku, widoczna w marcu globalna awersja do ryzyka odbiła się wyraźnie na wynikach funduszy z palety Millennium TFI. Najlepiej poradziły sobie rozwiązania z ekspozycją na polski rynek akcji, który okazał się relatywnie silniejszy od globalnego otoczenia. W przypadku globalnych akcji zachowanie naszych funduszy nie odbiegało od szerokich rynków, a nawet zastosowana przez nas globalna dywersyfikacja pozwoliła minimalizować te straty. Ponadto w Subfunduszu Top Sectors wprowadziliśmy sektor technologii kosmicznych, jako odpowiedź na rozwój tej branży i zastosowanie jej nie tylko w obronności, ale także w systemach komunikacyjnych.

W przypadku funduszy obligacji głównym i najbardziej dotkliwym czynnikiem wpływającym na ujemne stopy zwrotu, była globalna przecena obligacji skarbowych, wywołana wojną na Bliskim Wschodzie, wzrostem cen ropy, a w konsekwencji - obawami o silniejszy wzrost inflacji i stóp procentowych. Cieszy nas jednak fakt, że Subfundusz Obligacji Klasyczny, stosujący najbardziej konserwatywną strategię, zdołał utrzymać dodatni wynik od początku roku.

## Stopy zwrotu funduszy z palety Millennium TFI w okresach rocznych

### Millennium TFI – Stopy zwrotu w okresach rocznych (dane na dzień 31.03.2026).

Millennium FIO/SFIO	Klasa ryzyka (SRI)	Zalecany okres inwestycji	2026* YTD	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
FIO Obligacji Klasyczny	2	1 rok	0,21%	6,17%	5,20%	8,28%	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%
FIO Instrumentów Dłużnych	2	2 lata	-2,54%	9,22%	1,70%	14,12%	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%
SFIO Obligacji Uniwersalny**	3	2 lata	-0,24%	6,63%	3,64%	8,23%	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%
SFIO Plan Spokojny	2	3 lata	-2,06%	7,11%	3,52%	7,18%	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%
FIO Stabilnego Wzrostu	3	3 lata	-0,74%	17,00%	3,46%	17,81%	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%
SFIO Plan Wyważony	3	3 lata	-2,90%	9,07%	6,17%	10,68%	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%
SFIO Multistrategia	3	3 lata	1,02%	11,33%	8,16%	19,84%	-8,39%	10,6%	22,9%	10,6%	-11,3%	-0,3%
FIO Cyklu Koniunkturalnego	3	3 lata	0,50%	27,67%	4,39%	21,91%	-11,34%	9,9%	10,8%	9,9%	-12,7%	4,3%
FIO Akcji	4	5 lat	4,99%	29,71%	4,55%	38,18%	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%
FIO Dynamicznych Spółek	4	5 lat	5,51%	22,16%	7,67%	41,14%	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%
SFIO Plan Aktywny	4	5 lat	-6,87%	18,56%	17,64%	19,74%	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%
SFIO Top Sectors	3	5 lat	-7,60%	25,52%	13,84%	22,78%	-20,97%	* dane do 31.03.2026 r.				

Źródło: Millennium TFI

\*\* SFIO Obligacji Uniwersalny (dawniej Obligacji Globalnych)

Z perspektywy zakończonego kwartału nie oceniamy osiągniętych wyników jako błędu strategicznego. Szoki i eskalacja napięć geopolitycznych bez wątpienia może wywierać gwałtowny negatywny wpływ na rynki. I choć nadal czynnik ten jest aktualny i nie sposób ocenić, kiedy wygaśnie, doświadczenie uczy nas, że ma on charakter przejściowy. Dlatego też już na początku marca sygnalizowaliśmy w naszych komentarzach, że w obliczu napięć na Bliskim Wschodzie nie podejmujemy zmian naszych strategii, utrzymując dotychczasową alokację.

Z początkiem kwietnia wprowadziliśmy do oferty nowe fundusze indeksowe, odpowiadając na rosnące oczekiwania klientów oraz globalne trendy w zarządzaniu aktywami. Nowe produkty umożliwiają proste, tanie i transparentne inwestowanie w szerokie indeksy rynków akcji i obligacji na rynkach globalnych.

Nowe fundusze indeksowe Millennium TFI odwzorowują zachowanie wybranych indeksów co oznacza, że wyniki inwestycyjne funduszu w możliwie największym stopniu odzwierciedlają zachowanie poniższych indeksów giełdowych:

- MSCI USA – indeks akcji amerykańskich
- MSCI Europe – indeks akcji europejskich
- MSCI Emerging Markets – indeks akcji rynków wschodzących
- Bloomberg Global Aggregate Bond – indeks globalnych obligacji stałokuponowych

Na II kwartał 2026 roku planujemy utrzymanie kierunkowych działań z początku roku, które mają na celu poprawę efektywności naszych funduszy, m.in.:

- większe wykorzystanie pasywnych funduszy indeksowych i ETFów w strategiach globalnych
- utrzymanie mocniejszej koncentracji na rynku polskim w subfunduszach akcji z Parasola FIO, z widocznym rozróżnieniem na spółki duże (FIO Akcji) oraz spółki małe i średnie (FIO Dynamicznych Spółek)

Duże nadzieje pokładamy w rynkach wschodzących, które pokazały swoją odporność na amerykańskie cła.

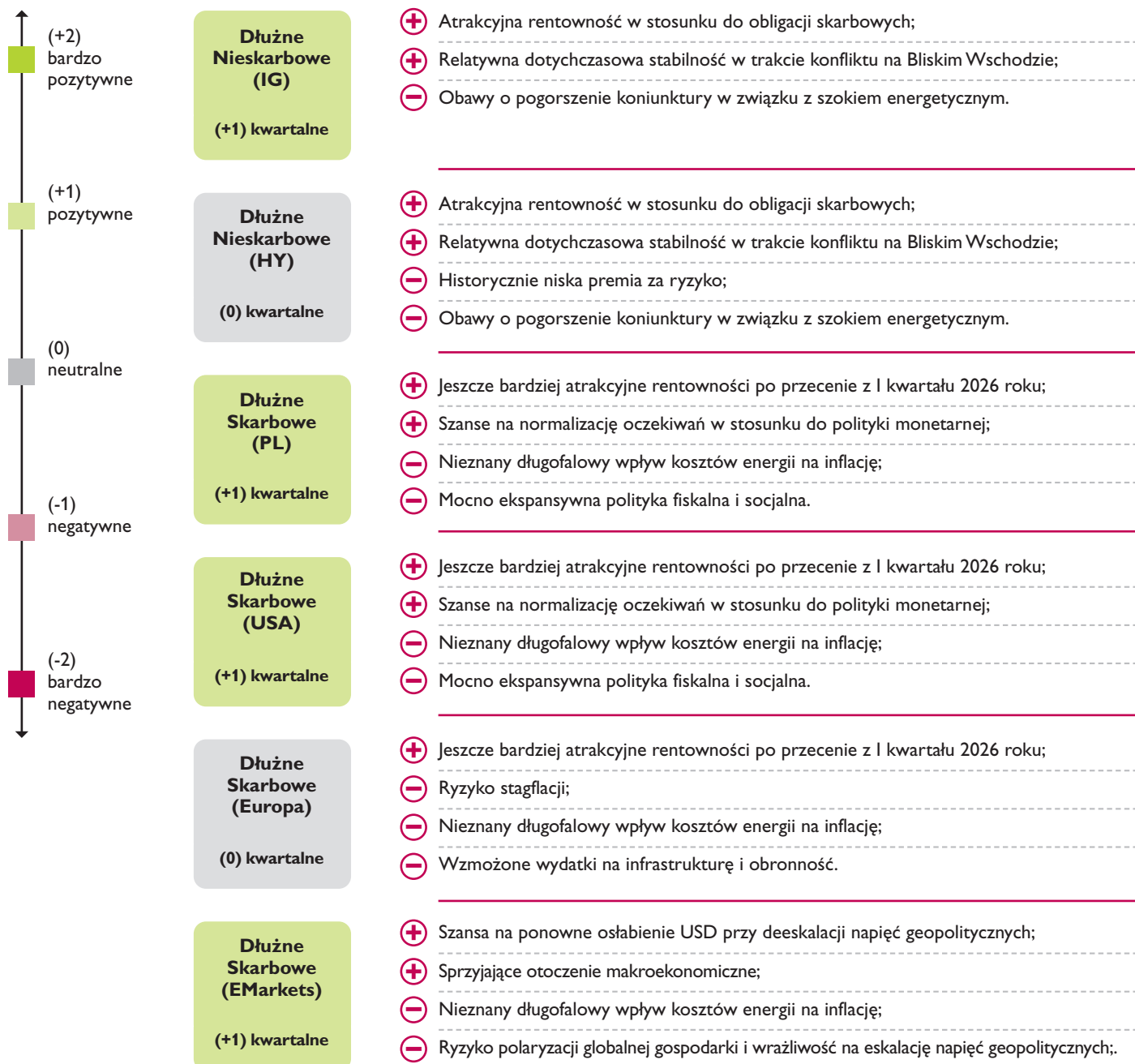
- utrzymanie zróżnicowania pomiędzy funduszami dłużnymi jak dotychczas, koncentracja na polskim rynku długu
- możliwość bezpośredniego zakupu akcji do Planów SFIO
- potencjalne zmiany sektorowe w SFIO Top Sectors

Opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe, skłaniają nas do jedynie niewielkiej rewizji naszych założeń strategicznych z początku 2026 r. Mimo że rynek napotkał nowe trudności związane z szokiem energetycznym, pewne fundamenty pozostają niezienne. Rentowności obligacji, stanowiące główną składową przyszłych stóp zwrotu funduszy dłużnych, są jeszcze bardziej atrakcyjne niż na początku roku i powinny nadal skutecznie bronić dodatnich stóp zwrotu – szczególnie w Polsce. Spodziewamy się, że nadchodzące miesiące nadal będą sprzyjać obligacjom, choć zapewne na dłużej pozostaniem z obecnymi (a więc nadal podwyższonymi) poziomami stóp procentowych. W segmencie obligacji nieskarbowych, stawiamy na selekcje dobrej jakości papierów korporacyjnych, z ratingiem inwestycyjnym. Mimo nieznaczonej przeceny w marcu, premia za ryzyko nadal pozostaje raczej na historycznie niższych poziomach. Cieszy natomiast dotychczasowa odporność tego segmentu obligacji na zawirowania geopolityczne. Podsumowując, nie zmieniamy naszego nastawienia do obligacji, ale wydłużamy horyzont dla naszych oczekiwań.

W przypadku akcyjnych klas aktywów, dostrzegamy solidne fundamenty spółek oraz dobre prognozy wyników spółek. Choć geopolityka i zakłócenia w łańcuchach energetycznych mogą stanowić problem dla poszczególnych rynków, naszym scenariuszem bazowym pozostaje jednak stopniowo zmniejszający się wpływ tych czynników na nastroje inwestorów (nawet jeśli sam konflikt będzie trwał dalej). Wciąż widzimy duży potencjał w sektorze AI i technologicznym, ale także przestrzeń do przeniesienia popytu na inne, wcześniej mniej popularne sektory i segmenty spółek. Zapewne rzeczywistość po zakończeniu konfliktu będzie inna i zapewne pewna bariera rozwoju pozostaną wyższe koszty energii, sądzymy, że to również może być okazja do wyłonienia nowych liderów rynku większej optymalizacji przedsiębiorstw i nowych kierunków inwestycyjnych. Postrzegamy tę rekonfigurację jako szansę, a nie zagrożenie, a ryzyka geopolityczne zdają się już na stałe wpisywać w krajobraz inwestycyjny i stanowić stały element ryzyka.



## Millennium TFI – nastawienie do dłużnych klas aktywów w II kwartale 2026 roku.



Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

## Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów w II kwartale 2026 roku.

<p>(+2) bardzo pozytywne</p>	<p><b>Akcje Polskie (MiŚ)</b></p> <p>(+1) kwartałne</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Spółki mocniej powiązane z sektorem konsumenckim i koniunkturą gospodarczą;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjne wyceny spółek;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Inwestycje infrastrukturalne z KPO mogą wspierać lokalne firmy;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Ryzyko obniżonej płynności przy ryzykach politycznych i geopolitycznych.</li> </ul>
<p>(+1) pozytywne</p>	<p><b>Akcje Polskie (Duże spółki)</b></p> <p>(+1) kwartałne</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjne wyceny na tle świata i koszyka Rynków Wschodzących;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Nadal stabilne otoczenie makroekonomiczne;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Szansa na napływ kapitałów pasywnych z Bliskiego Wschodu w ramach koszyka EM;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Podatność na odpływy kapitałów zagranicznych w scenariuszu eskalacji napięć geopolitycznych.</li> </ul>
<p>(0) neutralne</p>	<p><b>Akcje USA</b></p> <p>(+1) kwartałne</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Solidne fundamenty spółek, szczególnie technologicznych;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Większa dewersyfikacja wzrostów spółek w ramach sektorów gospodarki;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjniejsze wyceny niż na początku 2026 roku;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Zakłócenia w łańcuchach dostaw z powodu napięć geopolitycznych i polityki handlowej.</li> </ul>
<p>(-1) negatywne</p>	<p><b>Akcje Europa</b></p> <p>(+1) kwartałne</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Atrakcyjniejsze wyceny niż na początku 2026 roku;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Inwestycje w obronność, infrastrukturę oraz energetykę. Protekcjonizm gospodarczy;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Bariery celne i napięcia geopolityczne;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Duża wrażliwość na szoki energetyczne.</li> </ul>
<p>(-2) bardzo negatywne</p>	<p><b>Akcje Rynki Wschodzące</b></p> <p>(+1) kwartałne</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">+</span> Poprawa otoczenia makroekonomicznego oraz potwierdzona odporność na cła USA;</li> <li><span style="color: red;">+</span> Duża niejednorodność gospodarek (nowi liderzy);</li> <li><span style="color: red;">-</span> Droższa energia i wrażliwość na szoki energetyczne;</li> <li><span style="color: red;">-</span> Wrażliwość na zawirowania geopolityczne.</li> </ul>

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.

# Nowa strona internetowa Millennium TFI

Przedstawiamy nową stronę internetową Millennium TFI na której znajdziesz jeszcze więcej przydatnych informacji. Głęboko wierzymy, że skuteczne inwestowanie to nie tylko produkty. Twoje inwestycje zaczynają się od zrozumienia świata rynków kapitałowych.

Chcemy dostarczać Ci nie tylko narzędzia, ale również wspierać Cię wiedzą, dzięki której możesz czuć się pewniej podejmować bardziej świadome wybory.

## Produkty

- Znajdziesz tu informacje o wszystkich naszych funduszach w jeszcze bardziej przyjaznej i przystępnej formie.



## Aktualności

- Razem z funduszami uzyskujesz dostęp do naszych cyklicznych newsletterów, Outlooków rynkowych, artykułów i innych komentarzy, dzięki którym możesz być na bieżąco z najważniejszymi wydarzeniami na rynkach kapitałowych.

## Kalkulatory

- Dopiero budujesz swój plan finansowy? A może chcesz zasymulować różne warianty portfela inwestycyjnego? Wykorzystaj zestaw nowych kalkulatorów, które pomogą Ci określić ramy i potencjał wybranych strategii.

## Wiedza

- Chcesz bliżej poznać niuanse i zasady rządzące rynkiem kapitałowym i lepiej zrozumieć rządzące nim mechanizmy? Nic porstrzeżo! Zajrzyj do nowej zakładki „WIEDZA”, w której w łatwy i przystępny sposób wytłumaczymy Ci najważniejsze zjawiska.

[www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl)





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



**Millennium**  
fundusze inwestycyjne

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

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

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

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

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

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

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.