

Outlook

2026

Millennium
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na IV kwartał 2026 r.



Szanowni Państwo,

Jeszcze kilka kwartałów temu globalna gospodarka przypominała eksperyment wymykający się klasycznym schematom. Wysokie stopy procentowe nie prowadziły do recesji, inflacja stopniowo ustępowała, a rynki finansowe coraz śmielej wyceniały powrót do świata niższego kosztu pieniądza.

Ostatnie miesiące przyniosły jednak istotną zmianę. Wzrost cen energii, napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie i większa niepewność dotycząca inflacji sprawiły, że inwestorzy ponownie musieli spojrzeć na gospodarkę przez pryzmat bardziej klasycznych zależności. Wzrost pozostaje relatywnie silny, rynek pracy odporny, ale inflacja przestała być problemem, który można uznać za definitywnie rozwiązany. W efekcie banki centralne coraz ostrożniej podchodzą do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej.

Paradoks obecnej sytuacji polega na tym, że mimo rosnącej liczby ryzyk gospodarka i rynki finansowe wciąż pozostają zaskakująco odporne. Obligacje ponownie oferują atrakcyjny dochód, przedsiębiorstwa nadal zwiększają zyski, a rynki akcji zachowują się znacznie spokojniej, niż sugerowałyby nagłówki serwisów informacyjnych.

W tym wydaniu Outlooka pokazujemy, dlaczego naszym zdaniem świat nie zmierza w kierunku recesji, lecz coraz bardziej przypomina klasyczną późną fazę cyklu koniunkturalnego. To środowisko wyższych stóp procentowych, większego znaczenia selekcji i kapitału, który ponownie ma swoją cenę. Innymi słowy: po kilku latach wyjątkowych doświadczeń wracamy do podręcznika.

Zapraszamy do lektury!



Zbigniew Jakubowski, DI, MPW
Prezes Zarządu Millennium TFI



Michał Trojanowski, EFA,
Dyrektor ds. Komunikacji
Inwestycyjnej



Krzysztof Kamiński, CFA, DI
Członek Zarządu Millennium TFI

Powrót do podręcznika

Rosnące koszty energii, utrzymujący się wzrost gospodarczy oraz wyższy koszt kapitału to środowisko dobrze znane z podręczników ekonomii, ale niemal nieobecne przez większą część poprzedniej dekady.

Globalna gospodarka wraca do podręcznikowej, późnej fazy cyklu koniunkturalnego.

Po kilku latach zdominowanych przez pandemię, bezprecedensowe działania banków centralnych oraz gwałtowne szoki inflacyjne światowa gospodarka coraz bardziej przypomina klasyczny obraz późnej fazy cyklu. Paradoksalnie katalizatorem tej zmiany stał się wzrost napięć na Bliskim Wschodzie, który poprzez wyższe ceny ropy naftowej ponownie podbił oczekiwania inflacyjne. Rosnące koszty energii, utrzymujący się wzrost gospodarczy oraz wyższy koszt kapitału to środowisko dobrze znane z podręczników ekonomii, ale niemal nieobecne przez większą część poprzedniej dekady.

Nie dostrzegamy przesłanek wskazujących na zbliżającą się recesję.

Pomimo licznych obaw inwestorów fundamenty gospodarki pozostają solidne. Wzrost PKB utrzymuje się na dodatnich poziomach, wskaźniki aktywności gospodarczej sygnalizują dalszą ekspansję, a rynek pracy pozostaje relatywnie odporny. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobny jest scenariusz umiarkowanego spowolnienia niż pełnowymiarowej recesji.

Scenariusz „higher for longer” pozostaje najbardziej prawdopodobnym kierunkiem dla stóp procentowych.

Powrót inflacji do centrum uwagi inwestorów oznacza, że banki centralne nie mają obecnie silnej presji, aby szybko luzować politykę pieniężną. Przy stabilnym wzroście gospodarczym i wciąż podwyższonej inflacji utrzymywanie stóp procentowych na wyższych poziomach przez dłuższy czas pozostaje najbardziej racjonalnym scenariuszem.

Wyższe rentowności obligacji oznaczają również bardziej atrakcyjny punkt wejścia dla inwestorów.

Wzrost rentowności obligacji nie jest wyłącznie źródłem ryzyka. Po latach bardzo niskich

stóp procentowych inwestorzy ponownie mogą budować portfele oferujące atrakcyjny bieżący dochód. W wielu segmentach rynku długu poziom wycen wydaje się już uwzględniać bardzo wymagające scenariusze makroekonomiczne, co poprawia relację potencjalnego zysku do ryzyka.

Giganci technologiczni stają się nowym konkurentem państw w walce o kapitał.

Jednym z ciekawszych zjawisk obecnego cyklu jest skala inwestycji związanych ze sztuczną inteligencją. Największe spółki technologiczne przeznaczają setki miliardów dolarów na centra danych, infrastrukturę energetyczną i rozwój modeli AI. Rosnący popyt na finansowanie zwiększa konkurencję o globalny kapitał, co może dodatkowo wspierać utrzymywanie się wyższych rentowności obligacji.

Fundamenty rynku akcji pozostają zdrowe pomimo wyższych stóp procentowych.

Wbrew obawom wielu inwestorów obecna hossa nie opiera się wyłącznie na wzroście wycen. Wyniki przedsiębiorstw pozostają mocne, a prognozy zysków nadal wspierają rynek akcji. Szczególnie korzystnie wygląda sytuacja spółek korzystających z trendu cyfryzacji i rozwoju sztucznej inteligencji.

Polska pozostaje na radarze inwestorów, ale coraz więcej argumentów przemawia za małymi i średnimi spółkami.

Polski rynek nadal przyciąga uwagę zagranicznego kapitału, którego głównym beneficjentem pozostają największe spółki z indeksu WIG20. Jednocześnie coraz ciekawiej wygląda segment małych i średnich przedsiębiorstw. Wsparciem pozostają napływy krajowego kapitału, ekspozycja na konsumenta, potencjał eksportowy oraz wyższa innowacyjność wielu spółek spoza grona największych emitentów.

Spis treści

Makroekonomia

Powrót do podręcznika

5

Rynki obligacji

Wyższe rentowności zostają z nami na dłużej

10

Rynki akcji

Hossa trwa, ale nie jest łatwa

15

Podsumowanie i wyzwania na IV kwartał 2026 r. 21

Makroekonomia

Powrót do podręcznika

Eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie i wzrost cen ropy sprawiły, że inflacja ponownie znalazła się w centrum uwagi inwestorów.

Szok irański resetuje cykl do ustawień fabrycznych.

Jeszcze kilka miesięcy temu wydawało się, że światowa gospodarka zmierza w kierunku scenariusza, który jeszcze rok wcześniej wydawał się mało prawdopodobny. Inflacja systematycznie spadała, gospodarki rozwinięte unikały recesji, a inwestorzy coraz śmielej zakładali dalsze obniżki stóp procentowych po obu stronach Atlantyku. Wiele wskazywało na to, że bankom centralnym uda się doprowadzić do tzw. miękkiego lądowania gospodarki.

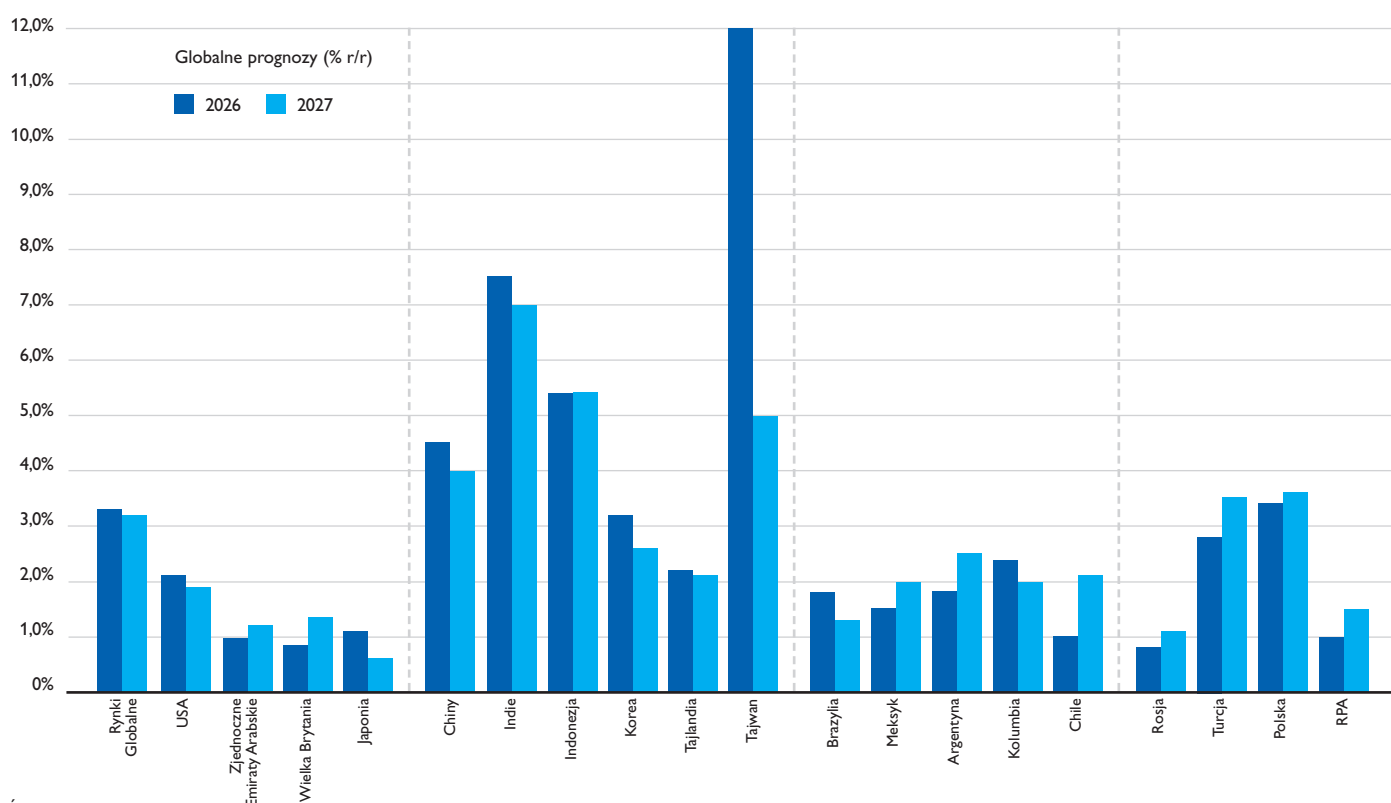
Trzeci kwartał przyniósł jednak istotną zmianę. Eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie i wzrost cen ropy sprawiły, że inflacja ponownie znalazła się w centrum uwagi inwestorów. Paradoksalnie nie doprowadziło to jednak do osłabienia aktywności gospodarczej. Wręcz przeciwnie, wzrost gospodarczy pozostał relatywnie

mocny, a rynek pracy w większości gospodarek rozwiniętych zachował odporność.

To właśnie dlatego coraz bardziej zasadne wydaje się stwierdzenie, że świat wrócił do klasycznego późnego etapu cyklu koniunkturalnego. Wzrost gospodarczy pozostaje dodatni, popyt relatywnie silny, a inflacja przestaje systematycznie spadać. Jeszcze kilka kwartałów temu gospodarka zachowywała się nietypowo. Dziś wiele elementów układanki wraca do podręcznikowego schematu.

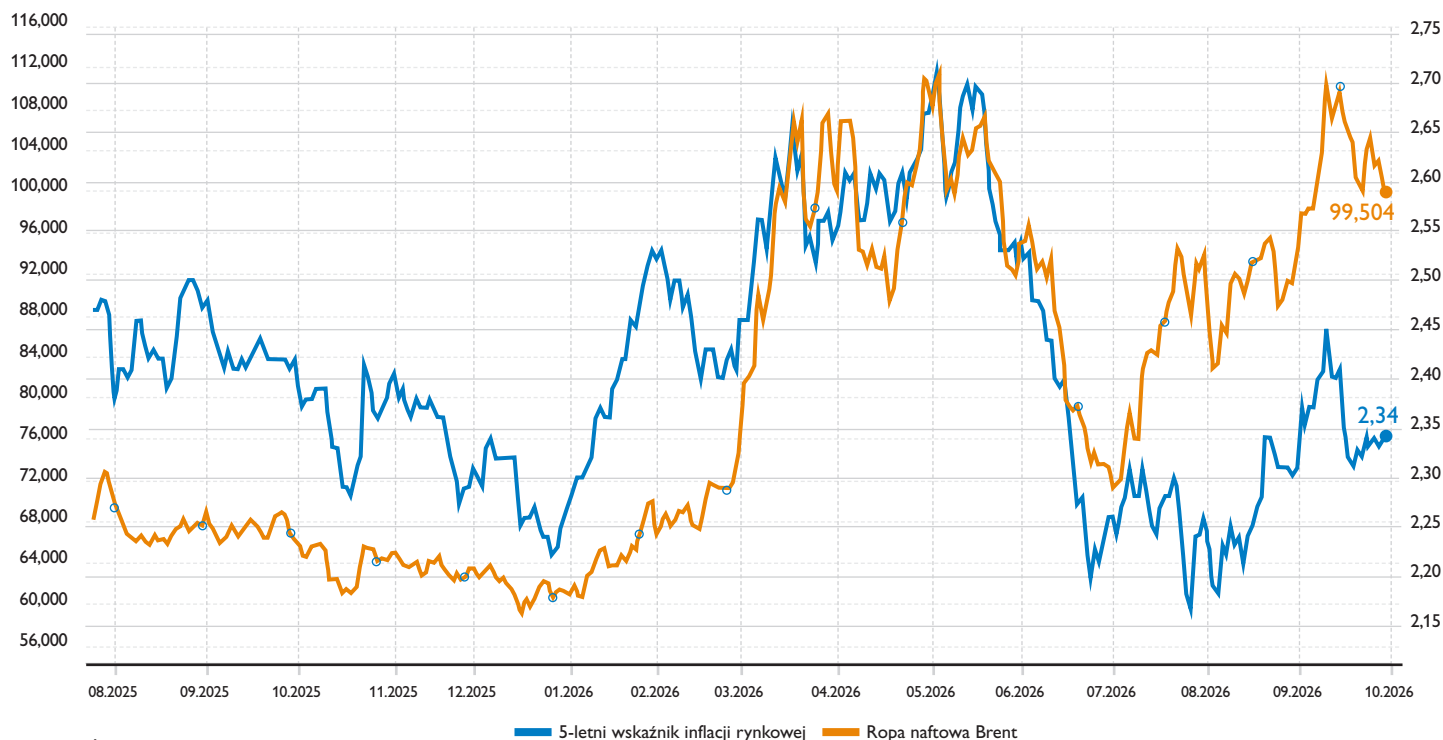
Nie oznacza to oczywiście, że recesja została definitywnie wykluczona. Oznacza natomiast, że gospodarki na razie skutecznie absorbują wyższe koszty finansowania, wyższe ceny energii i napięcia geopolityczne. To z kolei ogranicza presję na banki centralne, by szybko wracały do bardziej neutralnej polityki pieniężnej.

Wzrost gospodarczy na świecie pozostaje stabilny



Źródło: Barclays

**Zmiany cen ropy wciąż mocno wpływa na zmianę oczekiwań inflacyjnych
(na wykresie cena baryłki ropy Brent i oczekiwań inflacyjnych w USA
w horyzoncie najbliższych 5 lat.**



Źródło: TradingView

Przez Cieśninę Ormuz przepływa około 20% światowego handlu ropą naftową oraz znacząca część eksportu LNG. Każde zakłócenie w tym regionie automatycznie przekłada się na wzrost premii geopolitycznej w cenach energii.

Naszym zdaniem jest to najważniejsza zmiana względem poprzedniego kwartału. Jeszcze niedawno rynek zastanawiał się, jak szybko Fed i EBC będą obniżać stopy procentowe. Dziś coraz częściej zadaje pytanie, jak długo będą one utrzymywane na podwyższonych poziomach.

Ropa ponownie rozdaje karty.

W poprzednim wydaniu Outlooka zwracaliśmy uwagę, że potencjalna eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie pozostaje jednym z najważniejszych ryzyk dla światowej gospodarki. Rynek przez długi czas ignorował ten scenariusz, zakładając, że żadna ze stron nie jest zainteresowana destabilizacją globalnego rynku energii. Znaczenie regionu nie wynika wyłącznie z poziomu produkcji ropy. Kluczową rolę odgrywa również jego położenie. Przez Cieśninę Ormuz przepływa około 20% światowego handlu ropą naftową oraz znacząca część eksportu LNG. Każde zakłócenie w tym regionie automatycznie przekłada się na wzrost premii geopolitycznej w cenach energii.

Dziś można powiedzieć, że część tych ryzyk zaczęła się materializować. Jednocześnie warto

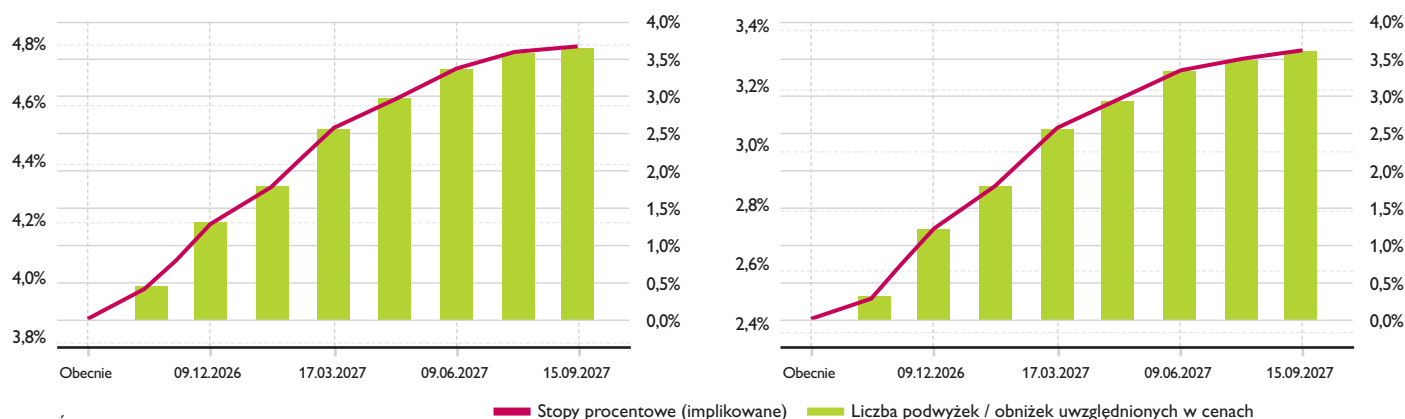
pamiętać, że świat pozostaje znacznie lepiej przygotowany na podobne szoki niż kilka lat temu. Europa zdywersyfikowała źródła dostaw gazu, poziomy zapasów pozostają relatywnie wysokie, a gospodarki są mniej energochłonne niż jeszcze dekadę temu.

Dlatego naszym scenariuszem bazowym nie jest trwały kryzys energetyczny, lecz utrzymywanie się podwyższonej premii za ryzyko geopolityczne. Oznacza to wyższe ceny energii oraz większą zmienność inflacji, ale nie scenariusz załamania aktywności gospodarczej.

Warto również pamiętać o pewnej fundamentalnej zależności. Nie ma wojny bez działającej gospodarki i nie ma silnej gospodarki bez sprawnego rynku energii. Zbyt wysokie ceny ropy szkodzą zarówno importerom, jak i eksporterom. Dlatego długotrwała destabilizacja rynku energetycznego nie leży w interesie żadnego z głównych uczestników konfliktu.

Ropa pozostaje jednak najważniejszym surowcem świata. To właśnie jej ceny będą w kolejnych miesiącach jednym z kluczowych czynników wpływających na oczekiwania inflacyjne, decyzje banków centralnych oraz zachowanie rynków finansowych.

Obecne wyceny rynkowe wskazują na około 3 podwyżki stóp procentowych przez Fed (po lewej) i EBC (po prawej). Nastroje i prognozy zmieniają się jednak w ślad za cenami ropy.



Wystąpienia przedstawicieli banków centralnych w Jackson Hole oraz komunikacja po wrześniowych posiedzeniach Fed i EBC wyraźnie pokazały, że walka z inflacją nie została jeszcze zakończona.

„Higher for Longer” staje się obecną rzeczywistością.

Jeszcze na początku roku rynek oczekiwał relatywnie szybkiego powrotu do bardziej neutralnej polityki monetarnej. W wielu scenariuszach zakładano, że proces dezinflacji pozwoli Fed i EBC kontynuować obniżki stóp procentowych również w drugiej połowie roku.

Dziś taki scenariusz wydaje się znacznie mniej oczywisty. Wystąpienia przedstawicieli banków centralnych w Jackson Hole oraz komunikacja po wrześniowych posiedzeniach Fed i EBC wyraźnie pokazały, że walka z inflacją nie została jeszcze zakończona. Szczególnie istotne stało się ryzyko tzw. efektów drugiej rundy, czyli sytuacji, w której wzrost cen energii zaczyna przenikać do kosztów usług, transportu i wynagrodzeń.

Kluczowe pozostaje więc pytanie nie o sam poziom cen ropy, lecz o trwałość ich wpływu

na gospodarkę. Naszym zdaniem właśnie tutaj rynek może być nieco zbyt pesymistyczny. Wzrost cen energii bez wątpienia utrudni dalszy proces dezinflacji, jednak nie oznacza automatycznego powrotu do sytuacji obserwowanej w latach 2022-2023. Zarówno gospodarstwa domowe, jak i przedsiębiorstwa są dziś lepiej przygotowane na funkcjonowanie w środowisku wyższych cen energii.

Dlatego spodziewamy się raczej utrzymywania stóp procentowych na podwyższonych poziomach niż rozpoczęcia nowego agresywnego cyklu podwyżek. Dla inwestorów oznacza to świat, w którym koszt kapitału pozostaje wyższy niż średnia obserwowana przed pandemią. Inflacja prawdopodobnie osiągnie lokalny szczyt na przełomie 2026 i 2027 r., po czym ponownie zacznie stopniowo opadać. Nie będzie to jednak powrót do rzeczywistości niemal zerowych stóp procentowych, którą pamiętamy z poprzedniej dekady.



Gospodarka spowalnia, ale nie załamuje się. To z kolei daje Fed i EBC przestrzeń do utrzymywania restrykcyjnego nastawienia przez dłuższy czas.

Wskaźniki wyprzedzające koniunktury nie widzą recesji.

Największym wyzwaniem dla pesymistycznych scenariuszy pozostaje zachowanie samych gospodarek. Wrześniowe publikacje wskaźników PMI nadal wskazują na odporność aktywności gospodarczej. Zbiorczy PMI dla USA utrzymuje się powyżej 53 pkt., podczas gdy w strefie euro pozostaje blisko granicy 50 pkt. Choć Europa wyraźnie zwalnia, dane nadal nie wskazują na scenariusz głębokiej recesji. Szczególnie dobrze wygląda sytuacja w Stanach Zjednoczonych, gdzie sektor usług pozostaje wyraźnie powyżej granicy 50 pkt., a aktywność przedsiębiorstw nadal sygnalizuje wzrost gospodarczy.

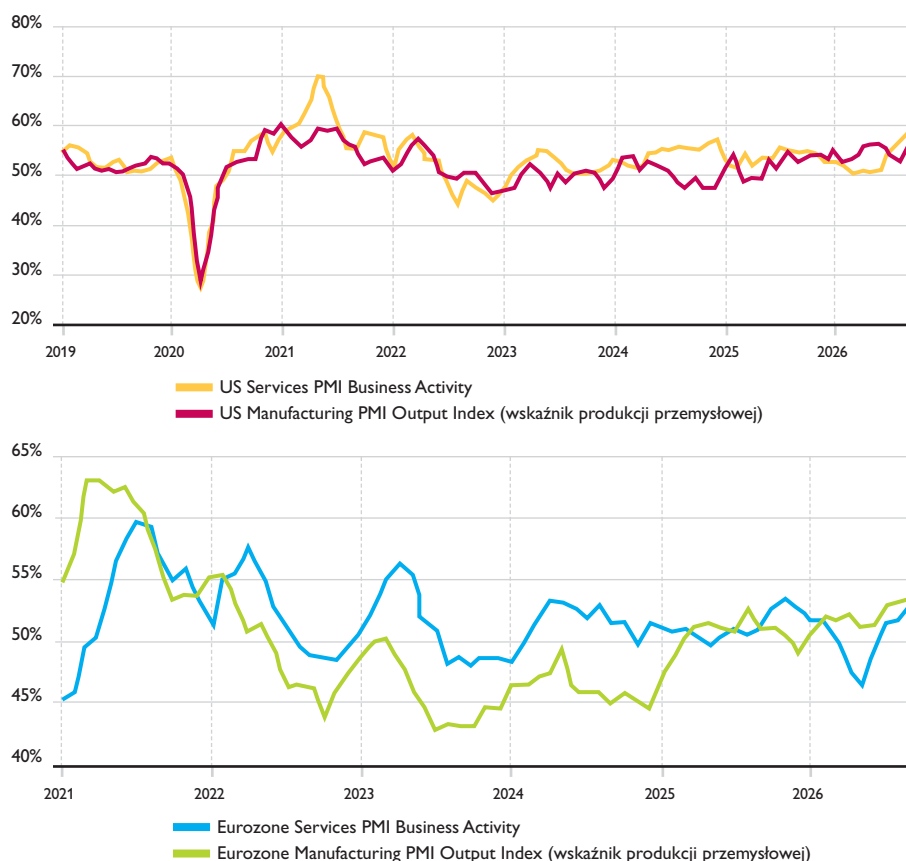
Europa pozostaje słabsza, ponieważ przemysł nadal zmagają się z wysokimi kosztami energii, słabszym popytem zewnętrznym oraz niepewnością polityczną. Jednocześnie również tutaj trudno znaleźć potwierdzenie scenariusza głębokiej recesji. Sektor usług pozostaje relatywnie odporny, a konsument nadal stabilizuje gospodarkę.

W praktyce oznacza to, że banki centralne nie otrzymują argumentów przemawiających za gwałtownym luzowaniem polityki pieniężnej. Gospodarka spowalnia, ale nie załamuje się. To z kolei daje Fed i EBC przestrzeń do utrzymywania restrykcyjnego nastawienia przez dłuższy czas. To właśnie dlatego obecne otoczenie bardziej przypomina późny etap ekspansji niż początek recesji.

Polska: więcej komfortu niż w Waszyngtonie i Frankfurcie.

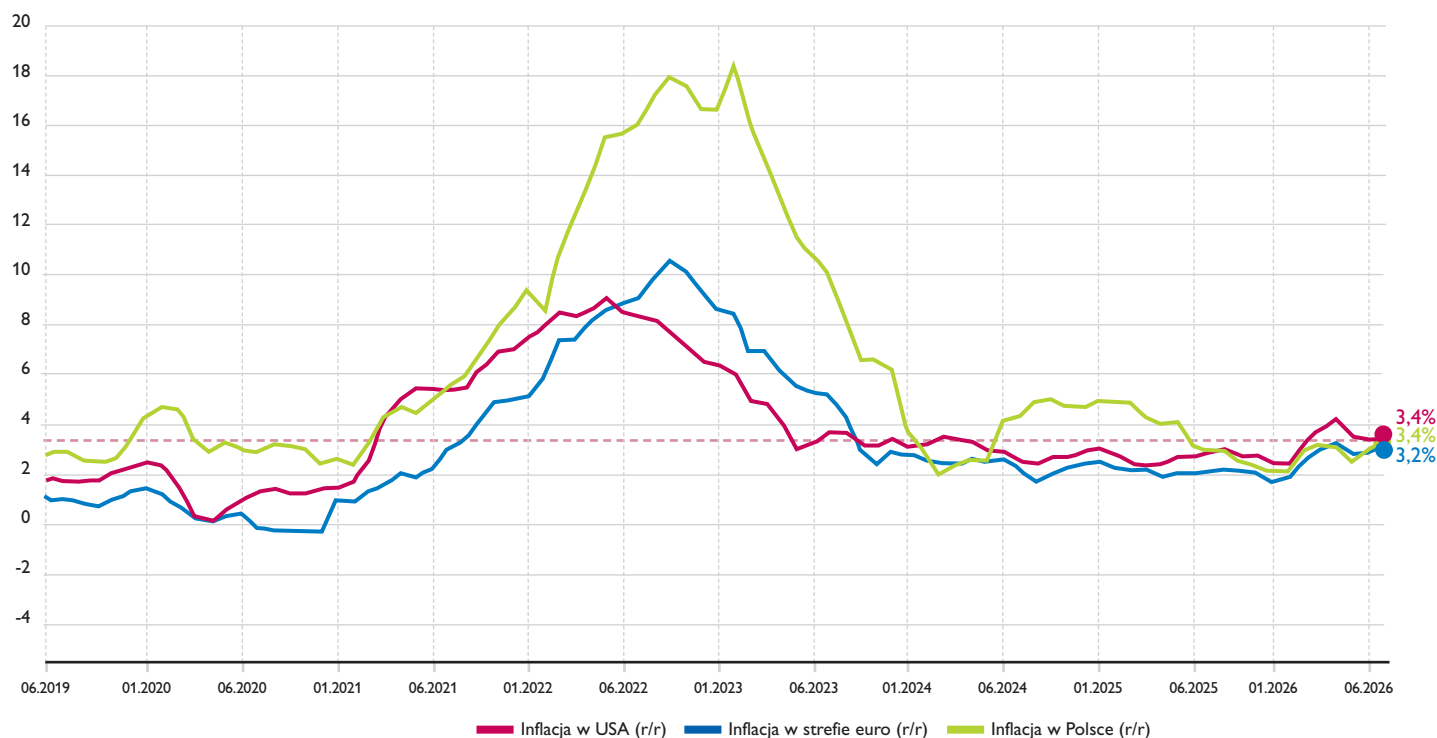
Na tle największych gospodarek rozwiniętych Polska znajduje się obecnie w relatywnie komfortowej sytuacji. Prognozy wzrostu PKB na 2027 r. wciąż pozostają w okolicach 3%, co nadal plasuje Polskę w gronie najszybciej rozwijających się gospodarek UE. Motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna wspierana wzrostem wynagrodzeń, ale coraz większą rolę zaczynają odgrywać również inwestycje. Szczególnie istotne znaczenie mają środki z KPO i funduszy europejskich, których wpływ na gospodarkę powinien być widoczny także w kolejnych latach.

Wskaźniki PMI nadal nie potwierdzają scenariusza recesyjnego w najbliższej przyszłości.



Źródło: S&P500 Global

Inflacja wróciła do tendencji wzrostowej, ale póki co pozostaje pod kontrolą.



W naszej ocenie Polska pozostaje jednym z najciekawszych rynków europejskich zarówno z perspektywy wzrostu gospodarczego, jak i możliwości inwestycyjnych.

Jednocześnie inflacja wprawdzie odbija od lokalnych minimów, ale jej charakter pozostaje inny niż w Stanach Zjednoczonych. W Polsce większą rolę odgrywają czynniki kosztowe związane z energią, podczas gdy presja popytowa pozostaje relatywnie ograniczona. To sprawia, że Rada Polityki Pieniężnej znajduje się obecnie w bardziej komfortowej sytuacji niż Fed czy EBC. Przy stopie referencyjnej NBP wynoszącej 3,75% oraz inflacji pozostającej poniżej poziomów obserwowanych po pandemii Polska nadal utrzymuje dodatnie realne stopy procentowe.

Nie oznacza to braku wyzwań. Inwestorzy nadal będą obserwować stan finansów publicznych, wysokie potrzeby pożyczkowe państwa oraz wpływ kampanii wyborczej na politykę fiskalną. Obniżka ratingu przez Moody's przypomniła również, że rynek zaczyna coraz większą uwagę zwracać na kwestie budżetowe. Jednocześnie reakcja rynku była ograniczona. Rentowności obligacji poruszały się przede wszystkim w ślad za zmianami globalnych oczekiwań inflacyjnych i cen energii, a nie za samą decyzją ratingową.

W naszej ocenie Polska pozostaje jednym z najciekawszych rynków europejskich zarówno z perspektywy wzrostu gospodarczego, jak i możliwości inwestycyjnych.

Co to oznacza dla inwestorów?

- Świat wrócił do klasycznego późnego etapu cyklu koniunkturalnego.
- Inflacja prawdopodobnie osiągnie lokalny szczyt na przełomie 2026 i 2027 roku.
- Ropa pozostaje najważniejszym czynnikiem wpływającym na oczekiwania inflacyjne.
- Banki centralne będą utrzymywać stopy procentowe na podwyższonych poziomach dłużej, niż jeszcze kilka miesięcy temu zakładał rynek.
- Dane gospodarcze nie potwierdzają scenariusza recesyjnego.
- Polska pozostaje beneficjentem inwestycji, środków europejskich i relatywnie mocnego wzrostu gospodarczego.
- Naszym scenariuszem bazowym pozostaje świat wyższych stóp procentowych, większej zmienności cen energii i wolniejszego, ale nadal dodatniego wzrostu gospodarczego. Wciąż nie jest to jednak scenariusz recesyjny.

Rynki obligacji

Wyższe rentowności zostają z nami na dłużej

Konflikt na Bliskim Wschodzie oraz wzrost cen ropy przypomnieli jednak inwestorom, że proces powrotu inflacji do celów banków centralnych może nie być tak prosty, jak jeszcze niedawno zakładano.

Jeszcze kilka miesięcy temu inwestorzy zastanawiali się, jak szybko główne banki centralne będą obniżały stopy procentowe. Dziś pytanie brzmi zupełnie inaczej. W centrum uwagi ponownie znalazła się inflacja, a wraz z nią ceny energii, napięcia geopolityczne oraz ryzyko utrzymywania się stóp procentowych na podwyższonych poziomach przez dłuższy czas.

To istotna zmiana. Rynek długu przez większą część roku funkcjonował w otoczeniu stopniowo spadającej inflacji i malejących rentowności. Konflikt na Bliskim Wschodzie oraz wzrost cen ropy przypomnieli jednak inwestorom, że proces powrotu inflacji do celów banków centralnych może nie być tak prosty, jak jeszcze niedawno zakładano.

Paradoksalnie nie oznacza to jednak pogorszenia perspektyw dla rynku obligacji. Wręcz przeciwnie. Po latach bardzo niskich stóp

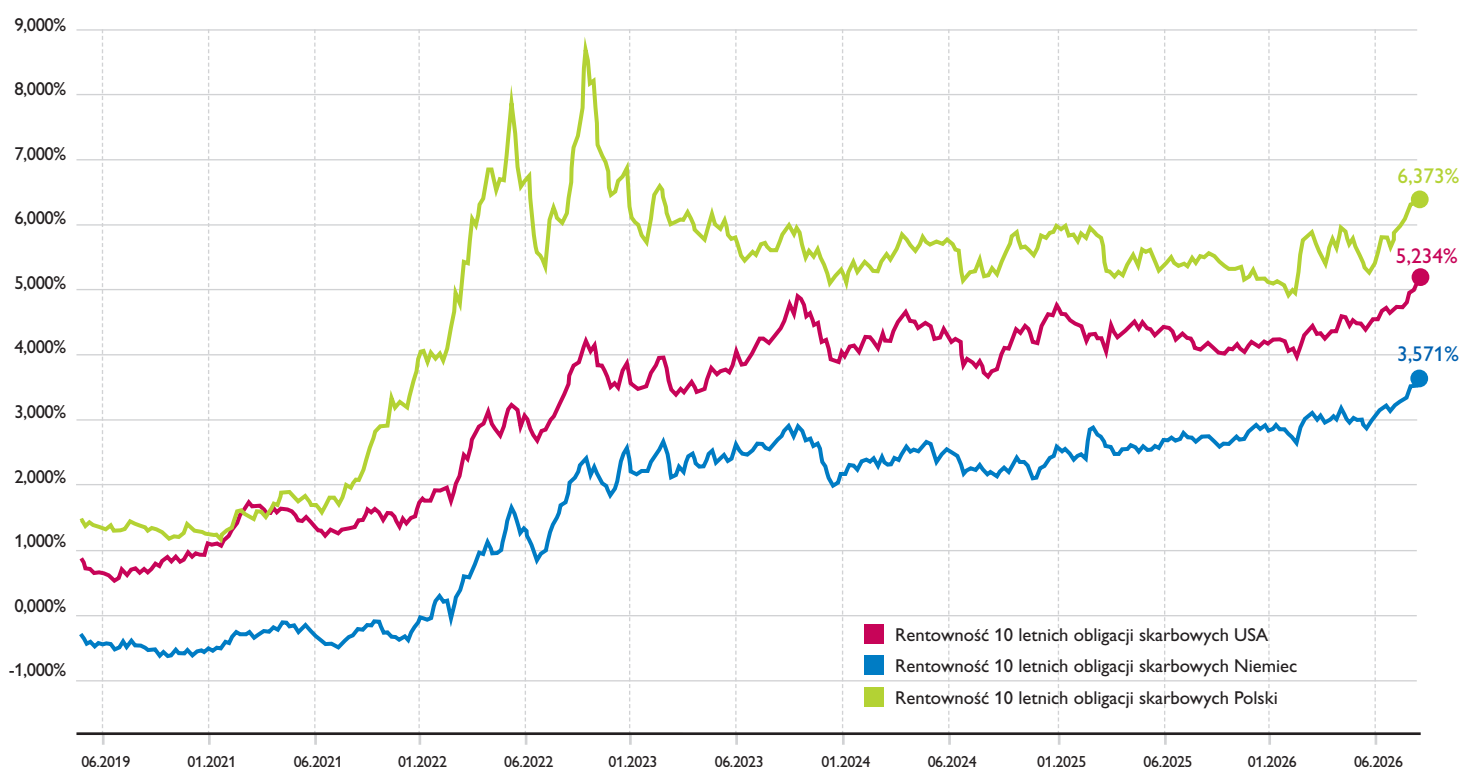
procentowych inwestorzy ponownie otrzymują wynagrodzenie za cierpliwość.

Obligacje znów płacą za cierpliwość.

Przez większość poprzedniej dekady inwestowanie w obligacje wymagało wiary w dalszy spadek rentowności. Sam dochód odsetkowy był niewielki, a znacząca część oczekiwanej stopy zwrotu zależała od wzrostu cen papierów dłużnych.

Dziś sytuacja wygląda zupełnie inaczej. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich ponownie zbliżyły się do poziomu 5%, niemieckie Bundy oferują około 3%, a rentowności polskich obligacji dziesięcioletnich utrzymują się w pobliżu 5,8-6,0%. Oznacza to, że po raz pierwszy od wielu lat inwestorzy mogą budować atrakcyjną oczekiwaną stopę zwrotu bez konieczności zakładania dalszych spadków rentowności.

Rentowności wróciły do wzrostów, ale wynagradzają cierpliwych.



Źródło: TradingView

Wzrost cen energii bez wątpienia utrudni dalszy proces dezinflacji. Trudno jednak uznać obecną sytuację za powtórkę szoku inflacyjnego z lat 2022-2023.

To właśnie dlatego naszym zdaniem najciekawszym słowem na rynku długu pozostaje dziś „carry”. W środowisku podwyższonych stóp procentowych znacząca część wyniku inwestycyjnego może pochodzić po prostu z systematycznie naliczanych odsetek.

Nie oznacza to oczywiście braku zmienności. Rentowności nadal będą reagowały na dane inflacyjne, ceny energii czy decyzje banków centralnych. Jednocześnie punkt wyjścia dla inwestora jest znacznie korzystniejszy niż jeszcze kilka lat temu. Po wielu latach obligacje ponownie zaczęły pełnić swoją podstawową funkcję: generowania dochodu.

Rynek wrócił do narracji podwyżek.

Jeszcze latem dominującym scenariuszem pozostawały dalsze obniżki stóp procentowych przez Fed i EBC. Wzrost cen ropy oraz eskalacja napięć geopolitycznych doprowadziły jednak do gwałtownej zmiany nastrojów.

Rentowności obligacji zaczęły rosnąć, a inwestorzy ponownie zaczęli uwzględniać w wycenach ryzyko bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Powróciła nawet dyskusja o możliwości ponownego zaostrzenia polityki monetarnej.

Naszym zdaniem rynek częściowo przeszedł jednak z jednego ekstremum w drugie. Wzrost cen energii bez wątpienia utrudni dalszy

proces dezinflacji. Trudno jednak uznać obecną sytuację za powtórkę szoku inflacyjnego z lat 2022-2023. Zarówno gospodarki, jak i banki centralne są dziś znacznie lepiej przygotowane na funkcjonowanie w środowisku wyższych cen energii. Dlatego bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz „higher for longer” niż powrót do agresywnego cyklu podwyżek stóp procentowych. Rynek prawdopodobnie wycenia dziś więcej podwyżek, niż rzeczywiście się zmaterializuje.

Spready mówią więcej niż rentowności.

Jednym z najciekawszych sygnałów płynących z rynku długu jest zachowanie obligacji korporacyjnych. Gdyby inwestorzy rzeczywiście obawiali się recesji, pierwszym symptomem byłby gwałtowny wzrost spread'ów kredytowych. Tymczasem obserwujemy sytuację odwrotną. Rentowności obligacji skarbowych rosną, ale spready kredytowe pozostają relatywnie wąskie.

To bardzo ważny sygnał. Oznacza bowiem, że inwestorzy bardziej obawiają się inflacji niż gwałtownego spowolnienia gospodarczego. Fundamenty przedsiębiorstw nadal pozostają relatywnie dobre, poziom niewypłacalności nie wskazuje na narastanie problemów systemowych, a większość firm weszła w obecny cykl z dużo mocniejszymi bilansami niż przed poprzednimi spowolnieniami.

Historycznie niskie premie za ryzyko obligacji High Yield sugerują, że rynek bardziej obawia się inflacji niż recesji.



Źródło: ST. Louis Fed

Jednym z najważniejszych tematów kolejnych lat będzie globalna rywalizacja o kapitał. Jeszcze kilka lat temu głównym pożyczkobiorcą były przede wszystkim państwa finansujące wydatki związane z pandemią.

Nie oznacza to jednak, że wszystkie segmenty rynku wyglądają równie atrakcyjnie. W naszej ocenie obecne poziomy spread'ów w segmencie Investment Grade nadal można uznać za uzasadnione. Znacznie większą ostrożność zachowujemy wobec segmentu High Yield. Historycznie późne etapy cyklu często prowadziły do ponownej wyceny ryzyka kredytowego, a obecny poziom spread'ów pozostawia ograniczony margines bezpieczeństwa. Dlatego nadal preferujemy jakość ponad dodatkowe kilkadziesiąt punktów bazowych rentowności.

Państwa i Big Tech coraz mocniej rywalizują o kapitał.

Jednym z najważniejszych tematów kolejnych lat będzie globalna rywalizacja o kapitał. Jeszcze kilka lat temu głównym pożyczkobiorcą były przede wszystkim państwa finansujące wydatki związane z pandemią. Dziś sytuacja

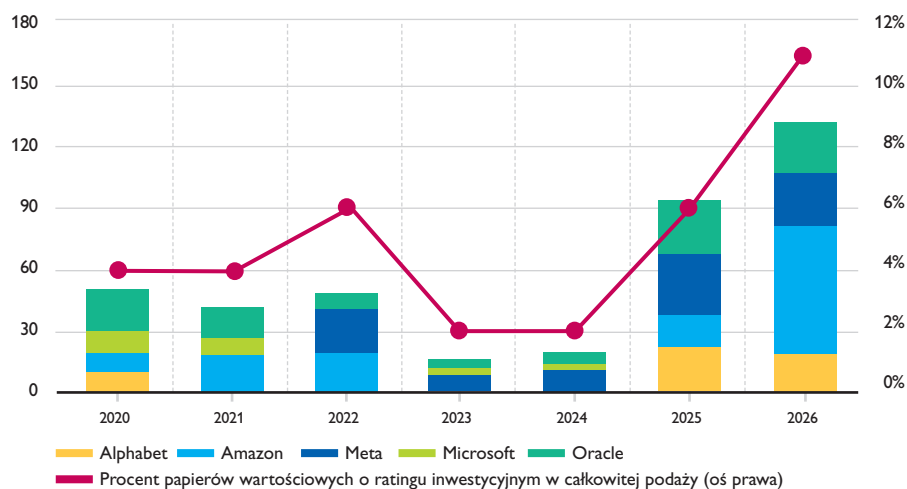
wygląda znacznie bardziej złożenie. Rządy finansują zwiększone wydatki obronne, transformację energetyczną i inwestycje infrastrukturalne. Jednocześnie sektor prywatny przeznacza setki miliardów dolarów na rozwój sztucznej inteligencji, budowę centrów danych, infrastruktury energetycznej oraz automatyzację. W praktyce oznacza to, że o tę samą pulę kapitału konkurują dziś:

- rządy,
- spółki technologiczne,
- sektor energetyczny,
- infrastruktura,
- przemysł.

To właśnie dlatego naszym zdaniem powrót rentowności do poziomów obserwowanych przed pandemią jest mało prawdopodobny. Kapitał ponownie stał się zasobem, który ma swoją cenę.

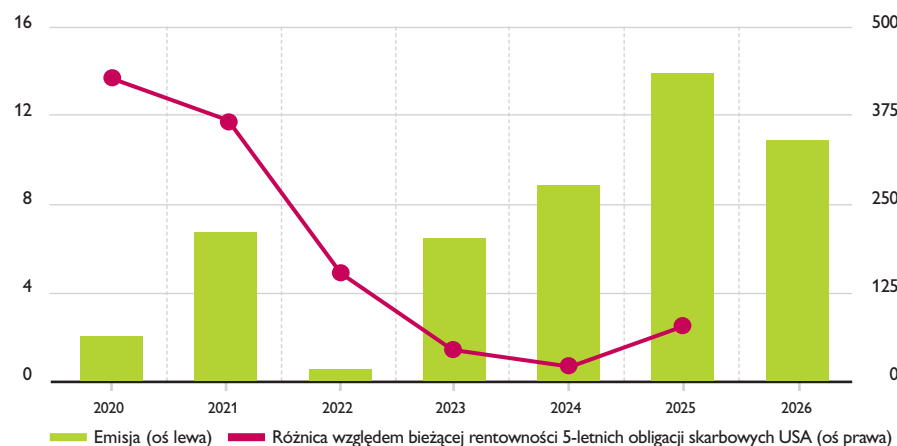
Poziom emisji obligacji przez największe spółki technologiczne.

W mld USD (oś lewa) oraz w procentach (oś prawa).



Poziom i koszt emisji obligacji przez spółki z branży centrów danych.

W mld USD (oś lewa) oraz w punktach bazowych (oś prawa).



Źródło: BlackRock

Rentowność polskich obligacji skarbowych 10-letnich wycenia różne ryzyka fiskalne Polski, a i tak pozostaje zbliżona do rentowności obligacji z ratingiem inwestycyjnym, a nie High Yield.

Japonia odwraca wieloletni układ sił.

Dodatkowym źródłem presji na rynek długu pozostaje Japonia. Przez wiele lat japońscy inwestorzy byli jednymi z największych nabywców obligacji amerykańskich. Powód był prosty. Zerowe stopy procentowe i bardzo niskie rentowności krajowych papierów zachęcały do lokowania kapitału za granicą.

Dziś sytuacja stopniowo się zmienia. Rentowności japońskich obligacji są najwyższe od wielu lat, a część kapitału zaczyna wracać na rynek krajowy. To oznacza mniejszy popyt na amerykański dług i dodatkową presję na rentowności obligacji USA. Nie jest to czynnik, który samodzielnie zmieni obraz rynku, ale stanowi kolejny argument za tym, że świat wraca do bardziej normalnego środowiska stóp procentowych i kosztu kapitału.

Polska: wysoki dochód, wysokie potrzeby pożyczkowe.

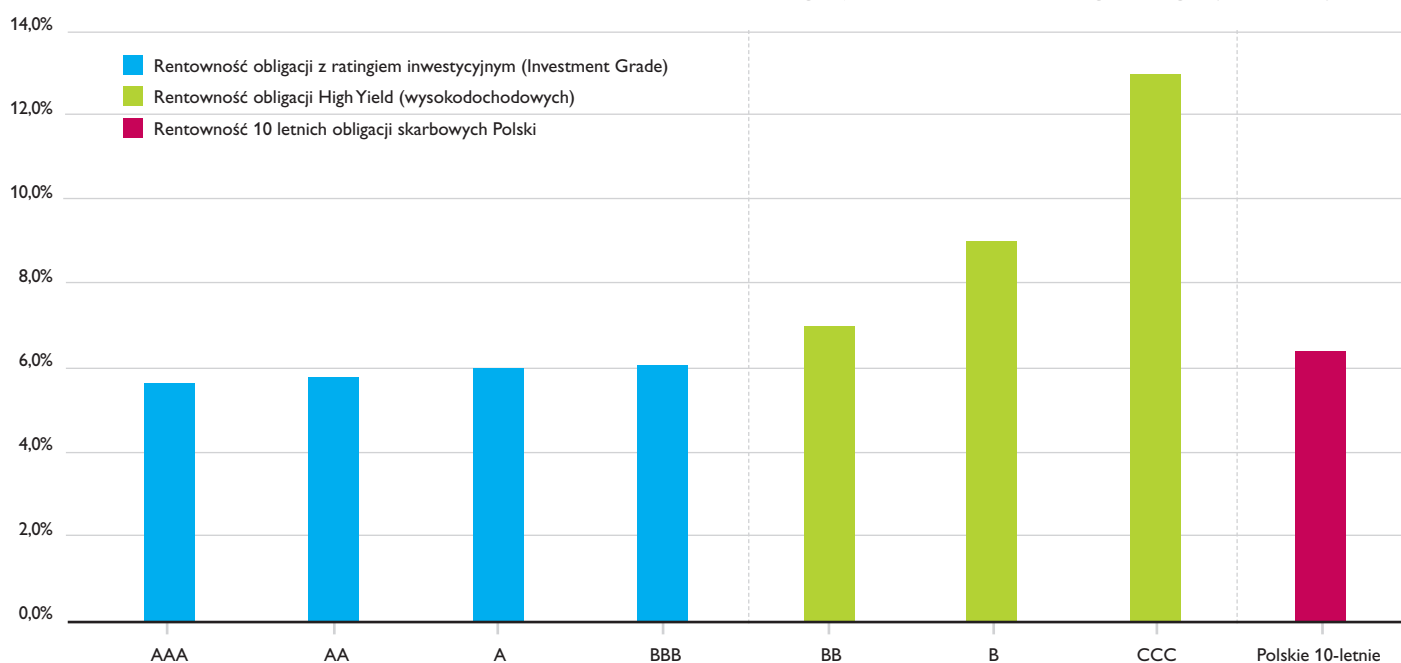
Polski rynek obligacji pozostaje jednym z najciekawszych rynków długu w Europie. Z jednej strony rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych pozostają blisko 6%, oferując jedną z najwyższych premii dochodowych wśród gospodarek o podobnej

jakości kredytowej. Dodatkowo realne stopy procentowe dodatkowo zwiększają atrakcyjność krajowego rynku. Z drugiej strony inwestorzy coraz większą uwagę zwracają na kwestie fiskalne. Polska należy obecnie do grupy krajów o najwyższych deficytach sektora finansów publicznych w Unii Europejskiej, a potrzeby pożyczkowe państwa pozostają bardzo wysokie. To właśnie ten czynnik znalazł się w centrum uwagi agencji Moody's, która zdecydowała się na obniżenie ratingu kredytowego Polski.

Naszym zdaniem decyzja ta miała jednak ograniczone znaczenie praktyczne dla rynku. Argumenty przedstawione przez agencję były od dawna znane inwestorom i w dużej mierze uwzględnione w wycenach.

Co więcej, struktura finansowania polskiego długu znacząco zmieniła się na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat. Udział inwestorów zagranicznych spadł z poziomów przekraczających 35% przed dekadą do około 15-20% obecnie. Oznacza to, że rynek jest dziś znacznie bardziej oparty na krajowym kapitale niż w przeszłości. Dlatego naszym zdaniem kluczowym czynnikiem wpływającym na rentowności polskich obligacji pozostaną ceny energii, inflacja i decyzje NBP, a nie same działania agencji ratingowych. Patrząc przez pryzmat relacji rentowności do ryzyka kredytowego, polski rynek nadal wydaje się atrakcyjny.

Średnia rentowność obligacji skarbowych według ratingu (09.2026 r.)

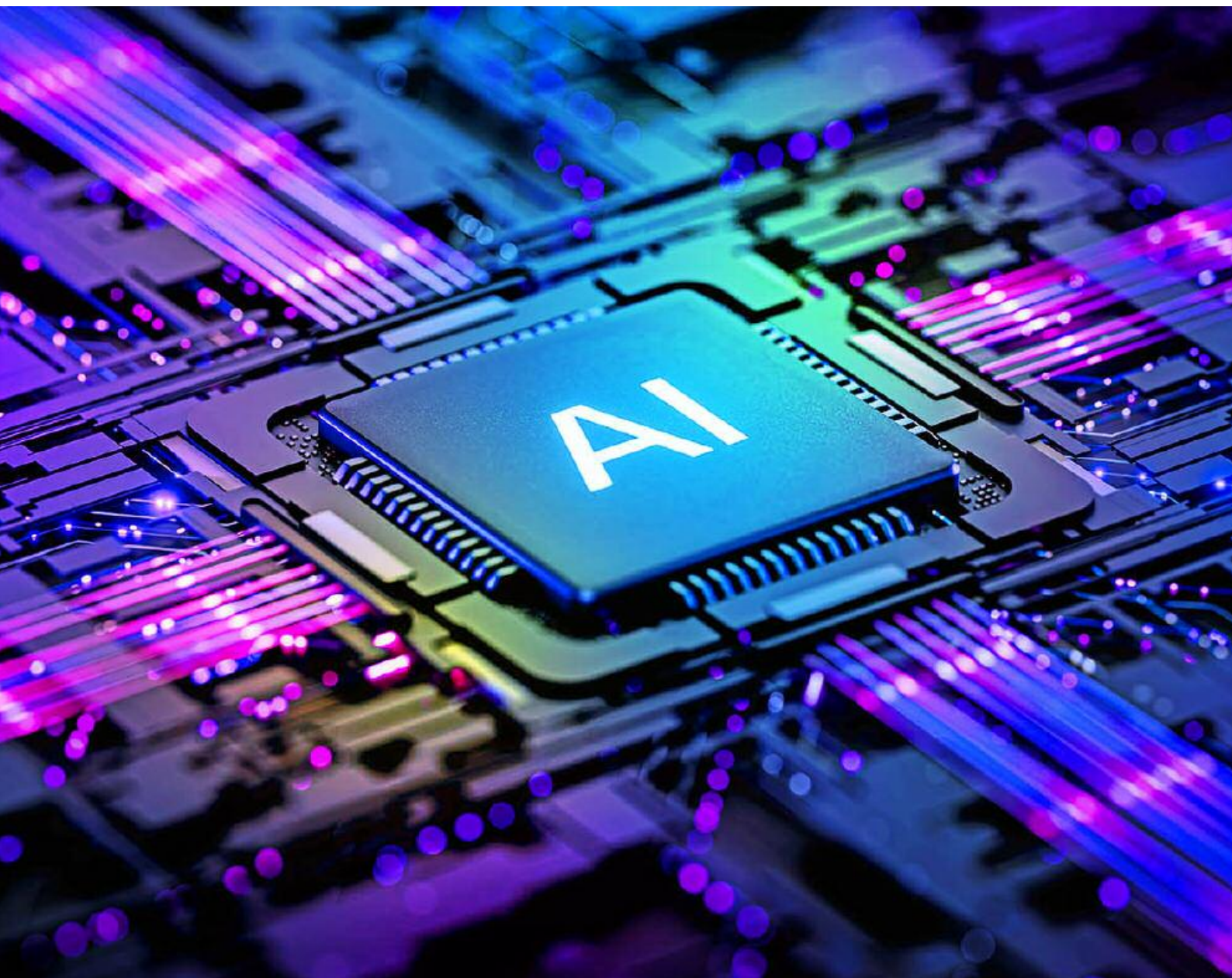


Źródło: Bloomberg, Vanguard

Polska pozostaje jednym z atrakcyjniejszych rynków długu w Europie, mimo pogorszenia perspektywy fiskalnej.

Co to oznacza dla inwestorów?

- Rynek długu bardziej obawia się dziś inflacji niż recesji.
- Głównym źródłem oczekiwanych stóp zwrotu pozostaje atrakcyjny poziom rentowności w ujęciu nominalnym i realnym.
- Rynek prawdopodobnie wycenia więcej podwyżek stóp, niż faktycznie się zmaterializuje.
- Preferujemy obligacje Investment Grade względem segmentu High Yield.
- Rosnące potrzeby pożyczkowe państw i inwestycje związane z AI będą utrzymywały presję na koszt kapitału.
- Polska pozostaje jednym z atrakcyjniejszych rynków długu w Europie, mimo pogorszenia perspektywy fiskalnej.
- Naszym scenariuszem bazowym pozostaje świat wyższych rentowności, wyższej zmienności i atrakcyjnego dochodu z obligacji, ale bez recesyjnego wzrostu ryzyka kredytowego.



Rynki akcji

Hossa trwa, ale nie jest łatwa

Gospodarka pozostaje odporna, przedsiębiorstwa nadal zwiększają zyski, a większość głównych indeksów giełdowych utrzymuje się w pobliżu historycznych maksimów.

Jeszcze rok temu głównym pytaniem inwestorów było to, czy światowej gospodarce uda się uniknąć recesji. Dziś ten problem wydaje się mniej aktualny. Gospodarka pozostaje odporna, przedsiębiorstwa nadal zwiększają zyski, a większość głównych indeksów giełdowych utrzymuje się w pobliżu historycznych maksimów. Coraz częściej dyskusja dotyczy więc nie tego, czy hossa będzie kontynuowana, ale jak długo będzie mogła trwać bez większej korekty.

To o tyle interesujące, że w ostatnich kwartałach nie brakowało wydarzeń, które teoretycznie powinny sprzyjać wzrostowi awersji do ryzyka. Powrót inflacji za sprawą wyższych cen energii, rosnące rentowności obligacji, napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie czy coraz większe obawy o sytuację fiskalną wielu państw pozostają stałym elementem rynkowej narracji. Mimo to akcje zachowują się zaskakująco spokojnie.

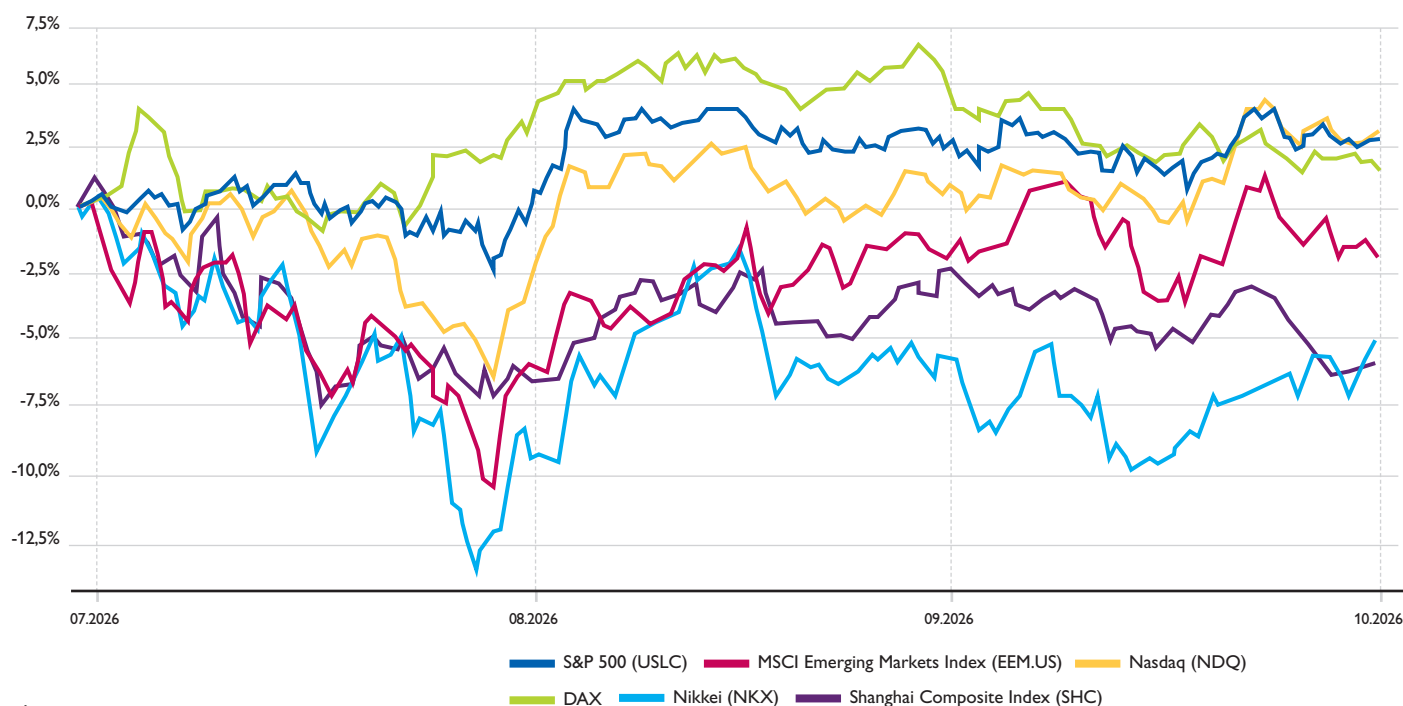
Paradoks obecnej hossy polega na tym, że najbardziej ryzykowna klasa aktywów okazała się jednocześnie najmniej emocjonująca.

Fundamenty dają rynkowi komfort, ale poprzeczka zawieszona jest coraz wyżej.

Najważniejszym argumentem przemawiającym za utrzymaniem pozytywnego nastawienia do rynku akcji pozostają wyniki przedsiębiorstw. To właśnie one tłumaczą, dlaczego akcje pozostają tak odporne na kolejne źródła niepewności.

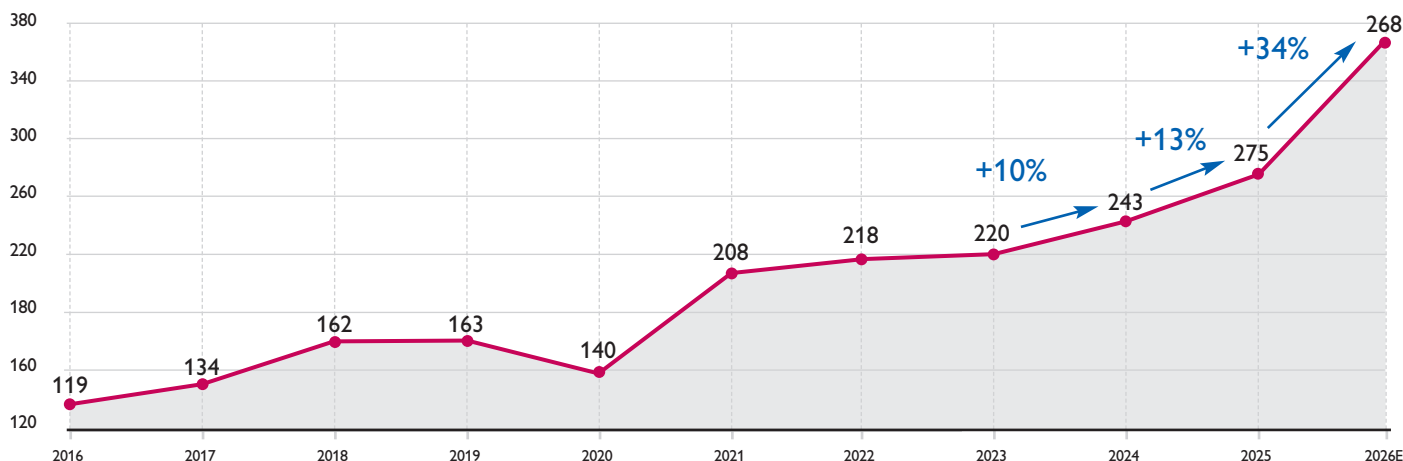
W Stanach Zjednoczonych kolejne sezony wynikowe kończyły się pobijaniem oczekiwań analityków. Konsensus rynkowy nadal zakłada wzrost zysków na akcję (EPS) dla spółek z indeksu S&P 500 o około 11-13% w 2027 r., a część prognoz pozostaje jeszcze bardziej optymistyczna. Jednocześnie wskaźnik forward P/E dla amerykańskiego rynku utrzymuje się

III kwartał wciąż potwierdzał dobrą kondycję rynków akcji, szczególnie na rynkach rozwiniętych.



Źródło: Stooq.pl

Historycznie wysokie dynamiki zysków na akcję potwierdzają stabilne fundamenty spółek na amerykańskim rynku. (S&P 500 indeks: 2016-2026 r.)



Źródło: Creative Planning

Wyceny akcji na świecie pozostają atrakcyjne – głównie ze względu na rosnące zyski spółek.

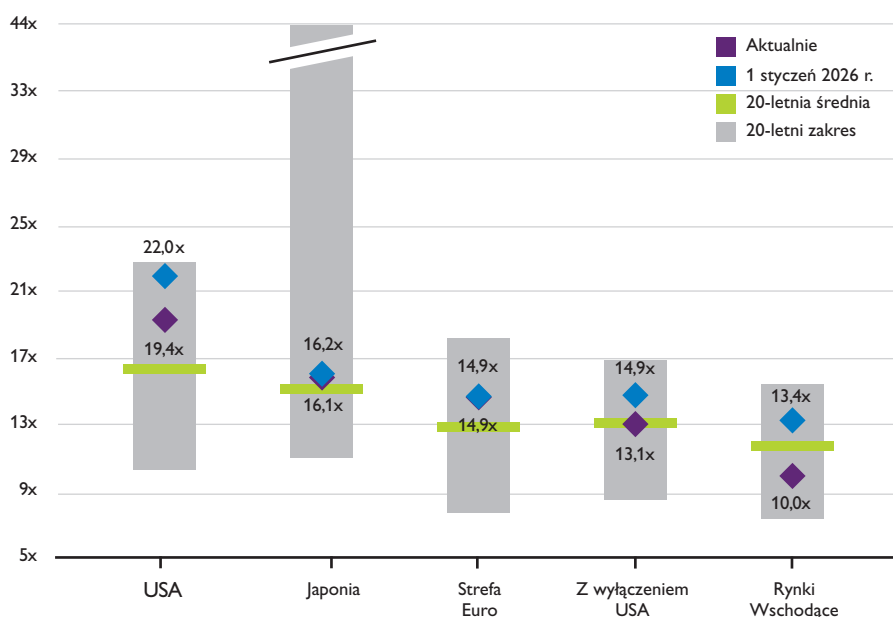
w pobliżu 23-24x, a więc wyraźnie powyżej swojej długoterminowej średniej. Oznacza to, że rynek nie jest tani. Inwestorzy są jednak gotowi płacić premię za spółki, które nadal są w stanie dostarczać ponadprzeciętną dynamikę wzrostu zysków.

To również ważna różnica względem wielu historycznych końcowych faz hossy. Obecnie wzrosty nie są napędzane wyłącznie optymizmem inwestorów. Coraz większa część stóp zwrotu znajduje oparcie w realnej poprawie wyników, marż i przepływów pieniężnych przedsiębiorstw. Warto jednak pamiętać, że znacząca część wzrostu zysków i stóp zwrotu nadal koncentruje się w ograniczonej grupie największych spółek techno-

logicznych, co zwiększa wrażliwość całego rynku na potencjalne rozczarowania tej grupy emitentów.

Podobny proces obserwowaliśmy na części rynków azjatyckich. Ostatnie dwa lata były wyjątkowo udane dla spółek związanych z sektorem półprzewodników i sztucznej inteligencji. Koreańskie firmy, takie jak Samsung Electronics czy SK Hynix, należały do największych beneficjentów globalnego boomu inwestycyjnego związanego z AI. Jednocześnie ostatnie miesiące pokazały, że wraz ze wzrostem oczekiwań rośnie również podatność rynku na rozczarowania. Nawet niewielkie odchylenia od prognoz dotyczących popytu czy marż prowadziły do gwałtownych korekt

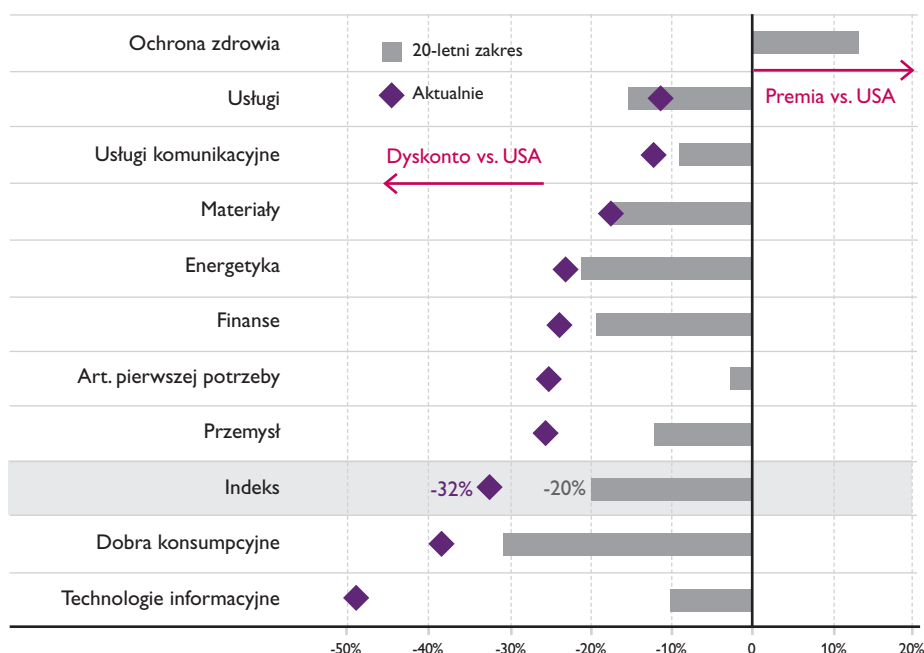
Wyprzedzające wskaźniki 12M cena/zysk dla poszczególnych indeksów akcji.



Źródło: JP Morgan

Inwestorzy stają się coraz bardziej wymagający wobec spółek i oczekują wzrostu wyników, który będzie uzasadniał obecne wyceny.

Wyprzedzające średnie wskaźniki cena/zysk 12M w poszczególnych sektorach (świat vs. USA).



Źródło: JP Morgan

kursów części liderów technologicznych. Nie jest to sygnał końca trendu. Jest to jednak przypomnienie, że po dwóch bardzo mocnych latach inwestorzy wymagają od spółek coraz więcej.

Dodatkowym wyzwaniem dla rynku akcji może być bardziej jastrzębia postawa Fed. Wyższe stopy procentowe oznaczają bowiem wyższe rentowności obligacji skarbowych, które po wielu latach ponownie stają się realną konkurencją dla akcji. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich oscylujące w pobliżu 5% oraz atrakcyjne dochody oferowane przez obligacje korporacyjne sprawiają, że premia za ryzyko związana z inwestowaniem w akcje nie jest już tak oczywista jak jeszcze kilka lat temu.

Nie oznacza to automatycznie odpływu kapitału z rynku akcji. Oznacza jednak, że inwestorzy stają się coraz bardziej wymagający wobec spółek i oczekują wzrostu wyników, który będzie uzasadniał obecne wyceny.

AI wychodzi poza Dolinę Krzemową.

Jeszcze rok temu ekspozycja na rozwój sztucznej inteligencji oznaczała przede wszystkim inwestowanie w wąską grupę amerykańskich gigantów technologicznych oraz producentów półprzewodników.

Dziś rynek coraz częściej zadaje pytanie nie o to, kto stworzy najlepszy model AI, ale kto zarobi na jego masowym wykorzystaniu.

Odpowiedź prowadzi daleko poza sam sektor technologiczny. Budowa kolejnych centrów danych oznacza rosnące zapotrzebowanie na energię elektryczną, systemy chłodzenia, infrastrukturę przesyłową, automatykę przemysłową oraz specjalistyczne komponenty. W rezultacie korzyści płynące z rozwoju sztucznej inteligencji zaczynają obejmować coraz większą część gospodarki.

To właśnie dlatego coraz ciekawiej wyglądają dziś sektory przemysłowe, infrastrukturalne, energetyczne czy związane z cyberbezpieczeństwem. AI przestaje być wyłącznie aspektem technologicznym, a coraz bardziej staje się motywem inwestycyjnym, dotyczącym realnej gospodarki.

W naszej ocenie jest to jeden z najważniejszych trendów inwestycyjnych na kolejne lata. O ile pierwsza fala AI koncentrowała się na producentach chipów i oprogramowania, o tyle druga może być historią infrastruktury, energetyki i produktywności.

Późny cykl wymaga więcej ostrożności.

Coraz więcej elementów makroekonomicznej układanki wskazuje, że znajdujemy się w późnej

Gospodarka pozostaje odporna, rynek pracy nadal wygląda dobrze, a przedsiębiorstwa są w stanie zwiększać zyski mimo wyższych kosztów finansowania.

fazie cyklu koniunkturalnego. Gospodarka pozostaje odporna, rynek pracy nadal wygląda dobrze, a przedsiębiorstwa są w stanie zwiększać zyski mimo wyższych kosztów finansowania.

Nie jest to jednak środowisko, które sprzyja bezrefleksyjnemu podejmowaniu ryzyka. Historia pokazuje, że późne etapy hossy często przynoszą jeszcze kilka kwartałów dodatnich stóp zwrotu. Jednocześnie rośnie wówczas znaczenie selekcji, jakości bilansów oraz właściwej oceny wyceny.

Dlatego naszym zdaniem coraz mniej istotne staje się pytanie, czy być obecnym na rynku akcji. Coraz ważniejsze staje się pytanie, jakie spółki znajdują się w portfelu. Nie odwołujemy hossy. Uważamy jednak, że kolejny rok będzie wymagał od inwestorów większej dyscypliny i większej selektywności niż poprzednie dwa lata.

Pull-back bardziej prawdopodobny niż bessy.

Po dwóch bardzo udanych latach rynek staje się coraz bardziej wymagający. Wysokie oczekiwania wobec wyników przedsiębiorstw, rosnące rentowności obligacji, wyższa inflacja oraz utrzymujące się napięcia geopolityczne tworzą środowisko, w którym margines błędu staje się coraz mniejszy.

Jednocześnie trudno wskazać dziś klasyczny katalizator recesji. Aktywność gospodarcza pozostaje stabilna, przedsiębiorstwa generują dobre wyniki, a rynek pracy nie sygnalizuje gwałtownego pogorszenia koniunktury.

Dlatego naszym zdaniem bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz korekty rzędu 5-10% niż początek pełnowymiarowej bessy. Tego rodzaju cofnięcie byłoby naturalnym elementem dojrzewającej hossy i mogłoby stworzyć nowe okazje inwestycyjne. Innymi słowy, większym ryzykiem pozostaje dziś krótkoterminowy pull-back niż strukturalna zmiana trendu

Europa: selekcja zamiast szerokiej alokacji.

Europa pozostaje jednym z bardziej interesujących regionów dla inwestorów. Z jednej strony wyceny europejskich spółek nadal pozostają wyraźnie niższe niż w Stanach Zjednoczonych, a aktywność gospodarcza okazała się bardziej odporna, niż obawiano się jeszcze kilkanaście miesięcy temu.

Z drugiej strony kontynent wciąż mierzy się z wyzwaniami strukturalnymi, takimi jak niższy potencjał wzrostu, niekorzystne trendy demograficzne czy relatywnie słabsza pozycja technologiczna względem USA.

Niepewności dodaje również sytuacja polityczna. Rosnące poparcie dla ugrupowań populistycznych, w tym niemieckiej AfD, pokazuje, że część społeczeństw coraz krytyczniej ocenia dotychczasowy model rozwoju gospodarczego i integracji europejskiej. Jednocześnie wraz ze zbliżającym się sezonem zimowym powraca temat bezpieczeństwa energetycznego. Choć Europa jest dziś zdecydowanie lepiej przygotowana niż kilka lat temu, koszty energii i zależność od zewnętrznych dostawców pozostają istotnym czynnikiem wpływającym na konkurencyjność przemysłu.

Paradoksalnie właśnie te wyzwania stają się jednym z najważniejszych argumentów inwestycyjnych przemawiających za regionem. Europa stoi przed koniecznością realizacji ogromnych nakładów na transformację energetyczną, rozbudowę sieci przesyłowych, infrastrukturę komunikacyjną, cyfryzację oraz bezpieczeństwo i obronność. W kolejnych latach wydatki publiczne i prywatne związane z tymi obszarami mogą stanowić ważne źródło wzrostu dla wielu sektorów gospodarki.

Dlatego naszym zdaniem Europa nie będzie historią szerokiego wzrostu całego rynku, lecz raczej rynkiem, na którym kluczowe znaczenie będzie miała selekcja. Największego potencjału nadal upatrujemy w sektorach związanych z energią, infrastrukturą, obronnością, automatyką przemysłową oraz wybranymi beneficjentami cyfryzacji gospodarki. Europa pozostaje atrakcyjna, ale bardziej jako historia aktywnego wyboru zwycięzców niż prosty zakład na wzrost całego regionu.

Emerging Markets: po boomie czas na weryfikację.

Rynki wschodzące mają za sobą bardzo udany okres. Wbrew obawom wielu inwestorów nie zostały zepchnięte na margines przez boom technologiczny w Stanach Zjednoczonych. Wręcz przeciwnie. Część gospodarek azjatyckich stała się kluczowym ogniwem globalnych łańcuchów dostaw dla sektora półprzewodników, centrów danych i infrastruktury wspierającej rozwój sztucznej inteligencji.

Największy potencjał nadal widać w krajach i sektorach bezpośrednio korzystających z rozwoju sztucznej inteligencji, półprzewodników, infrastruktury cyfrowej oraz energetyki.

Najlepszym przykładem pozostaje Korea Południowa. Spółki takie jak Samsung Electronics czy SK Hynix należały do największych beneficjentów gwałtownego wzrostu popytu na pamięci wykorzystywane w rozwiązaniach AI oraz nowoczesnych centrach danych. Skala wcześniejszych wzrostów sprawiła jednak, że druga połowa roku przyniosła rewizję oczekiwań i wyraźnie większą zmienność notowań części technologicznych liderów.

Nie oznacza to końca historii AI na rynkach wschodzących. Korea, Tajwan czy część krajów Azji Południowo-Wschodniej pozostaną jednymi z głównych beneficjentów globalnych inwestycji technologicznych również w kolejnych latach. Po dwóch bardzo mocnych latach inwestorzy coraz większą uwagę zwracają jednak na wyceny oraz zdolność spółek do utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu zysków.

Dodatkowym wyzwaniem pozostaje polityka monetarna w Stanach Zjednoczonych. Jeżeli Fed utrzyma bardziej jędrne nastawienie, a rentowności amerykańskich obligacji pozostaną wysokie, mocniejszy dolar może ograniczać napływ kapitału na część rynków wschodzących. Wiele krajów azjatyckich pozostaje również wrażliwych na ceny energii

i dostawy surowców z Bliskiego Wschodu, co zwiększa ich podatność na obecne napięcia geopolityczne.

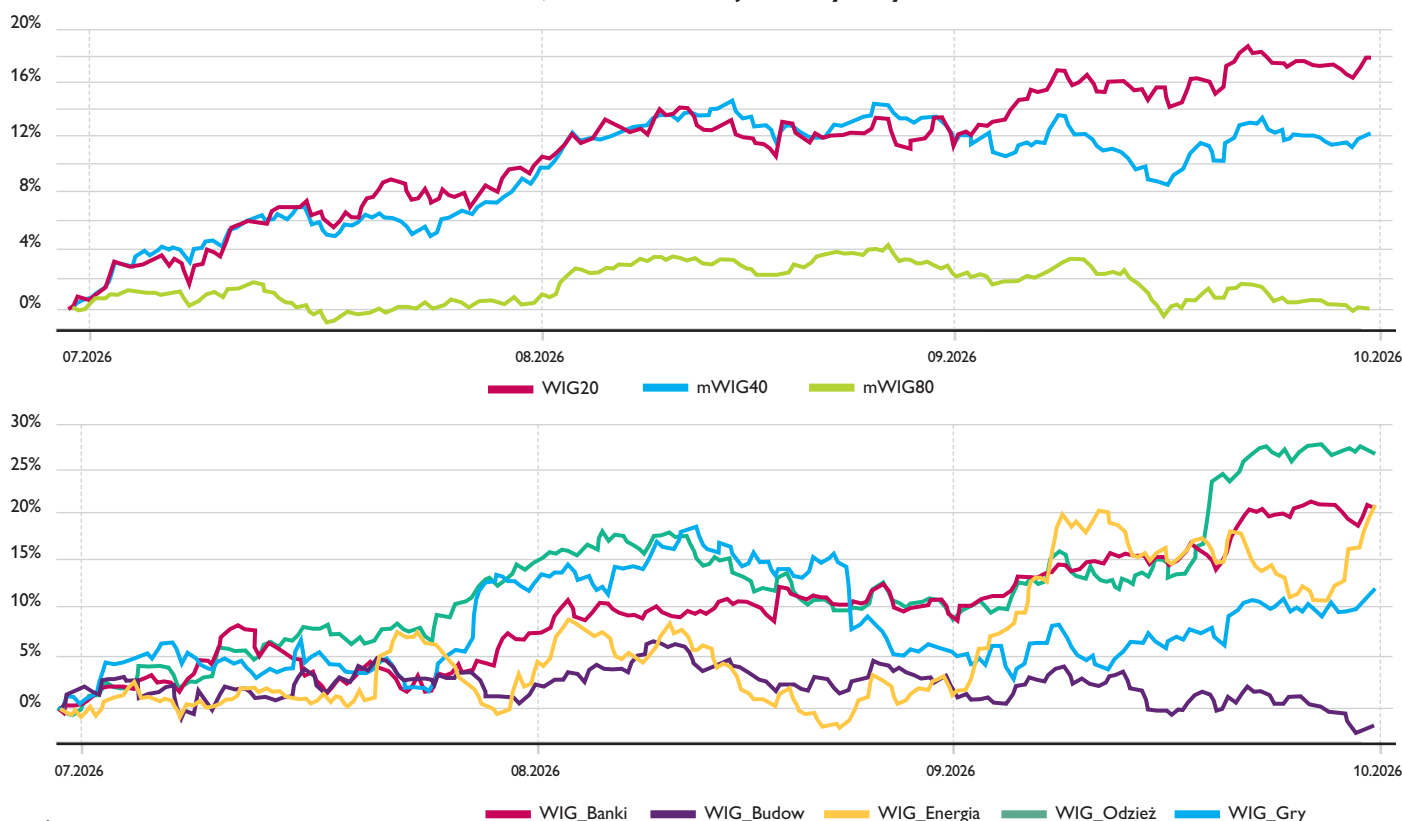
Dlatego nasze nastawienie do Emerging Markets pozostaje pozytywne, ale bardziej selektywne niż w poprzednich latach. Największy potencjał nadal widzimy w krajach i sektorach bezpośrednio korzystających z rozwoju sztucznej inteligencji, półprzewodników, infrastruktury cyfrowej oraz energetyki. Po okresie szerokich wzrostów coraz większe znaczenie będzie jednak miał dobór konkretnych rynków i spółek.

Polska: czas na rotację.

Polski rynek akcji pozostaje jednym z pozytywnych zaskoczeń obecnego cyklu. Już drugi rok z rzędu WIG20 należy do najlepiej zachowujących się indeksów w Europie, korzystających z poprawy sentymentu wobec regionu, napływu kapitału zagranicznego oraz mocnych wyników największych spółek. W dużej mierze był to również powrót inwestorów do rynku, który przez wiele lat pozostawał niedowartościowany w portfelach międzynarodowych funduszy.

Kluczowe pytanie dotyczy jednak nie kierunku całego rynku, lecz jego struktury. WIG20 w dużym stopniu opiera się na

GPW pozostaje jedną z najlepszych giełd na świecie od ponad półtora roku, ale bez istotnej korekty w tym czasie.



Źródło: stooq.pl

Coraz ciekawiej wygląda segment małych i średnich spółek. To tam znajduje się większość prywatnego biznesu, innowacyjnych modeli działalności oraz przedsiębiorstw korzystających bezpośrednio z krajowej konsumpcji i inwestycji.

spółkach z udziałem Skarbu Państwa, co oznacza ekspozycję nie tylko na koniunkturę gospodarczą, ale również na decyzje regulacyjne i polityczne. Wraz ze zbliżającym się okresem wyborczym mogą powracać dyskusje dotyczące dodatkowych obciążeń sektorowych czy realizacji celów publicznych kosztem rentowności, co naturalnie zwiększa ryzyko realizacji części zysków po bardzo mocnych ostatnich latach.

Coraz ciekawiej wygląda natomiast segment małych i średnich spółek. To tam znajduje się większość prywatnego biznesu, innowacyjnych modeli działalności oraz przedsiębiorstw korzystających bezpośrednio z krajowej konsumpcji i inwestycji. Dodatkowym argumentem pozostają wyceny, które po kilku latach słabszego zachowania względem WIG20 nadal pozostają relatywnie atrakcyjne.

Wsparciem dla tego segmentu może pozostać również krajowy kapitał. Napływy do funduszy inwestujących w polskie akcje utrzymują się na wysokich poziomach, a rozwój długoterminowego oszczędzania i planowane wdrożenie OKI mogą dodatkowo wspierać zainteresowanie krajowym rynkiem. Historycznie to właśnie małe i średnie spółki były jednymi z głównych beneficjentów takich przepływów.

Dlatego pozostajemy pozytywnie nastawieni do polskich akcji. Coraz więcej argumentów przemawia jednak za tym, że kolejna faza rynku może w większym stopniu należeć

do prywatnych, innowacyjnych przedsiębiorstw niż do największych spółek, które były liderami wzrostów w ostatnich dwóch latach.

Co to oznacza dla inwestorów?

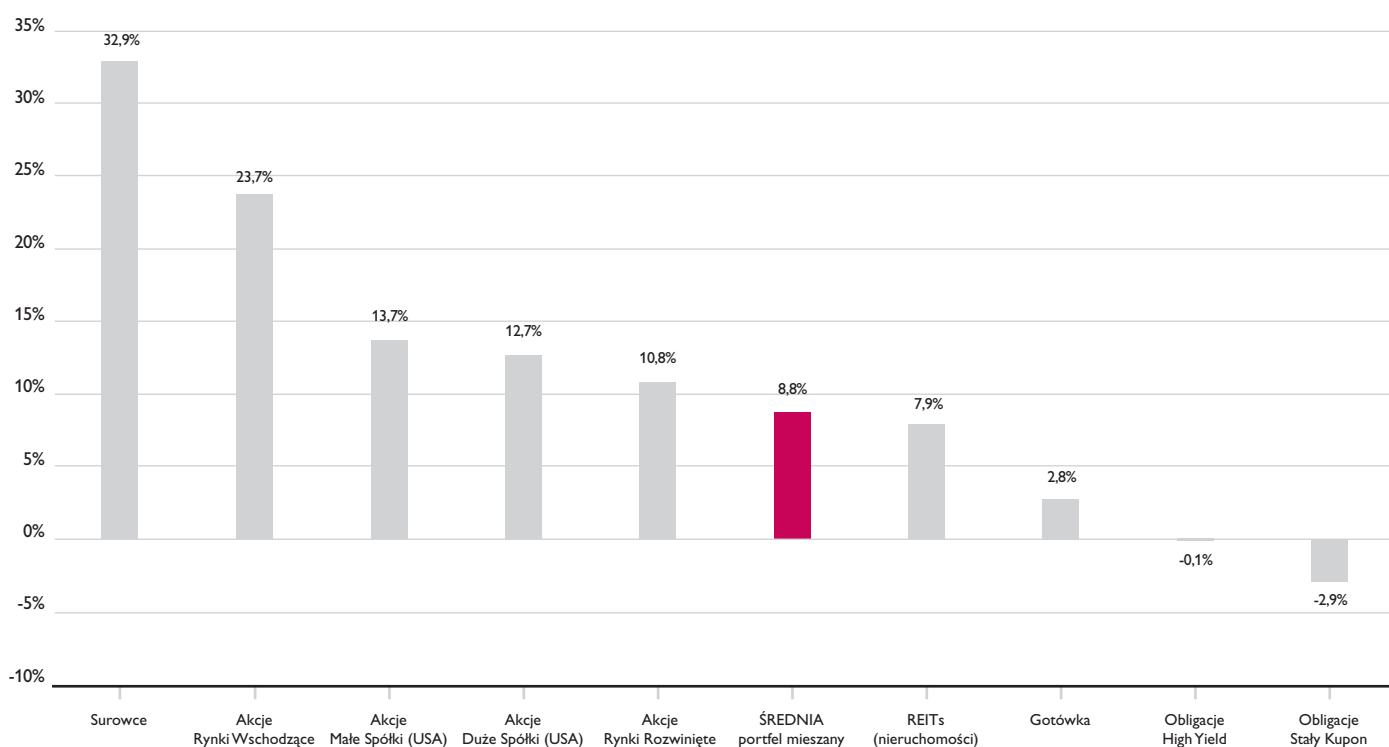
- Fundamenty przedsiębiorstw pozostają mocne i nadal wspierają rynek akcji.
- AI pozostaje jednym z głównych motorów wzrostu, ale korzyści obejmują coraz więcej sektorów gospodarki.
- Hossa trwa, lecz znajduje się coraz bliżej późnej fazy cyklu.
- Ryzyko korekty wzrosło, choć nie postrzegamy jej jako początku bessy.
- Europa wymaga selekcji bardziej niż szerokiej ekspozycji indeksowej.
- Emerging Markets wchodzą w etap weryfikacji wysokich oczekiwań po bardzo mocnych dwóch latach.
- W Polsce coraz ciekawiej wyglądają małe i średnie spółki.
- W kolejnych kwartałach o wynikach inwestycyjnych w coraz większym stopniu będzie decydował dobór aktywów, a nie sama obecność na rynku akcji.



Podsumowanie i wyzwania na IV kwartał 2026 roku

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

Stopy zwrotu głównych klas aktywów YTD na dzień 30.09.2026 r.



Źródło: JP Morgan

Trzeci kwartał 2026 roku stał pod znakiem kontynuacji podwyższonej zmienności cen obligacji skarbowych. Głównym czynnikiem do obserwacji wciąż pozostawała niepewność związana z cenami ropy i gazu, obawy inflacyjne, a w konsekwencji bardziej restrykcyjna polityka banków centralnych. Do tego odżyła narracja związana z polityką fiskalną oraz ze wzrostem zadłużenia państw oraz kosztów obsługi tego długu. Na tym tle fundusze z obligacji krótkoterminowych z palety Millennium TFI pozostawały w trendzie bocznym. Uznajemy to za sukces – zważywszy na kilkuprocentowe przeceny papierów dłużnych zarówno w Polsce jak i w USA. Niestety tendencjom tym nie oparły się fundusze bazujące na obligacjach o dłuższym terminie zapadalności, ale w zamian rentowności tychże rozwiązań i ich dochodowość znacząco wzrosły.

Stopy zwrotu funduszy z palety Millennium TFI w okresach rocznych

Millennium TFI – Stopy zwrotu w okresach rocznych (dane na dzień 30.09.2026 r.).

Millennium FIO/SFIO	Klasa ryzyka (SRI)	Zalecany okres inwestycji	2026 YTD	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Obligacji Klasyczny	2	1 rok	1,93%	6,17%	5,20%	8,28%	1,34%	-1,9%	0,7%	1,6%	0,7%	2,7%
Instrumentów Dłużnych	3	2 lata	-2,66%	9,22%	1,70%	14,12%	-7,19%	-7,1%	3,3%	3,5%	-1,6%	4,3%
Obligacji Uniwersalny	3	1,5 roku	1,13%	6,63%	3,64%	8,23%	-2,78%	0,8%	-0,4%	3,2%	-3,3%	3,5%
Plan Spokojny	2	3 lata	0,18%	7,11%	3,52%	7,18%	-8,51%	0,8%	2,5%	7,2%	-6,7%	1,5%
Stabilnego Wzrostu	3	3 lata	7,48%	17,00%	3,46%	17,81%	-8,63%	2,4%	7,7%	2,2%	-6,3%	4,7%
Plan Wyważony	3	3 lata	3,14%	9,07%	6,17%	10,68%	-12,18%	5,9%	4,1%	11,6%	-8,5%	5,1%
Multistrategia	3	3 lata	9,60%	11,33%	8,16%	19,84%	-8,39%	10,6%	22,9%	10,6%	-11,3%	-0,3%
Cyklu Koniunkturalnego	3	4 lata	17,48%	27,67%	4,39%	21,91%	-11,34%	9,9%	10,8%	9,9%	-12,7%	4,3%
Akcji	4	5 lat	32,20%	29,71%	4,55%	38,18%	-16,16%	18,9%	0,7%	18,9%	-16,4%	10,6%
Dynamicznych Spółek	4	5 lat	29,73%	22,16%	7,67%	41,14%	-16,79%	25,9%	16,7%	9,9%	-22,8%	2,8%
Plan Aktywny	4	5 lat	11,63%	18,56%	17,64%	19,74%	-19,51%	12,1%	9,7%	23,6%	-15,4%	13,8%
Top Sectors	4	5 lat	6,01%	25,52%	13,84%	22,78%	-20,97%					
Indeksowy Akcji Amerykańskich*	4	5 lat	19,48%									
Indeksowy Akcji Europejskich*	4	5 lat	12,70%									
Indeksowy Akcji EM*	4	5 lat	21,12%									
Indeksowy Globalnych Obligacji*	2	2,5 roku	-1,04%									
Akcji Rynku Złota**	6	5 lat	2,52%									

*stopy zwrotu od 27.03.2026 r.,

**stopy zwrotu od 31.05.2026 r.

Źródło: Millennium TFI

W przypadku funduszy mieszanych miniony kwartał ponownie pokazał znaczenie dywersyfikacji oraz aktywnego zarządzania alokacją pomiędzy klasami aktywów. Innymi słowy, przy podwyższonej zmienności i zmiennych prognozach, z perspektywy uczestnika funduszu swoją skuteczność pokazał konsekwentny proces inwestycyjny. Zarówno w podejściu cyklicznym (Subfundusz Cyklu Koniunkturalnego) jak i acyklicznym (Subfundusz Stabilnego Wzrostu oraz Multistrategia) nasze fundusze korzystały ze względnej siły polskiego rynku akcji, oraz wciąż silnemu rynkowi amerykańskiemu, wspieranemu wzrostami w sektorze technologicznym. Warto wspomnieć, że to właśnie komponent akcyjny skutecznie amortyzował nominalnie niższe, ale bardziej jednoznaczne spadki cen obligacji.

Mocne fundamenty rynku akcji, mimo napięć geopolitycznych, wspierały stopy zwrotu naszych funduszy akcyjnych – wszystkie z nich poprawiły swoje wyniki w porównaniu ze stanem na połowę 2026 roku. Mimo niekorzystnej statystycznej sezonowości zarówno fundusze polskich akcji jak i akcji zagranicznych (zarówno w ujęciu sektorowym jak i indeksowym – geograficznym) mogły stanowić solidne wsparcie portfeli inwestorów. Cieszy nas fakt, że uruchomiony w czerwcu 2026 r. Subfundusz Akcji Rynku Złota skutecznie pozwolił wykorzystać odreagowanie na tej klasie aktywów.

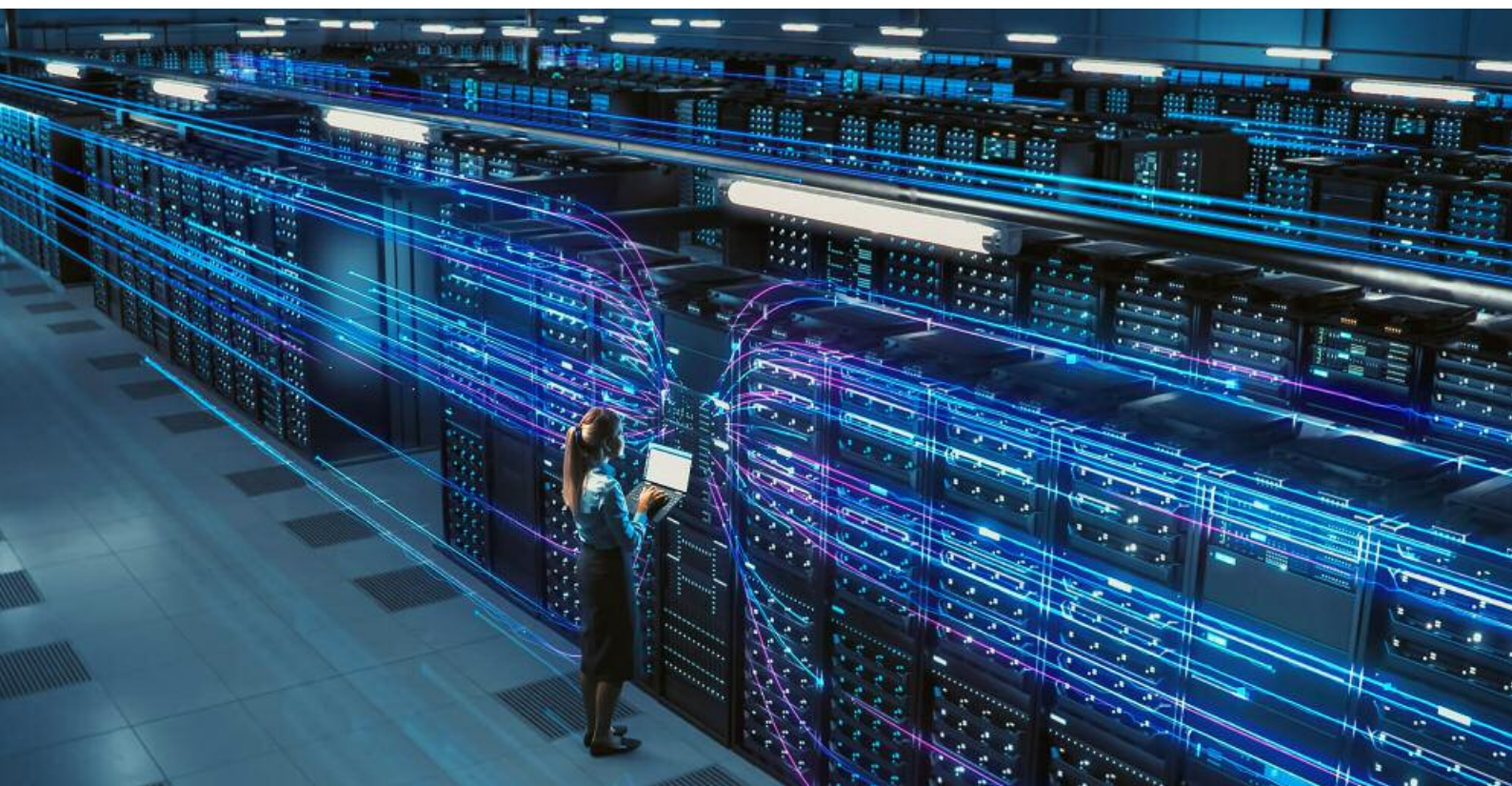
Patrząc w przód, na ostatnie miesiące 2026 roku, mamy oczywiście świadomość wielu wyzwań. W świetle przedstawionych wcześniej perspektyw rynkowych i naszego aktualnego nastawienia

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

strategicznego, w najbliższych miesiącach będziemy kontynuować podejście oparte na selekcji oraz dywersyfikacji. W segmencie obligacji utrzymujemy pozytywne nastawienie zarówno do polskich obligacji skarbowych, jak i obligacji korporacyjnych o wysokiej jakości kredytowej, które po wakacyjnej przecenie oferują dość atrakcyjną dochodowość. Spodziewamy się jednak, że wyraźny spadek inflacji i złagodzenie polityki monetarnej banków centralnych może być trudne. Stąd też w krótkim terminie preferujemy niskie ryzyko stopy procentowej. Jednak dla cierpliwych inwestorów potencjał na instrumentach o dłuższym terminie zapadalności stał się na pewno bardziej atrakcyjny, niż na początku roku.

W części akcyjnej nadal pozytywnie oceniamy perspektywy rynku amerykańskiego – przede wszystkim ze względu na wciąż silną gospodarkę oraz pozytywne dane i prognozy płynące ze spółek. Spodziewamy się, że szeroko pojęty sektor technologiczny nadal będzie lokomotywą wzrostu, ciągnącą za sobą inne sektory. Neutralne nastawienie przyjmujemy wobec rynku europejskiego (ze względu na duże uzależnienie od dostaw energii na zimę z Bliskiego Wschodu) oraz wobec rynków wschodzących (wrażliwych na umacniającego się USD). Oczywiście nastawienie to może zostać szybko zrewidowane w sytuacji pozytywnego rozwiązania wojny amerykańsko-irańskiej. Na polskiej giełdzie widzimy duży (i nadal niedoszacowany) potencjał drzemiący w spółkach o średniej i małej kapitalizacji, które mogą stawać się beneficjentem coraz większych napływów do krajowych funduszy inwestycyjnych. Przede wszystkim jednak pamiętamy o tym, że utrzymanie wzrostów w zaawansowanej hossie jest wyzwaniem, a korekty są jej naturalnym elementem. Pozostajemy więc nadal uważni i ostrożni, ale gotowi na dowożenie akcji pod sezonowo i historycznie sprzyjającą końcówkę roku dla akcji.

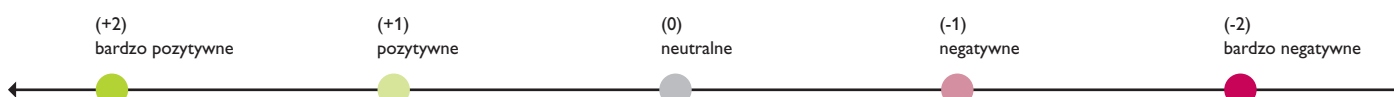
Tło rynkowe będzie miało również wpływ na potencjalne kierunkowe **decyzje związane z prowadzonymi przez nas strategiami** w ramach Subfunduszy z palety Millennium TFI.



Millennium TFI – strategiczne nastawienie do różnych klas aktywów w IV kwartale 2026 roku.

KLASA AKTYWÓW	NASTAWIENIE Q4 2026	ZMIANA VS Q3 2026	KLUCZOWE ARGUMENTY
Aktywa dłużne			
DŁUŻNE SKARBOWE (PL)	+1	bez zmian	Jeszcze bardziej atrakcyjne rentowności; wysokie carry; ryzyko: ekspansywna polityka fiskalna.
DŁUŻNE SKARBOWE (USA)	0	↓ z +1	Słabnący popyt zagraniczny (Japonia, Chiny); efekt crowding out ze strony emisji korporacyjnych AI.
DŁUŻNE SKARBOWE (EUROPA)	0	bez zmian	Wysokie rentowności bundów; ryzyko polityczne w Niemczech; brak rozstrzygnięcia do końca roku.
DŁUŻNE SKARBOWE (EMERGING MARKETS)	0 / -1	↓ z +1	Umacniający się dolar; kolejna podwyżka stóp w USA; ściśnięte spready.
DŁUŻNE NIESKARBOWE (INVESTMENT GRADE)	+1	bez zmian	Poprawiająca się zdolność spłaty największych emitentów technologicznych.
DŁUŻNE NIESKARBOWE (HIGH YIELD)	-1	↓ z 0	Historycznie niska premia za ryzyko; rosnące ryzyko defaultów w późnym cyklu.
Aktywa akcyjne			
AKCJE POLSKIE (MIS)	+1	bez zmian	Atrakcyjne wyceny; mniejsza ekspozycja polityczna; stałe napływy do funduszy.
AKCJE POLSKIE (DUŻE SPÓŁKI)	0	↓ z +1	Ryzyko polityczne (rok wyborczy, spółki Skarbu Państwa); rotacja kapitału w stronę MiS.
AKCJE USA	+1	bez zmian	Solidne fundamenty; inwestycje w AI; wyniki powyżej konsensusu.
AKCJE EUROPA	0	↓ z +1	Wysokie ceny energii; ryzyko polityczne; niższa dynamika EPS niż w USA.
AKCJE RYNKI WSCHODZĄCE	0	↓ z +1	Umacniający się dolar; wyczerpujący się impet (np. Korea); wrażliwość na ceny energii.

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI



Zapraszamy na stronę internetową Millennium TFI

Odwiedź stronę internetową Millennium TFI, na której znajdziesz jeszcze więcej przydatnych informacji.

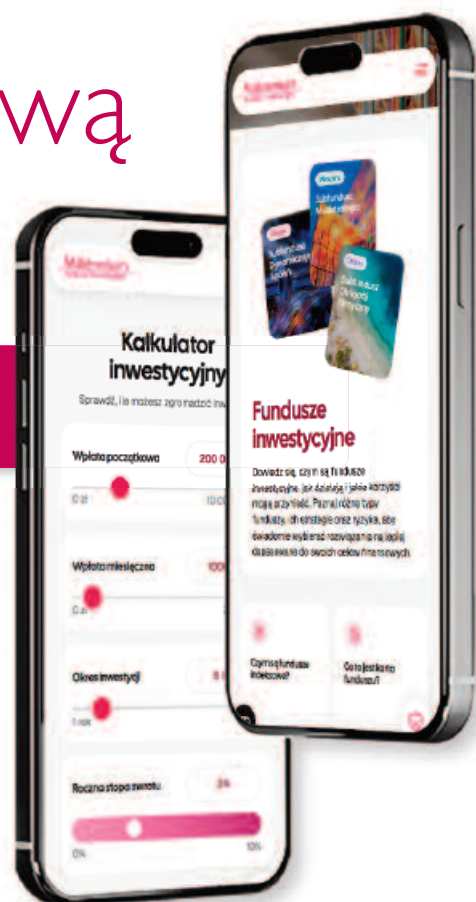
Głęboko wierzymy, że skuteczne inwestowanie to nie tylko produkty. Twoje inwestycje zaczynają się od zrozumienia świata rynków kapitałowych. Chcemy dostarczać Ci nie tylko narzędzie, ale również wspierać Cię wiedzą, dzięki której możesz czuć się pewniej i podejmować bardziej świadome wybory.

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

Aktualności. Cykliczne newslettery, Outlooki rynkowe, artykuły i komentarze ekspertów – wszystko, by być na bieżąco z rynkami kapitałowymi.

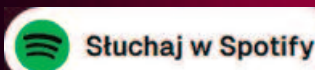
Kalkulatory. Nowe kalkulatory pomogą przeanalizować różne warianty inwestowania i ich założenia.

Wiedza. Chcesz lepiej rozumieć mechanizmy rynku kapitałowego? W zakładce „wiedza” tłumaczymy najważniejsze zjawiska prosto i przystępnie.



Strona
Millennium TFI
<https://millenniumtfi.pl>

Następna stacja Inwestycje



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.