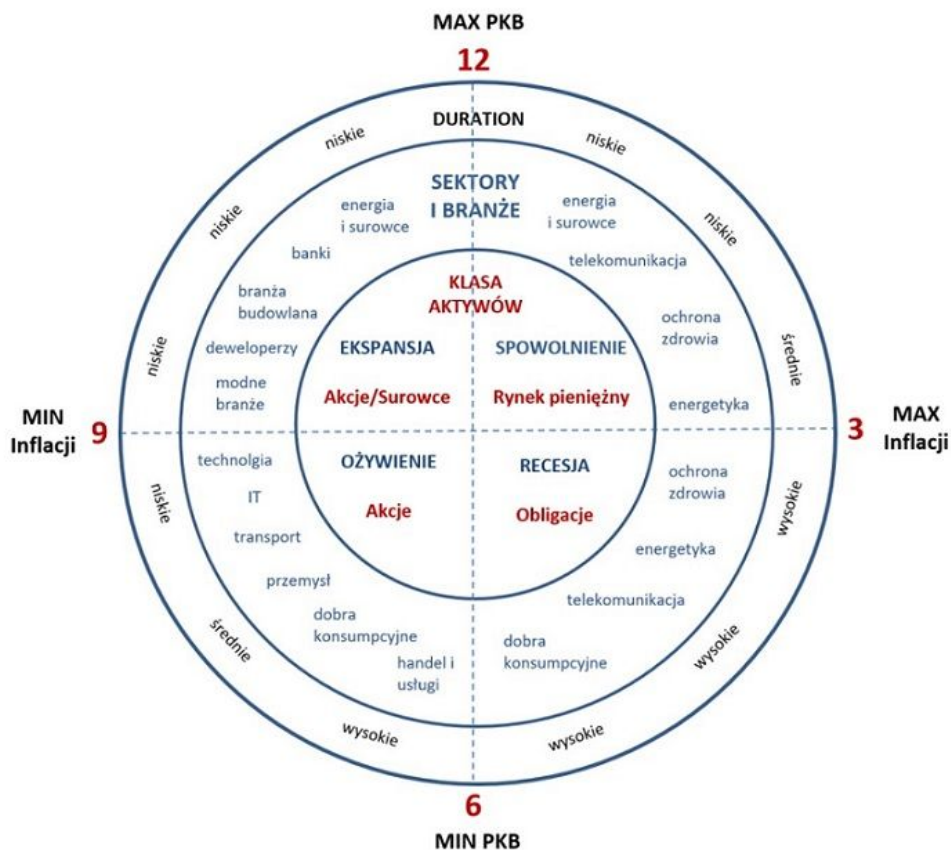


Zegar ekonomiczny



Niniejsze opracowanie nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

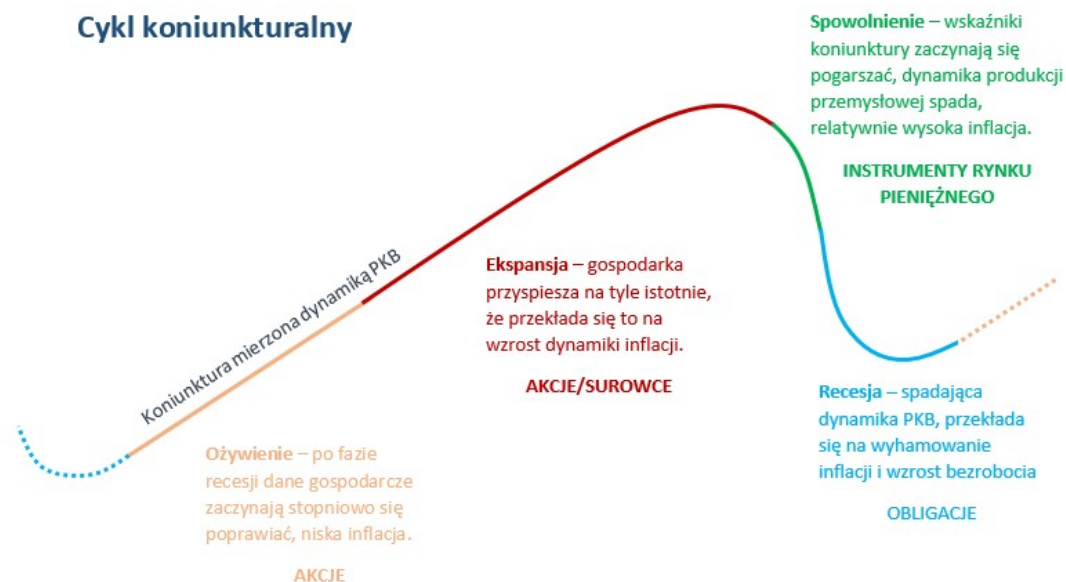
Metodologia

W naszym podejściu, ważną przesłanką przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jest ocena globalnej sytuacji makroekonomicznej. Zakładamy, że generalnie gospodarka światowa zachowuje się cyklicznie: po okresach ekspansji następują okresy osłabienia ekonomii. Co istotne, zakładamy, że poszczególne fazy cyklu makroekonomicznego sprzyjają różnym klasom aktywów. Szczegóły odnośnie takiego podejścia opisaliśmy w materiałach:

Jak przewidzieć inwestycyjną przyszłość?

Procesy ekonomiczne podlegają naturalnemu prawu cykliczności. Nie trzeba szczególnie skomplikowanych analiz, aby zaobserwować, że dłuższe (na ogół) okresy dobrej sytuacji w gospodarce, przeplatają się z relatywnie krótkim czasem dekonjunktury. Ma to istotne przełożenie na rynek kapitałowy, ponieważ o ile w krótkim horyzoncie zmiany cen akcji, surowców czy nawet obligacji są głównie pochodną bieżącego nastroju inwestycyjnego, tak w dłuższym okresie obserwujemy silny związek między danymi makroekonomicznymi, a zachowaniem poszczególnych klas aktywów. Relację tę dość precyzyjnie (choć nie idealnie) oddaje, składająca się z 4 następujących po sobie faz, metodologia cyklu koniunkturalnego:

Cykl koniunkturalny



Źródło: Opracowanie własne TFI Energia

FAZA OŻYWIEŃIA – rozpoczyna się, gdy po spowolnieniu i recesji, przy relatywnie niskiej inflacji i spadających stopach procentowych dane gospodarcze zaczynają się poprawiać. To bardzo dobry moment na nabycie wcześniej przecenionych akcji przedsiębiorstw, wraz z pojawiającymi się lepszymi danymi makroekonomicznymi stopniowo odzyskują blask. W szczególności zyskują wówczas tzw. branże wczesnocykliczne – handel, usługi i dobra konsumpcyjne. Jednocześnie końcówka fazy ożywienia to odpowiedni moment na ograniczenie ryzyka stopy procentowej w portfelach dłużnych.

FAZA EKSPANSJI – szybsze tempo wzrostu gospodarczego przekłada się m.in. na wyższe zapotrzebowanie na surowce, zwiększenie oczekiwań płacowych, poprawę sytuacji konsumenta, a w konsekwencji na wzrost inflacji. Okres ekspansji to w dalszym ciągu dobry czas na inwestycje w akcje, ale także odpowiedni moment na kupowanie surowców. Na ogół ponadprzeciętne stopy zwrotu przynoszą wówczas spółki deweloperskie, banki i przedsiębiorstwa wydobywcze. Jednocześnie zwykle słabiej zachowują się obligacje skarbowe, którym nie służy wzrost rynkowych stóp procentowych.

FAZA SPOWOLNIENIA – po długim okresie poprawy w sferze makro, dane z gospodarek zaczynają stopniowo się pogarszać. Przedsiębiorcom przeszkadzają galopujące płace, rosnąca inflacja i wysokie stopy procentowe. Są to warunki zarówno niekorzystne dla akcji (perspektywy zysków spółek pogarszają się), jak i dla rynku obligacji. W tej fazie cyklu preferowane są najbezpieczniejsze formy lokowania kapitału.

FAZA RECESJI – w tej fazie cyklu spadającej dynamice PKB towarzyszy spadająca dynamika inflacji. Banki centralne decydują się wówczas na obniżki stóp procentowych, by wesprzeć słabą gospodarkę. To doskonała informacja dla posiadaczy obligacji skarbowych o stałym kuponie – ceny tych papierów dłużnych zyskują na wartości. Na ogół w tej fazie cyklu koniunkturalnego na rynkach akcji dominuje trend spadkowy, strach i niepewność.

Naturalnie po okresie recesji gospodarka zaczyna „łapać” oddech i stopniowo wchodzi w fazę ożywienia, co rozpoczyna kolejny cykl.

Na podstawie metodologii cyklu koniunkturalnego zarządzający TFI Energia stworzyli narzędzie, które pomaga im w ustalaniu alokacji portfeli i funduszy, pozwala na wybór uzasadnionych z punktu widzenia cyklu klas aktywów, sektorów i poziomu duration.

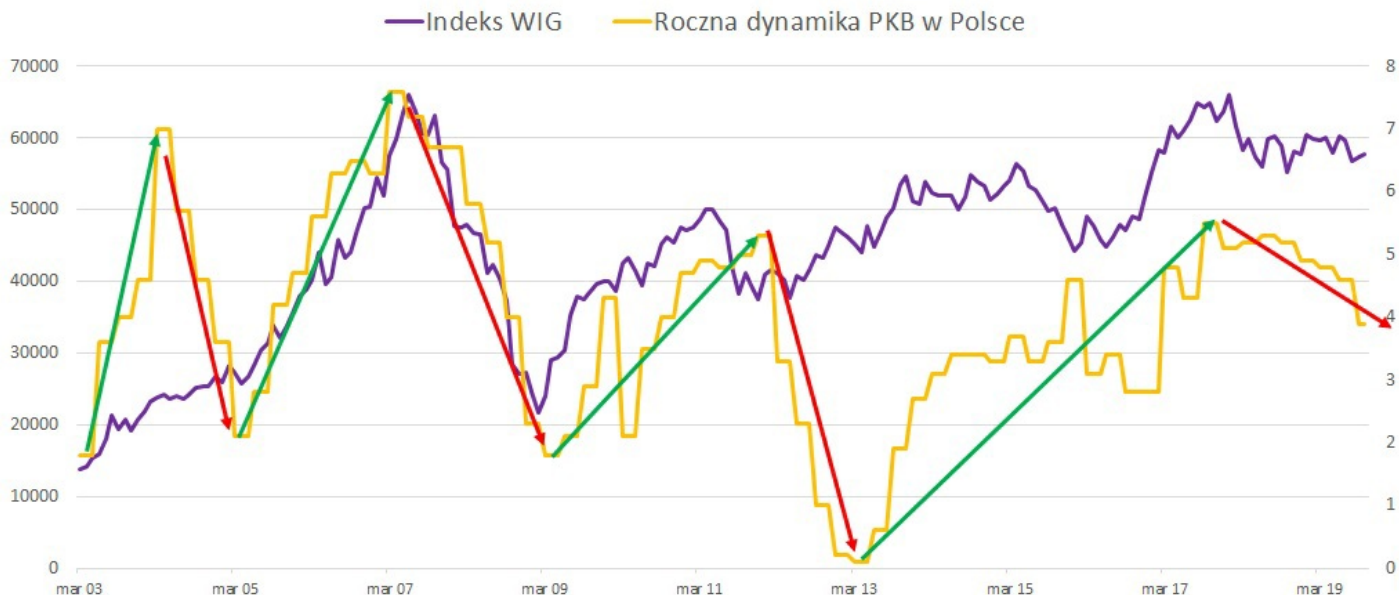
Zegar upraszcza i porządkuje myślenie o gospodarce, klasach aktywów i inwestycjach w poszczególnych fazach. Niewątpliwym plusem takiego podejścia jest jego intuicyjność i logika. Wszakże kupując akcje kupujemy kawałek firmy, która na ogół rozwija się świetnie w okresie ekonomicznego prosperity (ceny akcji powinny wówczas rosnąć) i gorzej, gdy panuje dekonjunktura (ceny akcji powinny wtedy spadać). Z podobną sytuacją mamy do czynienia w przypadku obligacji, przy czym tutaj główną determinantą jest inflacja. Jeśli dynamika cen rośnie, kupony płacone przez papiery o stałym oprocentowaniu stają się mniej atrakcyjne, toteż ceny obligacji spadają. Jeśli z kolei dynamika inflacji się obniża, obligacje są na ogół dobrą lokatą kapitału.

Brzmi to jak gotowa, w dodatku wyjątkowo prosta, recepta na zyski. Czy aby na pewno? Na ile metodologia cyklu jest skuteczna? Czy za pomocą zegara możemy precyzyjnie wskazać giełdowe góry i dolki? Czy łatwo jest określić „która jest godzina”? Na te pytania odpowiemy Państwu w kolejnych materiałach dotyczących analizy cykli koniunkturalnych.

Jak metodologia cyklu sprawdza się w praktyce?

W ostatnim materiale zdefiniowaliśmy pojęcie cyklu koniunkturalnego i omówiliśmy poszczególne jego fazy. Ponadto pokazaliśmy narzędzie (zegar ekonomiczny), z którego zarządzający TFI korzystają przy budowie portfeli inwestycyjnych. Teoretycznie, przedstawiona metodologia wydaje się spójna i logiczna. Rodzi się jednak pytanie, jak takie podejście sprawdza się w praktyce. Czy aby na pewno akcje dobrze się spisują w fazach ożywienia i ekspansji i czy warto się ich pozbywać gdy na horyzoncie pojawia się widmo spowolnienia i recesji? Ponadto czy inflacja rzeczywiście jest główną determinantą cen obligacji?

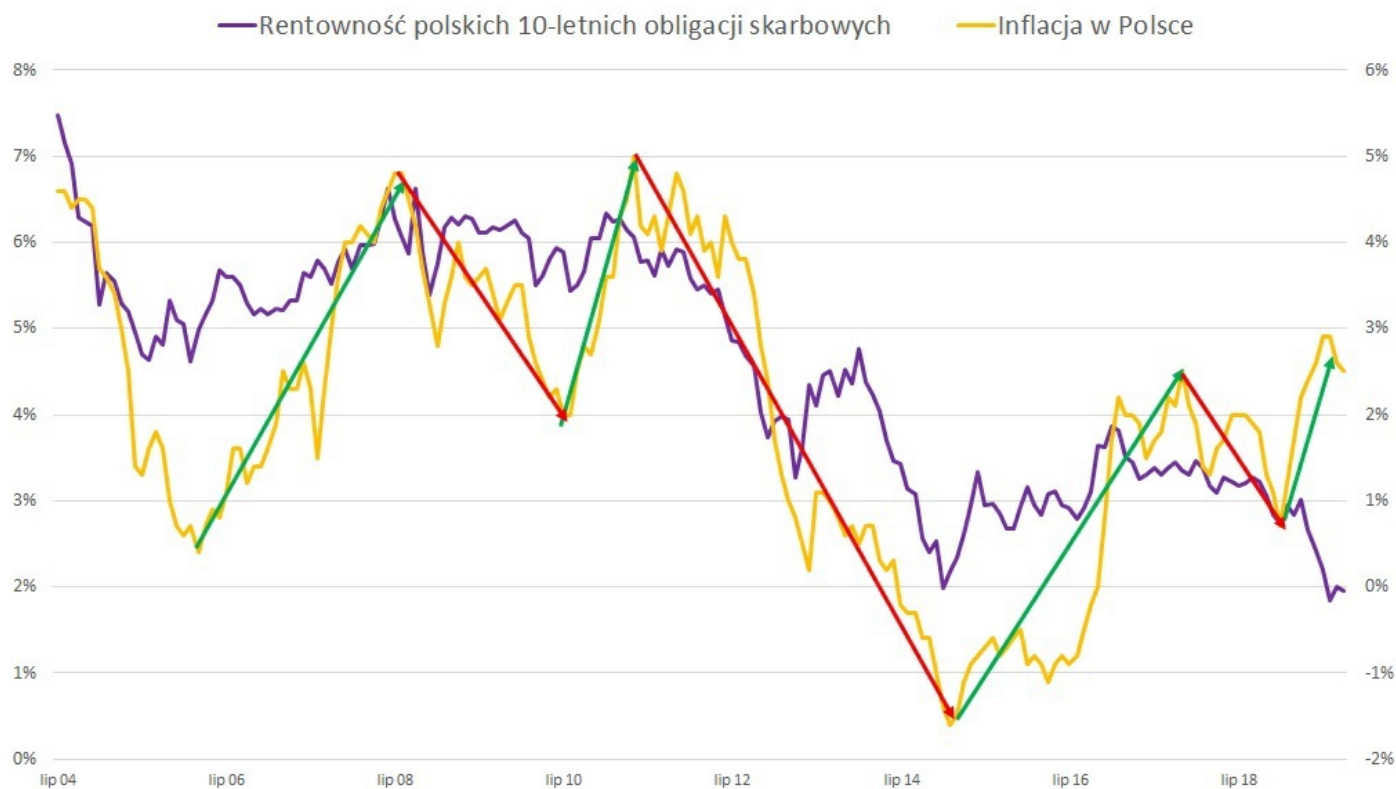
Przeanalizujemy wykres indeksu WIG (reprezentującego średnie zachowanie się kursów akcji notowanych na GPW w Warszawie) i rocznej dynamiki PKB w Polsce z ostatnich 15 lat.



Źródło: Opracowanie własne TFI Energia na podstawie Bloomberg

Łatwo zauważyć dość wysoką, choć nie idealną korelację pomiędzy indeksem WIG, a trendem rocznej zmiany dynamiki PKB w Polsce. W szczególności w okresach, gdy koniunktura gospodarcza się poprawiała, czyli w fazach ożywienia i ekspansji, rynek akcji podążał jej śladem. Co ciekawe, w czasie dekoniunktury makroekonomicznej (w fazach spowolnienia i recesji) instrumenty udziałowe nie zawsze przynosiły straty. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia chociażby w roku 2004, przy czym tę anomalię możemy łatwo wytłumaczyć. Po pierwsze, o ile polska gospodarka istotnie wówczas zwalniała, tak koniunktura globalna miała się całkiem nieźle. Po drugie, wstępowaliśmy wówczas do Unii Europejskiej i choć przejściowe dane mogły niepokoić, tak perspektywa środków unijnych rozpałała nadzieje inwestorów lokujących pieniądze na warszawskim parkiecie. Jak się okazuje słusznie, bo spowolnienie było tylko przejściowe, co więcej dynamika PKB nie spadła poniżej 2%.

Z drugiej strony zauważmy, że inwestowanie zgodnie z cyklem w 2008 roku pozwoliło uniknąć wieloprocentowych strat. Podobnie w 2018r. dynamika PKB i indeks WIG niemal w tym samym momencie osiągnęły lokalne maksima.



Źródło: Opracowanie własne TFI Energia na podstawie stooq.pl, tradingeconomics.com oraz Bloomberg

Niewątpliwie rentowności obligacji 10-letnich są silnie skorelowane z poziomem inflacji. Historycznie obserwowaliśmy tylko jedno, wyraźne

odstępstwo od tej reguły i co ciekawe, miało ono miejsce... w bieżącym cyklu. Skąd ta anomalia? Wynika ona z dużego opóźnienia polskiej gospodarki względem cyklu globalnego, który determinował zachowanie rynków długu na całym świecie. Spodziewamy się, że w kolejnych latach sytuacja ta będzie się normować, tym samym inflacja i rentowności powinny poruszać się w tym samym kierunku.

Czy metodologia cyklu jest skuteczna? Tak, przy czym z całą pewnością nie jest niezawodna. Literalne trzymanie się zegara ekonomicznego i podejmowanie decyzji inwestycyjnych wyłącznie na podstawie jego wskazań nie jest dobrym rozwiązaniem. Niewątpliwie warto wpisywać cykle lokalne w kontekst globalny – pozwala to uniknąć wielu błędnych sygnałów, stąd w TFI Energia dużą wagę przywiązujemy również do analizy koniunktury na świecie. Zegar ekonomiczny traktujemy jako fundament decyzji, jednak ostateczna struktura naszych portfeli inwestycyjnych uwzględnia inne, ważne czynniki, takie jak: uwarunkowania geopolityczne czy sytuację techniczną na rynkach finansowych.