

MilleKompendium

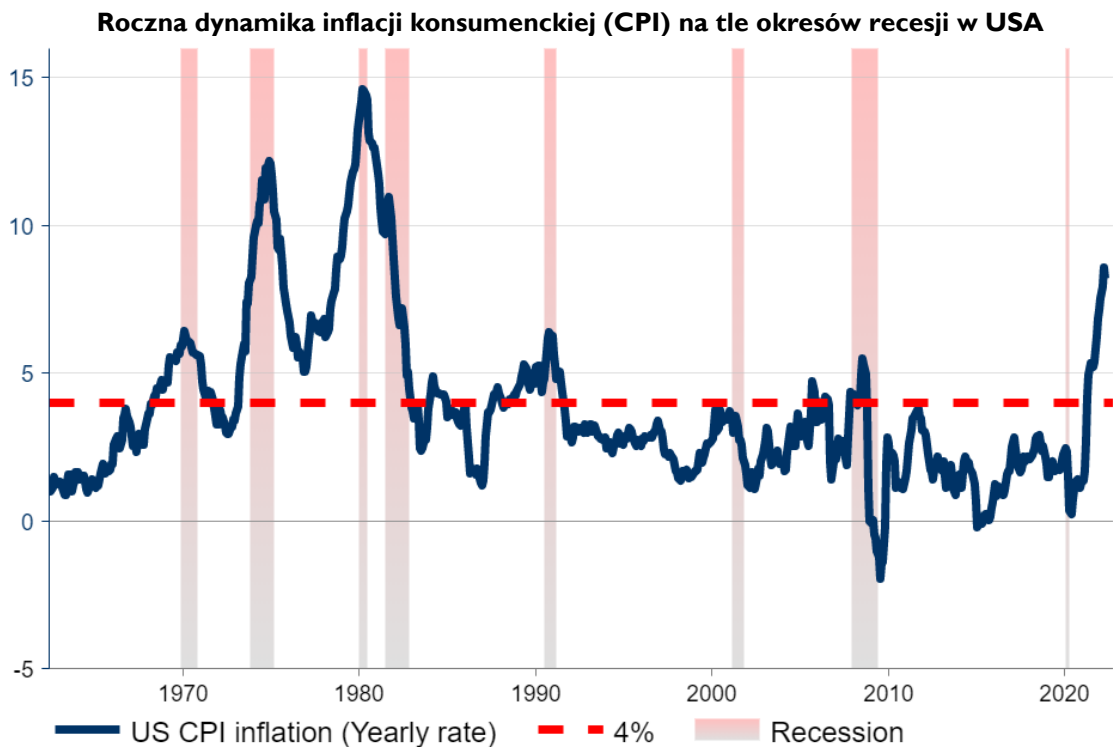
23 sierpnia 2022 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | www.millenniumtfi.pl

Jak przygotować portfel inwestycyjny na gospodarczą recesję?

Inflacja, stagflacja i recesja.

Jednym z kandydatów na słowo 2022 roku byłyby prawdopodobnie STAGFLACJA. Termin, który oznacza połączenie niskiego wzrostu gospodarczego z wysoką inflacją. Jest to termin, który w ostatnim czasie zrobił spektakularną karierę, właśnie dlatego że przez długie lata w dyskursie ekonomicznym pojawiał się niezbyt często. Nie jest tak jednak bez przyczyny. Stagflacja jest bowiem zjawiskiem rzadkim, ponieważ dość szybko przechodzi w klasyczną recesję.

Poniższy wykres obrazujący sytuację w amerykańskiej gospodarce pokazuje, że od 50 lat wystrzały inflacji powyżej 4% niemal za każdym razem kończyły się recesją w gospodarce (różowe obszary).



Source: Refinitiv Datastream

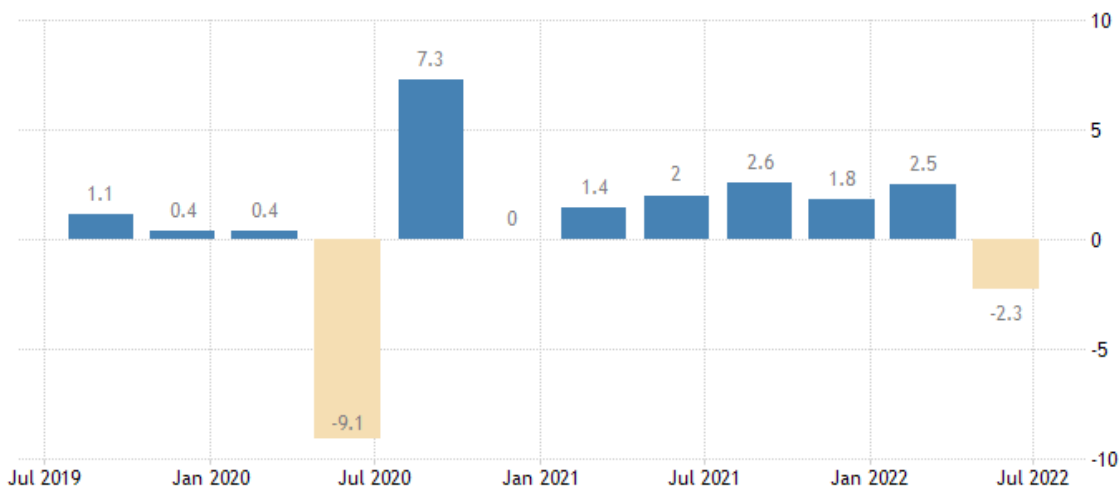
Źródło: XM Research "Can the US economy avoid recession?" 08.06.2022

Nie jest to oczywiście żadna magiczna formuła. Typową reakcją na nadmierny wzrost inflacji jest zacieśnianie polityki monetarnej przez banki centralne, które sprawia, że rośnie koszt pieniądza, przez co rosną koszty obsługi kredytów, a to oznacza że konsumenci mają niższy dochód rozporządzalny, który mogą przeznaczyć na konsumpcję. To z kolei powoduje spadek popytu na dobra i usługi, a to hamuje dalszy wzrost cen. Efektem ubocznym walki z inflacją jest więc hamowanie koniunktury gospodarczej, które właśnie obserwujemy w większości gospodarek na świecie.

Zaczynając od krajowego podwórka; wstępny odczyt PKB za 2Q2022 wskazuje na to, że polska gospodarka w porównaniu z 1Q2022 zaczyna się kurczyć. Dwa kwartały z rzędu spadku PKB, są uznawane za wejście gospodarki w fazę recesji.



Kwartalna dynamika polskiego PKB



TRADINGECONOMICS.COM | CENTRAL STATISTICAL OFFICE OF POLAND (GUS)

Źródło: Tradingeconomics.com

Nie powinno to specjalnie zaskakiwać nikogo kto śledzi na bieżąco wskaźniki wyprzedzające na bieżąco tj. PMI, które z wyprzedzeniem wobec oficjalnych danych GUS informują o koniunkturze w gospodarce. Jak poniżej widać PMI dla polskiego przetwórstwa spada w rejony widziane ostatnio w czasie pandemii Covid 19.

PMI Sektor Przemysłowy

wskaźnik sezonowo modyfikowany, > 50 = wzrost w stosunku do poprzedniego miesiąca



Źródło: S&P Global.

Dane zebrano w dniach 12-25 lipca 2022.

Z raportu S&P Global wynika, że za takie załamanie nastrojów w polskich przedsiębiorstwach odpowiada gwałtowny spadek produkcji i nowych zamówień. Ponadto firmy ankietowane w badaniu już drugi miesiąc z rzędu ograniczyły liczbę pracowników. Nie lepiej wygląda sytuacja z perspektywy globalnej. Wskaźnik koniunktury dla krajów zrzeszonych w OECD CLI (ang. Composite Leading Indicator), którego zadaniem jest monitorowanie koniunktury gospodarczej w największych gospodarkach od sierpnia 2021 r. znajduje się na trajektorii spadkowej, a od kwietnia tego roku spadł poniżej 100 pkt. (poziom neutralny) i wciąż się obniża.

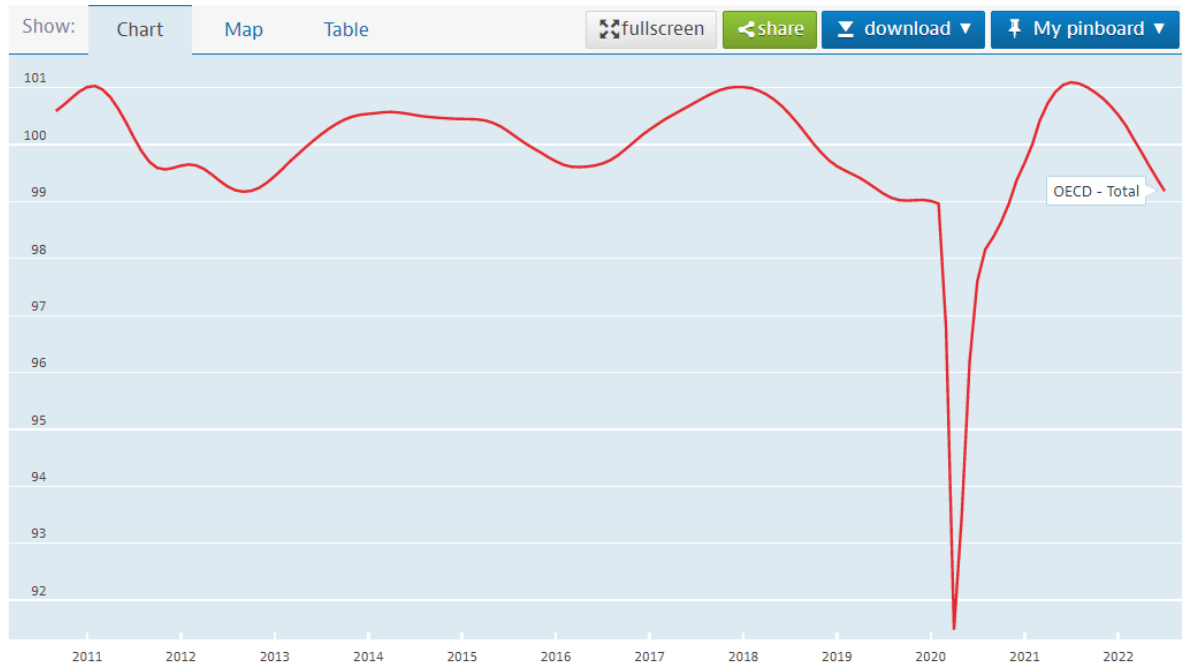


Wskaźnik koniunktury gospodarczej CLI OECD (ang. Composite Leading Indicator)

Composite leading indicator (CLI)

Amplitude adjusted, Long-term average = 100, Sep 2010 - Jul 2022

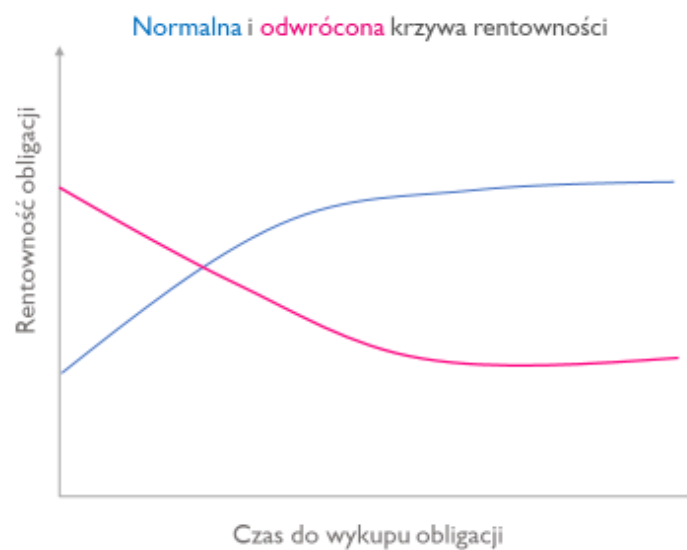
Source: Composite leading indicators



Źródło: OECD Data, 17.08. 2022

Krzywa rentowności ostrzega przed recesją.

O tym, że globalna gospodarka może wkrótce wejść w gospodarczą recesję (o ile jeszcze nie weszła) ostrzega także sytuacja na rynku obligacji. Zazwyczaj obligacje z dłuższymi terminami do wykupu mają wyższe rentowności niż te które zostaną wykupione wcześniej. Wynika to m.in. z tego, że pożyczając kapitał na dłużej oczekujemy zazwyczaj wyższej stopy zwrotu z takiej inwestycji. Wówczas tzw. krzywa rentowności obligacji, która obrazuje relacje rentowności obligacji do czasu ich wykupu jest rosnąca.



Źródło: opracowanie własne

Nie zawsze jednak tak jest. Recesja gospodarcza wymusza luzowanie polityki monetarnej przez banki centralne, a to oznacza obniżki stóp procentowych. Spodziewane obniżki stóp procentowych sprawiają, że rośnie popyt na obligacje (szczególnie

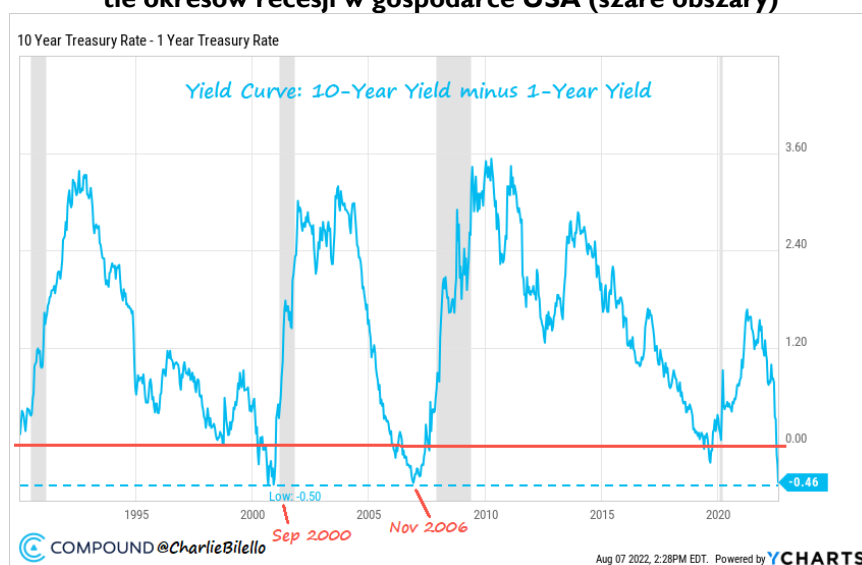


długoterminowe) z wcześniejszych emisji oferujące wyższy dochód ponieważ zostały wyemitowane przy wyższych stopach procentowych. W takiej sytuacji ceny obligacji długoterminowych o stałym oprocentowaniu rosną mocniej niż takich samych obligacji krótkoterminowych. Wynika to z tego faktu, że skoro odsetki są stałe (nie zmieniają się nawet po zmianie stóp procentowych), to od obligacji długoterminowych będą wypłacane przez dłuższy czas niż od obligacji, które zapadają wcześniej. Jeśli rośnie więc popyt na obligacje długoterminowe, to rosną także ich ceny. Oznacza to więc, że rentowność obligacji (przyszły dochód z obligacji w relacji do ich ceny) są wyższe w obligacjach krótkoterminowych (bo są tańsze) niż w obligacjach długoterminowych. Zjawisko to jest określane mianem odwrócenia (inwersji) krzywej rentowności.

Odwrócona krzywa rentowności świadczy o tym, że inwestorzy przygotowują portfele na trudne czasy. Warto przy tym wspomnieć, że ostatnich 6 recesji w amerykańskiej gospodarce poprzedzała właśnie odwrócona krzywa rentowności! Przeciętny czas pomiędzy pojawieniem się odwróconej krzywej, a okresami oficjalnie uznanymi za recesję wnosił 19 miesięcy, ale w przypadku pandemii covid 19 krzywa odwróciła się na 7 miesięcy przed recesją.

Obecne odwrócenie krzywej rentowności (inwersja) amerykańskich obligacji pojawiło się po raz pierwszy w kwietniu i wraz z upływającym z czasem staje coraz silniejsze. Ponadto obejmuje już praktycznie wszystkie pary obligacji krótko i długoterminowych. Oznacza to, że gospodarcza recesja staje się coraz bardziej prawdopodobna.

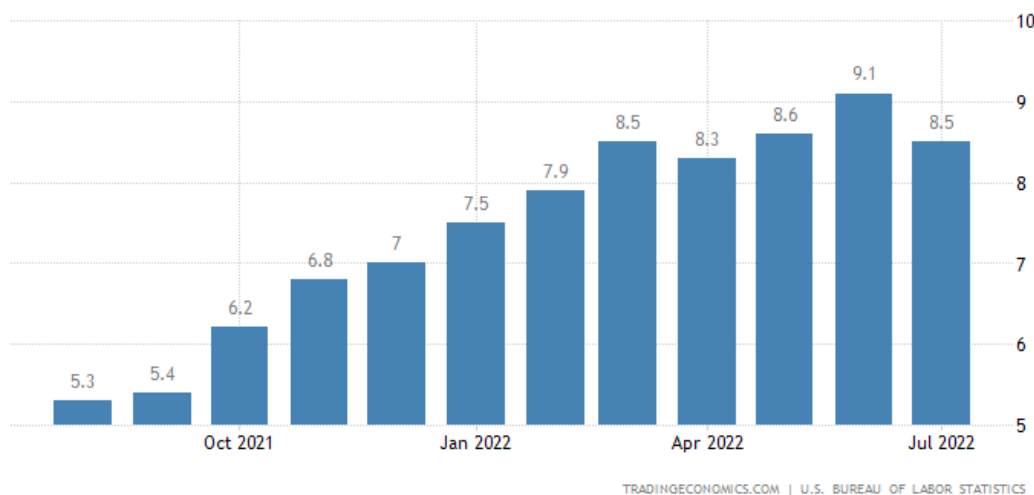
Rentowności 10 letnich obligacji skarbowych USA minus rentowność 1 rocznych obligacji skarbowych USA na tle okresów recesji w gospodarce USA (szare obszary)



Źródło: Compound

Na pocieszenie pozostaje fakt, że inflacja w skali globalnej wydaje się osiągać właśnie swoje apogeum, a w przypadku największej globalnej gospodarki jej szczyt jest już prawdopodobnie za nami.

Roczna dynamika inflacji konsumenckiej (CPI) w USA

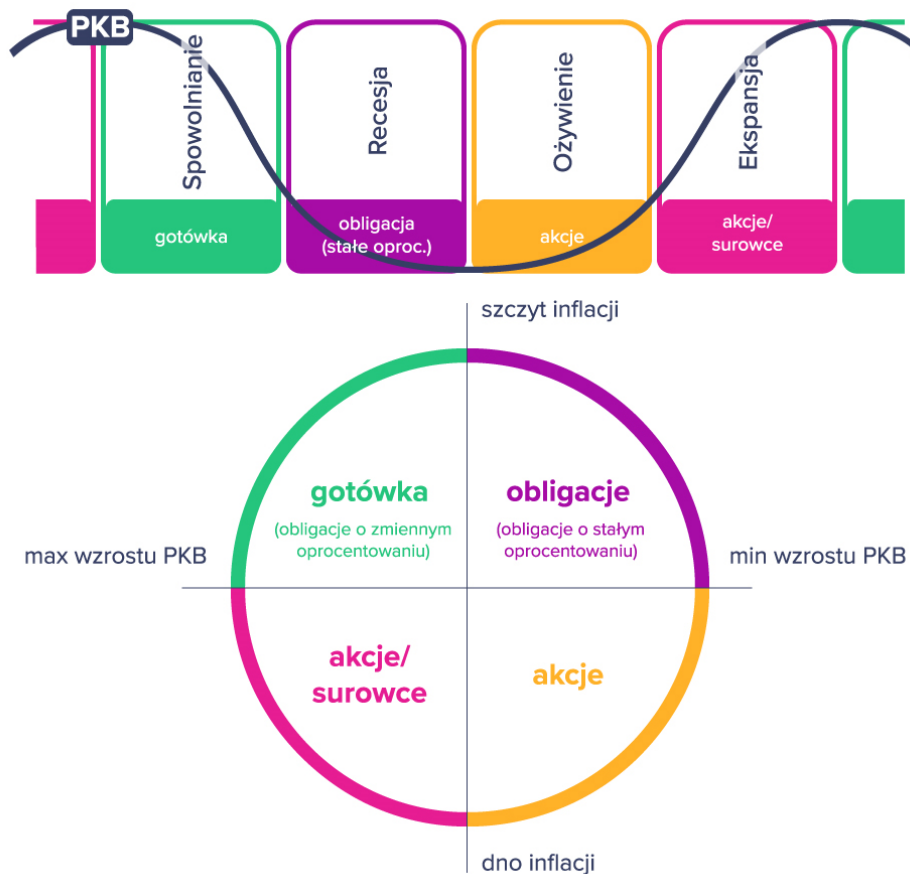


Źródło: Tradingeconomics.com



Cykl koniunkturalny a inwestowanie.

Zgodnie z książkowym cyklem koniunkturalnym (grafika poniżej) faza recesji (spadający PKB i spadająca inflacja) powinna preferować inwestowanie w obligacje o stałym oprocentowaniu, szczególnie długoterminowe.



Źródło grafiki: kup.fundusz.pl

Gorsza koniunktura gospodarcza to zły sygnał dla klas aktywów, które świetnie radziły sobie w poprzednich fazach cyklu, czyli surowców i akcji. Te pierwsze po mocnych wzrostach w fazie ekspansji zaczynają tanieć wraz ze spadającym popytem konsumpcyjnym. Akcje także powinny sobie radzić słabiej w tej fazie cyklu, co wydaje się logiczne ponieważ słabszy popyt ze strony konsumentów obniża także zyski firm.

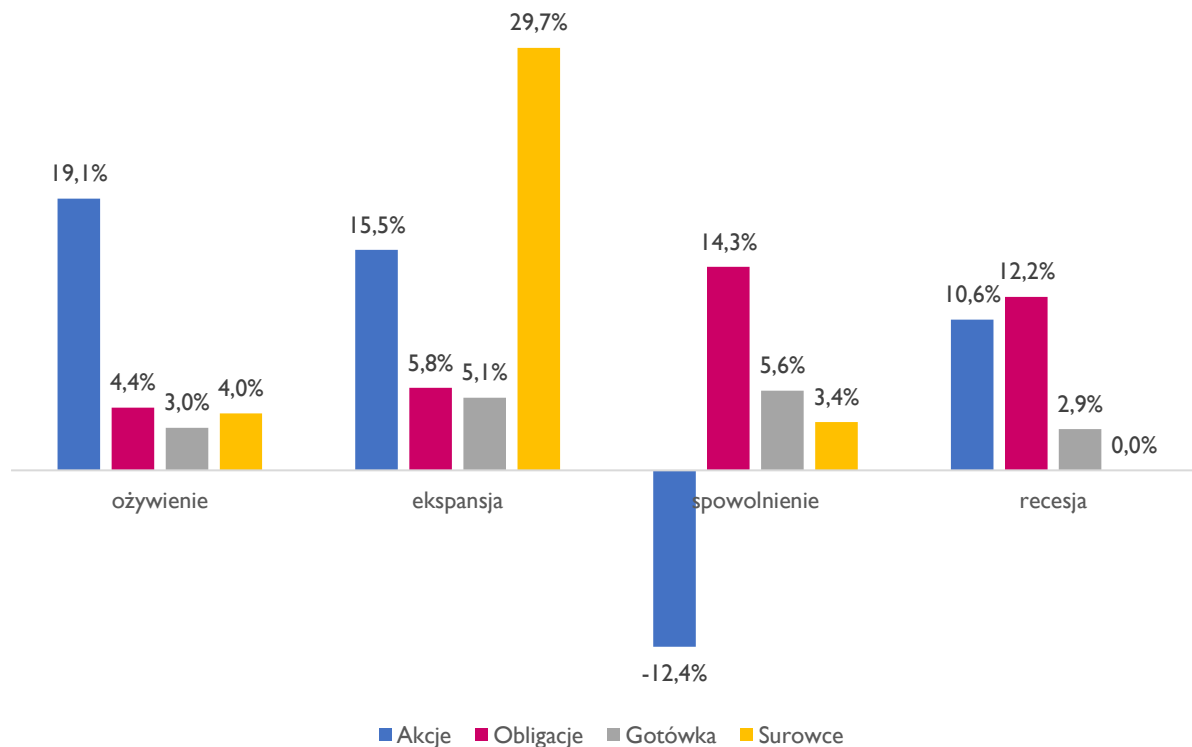
Cykl podwyżek stóp procentowych (jako antidotum na rosnącą inflację) sprawił, że obligacje są już po przecenie, a więc ich rentowności (rozumiane jako dochód z obligacji w relacji do ich ceny) powinny być w tej fazie atrakcyjne. Ponadto na horyzoncie widać raczej obniżki stóp procentowych, co powinno powodować zwiększony popyt na obligacje z wcześniejszych emisji i wzrost ich ceny.

Tyle teoria, a jak to wyglądało w praktyce?

Z analizy analityków banku inwestycyjnego Goldman Sachs wynika, że także w praktyce obligacje okazały się najlepszą klasą aktywów zarówno w okresach spowolnienia, jak i recesji, co widać na poniższej grafice.



Roczne stopy zwrotu z klas aktywów w latach 1984 -2018 w USD

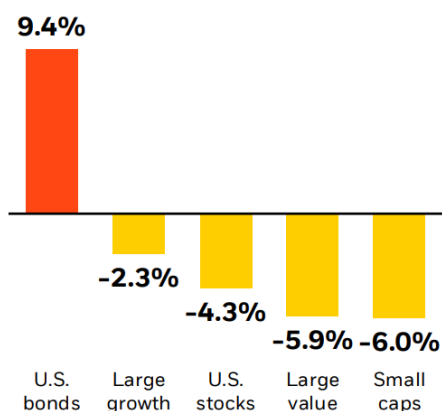


Źródło: opracowanie własne na podst danych ze strony www.macrobusiness.com.au/2018/05/goldman-makes-terrible-commodities-call

Także analiza firmy inwestycyjnej Black Rock obejmująca ostatnie 50 lat wskazuje na to, że w okresach recesji obligacje radziły sobie znacznie lepiej niż akcje.

Roczne stopy zwrotu z klas aktywów w latach 1972 -2022 w USD

Performance during recessions since 1972
Cumulative return percentage



Performance during recessions since 1972
Cumulative return percentage

	Mar '20 to Apr '20	Jan '08 to Jun '09	Mar '01 to Nov '01	Jul '90 to Mar '91	Aug '81 to Aug '82	Feb '80 to July '80	Dec '73 to Mar '75	Average
U.S. bonds	1.2	7.2	5.9	7.5	27.1	9.5	7.6	9.4
Municipals	-4.8	3.8	3.8	5.2	18.9	-0.4	-	4.4
High Yield	-7.5	-3.7	-0.6	3.7	-	-	-	-2.0
U.S. Quality	-0.5	-24.8	4.1	10.8	-5.1	8.1	-	-1.2
High Dividend	-2.7	-31.4	-4.4	5.9	8.7	9.1	-	-2.5
Large Growth	3.5	-31.3	0.8	12.0	-8.0	9.4	-	-2.3
Mid Cap	-7.9	-35.6	1.4	10.2	-5.9	10.7	-	-4.5
U.S. stocks	-1.1	-35.0	-0.9	8.0	-2.8	9.6	-7.8	-4.3
High Div Growth	-4.5	-29.5	6	-	-	-	-	-9.3
Minimum Volatility	-3.8	-27.0	-5.2	-	-	-	-	-12.0
Small Cap	-11.0	-32.0	3.2	7.7	-11.4	7.5	-	-6.0
Technology	1.6	-30.7	-6.6	11.5	-0.7	7.4	-11.4	-4.1
Large Value	-7.8	-38.7	-2.0	6.2	-1.3	8.5	-	-5.9
International stocks	-7.8	-38.9	-9.5	-7.7	-13.2	7.1	-3.1	-10.4
Momentum	-1.1	-42.2	-0.4	6.09	-	-	-	-9.4
Emerging Market stocks	-7.7	-36.5	-4.5	-	-	-	-	-16.2

Source: Morningstar and BlackRock as of 6/30/22. U.S. stocks represented by the Ibbotson SBBI U.S. Large Cap TR Index and the S&P 500 Index, U.S. bonds by the IA SBBI U.S. IT Bond Index and the Bloomberg U.S. Agg Bond Index, Municipals by Bloomberg Municipal Bond Index, High yield by the Bloomberg U.S. Corporate High Yield Index, Dividend growth by the Russell 1000 Dividend Growth Index, High dividend by the MSCI USA High Dividend Payers Index, U.S. min vol by the MSCI USA Minimum Volatility Index, U.S. quality by the MSCI USA Quality Index, International by the MSCI EAFE Index, Mid cap by the Russell Mid Cap Index, Momentum by the MSCI USA Momentum Index, Emerging market stocks by the MSCI EM Index, Large growth by the Russell 1000 Growth Index and the Fama French Large Value Index, Large value by the Russell 1000 Value Index and the Fama French Large Value Index, Small cap by Fama French Small Cap Stock Index, Technology by the Morningstar Technology Fund category. Index performance is for illustrative purposes only. Past performance does not guarantee or indicate future results. It is not possible to invest in an index.

Źródło: Black Rock „Student of the Market - July 2022”



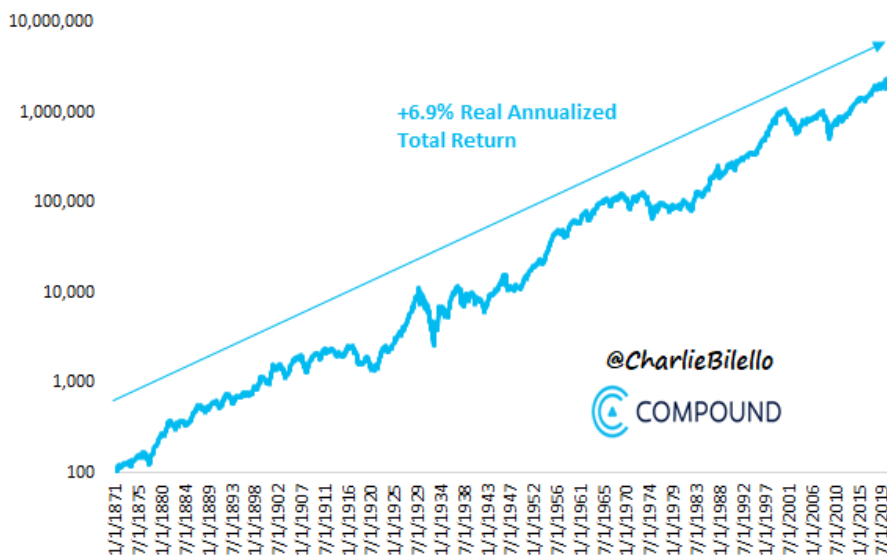
Ryzyko nieposiadania akcji

Mogłoby się wydawać, że teoretycznie w okresach recesji najlepiej nie mieć akcji w portfelu. W praktyce taka decyzja może okazać się trudna w realizacji ponieważ dane o PKB spływają z opóźnieniem, a inwestorzy wszystkie nadchodzące informacje o potencjalnej recesji dyskontują na bieżąco, co powoduje wyprzedzący sprzedaż akcji zanim pojawi się sama recesja. Sprzedawanie więc akcji już PO dużej przecenie nie zawsze jest najlepszym pomysłem.

Ponadto tak jak trudno z wyprzedzeniem dostrzec nadchodzącą recesję, tak samo trudno dostrzec jej zakończenie. Przejście z fazy recesji w fazę ożywienia może być szybkie i niespodziewane, a w tej fazie cyklu akcje są z reguły najlepszą klasą aktywów. Warto pamiętać, że rynki zawsze dyskontują przyszłość, a zbyt aktywne zarządzanie portfelem i próby przechytrzenia rynku przynoszą z reguły więcej szkód niż pożytku.

Pozbywanie się więc akcji z portfela w obawie przed nadchodzącym spowolnieniem lub recesją nie zawsze przynosi zakładane rezultaty, za to w długim terminie ich nieposiadanie może okazać się dużym błędem inwestycyjnym. Potwierdzeniem tej tezy niech będzie fakt, że w ciągu minionych 150 lat Stany Zjednoczone doświadczyły 30 recesji, czyli średnio jednej na pięć lat. A mimo to indeks akcji amerykańskich (S&P 500 Total Return) osiągał roczną stopę zwrotu na poziomie 6,9% ...i to w ujęciu realnym, czyli po uwzględnieniu inflacji!

Roczne realne stopy zwrotu z indeksu akcji S&P500 Total Return w latach 1972 -2022



Źródło: Compound „How to Think About Investing During a Recession BY CHARLIE BILELLO, 11.08 2022

W całej historii rynków finansowych trudno więc byłoby znaleźć klasę aktywów, która tak hojnie wynagradzała by cierpliwych inwestorów.



Piotr Siegieda

Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej



Ważne informacje:

Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2B, 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 (dalej: „Towarzystwo”) prowadzi 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. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Dotychczasowe wyniki zarządzania osiągnięte przez fundusze nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Zyski z inwestycji osiągnane przez osoby fizyczne mogą podlegać opodatkowaniu podatkiem od dochodów kapitałowych.

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 dla inwestorów 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 dla Inwestorów” 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, jednakże autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.