

MilleKompendium

24 sierpnia 2026 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | www.millenniumtfi.pl

Inwestowanie w rytmie gospodarki. Jak działają strategie cyklu koniunkturalnego.

Czy można inwestować długoterminowo, nie ignorując jednocześnie zmian w rynkowym otoczeniu?

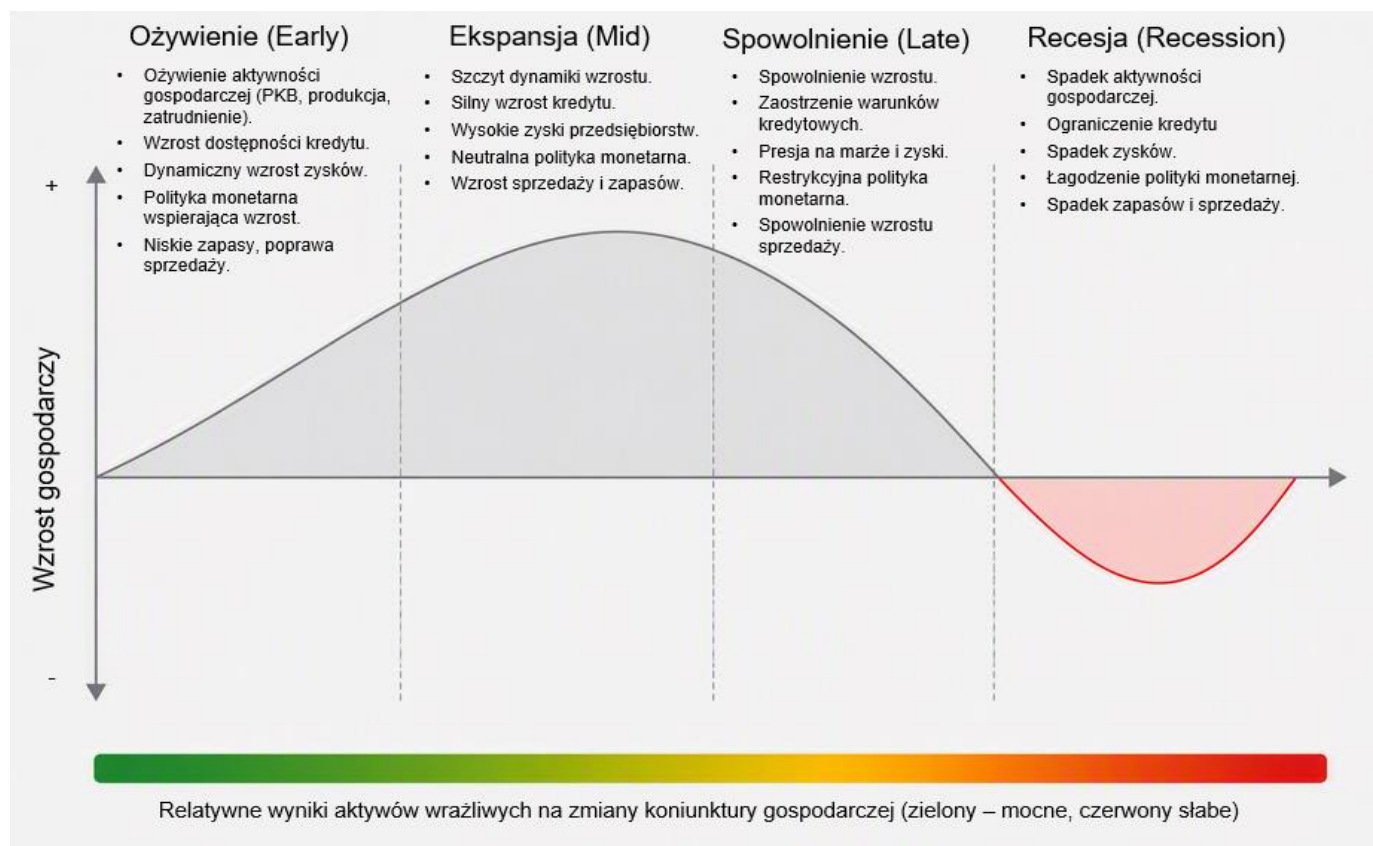
Zasadniczo inwestorzy dzielą się na dwa obozy. Z jednej strony są zwolennicy strategii „buy and hold” (kup i trzymaj), przekonani, że najlepszą decyzją jest zakup aktywów i cierpliwe utrzymywanie ich przez dekady. Z drugiej strony są zwolennicy aktywnego market timingu, nieustannie poszukujący sygnałów, które mają zwiastować zwroty rynkowej koniunktury, aby w odpowiednim momencie wchodzić lub wychodzić z rynku.

W praktyce jednak wielu inwestorów szuka rozwiązania pośredniego. Takiego, które pozwala wykorzystać zmieniające się warunki rynkowe, ale nie wymaga stałego monitorowania setek wskaźników i danych. Właśnie dla nich atrakcyjna może być koncepcja funduszy cyklu koniunkturalnego.

Czym jest inwestowanie zgodne z cyklem?

Cykl koniunkturalny w klasycznym ujęciu opisuje cztery fazy rozwoju gospodarki: ożywienie, ekspansję, spowolnienie i recesję, z których każda charakteryzuje się innym otoczeniem makroekonomicznym.

Fazy cyklu koniunkturalnego w gospodarce.



Źródło: Opracowanie własne na podst. Fidelity Investment.

Powyższy schemat stanowi hipotetyczną ilustrację cyklu koniunkturalnego, czyli przebiegu cyklicznych wahań w gospodarce w perspektywie kilku lat, które mogą wpływać na stopy zwrotu z aktywów w horyzoncie średnioterminowym. Fazy cyklu koniunkturalnego nie zawsze następują po sobie w porządku chronologicznym i w sposób liniowy; zdarzały się cykle, w których gospodarka pomijała jakąś fazę lub powracała do wcześniejszej.



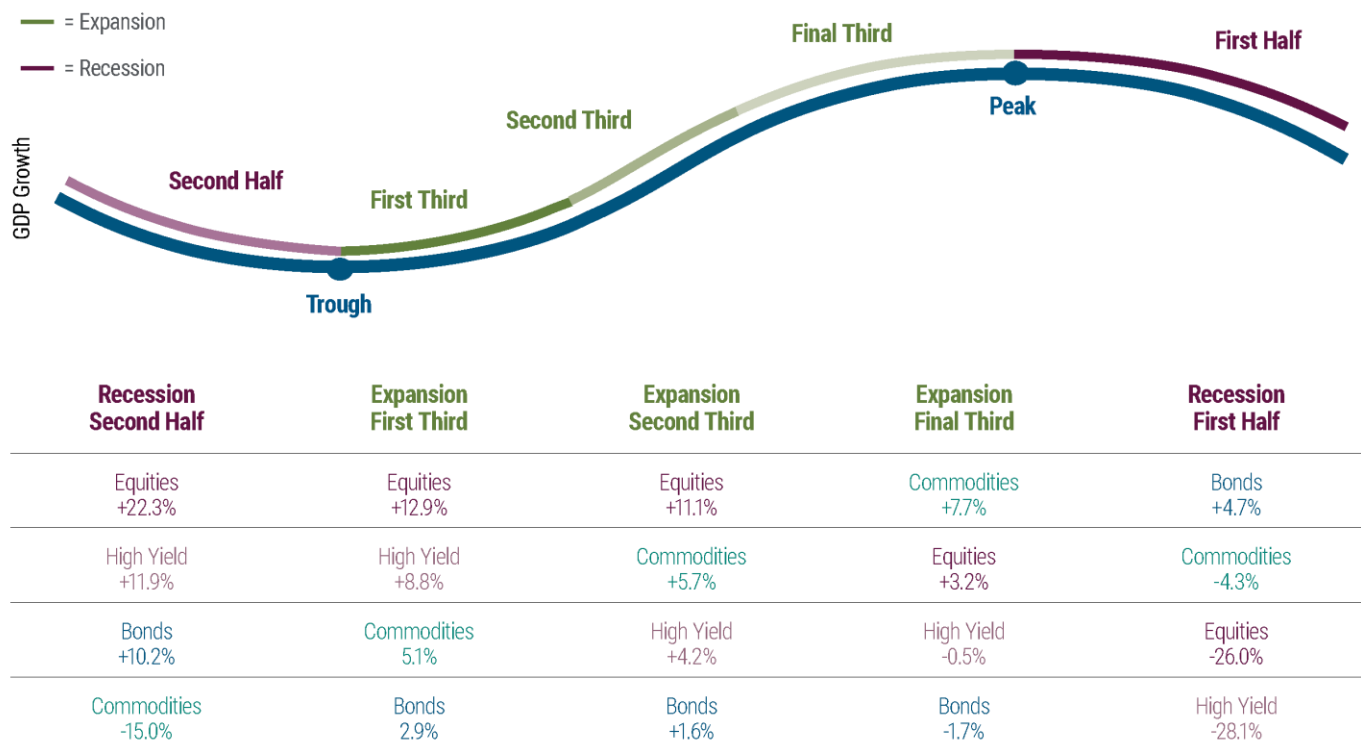
Wpływ gospodarki widać także w zachowaniach poszczególnych klas aktywów, ponieważ tempo wzrostu gospodarczego wpływa na przychody przedsiębiorstw, inflacja oddziałuje na marże i stopy procentowe, a polityka monetarna przekłada się na koszt kapitału.

Przykładowo: we wczesnej fazie ożywienia często dobrze zachowują się akcje, w późnej fazie ekspansji korzystają surowce, natomiast podczas spowolnienia i recesji lepiej radzą sobie aktywa defensywne takie jak obligacje skarbowe.

Nawet w obrębie jednej klasy aktywów widać duże zróżnicowanie stóp zwrotu w różnych fazach cyklu. Np. spółki technologiczne zwykle korzystają z wysokiej skłonności przedsiębiorstw do inwestycji. Banki zarabiają na rosnącej akcji kredytowej. Z kolei firmy użyteczności publicznej czy producenci dóbr podstawowych wykazują większą odporność podczas spowolnień gospodarczych. W okresach spadających stóp procentowych wyższe stopy zwrotu osiągają obligacje z dłuższą duracją portfela i obligacje wysokodochodowe, natomiast w czasie rosnących stóp większą odporność na przecenę mają obligacje z krótszą duracją portfela.

Tyle teoria, a jak w rzeczywistości fazy cyklu przekładały się na wyniki różnych klas aktywów obrazuje wykres poniżej.

Różnice w stopach zwrotu z różnych klas aktywów w relacji do oprocentowanej gotówki w różnych fazach cyklu koniunkturalnego w USA w latach 1953 – 2025



Źródło: PIMCO, FRED, Bloomberg, NBER – cykle koniunkturalne w USA na dzień 31 grudnia 2025 r. Wyłącznie w celach ilustracyjnych. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji ani wiarygodnego wskaźnika przyszłych wyników.

Obliczenia: Akcje = akcji indeks S&P 500, obligacje = FRED US 7-10 Year Treasury. Dane oparto na danych miesięcznych od maja 1953 r. Surowce = Composite Commodity Index, Obligacje wysokodochodowe = indeks Bloomberg U.S. Corporate High Yield. Dane opierają się na danych miesięcznych odpowiednio od lipca 1959 r. i sierpnia 1988 r. Akcje, obligacje i surowce przynoszą zwrot przewyższający stopę wolną od ryzyka (reprezentowaną przez 3-miesięczne bony skarbowe USA). Obligacje wysokodochodowe (HY) charakteryzują się neutralną duracją, dlatego nie odejmujemy od nich stopy wolnej od ryzyka. Szacunki zakładają, że na dzień 31 grudnia 2025 r. gospodarka znajduje się w fazie ekspansji. Recesje i fazy ekspansji są definiowane przez NBER.



Jak działają strategie cyklu koniunkturalnego.

Strategia inwestycyjna oparta na cyklu gospodarczym starają się wykorzystać powyższe prawidłowości poprzez stopniową zmianę struktury portfela wraz ze zmianą otoczenia makroekonomicznego. Nie próbują one jednak przewidywać zachowania rynku w perspektywie dni czy tygodni jak ma to w zwyczaju wielu inwestorów stosujących market timing. Ich celem nie jest również określenie, czy indeks giełdowy wzrośnie jutro o 2%, czy spadnie o 3%.

Podejście to opiera się raczej na identyfikacji trendów gospodarczych rozwijających się przez wiele kwartałów. Zarządzający strategią analizują między innymi dynamikę PKB, inflację, politykę banków centralnych, rynek pracy, dostępność kredytu czy wskaźniki wyprzedzające koniunktury. Na tej podstawie określają, w której fazie cyklu znajduje się gospodarka i odpowiednio dostosowują ekspozycję portfela.

W okresach przyspieszającego wzrostu udział akcji może być zwiększany, szczególnie w sektorach cyklicznych. Gdy natomiast rośnie ryzyko spowolnienia lub recesji, część portfela może zostać przesunięta w kierunku obligacji lub defensywnych sektorów rynku akcji. Takie podejście oznacza aktywną alokację aktywów w oparciu o fazy cyklu gospodarczego. Można więc powiedzieć, że fundusze cyklu nie próbują przewidywać każdego krótkoterminowego ruchu rynku, ale próbują raczej dostosowywać alokację do tempa gospodarki.

Ograniczenia strategii opartej na cyklu koniunkturalnym.

W teorii koncepcja inwestowania w oparciu o cykl gospodarczy wydaje się prosta: identyfikujemy fazę cyklu i dostosowujemy do niej strukturę portfela. W praktyce proces ten wymaga jednak stałego analizowania dziesiątek danych ekonomicznych, ich wzajemnych zależności oraz ich wpływu na różne klasy aktywów.

Ponadto dane makroekonomiczne publikowane są z opóźnieniem, a wiele z nich podlega późniejszym rewizjom. W efekcie napływające dane często opisują sytuację sprzed kilku miesięcy, które rynek już dawno zdyskontował. Oznacza to, że hossa może się zacząć jeszcze w trakcie recesji, a osiągać nowe szczyty mimo pogarszających się danych makroekonomicznych.

Paradoksalnie największym problemem nie jest dziś brak danych, lecz ich nadmiar. Każdego miesiąca publikowane są dziesiątki wskaźników makroekonomicznych, które często wysyłają sprzeczne sygnały. Przykładowo inflacja może spadać, podczas gdy rynek pracy pozostawać bardzo silny. Produkcja przemysłowa słabnąć, a konsumpcja nadal rosnąć. W takiej sytuacji trudno jednoznacznie stwierdzić, czy gospodarka znajduje się jeszcze w fazie ekspansji, czy już wkracza w okres spowolnienia. W efekcie inwestor może znaleźć się w sytuacji, w której część danych wskazuje na recesję, a część nadal sugeruje ekspansję.

Jeśli nawet diagnoza sytuacji makroekonomicznej okaże się prawidłowa, to nie oznacza to, że klasy aktywów będą się zachowywały zgodnie z historycznym wzorcem. W rzeczywistości każdy cykl jest inny. Zmienia się struktura sektorowa, rola technologii, źródła wzrostu gospodarczego oraz znaczenie poszczególnych branż.

Dla inwestora indywidualnego wszystkie te ograniczenia mogą stanowić duże wyzwanie. W tym zakresie instytucje mają istotną przewagę. Dla profesjonalnego zespołu zarządzających jest to codzienna pełnoetatowa praca z wykorzystaniem rozbudowanych modeli. W pewnym sensie fundusz cyklu koniunkturalnego pozwala inwestorowi „outsourcować” najbardziej skomplikowaną część procesu inwestycyjnego. Nie eliminuje to oczywiście ryzyka błędów, które popełniają także profesjonalni zarządzający, ale znacząco zmniejsza wymagania dotyczące wiedzy i czasu niezbędnych do samodzielnego zarządzania portfelem opartym na teorii cyklu gospodarczego.

Czy strategie oparte na cyklu wygrywają z podejściem pasywnym?

Skuteczność podejścia opartego na cyklach gospodarczych potwierdzają niektóre badania jak np. analiza przedstawiona przez [Verdad](#). Badanie obejmowało lata 1970-2020 i wykazało, że portfel złożony z akcji, obligacji skarbowych i korporacyjnych oraz złota o zmiennej alokacji, która wynikała z sygnałów napływających z gospodarki (krzywej rentowności obligacji i spreadu obligacji high yield względem obligacji skarbowych) osiągnął bardzo interesujące rezultaty.



Porównawcza analiza stóp zwrotu i ich relacji do ryzyka w latach 1970-2020.

	Countercyclical Investing	60/40 Portfolio	S&P 500
Total Period Return	15.8%	10.0%	10.7%
Sharpe Ratio	0.82	0.41	0.36
Max. Drawdown	-15%	-27%	-46%
\$100 invested in 1970	\$176,000	\$13,000	\$18,000

Źródło: Verdad, Countercyclical Investing, "FOUNDATIONS OF A CYCLE-DRIVEN APPROACH TO ASSET ALLOCATION", luty 2021

Wg autorów raportu strategia zmiennej alokacji opartej na cyklach gospodarczych charakteryzowała się wyższą długoterminową stopą zwrotu i niższym ryzykiem niż portfele pasywne.

Szczególnie dobrze strategia ta miała radzić sobie w okresach kryzysów, notując znacznie mniejsze obsunięcia kapitału niż strategie pasywne.

Maksymalne obsunięcia kapitału w okresach kryzysów.

	Countercyclical Investing	S&P 500	60/40	Countercyclical Investing	
				vs. S&P 500	vs. 60/40
Max. Drawdown	-15%	-46%	-27%	31%	13%
2008 Financial Crisis	-13%	-46%	-26%	33%	14%
Dot-Com Bubble	-3%	-44%	-19%	41%	17%
70s Recession	-15%	-43%	-27%	28%	13%
Black Monday (10/1987)	0%	-23%	-11%	23%	11%
COVID-19	-6%	-20%	-10%	14%	4%

Źródło: Verdad, Countercyclical Investing, "FOUNDATIONS OF A CYCLE-DRIVEN APPROACH TO ASSET ALLOCATION", luty 2021

Warto jednak wziąć pod uwagę, że raport opiera się na backteście, a nie na rzeczywistym funduszu zarządzanym przez 50 lat. Dlatego do wyników tej analizy warto podejść ze zdrowym dystansem. Mimo to badanie Verdad stanowi interesujący argument za wykorzystaniem sygnałów gospodarczych do zarządzania portfelem inwestycyjnym.



Podsumowanie

Strategie inwestycyjne oparte o cykl gospodarczy stanowią kompromis między pasywnym podejściem „buy and hold” a spekulacyjnym market timingiem. Z jednej strony strategia ta uwzględnia wpływ gospodarki dostosowując do niej portfel inwestycyjny, z drugiej strony jednak nie opiera się na wyławianiu pojedynczych sygnałów z codziennego szumu informacyjnego.

Nie oznacza to oczywiście, że strategia ta gwarantuje lepsze wyniki od pasywnych portfeli. Jej skuteczność zależy od trafnego określenia momentu w cyklu gospodarczym i jakości procesu analitycznego zarządzających.

Warto przy tym pamiętać, że gospodarka porusza się w cyklach, ale ich długość liczy się zwykle w latach, a nie miesiącach. Dlatego też fundusze cyklu nie są rozwiązaniem dla inwestorów szukających szybkich zysków. Mogą natomiast zainteresować osoby myślące o inwestowaniu w perspektywie wielu lat, które chcą korzystać z aktywnej alokacji opartej na analizie makroekonomicznej, bez konieczności samodzielnego śledzenia i interpretowania setek danych ekonomicznych.

Jest to rozwiązanie dla osób, które wierzą, że choć krótkoterminowe zachowanie rynków bywa nieprzewidywalne, to w dłuższym horyzoncie gospodarka pozostaje jednym z najważniejszych czynników kształtujących wyniki inwestycji.

W kolejnym artykule: Jak w praktyce indywidualny inwestor może wykorzystać cykl koniunkturalny w inwestowaniu. Jak działa Millennium FIO Cyklu Koniunkturalnego.

Piotr Siegieda, MPW

Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej



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 (dalej: „Towarzystwo”) prowadzi działalność 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.

Inwestycja dotyczy nabycia jednostek uczestnictwa subfunduszu, a nie aktywów, w które inwestuje subfundusz, gdyż te są własnością subfunduszu. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału, jak również (z wyjątkiem Millennium PPK SFIO) z obowiązkiem uiszczenia opłat manipulacyjnych. Dotychczasowe wyniki zarządzania osiągnięte przez fundusze nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Zyski z inwestycji osiągane przez osoby fizyczne mogą podlegać opodatkowaniu podatkiem od zysków kapitałowych. Opodatkowanie przyszłych wyników zależy od sytuacji osobistej każdego inwestora i może ulec zmianie w przyszłości.

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: Cyklu Koniunkturalnego, Stabilnego Wzrostu, Instrumentów Dłużnych i Obligacji Klasyczny, wydzielone w ramach Millennium FIO oraz subfundusze wydzielone w ramach Millennium PPK SFIO 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.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy. Zawarte w nim informacje nie mogą być jedyną podstawą do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu, zawierającym informacje o tym funduszu, w tym dane finansowe i opis czynników ryzyka, a także z Dokumentem Zawierającym Kluczowe Informacje (KID) oraz informacją dla klienta AFI (w przypadku Millennium SFIO i Millennium PPK SFIO), które wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszy i subfunduszy są dostępne w języku polskim na stronie www.millenniumtfi.pl oraz w przypadku Millennium SFIO i Millennium FIO w punktach prowadzących dystrybucję jednostek uczestnictwa tych funduszy. Towarzystwo publikuje streszczenie praw inwestorów w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa.

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 w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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 aktualności, dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.