



Adam Czorniej
zarządzający
funduszami i dealer

Absolwent Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. Z rynkiem kapitałowym związany od ponad 15 lat. Karierę zawodową rozpoczął w Pekao Investment Banking. Doświadczenie zawodowe zdobywał w Ipopema Securities, Raiffeisen Bank oraz Vestor Dom Maklerski. Uczestniczył w wielu projektach pozyskiwania finansowania typu IPO, SPO, ABB, emisji obligacji korporacyjnych. Jest licencjonowanym maklerem papierów wartościowych oraz maklerem nadzorującym.

Informacja reklamowa

Komentarz do wyniku w marcu 2024 roku

Wyniki subfunduszu

W minionym miesiącu wynik benchmarku zbliżył się do 3% m/m odnotowując najlepszą miesięczną stopę zwrotu od lipca ubiegłego roku. Początek kwietnia jest również bardzo obiecujący bowiem w ciągu niespełna tygodnia surowce dodały kolejne 2,6%. Co stoi za tak wyraźnym umocnieniem cen i czy ta tendencja zapowiada powrót rynku byka?

Rynek jest mocno wspierany zarówno czynnikami cyklicznymi jak i strukturalnymi. Oba efekty zaczęły istotnie wpływać na wyceny od około połowy marca, jednak perspektywa ich oddziaływania może być rozłożona w czasie na kolejne miesiące. Na rynku produktów ropopochodnych obserwujemy utrwalający się wpływ ograniczeń podażowych i odbudowującego się popytu. Na rynku złota (z cenami na historycznych szczytach) wpływ oczekiwanego cięcia stop procentowych przez główne banki centralne. Natomiast dla metali bazowych (miedź, aluminium, cynk) rozwijający się powrót aktywności gospodarczej w Chinach. Rynek surowcowy pozostawał w niełasce inwestorów przez prawie dwa lata, jednak obecne otoczenie gospodarcze powinno go ponownie faworyzować.

Komponent energetyczny benchmarku (indeks BCOMEN +2,01%), przy silnym wzroście obu gatunków ropy naftowej miał największy wpływ na wyniki indeksu w marcu. Ceny ropy, które zyskały ponad 6% były wspierane mocnymi danymi dotyczącymi importu i eksportu chińskiej ropy zarówno w styczniu jak i w lutym. Publikowane dane wykazały, że import ropy z tego kraju wzrósł o 5,1% r/r do niespełna 11 mln baryłek dziennie w pierwszych dwóch miesiącach 2024 roku. Pozostałe produkty, takie jak olej napędowy i olej opałowy również znacząco zyskiwały z powodu przerw w produkcji paliw, w tym planowych konserwacji, nieplanowanych przestojów i ataków dronów na rosyjskie rafinerie. Zniszczenie części infrastruktury rafinerijnej w Rosji spowodowało ograniczenie podaży produktów o około 750k bbl dziennie. Jednocześnie wzrost zużycia paliw wynikający z przesyłu ropy z pominięciem cieśniny Bab al Mandab zwiększa konsumpcję o dodatków 100k bbl dziennie. Poprzedni rok był wyjątkowy dla wzrostu wydobywania w USA i ten czynnik raczej nie będzie już do powtórzenia. Rynek oczekuje, że wzrost produkcji w USA wyniesie tylko połowę tego co w poprzednim roku. Dodatkowo w kwietniu znacząco spadnie podaź ropy z Meksyku w związku z uruchomieniem przerobu we własnej rafinerii Dos Bocas. Wstrzymanie eksportu przez Pemex spowoduje ubytek o kolejne 400k bbl dziennie. Ropa naftowa utrzymywała dodatnią dynamikę przez cały miesiąc po tym jak IAE (Międzynarodowa Agencja Energetyczna) dołączyła do OPEC i EIA ze swoimi szacunkami na deficyt w całym 2024 roku. Prognoza agencji opiera się na założeniu, że kraje OPEC+ będą usilnie przedłużać ograniczenia w wydobywaniu. JP Morgan podnosząc te same ryzyka zaktualizował prognozę ceny ropy w horyzoncie bieżącego roku do poziomu 100 dolarów za bbl.

Wbrew silnym tendencjom na rynku ropy ceny gazu utrzymywały się w marcu pod presją z powodu znaczącego wzrostu poziomu średniej temperatury powyżej średnich za ostatnie 10 lat. Ceny spot w Henry Hub spadły do najniższych poziomów od początku lat 90-tych zniżkując do 1.24 dolara za mmbtu. Miniona zima była najcieplejsza w historii Stanów Zjednoczonych. Amerykańskie przedsiębiorstwa zajmujące się wydobywaniem gazu, informowały przy okazji publikacji wyników kwartalnych o planowanych cięciach produkcji. Mniejsza podaź na rynek w nadchodzących miesiącach będzie czynnikiem wspierającym ceny w USA w drugiej połowie roku.

W segmencie metali szlachetnych, złoto wybiło się na historyczne szczyty odnotowując najmocniejszy miesięczny wzrost od 2020 roku. Inwestorzy finansowi ponad dwukrotnie zwiększyli liczbę otwartych pozycji. Tak mocne zaangażowanie w złoto jest pochodną zapowiedzi cięcia stop procentowych przy idących w parze wciąż dobrych odczytach z przemysłu w USA. Historycznie ceny złota najmocniej zyskiwały w okresie przed i bezpośrednio po rozpoczęciu cyklu obniżek.

Dla rynku metali przemysłowych, poza globalnymi tendencjami do łagodzenia poziomu stop procentowych w otoczeniu rosnącego PKB, ważna jest poprawa koniunktury w Chinach. Wyceny aluminium wspierane były przez przestoje wynikające z suszy w chińskiej prowincji Yunnan oraz ogólnie rosnący popyt globalnie przy niskich poziomach zapasów w głównych domach składowych. Miedź zyskiwała z powodu przestojów konserwacyjnych w pracach hut oraz cięć produkcji w wyniku mocnego spadku premii hutniczych. Dodatkowy popyt na miedź w obliczu poprawy w chińskim przemyśle (Caixin PMI przemysłowy 51,1), odbiciu inflacji CPI i stabilizacji PPI jest wspierany początkiem procesu restocking, odbudowy zapasów przy słabszych notowaniach dolara i niższych kosztach finansowania.

Pozycjonowanie

Na koniec miesiąca udział funduszy inwestujących w surowce wyniósł 60% aktywów, a udział akcji 35% aktywów. Akcje służą do wydobycia określonych wrażliwości na surowce bez używania ETF, zwiększenia wrażliwości albo do pozycjonowania na zmieniającą się strukturę istotnych dla gospodarki surowców czy zasobów. Fundusz posiadał otwarte pozycje na rynku kontraktów terminowych, które na koniec miesiąca stanowiły 10% aktywów. Wolne środki lokowane były w krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego.

Stopa zwrotu funduszu Skarbiec Rynków Surowcowych za marzec wynosi +4,63%. Jest to czwarty wynik w grupie porównawczej funduszu. W marcu wynik benchmarku był o 1,74 pp. gorszy. Wynik funduszu okazał się niższy od średniej funduszy z grupy porównawczej o 0,78 pp. jednak lepszy od mediany o 0,46 pp. Od początku roku stopa zwrotu z inwestycji w fundusz wynosi +2,76%.

Szacowane wrażliwości funduszu w podziale na klasy surowców prezentuje tabela:

Struktura portfela w podziale na grupy surowców za marzec.

Surowce Energetyczne	52%
Surowce Rolne	16%
Metale Szlachetne	14%
Metale Przemysłowe	18%

Strategia inwestycyjna

Surowce mogą stanowić cenny dodatek dywersyfikacyjny w wieloskładnikowym portfelu inwestycyjnym. Wykazując niepełną korelację z cenami akcji czy obligacji, szczególnie atrakcyjne mogą okazać się w scenariuszach szoków podaźowych, kiedy rosnące ceny surowców stanowią zabezpieczenie dla pozostałej części portfela inwestycyjnego. Istotny wpływ na kształtowanie popytu na surowce ma również linia polityki monetarnej realizowana przez banki centralne. Obecnie rynki optymistycznie wyceniają spore cięcia stop procentowych w tym roku. Ich efekty z czasem staną się odczuwalne dla wycen aktywów rynków surowcowych.

W zeszłym roku zaczęły uwydatniać się wyraźne tendencje dezinflacyjne. Spodziewamy się, że rok 2024 będzie czasem systematycznego obniżania poziomu stop procentowych przez główne banki centralne. Niższe stopy będą oznaczać więcej środków rozporządzalnych dla gospodarstw domowych. Silniejszy konsument będzie zatem zgłaszał większy niż dotychczas popyt na dobra co w konsekwencji powinno być pozytywne także dla sektora surowców. Tu należy nadmienić, iż stany zapasów wielu klas surowców są na skrajnie niskich poziomach. Taka sytuacja dotyczy zwłaszcza rynku metali. Jest to efekt redukcji stanów magazynowych w ubiegłym roku w związku z generalnie słabszą koniunkturą w sektorach przemysłowych.

Oceniamy, że „zielony” popyt na metale takie jak miedź, aluminium czy srebro wynikający z ich użycia w procesach transformacji energetycznej powinien stabilnie rosnąć. Obecnie jego udział wynosi między ok 3-5%. Największe gospodarki świata podjęły bardzo trudne wyzwania mające na celu ograniczenie emisji CO₂. Jest to droga bardzo długa i kosztowna. W kontekście miedzi istnieje uzasadnione ryzyko, że obecne wydobycie jest zbyt niskie, a spółki z sektora zmagające się z wieloma problemami zarówno geologicznymi, kosztowymi jak i polityczno-prawnymi nie będą w stanie skutecznie zaoferować oczekiwanych wolumenów.

Spodziewamy się, że ten rok może być ważny dla inwestycji w złoto. Historycznie spadek oprocentowania obligacji skarbowych był wspierający dla wycen złota, które oferowało atrakcyjne stopy zwrotu przy niższych stopach rynkowych. Uważamy również, że w niepewnym środowisku geopolitycznym złoto może ponownie zabłysnąć jako bezpieczna przystań dla kapitału.

Strategicznie fundusz podkreśla też swój wyższy od benchmarku poziom zaangażowania w sektorze paliwowym. Ropa i gaz wciąż są wiodącymi surowcami energetycznymi i prawdopodobnie tak już pozostanie przez kolejną dekadę. Według prognoz agencji monitorujących rynek paliw (EIA, IEA) globalny popyt na ropę powinien stabilnie rosnąć podążając za globalnym PKB. Wzrost popytu na ropę jest bardziej widoczny w krajach rozwijających się. Wzrost popularności aut elektrycznych w przyszłości będzie czynnikiem wpływającym na spowolnienie dynamiki wzrostu konsumpcji ropy jednak nie nastąpi to szybko. Nawet przy 15-20% udziale samochodów elektrycznych w całkowitej sprzedaży aut popyt na paliwa będzie i tak rósł w tempie powyżej 1% rocznie. Światowa gospodarka wciąż jest mocno uzależniona od użycia ropy w przemyśle. Tu transformacja przebiega znacznie wolniej.

Subfundusz Skarbiec Rynków Surowcowych, jako jeden z subfunduszy pod parasolem FIO, ustawowo nie może inwestować bezpośrednio w surowce. Pożądana wrażliwość wartości portfela subfunduszu na wahania cen surowców wynika z inwestycji w instrumenty powiązane z rynkiem surowców, w szczególności ETFy surowcowe, akcje spółek surowcowych lub kontrakty terminowe futures (instrumenty pochodne) na sektorowe akcyjne indeksy rynku surowcowego.

Obowiązująca strategia funduszu utrzymuje obecne założenia: wrażliwość na szeroki rynek surowców w okolicach 100-130%, aktywną selekcję surowców zgodną ze zmieniającymi się tendencjami, oraz poszukiwanie wrażliwości na długofalowe, duże trendy, które nieuchronnie zmieniają rynek surowców.

Nawet wierne odzwierciedlenie składu benchmarku nie zbliża idealnie wyniku funduszu i benchmarku, na co wpływają m.in. mnogość kontraktów na niektóre rodzaje surowców, zmienna struktura terminowa cen surowców, niestabilna i nie w pełni przejrzysta polityka inwestycyjna funduszy portfelowych, drobne odchylenia między wartością aktywów netto a ceną tych funduszy czy różnice w godzinach wyceny benchmarku i funduszy portfelowych. Z tego względu ocena zmienności funduszu na tle benchmarku, która teoretycznie jest miarą aktywności, powinna być dokonywana na danych tygodniowych lub miesięcznych w dłuższych horyzontach czasowych. Zamiar posiadania wrażliwości na rynek surowców ponad 100% jest nietrywialny w realizacji wobec ograniczeń inwestycyjnych w subfunduszu FIO.

Nota prawna

Subfundusz Skarbiec Rynków Surowcowych wydzielony w ramach SKARBIEC FIO. Wymagane prawem informacje dotyczące Subfunduszu, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i kluczowych informacjach dla inwestora dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA, w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusz nie gwarantuje realizacji określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Wartość Aktywów Netto Subfunduszu może się charakteryzować dużą zmiennością wynikającą ze składu portfela lub z przyjętej techniki zarządzania portfelem. Prezentowane wyniki inwestycyjne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym. Tabela opłat manipulacyjnych oraz informacje o podatku bezpośrednio obciążającym dochód z inwestycji dostępne są pod numerem infolinii: (22) 588 18 43, w serwisie skarbiec.pl.

Opisy ryzyk

Ryzyka mające istotne znaczenie dla Subfunduszu, które nie są odpowiednio uwzględnione przez wskaźnik:

Ryzyko płynności Ograniczona płynność instrumentów finansowych związana z niskimi obrotami na giełdzie lub rynku, na którym dokonywany jest obrót, może negatywnie wpływać na wartość aktywów Subfunduszu.

Ryzyko kontrahenta Istnieje ryzyko związane z możliwością niewywiązania się kontrpartnerów Subfunduszu ze zobowiązań wynikających z zawieranych przez Subfundusz umów, co może prowadzić do spadku aktywów Subfunduszu.

Ryzyko operacyjne Istnieje ryzyko wystąpienia strat związanych z błędną lub opóźnioną realizacją transakcji w wyniku nieadekwatnych lub zawodnych procesów wewnętrznych, błędów ludzkich, błędów systemów, a także w wyniku zdarzeń zewnętrznych.

Ryzyko związane z możliwością nabywania przez Subfundusz Instrumentów Pochodnych W związku z tym, że Subfundusz może nabywać Instrumenty Pochodne, pojawią się dodatkowe ryzyka, w tym niewłaściwego zabezpieczenia, oznaczające, że zyski na Instrumencie Pochodnym nie zrekompensują strat na aktywie zabezpieczanym.

Inne istotne ryzyka Subfundusz stosuje strategię alokacji aktywów, która zakłada, że udział części akcyjnej (akcje oraz instrumenty o wysokim ryzyku inwestycyjnym) wynosi co najmniej 66% aktywów Subfunduszu. Oznacza to, że nawet w okresach dekonjunktury na rynku akcji w skład portfela inwestycyjnego Subfunduszu będą wchodzić akcje oraz inne instrumenty o wysokim ryzyku inwestycyjnym. Może to prowadzić, wobec utrzymującej się dekonjunktury na giełdzie, do wahań i spadków wartości Jednostki Uczestnictwa Subfunduszu.

Szczegółowe informacje dotyczące ryzyk znajdują się w prospekcie informacyjnym Funduszu w części dotyczącej Subfunduszu w punkcie opisującym ryzyka inwestycyjne związane z przyjętą polityką inwestycyjną Subfunduszu.