



Kamil Sobolewski
strateg i zarządzający
funduszami

Komentarz do wyniku w sierpniu 2021 roku

Wyniki subfunduszu

Styczeń był dla surowców miniaturką tego, czego oczekują na cały 2021 rok. Wzrosty surowców w lutym przyspieszyły, a ich tempo przerosło moje wcześniejsze oczekiwania. Marzec okazał się okresem uspokojenia nastrojów, ale cały kwartał zakończył się wzrostem cen surowców o średnio ponad 10%. W kwietniu Subfundusz Skarbiec Rynków Surowcowych zanotował wynik 4,69%. Trudno było dogonić galopujący w ponad 7-mioprocentowym tempie benchmark, w dużym stopniu za sprawą struktury terminowej surowców. W maju udało się zarobić 2,78%, czyli minimalnie więcej niż mediana w grupie i lepiej niż benchmark (2,28%). Czerwiec fundusz zakończył wynikiem 0,99%, benchmark 3,52%. W lipcu hossą zmieniła tempo i zaczęła podążać nieco wolniejszym krokiem (benchmark w miesiącu +1,99%, fundusz +2,18%).

Sierpień upłynął pod znakiem korekty i choć cały koszyk surowce uległ w tym okresie niewielkiej zmianie, w strukturze doszło do istotnych wahań. W grupie surowców energetycznych 5% spadki zaliczyła ropa naftowa i jej przetwory, w tym samym czasie silnie drożał gaz ziemny. Pośród metali przemysłowych o ok. 5% zdrożało aluminium, podczas gdy ruda żelaza i żrębki stalowe spadły dwukrotnie mocniej. Ceny złota praktycznie nie zmieniły się, podczas gdy srebro przeceniło się o ponad 5%. Na rynku surowców rolnych dominowały wzrosty, szczególnie kawy i cukru, ale znaczne spadki cen zanotowały soja i kukurydza. Jednostka funduszu, benchmark i mediana w grupie porównawczej wahały się w dół o niecały 1%.

Stopa zwrotu subfunduszu od początku roku to już 22,77%, jestem szczególnie dumny z tego, że zgodnie z moimi przewidywaniami z początku roku surowce są jedną z wiodących klas aktywów w tym roku. Benchmark po kwietniowym i czerwcowym rajdzie znajduje się jeszcze nieco powyżej wyniku funduszu (28,72%). Nie zmienia to faktu, że Skarbiec Rynków Surowcowych ma w tym roku najwyższą stopę zwrotu w swojej grupie porównawczej (mediana 17,6%).

W skali od początku roku na zielono świecą prawie wszystkie główne grupy surowców: energetyczne, metale przemysłowe i surowce rolne. Najwyższą dynamiką w tym roku charakteryzuje ropę i gaz ziemny, kawę oraz miedź i aluminium. Najsłabszą grupą surowców pozostają metale szlachetne, a po sierpniu także ruda żelaza. Od początku roku ujemną stopę zwrotu notuje także soja.

W trwającym roku udało się zrealizować założenia taktyczne o wrażliwości na rynek surowców większej niż 1. Nie udało się uzyskać tej wrażliwości na poziomie składu portfela, gdyż służące nam do podwyższania wrażliwości kontrakty na spółki surowcowe zachowywały się częstokroć słabiej niż surowce. Źródłami trudności w dogonieniu benchmarku okazały się z jednej strony słabo zachowujące się metale szlachetne, których benchmark ma na tyle mało, że bardzo trudno je niedoważyć, z drugiej strony różne zachowanie ropy z dostawą na różne terminy, które z perspektywy tego funduszu trudno „złapać” w sytuacji, gdy najlepiej radzą sobie najkrótsze kontrakty na ropę.

Jeżeli ostatnie miesiące wyznaczają trend dla kolejnej dekady, to surowce mogą stać się ważnym składnikiem portfela w średnim i dłuższym terminie.

Pozycjonowanie

Na koniec miesiąca udział funduszy inwestujących w surowce wyniósł 77% aktywów, kontrakty na akcje spółek surowcowych stanowiły ok. 8% aktywów, a udział akcji spółek wyniósł około 7% 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. Ich umiarkowana skala nie zaprzecza surowcowemu, a nie akcyjnemu charakterowi funduszu. Wolne środki były zainwestowane głównie w obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa (ok. 7% aktywów) i depozyty.

Ze względu na środowisko globalnie niskich stóp procentowych, stymulację monetarną oraz zapowiadane programy fiskalne w Europie i Stanach Zjednoczonych oraz coraz wyższe poziomy odczytów inflacji, podtrzymują pozytywną długoterminowo opinię o rynku oraz przeważenie udziału surowców pozytywnie reagujących na inflację, wybierając wrażliwość na metale przemysłowe czy surowce energetyczne.

Szacowane wrażliwości portfela ETF w podziale na klasy surowców prezentuje tabela:

Surowce Energetyczne	38%
Surowce Rolne	16%
Metale Szlachetne	18%
Metale Przemysłowe	29%

Strategia inwestycyjna

Surowce mogą stanowić cenny dodatek dywersyfikacyjny w wieloskładnikowym portfelu inwestycyjnym. Wykazują niepełną korelację z cenami akcji czy obligacji, a szczególnie atrakcyjne mogą okazać się w scenariuszu szoku podażowego, kiedy rosnące ceny surowców niejako wywołują spadki cen akcji (wyższe koszty to niższe marże spółek) i obligacji (inflacja).

W okresie otwierania gospodarek na świecie następuje wzrost, jeśli nie eksplozja inflacji, którą banki centralne starają się „zagadać” jako przejściową, wnikającą z efektów bazy czy zdarzeń jednorazowych. Realizuje się optymistyczny scenariusz gospodarczy, w którym bezprecedensowa stymulacja gospodarek pieniądzem drukowanym przez banki centralne, nie mającym pokrycia w produkcji dóbr i usług, może obok inflacji kosztowej (zerwane łańcuchy dostaw, ograniczone zasoby) spowodować inflację popytową, co sprzyjałoby odwróceniu dekady spadków na rynku surowców. To prawda, że wiele surowców podwoiło swoją wartość w ciągu ostatniego roku, ale to też prawda, że przez wcześniejsze lata drożało wiele dóbr i niemal wszystkie aktywa finansowe, ale nie surowce.

Skoro akcje i obligacje są pod pozytywnym wpływem banków centralnych, surowce wydają się klasą relatywnie odporną i na koniunkturę gospodarczą, i na intencje polityki gospodarczej. W ostatnich miesiącach pozytywne niespodzianki inflacyjne komentowane są jako jednorazowe i przejściowe, a czy inflacja rozwinie się w dłuższy trend w dużym stopniu zależy od zachowań społecznych. Czy uwierzmy w malejącą wartość nabywczą pieniądza? Czy zaczniemy śmieiej konsumować w okresie powrotu do normalności, nie czekając na normalizację cen do poziomów sprzed pandemii? Czy skoro pandemia nie zachwiała dobrobytem, to dalsze akumulowanie oszczędności czy nadwyżek w warunkach globalnie silnie ujemnych realnych stóp procentowych ma sens, czy może lepiej popuścić trochę pasa i pokorzystać trochę z życia? Przyszłe zmiany cen i popytu w gospodarce zależą od tego, jak w masie, jako ludzie na całym świecie, odpowiemy sami sobie na powyższe pytania podczas realizacji naszych decyzji zakupowych czy szerszej finansowych. Surowce są tą klasą aktywów, która moim zdaniem powinna najmocniej korzystać na wzroście zagregowanego popytu lub na nieufności co do stabilności siły nabywczej pieniądza. Moim zdaniem surowce są też względnie odporne na „wciśnięcie hamulca” przez banki centralne, które zmniejszając lub zawieszając skupy aktywów czy podnosząc stopy procentowe mogą szybciej zagrozić koniunkturze na rynku obligacji czy w dalszej perspektywie akcji, którą swoimi działaniami od wielu lat poprawiały. Surowce są jednak także ryzykowną klasą aktywów, o czym niemal co miesiąc przypomina nam wybrana kategoria, spadając często o kilkadziesiąt procent. Zachęca to do dywersyfikacji.

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 fundusze surowców, akcje spółek surowcowych lub fundusze akcji spółek surowcowych. W ramach statutowych subfundusz wykorzystuje także inne instrumenty finansowe, w tym instrumenty pochodne.

Od zmiany zespołu zarządzającego, tj. od marca 2019, realizowana strategia zakładała możliwie niskie odchylenia od benchmarku. Wpływ na kształt portfela miała również efektywność kosztowa i skala odchylenia od benchmarku z uwzględnieniem zmienności konkretnych surowców. Ocena perspektyw rynku poszczególnych surowców miała minimalny wpływ na strukturę portfela, zaś perspektywa szerokiego rynku surowców miała umiarkowany wpływ na poziom zainwestowania funduszu w rynek surowcowy.

W 2020 roku subfundusz Skarbiec Rynków Surowcowych zwiększył ekspozycję na klasę surowców, zwiększył ale utrzymał w ryzach odchylenia od struktury benchmarku, czyli ostrożnie podchodził do ryzyka niedopasowania ale stara się wykorzystać warsztat zarządzających do poprawy oczekiwanych stop zwrotu na tle ryzyka. Celem stały się atrakcyjne stopy zwrotu przy pewnej dozie aktywności, szczególnie w scenariuszu hossy na surowcach. Założenia strategiczne obejmowały wrażliwość na szeroki rynek surowców w okolicach 100-130%, umiarkowanie aktywną selekcję oraz poszukiwanie w małej skali wrażliwości na długofalowe trendy. Wyniki okazały się zadowalające taktycznie (przy założonej wrażliwości na silnie spadający rynek mogło być dużo gorzej), ale rozczarowujące strategicznie (gdybyśmy przewidzieli pandemię, nie utrzymywalibyśmy tak wysokiego zaangażowania w rynek).

Od połowy 2020 roku za strategię i wyniki subfunduszu odpowiada samodzielnie obecny zarządzający. W tym czasie następuje dalsza ewolucja koncepcji stworzonej w 2020 roku. Na 2021 rok założenia strategiczne obejmują: wrażliwość na szeroki rynek surowców w okolicach 100-130%, aktywną selekcję surowców bez podważania benchmarkowego charakteru funduszu, oraz poszukiwanie wrażliwości na długofalowe, duże trendy, które nieuchronnie zmieniają rynek surowców.

Sposób realizacji tego ostatniego punktu jeszcze w wakacje pozostawał nieco enigmatyczny. Zgodnie z raportem na koniec pierwszego półrocza 2020 roku, do typowych spółek wydobywczych czy przetwórczych skupiających swoją uwagę na tradycyjnych grupach surowców, w portfelu Skarbiec Rynków Surowcowych dołączyły akcje podmiotów mogących przeprowadzić technologiczną rewolucję na rynku surowców. Alternatywne sposoby produkcji, uwzględnienie kwestii ochrony środowiska czy szerzej zrównoważonego rozwoju, pozyskiwanie energii z sił natury, to ewidentne tendencje, które zmieniają nasz świat, a których próżno szukać w benchmarkach surowcowych.

Mój długofalowy pomysł na fundusz polega na tym, by w perspektywie kolejnych kilku-kilkunastu kwartałów, kiedy źródła surowcowej hossy będą się ujawniać, a następnie stopniowo wyczerpywać, budować zdolność opierania stopy zwrotu nie tyle na założeniu trwania hossy, ale na umiejętnej selekcji źródeł kreowania wartości wokół wytwarzania i wykorzystania surowców. Nawet, jeśli w gospodarkach rozwiniętych rolnictwo skurczyło się do kilku procent PKB, produkcja do 20 czy 30 procent PKB, a lwia i rosnąca część gospodarki stanowią usługi, zapotrzebowanie na fizyczne wytwory produkcji, takie jak żywność, ubrania, leki, środki transportu, urządzenia elektroniczne, wydaje się zjawiskiem trwałym. Zmieniająca się struktura fizycznych dóbr, na które jako konsumenci zgłaszamy popyt, oraz zmieniające się sposoby produkcji, to na obecną chwilę przestrzeń analiz i nieśmiałych prób poszukiwania wartości, a w perspektywie kilkuletniej potencjalnie jeden z filarów kreowania wartości w funduszu.

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.