

**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 listopadzie 2024 roku

Wyniki subfunduszu

Wynik wyborów prezydenckich wpłynął na umocnienie dolara co miało bezpośrednie przełożenie na osłabienie notowań aktywów na rynku surowców. Korekta rozegrała się w pierwszych dwóch tygodniach listopada. Najmocniej ucierpiały metale szlachetne (-4%) i przemysłowe (-2%). Realizacja zapowiadanych protekcyjnych polityk Donalda Trumpa może oznaczać dla globalnej gospodarki mocniejszego dolara i wyższe rentowności obligacji skarbowych, a to może częściowo redukować apetyt na złoto inwestycyjne. Ponadto rynek obawia się, iż wojny handlowe przyniosą spowolnienie globalnej koniunktury zakłóconej ograniczeniami w handlu i wyższymi kosztami logistyki. W efekcie możliwy będzie spadek zamówień w przemyśle co implikuje między innymi niższy popyt w sektorze metali. Na rynku energii w ubiegłym miesiącu ceny ropy zachowywały się stabilnie. OPEC+ ostatecznie zapowiedział utrzymanie wydobycia na niezmiennym poziomie przez kolejne trzy miesiące. Wyraźnie zyskiwał gaz ziemny (+20%) głównie z powodu szybszego spadku zapasów w Europie i przesunięć w oddaniu nowych mocy eksportowych w USA.

Powrót Donalda Trumpa zmienia optykę rynku surowcowego. Intencja przyszłego prezydenta jest realizacją sztandarowego hasła wyborczego Make America Great Again. Ta medialnie szeroka interpretacja odbudowy siły amerykańskiej gospodarki do rynku surowcowego zaczyna docierać w formie bardziej skonkretyzowanego przekazu. W szczególności dla sektora energii. Ameryka ma stać się „hubem energetycznym” co wprost oznacza, że nowa administracja będzie zmierzała w kierunku zwiększenia wydobycia węglowodorów. Żeby znaleźć odbiorców na dodatkowe baryłki, w otoczeniu umiarkowanego wzrostu gospodarczego, prawdopodobnie ważne będzie utrzymanie sankcji na Rosję (eliminowanie jej eksportowej roli, nawet po zaprzestaniu wojny), być może zacieśnienie sankcji na Iran, a także spowalnianie procesów transformacji energetycznej. Nominowany do roli Secretary of State Scott Bessent w pierwszym wystąpieniu sformułował swój plan 3-3-3 oparty o redukcję deficytu do 3% PKB, osiągnięcie wzrostu PKB o poziomie 3% oraz zwiększenie wydobycia ropy o 3 mln bbl dziennie. Droga do zwiększenia wydobycia będzie trwała kilka lat a jednym z jej aspektów jest prognozowany istotny wzrost udziału USA w rynku LNG z obecnych 20% do poziomu 30%. Żeby to osiągnąć produkcja na rynku krajowym będzie musiała się podwoić. W perspektywie po 2026 roku rynki prawdopodobnie będą mierzyć się z nadpodażą gazu ziemnego, lecz teraz sytuacja jest odmienna. Ostatni miesiąc pokazał również jak istotny wpływ na notowania cen gazu w Europie mają czynniki pogodowe gdzie spadek temperatur przy jednoczesnym spadku wietrzności i słabszej kontrybucji solarów wywołał wzrost cen benchmarku holenderskiego o 20%. Zmiana cen gazu jest też pochodną nałożenia sankcji na Gazprom Bank co ograniczy zakupy LNG z Rosji, a także odłączenie koncernu OMV z dostaw rosyjskiego paliwa. Pod bardzo dużym znakiem zapytania stoją dostawy gazu z Rosji w 2025 tranzytem przez Sudey do UE.

Listopad mógł także dostarczyć emocji obserwatorom sytuacji gospodarczej w Chinach. Zaplanowany na początek miesiąca Narodowy Kongres Ludowy NPC przedstawił plan refinansowania zadłużenia samorządów na kwotę 10 mld juanów (debt swap program). Jest to krytyczny element do wyjścia ze spirali deflacyjnej. Da gospodarce oszczędności szacowane na 600 mld juanów, które zasilą inwestycje i konsumpcję. Jednak rynek zgodnie z wcześniejszymi wypowiedziami władz chińskich spodziewał się istotnie więcej. To więcej może nadejść później jako reakcja na wojnę handlową z USA. Wciąż trwają prace na wdrożeniu programów fiskalnych i rekapitalizacja sektora bankowego oraz programy infrastrukturalne rewitalizacji przedmieść. W połowie grudnia odbędzie kolejny szczyt ekonomiczny. Być może właśnie wtedy władza przedstawi prognozy na przyszły rok. Analitycy sugerują, że może dojść do zapowiedzi kolejnych dużych cięć stop procentowych.

Pozycjonowanie

Na koniec miesiąca udział funduszy inwestujących w surowce wyniósł 72% wartości aktywów netto natomiast akcje reprezentujących sektor surowców stanowił 26% WAN. 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 na koniec miesiąca posiadał otwarte pozycje na rynku kontraktów terminowych co stanowiło łącznie 10% WAN. Wolne środki lokowane były w krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego.

Stopa zwrotu funduszu Skarbiec Rynków Surowcowych za listopad wynosi -1,1%. Jest to ósmy wynik w grupie porównawczej funduszu. W listopadzie wynik benchmarku był o 1,05 pp. lepszy. Wynik funduszu okazał się niższy od średniej funduszy z grupy porównawczej o 0,94 pp. oraz od mediany o 1 pp. Od początku roku stopa zwrotu z inwestycji w fundusz wynosi +0,1%.

Szacowane wrażliwości funduszu w podziale na klasy surowców prezentuje tabela:

Surowce Energetyczne	45%
Metale Rolne	18%
Metale Szlachetne	18%
Metale Przemysłowe	19%

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 uwidaczniać 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 wyzwanie 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 dekonunktury na rynku akcji w skład portfela inwestycyjnego Subfunduszu będą wchodzić akcje oraz inne instrumenty o wysokim ryzyku inwestycyjnym. Może to prowadzić, wobec utrzymującej się dekonunktury 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.