



Kamil Sobolewski

główny strateg i
zarządzający
funduszami dłużnymi



Edgar Mikołajek

młodszy zarządzający

Komentarz do wyniku w grudniu 2019 roku

Sytuacja na rynkach surowcowych

W tym miesiącu obserwowaliśmy wzrost Indeksu Thomson Reuters Jefferies Core Commodities CRB. Wynik benchmarku od początku miesiąca to 5,45%.

Ceny surowców energetycznych w grudniu odnotowały wzrosty, ceny WTI wzrosły aż o 10,68% do 61,06\$. Spadki odnotował gaz ziemny uzyskując wynik -4,03%. Główne metale przemysłowe zakończyły miesiąc na zbliżonych lub wyższych poziomach, aluminium, miedź, nikiel z wynikiem odpowiednio o 0,5%, 5,9%, 2,5%. Kontrakty na metale szlachetne zdrożały, złoto i srebro odpowiednio 3,9% i 5,6%.

Na rynku surowców rolnych wzrosty na większości kluczowych kontraktów, cukier, bawełna, kawa, odnotowały wzrosty odpowiednio o 3,7%, 7,2%, 9,4%. Na rynku głównych zbóż również wzrosty, kukurydza, soja, pszenica zakończyły miesiąc z odczytami wyższymi odpowiednio o 4,4%, 7,6%, 2,1%. Na rynku żywego inwentarza trzoda chlewna oraz bydło wzrosły o 2,9% i 15,1%.

Sytuacja na rynkach i w gospodarce

W grudniu USA wycofały się z wprowadzenia kolejnych ceł na Chiny. Ustalono, że umowa „pierwszej fazy” zostanie podpisana 15 stycznia, a następnie rozpoczną się dalsze negocjacje. Sprzyjało to zwiększeniu apetytu na ryzyko w grudniu, a co za tym idzie wzrostom cen aktywów ryzykownych.

Na grudniowym posiedzeniu FED stopy zgodnie z oczekiwaniami pozostały na poziomie 1,5 – 1,75%. W komunikacie po posiedzeniu stwierdzono, że dla podtrzymania ekspansji gospodarczej właściwa jest stabilizacja stóp po trzech obniżkach w 2019 roku. Na początku miesiąca przed Komisją ds. gospodarczych i pieniężnych wystąpiła prezes EBC, Ch. Lagarde, a dzień po posiedzeniu FED zebrała się rada EBC. Podtrzymano opinię o niskiej presji inflacyjnej, słabym wzroście gospodarczym, ale z oznakami nadchodzącej poprawy, szczególnie za sprawą konsumpcja, silnego rynku pracy i sektora usług. Strategiczny przegląd polityki EBC zaplanowany na 2020 rok ma obejmować m.in. skutki uboczne prowadzonej przez EBC polityki.

Wyniki subfunduszu

Subfundusz Rynków Surowcowych zakończył grudzień wzrostem o 4,75%. Średnia alokacja w instrumenty dające ekspozycję na surowce utrzymywała się na poziomach 95%. Ekspozycje na poszczególne klasy surowców utrzymywała się stabilnie przez cały miesiąc.

Pozycjonowanie grudzień

Pozycjonowanie na koniec miesiąca, było największe w surowce rolne to 37%, surowce energetyczne 30% oraz metale przemysłowe i szlachetne to łącznie 28%. Subfundusz posiada alokację zbliżoną do benchmarku, ekspozycja została uzyskana wyłącznie poprzez inwestycje w instrumenty bezpośrednio oparte o ceny surowców.

Surowce Energetyczne	30%
Surowce Rolne	37%
Metale Szlachetne	11%
Metale Przemysłowe	17%

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). Ryzyko szoku podażowego jest w ocenie zarządzających aktualnie ignorowane przez rynek, mimo że napięcia handlowe zwiększają prawdopodobieństwo materializacji takiego scenariusza.

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 może wynikać z inwestycji w instrumenty powiązane z rynkiem surowców, w szczególności fundusze surowców, akcje spółek surowcowych lub fundusze akcji spółek surowcowych. W ramach statutowych subfundusz może wykorzystywać także inne instrumenty finansowe.

Od uzupełnienia zespołu zarządzającego, tj. od marca do końca 2019r., realizowana strategia zakładała możliwie niskie odchylenia od benchmarku. Wpływ na kształt portfela miała również efektywność kosztowa, skala nieuniknionych odchyłeń od benchmarku była dobierana z uwzględnieniem zmienności konkretnych surowców. Ocena perspektyw rynku poszczególnych surowców miała minimalny wpływ na strukturę portfela, zaś perspektywa szerokiego rynku surowców miała drobny wpływ na poziom zainwestowania funduszu w rynek surowcowy.

Od początku 2020 roku subfundusz nieco zwiększył odchylenia od benchmarku. Zachowa wrażliwość na szeroki rynek surowców (bez koncentrowania się na jednej z ich grup), ale w ramach dywersyfikacji będzie aktywniej podchodził do wyboru portfela pod kątem:

- zwiększania (lub ew. zmniejszania) ekspozycji na szeroki rynek surowców w zależności od oceny jego perspektyw, w kontekście możliwego powrotu dawno nie widzianej globalnej presji inflacyjnej i dobrych perspektyw surowców w takim scenariuszu,
- selekcji surowców w portfelu ze względu na ich specyficzne fundamenty, wycenę oraz wrażliwość na spodziewane ożywienie gospodarcze (lub ew. spowolnienie),
- efektywności kosztowej rozumianej jako poziom kosztów wykorzystywanych funduszy, często ETF lub indeksowych, z możliwością dywersyfikowania w kierunku akcji surowcowych.

Odchylenia od benchmarku przestaną być minimalizowane, a zaczną być optymalizowane, przy zachowaniu ich umiarkowanej skali. Zmiana ma na celu poprawę profilu ryzyko-dochód w benchmarkowym funduszu surowcowym.

Budowa portfela Subfunduszu Skarbiec Rynków Surowcowych jest wielowymiarowym zadaniem optymalizacyjnym, ponieważ instrumenty związane z wydobywaniem lub przetwórstwem surowców i jednocześnie inwestowalne dla funduszu zawierają albo mieszankę surowców nie odpowiadającą składowi benchmarku (fundusze surowców), albo są niestabilnie wrażliwe na ceny surowców (akcje), albo mają obie te cechy jednocześnie (fundusze akcji surowcowych). Jak pokazał czwarty kwartał, 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. Odzwierciedlenie benchmarku będzie następowało w sposób umiarkowanie mniej wierny ale efektywniej oddający ocenę perspektyw rynku przez zarządzających i kwestie kosztowe. Ocena zmienności funduszu na tle benchmarku, która teoretycznie jest miarą aktywności, powinna być dokonywana w interwałach czasowych rzędu minimum tygodnia lub miesiąca.