

URSZULA MARIA GIERAŁTOWSKA

ugieraltowska@gmail.com

Bezpośrednie i pośrednie inwestycje w metale szlachetne

Direct and Indirect Investment in Precious Metals

Słowa kluczowe: metale szlachetne; fundusze ETF; złoto; srebro

Keywords: precious metals; ETFs; gold; silver

Kod JEL: G10; G11; G23

Wstęp

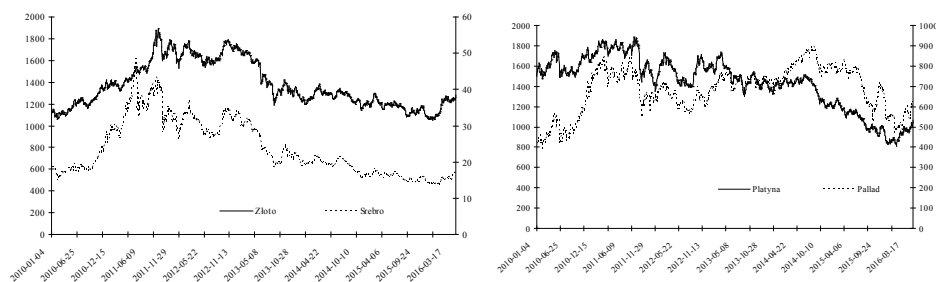
Od wieków metale szlachetne są kojarzone ze zjawiskiem dobrobytu, potęgi i władzy. Początkowo wykorzystywano je przede wszystkim do produkcji monet i wyrobów jubilerskich. Z czasem, kiedy giełdy nie spełniały oczekiwań inwestorów zainteresowanych bezpiecznymi instrumentami, stały się niezastąpioną polisą ubezpieczeniową chroniącą przed zawirowaniami gospodarczymi. W ostatnich latach metale szlachetne były uważane za inwestycje stanowiące zabezpieczenie zwłaszcza w okresie destabilizacji i kryzysu na rynkach światowych, bowiem cechuje je odporność na zmiany na rynkach giełdowych, szczególnie w odniesieniu do segmentu fizycznych metali. Ostatnie cztery lata widocznie osłabiły popyt inwestycyjny na metale szlachetne, przede wszystkim z uwagi na coraz lepsze wyniki na rynkach akcji, obligacji i nieruchomości. Początek 2016 r. przyniósł jednak długo oczekiwane wzrosty na rynku metali szlachetnych. Zamieszanie na światowych parkietach, pogarszający się stan światowych gospodarek, globalne spowolnienie i słabość dolara wobec koszyka 10 walut sprawiły, że metale szlachetne błyszczą coraz jaśniej.

Metale szlachetne stanowią istotny element dobrze zrównoważonego portfela inwestycyjnego, zwłaszcza w przypadku inwestorów, którzy chcą zabezpieczyć się przed zmiennością i ryzykiem. Podstawowym celem artykułu jest przedstawienie wybranych inwestycji w metale szlachetne oraz ich ocena na przestrzeni lat 2010–2016.

1. Inwestycje w metale szlachetne jako alternatywna forma lokowania kapitału

Inwestowanie na rynku instrumentów alternatywnych¹ jest równie trudne, jak inwestowanie w akcje czy w każdy inny klasyczny instrument finansowy, dlatego do procesu inwestycyjnego należy podchodzić z należytą ostrożnością. Obecnie istnieje wiele możliwości inwestowania w kruszce – poczynając od inwestycji bezpośrednich, przez kontrakty futures, rynek akcji, ETF-y, fundusze inwestycyjne czy produkty strukturyzowane. Najbardziej popularnym metalem szlachetnym jest oczywiście złoto, ale można inwestować również w oparciu o srebro, platynę czy pallad. Choć większość inwestorów kojarzy metale szlachetne z biżuterią i numizmatyką, to należy pamiętać, że mają one olbrzymie zastosowanie w przemyśle.

Srebro jest metalem skarbowym i jubilerskim. Ze względu na swoje własności fizyczne i chemiczne posiada ponad 10 tys. zastosowań przemysłowych. Srebro jest niedocenianą formą inwestycji i lokaty kapitału. Analizując sytuację ostatnich lat, można zauważyć, że jego ceny rosną szybciej w czasie wzrostów cen złota, ale jednocześnie odnotowują głębsze spadki w okresie spadków cen złota (rys. 1). Na niekorzyść inwestycji w srebro przemawia fakt, że jego zakup jest obciążony podatkiem VAT, który nie występuje przy inwestycjach w złoto.



Rys. 1. Ceny uncji metali szlachetnych w USD w okresie 1 stycznia 2010 r. – 30 kwietnia 2016 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.gold.org; www.kitco.com].

¹ Pojęcie inwestycji alternatywnych to w ogólnym rozumieniu inwestycje, które nie zaliczają się do tzw. tradycyjnych form inwestowania. Do inwestycji alternatywnych zaliczane są: fundusze hedgingowe, rynek nieruchomości, towary żywnościowe, surowce energetyczne, metale przemysłowe, metale szlachetne [Pruchnicka-Grabias (red.), 2008, s. 13–14].

Platyna i pallad są metalami, które w przyrodzie występują bardzo rzadko. Platyna w Europie pojawiła się dopiero w 1750 r. Początkowo była wykorzystywana przede wszystkim w jubilerstwie, medycynie, przemyśle elektronicznym i chemicznym, a obecnie najszerzej jest wykorzystywana jako katalizator w przemyśle motoryzacyjnym. Pallad został odkryty dopiero w 1803 r. przez W. Wollastona. W przyrodzie występuje w stopach z platyną i złotem, w siarczku żelaza, niklu i miedzi. Wykorzystywany jest głównie w przemyśle motoryzacyjnym (ponad 50% udziału konsumpcji podaży), przemyśle elektronicznym, stomatologii, medycynie, przemyśle jubilerskim. Produkcja obu metali jest zdominowana przez dwa kraje – RPA i Rosję, co ma olbrzymi wpływ na kształtowanie się cen tych metali.

Fundamentalnymi czynnikami kształtującymi ceny metali szlachetnych na świecie są podaż i popyt (tab. 1). Głównymi źródłami podaży są kopalnie, odzysk złomu metali szlachetnych, banki komercyjne i banki centralne. Bardzo duży wpływ na ceny metali szlachetnych ma sytuacja gospodarcza i geopolityczna na świecie, stopy procentowe, polityka banków centralnych i idące za nią kursy wymiany walut. Rosnący popyt nie może być natychmiast zrekompensowany analogicznym wzrostem podaży, ponieważ zwiększenie mocy wydobywczych, znalezienie nowych złóż, budowa nowych kopalń czy hut lub zmiany technologiczne mają charakter długoterminowy i kosztowny. Zwiększenie mocy wydobywczych w długim horyzoncie czasu powoduje konieczność sięgania do mniej dostępnych złóż bądź wykorzystywania bardziej zaawansowanych technologii, co z punktu widzenia ekonomii jest opłacalne tylko przy wyższej cenie surowca.

Tab. 1. Popyt i podaż na metale szlachetne w latach 2010–2015

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Złoto (tony) | | | | | | |
| Popyt ogółem | 4213,3 | 4728,1 | 4690,3 | 4436,3 | 4257,6 | 4252,6 |
| w tym popyt inwestycyjny | 1622,9 | 1729,8 | 1606,2 | 786,0 | 815,4 | 878,3 |
| Podaż ogółem | 4354,8 | 4505,1 | 4463,7 | 4282,2 | 4413,9 | 4258,2 |
| w tym wydobywanie kopalń | 2739,4 | 2826,5 | 2869,7 | 3060,3 | 3140,5 | 3186,2 |
| Srebro (mln uncji) | | | | | | |
| Popyt ogółem | 1036,4 | 1121,8 | 1004,6 | 1137,9 | 1131,9 | 1170,5 |
| Podaż ogółem | 1075,2 | 1043,3 | 1006,6 | 988,9 | 1053,3 | 1040,6 |
| w tym wydobywanie kopalń | 753 | 757,6 | 790,8 | 823,7 | 868,3 | 886,7 |
| Platyna (tys. uncji) | | | | | | |
| Popyt ogółem | 7114 | 7442 | 7388 | 7070 | 7167 | 7570 |
| w tym popyt inwestycyjny | 95 | 312 | 282 | 141 | 131 | 474 |
| Podaż ogółem | 7607 | 8003 | 7231 | 7547 | 6459 | 7625 |
| w tym wydobywanie kopalń | 6183 | 6404 | 5796 | 6011 | 4856 | 6158 |
| Pallad (tys. uncji) | | | | | | |
| Popyt ogółem | 8657 | 8834 | 9304 | 9311 | 9469 | 9452 |
| w tym popyt inwestycyjny | 80 | 61 | 37 | 38 | 45 | 45 |
| Podaż ogółem | 8098 | 8623 | 8191 | 8286 | 8197 | 8584 |
| w tym wydobywanie kopalń | 6612 | 6861 | 6497 | 6468 | 6136 | 6713 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.gold.org; www.silverinstitute.org; www.gfms.co.uk].

Tab. 2. Roczne stopy zwrotu z metali szlachetnych w latach 2010–2016 w %

| Rok | Złoto | Srebro | Platyna | Pallad |
|------------------------|--------|--------|---------|--------|
| 2010 | 25,75 | 78,39 | 15,40 | 87,89 |
| 2011 | 11,65 | -8,00 | -20,22 | -19,60 |
| 2012 | 5,68 | 6,28 | 10,28% | 9,91 |
| 2013 | -27,79 | -34,89 | -10,83 | 1,72 |
| 2014 | 0,37 | -18,10 | -11,19 | 14,06 |
| 2015 | -12,11 | -13,46 | -27,69 | -32,55 |
| 2016 ¹ | 21,29 | 29,16 | 22,13 | 14,81 |
| 2010–2016 ² | 14,64% | 3,96 | -29,00 | 49,17 |

¹ stopa liczona w okresie 1 stycznia – 30 kwietnia 2016 r., ² stopa liczona w okresie 1 stycznia 2010 r. – 30 kwietnia 2016 r.

Źródło: obliczenia własne.

Analizując dane zawarte w tab. 2 oraz na rys. 1, można zauważyć, że najbardziej dochodowy z punktu widzenia stopy zwrotu był 2010 r., kiedy rynek metali szlachetnych przeżywał rozkwit. Na świecie otwarto wiele funduszy skupujących się na rynku metali szlachetnych. Szybko rosnąca cena metali doprowadziła jednak do pęknięcia bańki spekulacyjnej, czego wynikiem były wyraźne spadki ich cen, zwłaszcza w odniesieniu do srebra i złota. Okresem najbardziej krytycznym był 2013 i 2015 r., kiedy wszystkie metale szlachetne zanotowały bardzo duże spadki. Jak już wcześniej podkreślano, było to wynikiem coraz lepszej sytuacji na rynku akcji, obligacji i nieruchomości.

Niestabilna sytuacja gospodarcza i polityczna sprawiły, że początek 2016 r. przyniósł lekki trend wzrostowy – w ciągu pierwszych czterech miesięcy 2016 r. metale szlachetne zyskały blisko 20%. Niestety, od dłuższego czasu kursy metali szlachetnych oscylują wokół poziomu wydobycia (np. w przypadku złota na poziomie 1200 USD) i jest to poniżej poziomu z 2009 r. W dłuższej perspektywie należy liczyć na wzrost kursu metali, ponieważ dostępne zasoby metali maleją, a koszty ich wydobycia rosną. W całym analizowanym okresie najbardziej zyskał pallad, którego cena wzrosła prawie o 50%. Dużo mniejsze zyski zrealizowano na złocie i srebrze, co było konsekwencją bardzo dużych spadków w latach 2011–2015. Jedyнным metalem, który stracił na wartości blisko 30%, była platyna.

2. Inwestycje bezpośrednie w metale szlachetne

Inwestycje bezpośrednie w metale szlachetne wiążą się z zakupem fizycznego metalu. Inwestor ma kilka możliwości takiej inwestycji. Najprostszym sposobem jest zakup sztabek inwestycyjnych, przy czym wymaga to dużych nakładów kapitału oraz uwzględnienia kosztów przechowania, transportu czy ubezpieczenia. Waga sztabek jest zróżnicowana – w przypadku większości metali są to sztabki o wadze od 1 g do 1 kg, ale są również sztabki o wadze 1000 uncji, przy czym im mniejsza sztabka, tym

droższy każdy gram metalu. Sztabki można kupować i sprzedawać m.in. w Mennicy Polskiej i w specjalistycznych instytucjach finansowych. W przypadku zakupu na platformach zagranicznych należy pamiętać o uwzględnieniu ryzyka walutowego, co przy deprecjacji złotego może sprawić, że ceny metali szlachetnych nie będą tak atrakcyjne, jak np. dla inwestorów amerykańskich. W ostatnich latach ceny metali szlachetnych wyrażonych w USD i PLN są dość silnie ze sobą skorelowane – w przypadku złota współczynnik korelacji liniowej Pearsona wynosi 0,802, dla srebra jest to 0,964, dla platyny – 0,910, a dla palladu – 0,827. Oprócz wagi sztabki, elementem, który wpływa na płynność fizycznych sztabek, jest ich producent. W przypadku złota do najbardziej znanych producentów należą: Pamp Suisse, Perth Mint., Royal Canadian Mint. Inwestor, chcąc dowiedzieć się, czy warto kupować daną sztabkę, powinien sprawdzić, czy mennica znajduje się na liście Good Delivery, która jest przygotowywana przez LBMA (Stowarzyszenie Londyńskiego Rynku Kruszców) – najważniejszą instytucję akredytującą producentów metali szlachetnych. O ile w przypadku złotych czy srebrnych sztabek ich płynność jest dość wysoka, o tyle sztabki innych metali nie są ciekawą inwestycją, ponieważ są towarem nietypowym o dość niskiej płynności.

W ostatnich latach świadomość inwestorów znacznie wzrosła i zainteresowali się oni monetami bulionowymi, które są przeznaczone na cele inwestycyjne, ponieważ zawartość metali szlachetnych w tych monetach sięga blisko 100%. Od czerwca 1995 r. NBP emituje serię złotego Orła Bielika. Inwestorzy polscy mogą również zakupić zagraniczne monety bulionowe – do najbardziej znanych należy zaliczyć emitowane w RPA Krugerrandy, kanadyjski Liść Klonowy (*Maple Leaf*), austriacki Wiedeński Filharmonik (*Wiener Philharmoniker*), angielskie Suwereny, Amerykańskiego Orła (*American Eagle*), chińską Pandę czy australijskiego Kangura. W przypadku monet z palladu, pierwsze zostały wybite dopiero w 2005 r. przez Royal Canadian Mint (wzór *Maple Leaf*). Monety bulionowe najczęściej nie mają nominału, ponieważ ich bieżąca wycena zależy od ceny zawartego w nich kruszcu. Monety bulionowe są zazwyczaj nieco droższe od sztabek lokacyjnych, przede wszystkim z uwagi na dodatkowy koszt związany z produkcją (rafinacją, formowaniem i biciem) monet. Ich płynność jest jednak większa z uwagi na fakt, że są powszechnie znane na całym świecie, a ich autentyczność można łatwiej sprawdzić (np. dzięki wykorzystaniu linijki mennicznej).

3. Inwestycje pośrednie w metale szlachetne

Jak już wcześniej wspomniano, obecnie istnieje wiele możliwości pośredniego inwestowania w metale szlachetne. Z jednej strony można inwestować w akcje spółek zajmujących się wydobywaniem metali szlachetnych, lecz należy zwrócić uwagę, że kurs akcji nie jest sprzężony z ceną metali szlachetnych, tylko odzwierciedla czynniki fundamentalne, perspektywy rozwoju spółki i branży, jakość zarządzania

itp. W przypadku polskiego rynku kapitałowego inwestor ma bardzo ograniczone możliwości, ponieważ rynek jest bardzo ubogi – można inwestować m.in. w akcje spółki wydobywczej KGHM czy akcje spółki jubilerskiej KRUK. Chcąc inwestować na rynkach światowych, trzeba liczyć się z dodatkowymi opłatami oraz ryzykiem kursowym i politycznym.

Jedną z najciekawszych możliwości inwestycji pośrednich jest zakup jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, które pozwalają na ekspozycję nie tylko wyłącznie na złoto czy srebro, ale również na koszyk metali szlachetnych. Inwestycje za pośrednictwem funduszy charakteryzują się wyższą płynnością i bezpieczeństwem, zwłaszcza w odniesieniu do bezpośrednich inwestycji w metale szlachetne. Coraz większym zainteresowaniem wśród inwestorów cieszą się Exchange Traded Funds (ETF) oparte na metalach szlachetnych. ETF-y mają zróżnicowaną politykę i strategię, podobnie jak inne fundusze opierają się na różnych instrumentach – mogą inwestować bezpośrednio w metale szlachetne, spółki sektora wydobywczego, instrumenty pochodne, kontrakty terminowe. Inwestowanie w ETF-y przynosi wymierne korzyści – inwestorzy unikają nadmiernych opłat, problemów logistycznych (przechowywanie, odsprzedaż), niepotrzebnego ryzyka, a mają zagwarantowaną płynność inwestycji.

Alokacja kapitału w fundusze ETF ma wiele pozytywnych i negatywnych stron. Wśród zalet inwestowania w ETF-y wymienić należy [Gabryelczyk (red.), 2009, s. 238 i n.; Miziołek, 2013, s. 371 i n.] niskie koszty zarządzania, elastyczność i bieżącą wycenę, przejrzystość i prostotę, możliwość ekspozycji na wybrany segment rynku, niskie bariery wejścia, bezpieczeństwo. Fundusze ETF nie są jednak pozbawione wad. Wśród najistotniejszych jest brak możliwości selekcji spółek lub walorów wchodzących w skład indeksów, ryzyko walutowe, brak możliwości uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu, *tracking error*, a w przypadku polskich inwestorów – znikoma oferta funduszy ETF w Polsce.

3.1. Złote fundusze ETF

Największą grupę wśród funduszy ETF opartych na metalach szlachetnych stanowią złote fundusze ETF-y. Wśród najbardziej popularnych wymienić należy:

- iShares Gold Trust (IAU) – utworzony 21 stycznia 2005 r., zarządzany przez BlackRock, aktywa 8147 mld USD², nie posiada wyodrębnionego benchmarku, cena odwzorowuje cenę złota (1/100 uncji),
- SPDR Gold Shares (GLD) – utworzony 18 listopada 2004 r., zarządzany przez State Street Global Advisors, aktywa 37 184 mld USD, cena odzwierciedla 1/10 ceny uncji złota,
- ETFS Physical Swiss Gold Shares (SGOL) – utworzony 9 września 2009 r., zarządzany przez ETF Securities Limited, aktywa 1028 mld USD,

² Stan aktywów netto funduszy z dnia 30 kwietnia 2016 r. – na podstawie [www.bloomberg.com].

- PowerShares DB Gold Fund (DGL) – utworzony 5 stycznia 2007 r., zarządzany przez DB Commodity Services LLC, aktywa 251 796 mln USD,
- ProShares Ultra Gold (UGL) – utworzony 1 grudnia 2008 r., zarządzany przez ProShares, aktywa 96 119 mln USD,
- ProShares Ultra Short Gold (GLL) – utworzony 1 grudnia 2008 r., zarządzany przez ProShares, aktywa 63 240 mln USD,
- DB Gold Double Long (DGP) – utworzony 27 lutego 2008 r., zarządzany przez DB Commodity Services LLC, aktywa 125 765 mln USD.

Można zauważyć, że w większości przypadków lata 2010–2012 były okresem wyraźnych wzrostów poszczególnych funduszy (zwłaszcza 2010 r.), podczas gdy załamanie rynku nastąpiło w 2013 r. (tab. 3). W badanym okresie najczęściej zyskały fundusze, które najdłużej funkcjonują na rynku funduszy ETF. Dla porównania złoto w analogicznym okresie zyskało prawie 15%. Wyjątkiem był fundusz GLL, którego wyniki znacznie odbiegają od wyników pozostałych funduszy. Należy jednak pamiętać, że fundusz *ultra short* zapewnia dwukrotny lewar zarówno w przypadku zysków, jak i strat – jeżeli cena instrumentu odwzorowywanego wzrasta o 10%, to fundusz traci 20% na wartości i odwrotnie.

Tab. 3. Stopy zwrotu wybranych złotych funduszy ETF w okresie od 1 stycznia 2010 r. do 30 kwietnia 2016 r. w %

| | IAU | GLD | SGOL | DGL | UGL | GLL | DGP |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2010 | 26,48 | 26,34 | 26,32 | 24,93 | 51,40 | -43,55 | 55,21 |
| 2011 | 9,57 | 9,57 | 9,58 | 8,55 | 11,72 | -28,74 | 10,90 |
| 2012 | 6,89 | 6,60 | 6,61 | 5,33 | 8,01 | -21,00 | 9,28 |
| 2013 | -28,26 | -28,33 | -28,34 | -29,63 | -51,65 | 65,38 | -51,76 |
| 2014 | -2,05 | -2,19 | -2,12 | -3,02 | -6,91 | -3,20 | -6,37 |
| 2015 | -10,58 | -10,67 | -10,67 | -11,45 | -22,60 | 15,58 | -22,81 |
| 2016 ¹ | 21,95 | 21,87 | 21,76 | 22,04 | 46,18 | -35,64 | 54,58 |
| 2010–2016 ² | 13,51 | 12,61 | 12,58 | 5,35 | -6,96 | -62,16 | 1,37 |

¹ stopy zwrotu liczone w okresie 1 stycznia – 30 kwietnia 2016 r., ² stopy zwrotu liczone w okresie 1 stycznia 2010 r. – 30 kwietnia 2016 r.

Źródło: obliczenia własne.

Fundusze ETF z założenia powinny wiernie naśladować zachowania referencyjnego indeksu lub koszyka aktywów. W wielu przypadkach punktem odniesienia są indeksy rynku towarowego, które są konstruowane na podstawie szerokiego przekroju cen towarów różnych klas lub na podstawie cen określonej klasy towarów. Największą popularnością cieszy się pięć szerokich indeksów rynku towarowego, w których udział metali szlachetnych jest zróżnicowany (od 15 do 33%): S&P GSCI Commodity Index, DJ-UBS Commodity Index, Bloomberg Commodity Index (BCOM), Rogers International Commodity Index (RICI), The Thomson Reuters/Jefferies CRB Index.

Tab. 4. Korelacja między poziomem złotych funduszy ETF a wybranymi indeksami towarowymi, giełdowymi, walutami i złotem w okresie od 1 stycznia 2010 r. do 30 kwietnia 2016 r.

| | IAU | GLD | SGOL | DGL | UGL | GLL | DGP |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CRB | 0,6639 | 0,6700 | 0,6696 | 0,7068 | 0,7106 | -0,1792 | 0,7065 |
| GSCI | 0,6294 | 0,6357 | 0,6352 | 0,6726 | 0,6667 | -0,1337 | 0,6621 |
| RICI | 0,6856 | 0,6911 | 0,6907 | 0,7229 | 0,7172 | -0,2200 | 0,7141 |
| DJ-UBS | 0,6678 | 0,6759 | 0,6755 | 0,7289 | 0,7520 | -0,0550 | 0,7463 |
| BCOM | 0,6791 | 0,6867 | 0,6863 | 0,7361 | 0,7554 | -0,0892 | 0,7503 |
| Cena złota | 0,9986 | 0,9981 | 0,9982 | 0,9888 | 0,9674 | -0,6677 | 0,9711 |
| S&P500 | -0,5233 | -0,5346 | -0,5340 | -0,6158 | -0,6791 | -0,2748 | -0,6689 |
| DJ | -0,4628 | -0,4745 | -0,4739 | -0,5595 | -0,6299 | -0,3401 | -0,6191 |
| USD/PLN | -0,3848 | -0,3933 | -0,3928 | -0,4504 | -0,4729 | -0,1617 | -0,4663 |
| EUR/PLN | 0,0871 | 0,0788 | 0,0792 | 0,0174 | -0,0325 | -0,4981 | -0,0256 |

Źródło: obliczenia własne.

W większości przypadków (poza GLL) wyniki funduszy ETF są bardzo silnie skorelowane z ceną złota (tab. 4). Należy zwrócić uwagę, że wszystkie z prezentowanych funduszy ETF opartych na złocie mogą stanowić alternatywę do inwestowania na wybranych giełdach – otrzymano ujemną korelację z indeksami giełdy amerykańskiej. Pozwala to postawić hipotezę, że złote ETF-y stanowią doskonały dywersyfikator portfela inwestycyjnego, pozwalają bowiem na obniżenie ryzyka przy zachowaniu potencjału wzrostu portfela. Trzeba również podkreślić dość silną korelację z indeksami towarowymi. Pomimo faktu, że indeksy te w swoim składzie zawierają dość niską ilość metali szlachetnych, to jednak – mimo ogólnie słabej koniunktury – metale szlachetne prezentowały się dużo lepiej niż większość towarów inwestycyjnych. Dodać warto, że w badanym okresie wartość współczynnika korelacji w ujęciu rocznym była silnie zróżnicowana.

Dla analizowanych funduszy zbadano także błąd naśladowania (*tracking error*)³, który stanowi różnicę między stopą zwrotu funduszu ETF a stopą zwrotu replikowanego metalu. Parametr ten jest jednym z mierników oceny efektywności pasywnie zarządzanych funduszy. W większości przypadków błędy replikacji nie przekraczały 1,5%, a ich niskie wartości są zgodne z pasywnym charakterem funduszy.

3.2. Fundusze ETF oparte na srebrze, platynie i palladzie

Grupa tych funduszy nie jest aż tak liczna, jak funduszy opartych na złocie, ale jest równie interesująca. Najbardziej popularne srebrne ETF-y to:

- iShares Silver Trust Fund (SLV) – utworzony 28 kwietnia 2006 r., zarządzany przez BlackRock, aktywa 5912 mld USD⁴,

³ Szerzej o metodologii wyznaczania błędów naśladowania dla funduszy ETF zob. [Gierałtowska, 2015].

⁴ Stan aktywów netto funduszy z dnia 30 kwietnia 2016 r. – na podstawie [www.bloomberg.com].

- ProShares Ultra Silver Fund (AGQ) – utworzony 1 grudnia 2008 r., zarządzany przez ProShares, aktywa 343 418 mln USD,
- DB Power Shares Silver Fund (DBS) – utworzony 5 stycznia 2007 r., zarządzany przez DB Commodity Services LLC, aktywa 22 052 mln USD,
- ProShares Ultra Short Silver Fund (ZSL) – utworzony 1 grudnia 2008 r., zarządzany przez ProShares, aktywa 38 734 mln USD,
- ETFS Physical Silver Trust (SIVR) – utworzony 24 lipca 2009 r., zarządzany przez ETF Securities Limited, aktywa 319 341 mln USD.

ETFS Physical Platinum Shares (PPLT) i ETFS Physical Palladium Shares (PALL) zostały utworzone 8 stycznia 2010 r. i są zarządzane przez ETF Securities Limited. Aktywa funduszy wynoszą odpowiednio: 478 532 mln USD oraz 166 237 mln USD. Zakup ich udziałów skierowany jest głównie do inwestorów instytucjonalnych.

W przypadku srebrnych funduszy najbardziej korzystny był 2010 r., kiedy to większość z nich zanotowała silne wzrosty (tab. 5). Rok 2013 zapoczątkował dość istotny trend spadkowy, który był kontynuowany w latach 2014–2015. Podobnie jak we wcześniejszych przypadkach, pierwsze cztery miesiące 2016 r. dla większości srebrnych funduszy przyniosły długo oczekiwane wzrosty. Niestety, nie pozwoliło to zrekompensować poniesionych wcześniej strat – wszystkie srebrne ETF-y w długim horyzoncie przyniosły straty. Podobnie jak w przypadku złota, najgorsze wyniki zanotował fundusz *ultra short* – ProShares Ultra Short Silver Fund.

Tab. 5. Stopy zwrotu wybranych funduszy ETF w okresie od 1 stycznia 2010 r. do 30 kwietnia 2016 r. w %

| | SLV | AGQ | DBS | ZSL | SIVR | PALL | PPLT |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------|--------------------|
| 2010 | 75,16 | 161,16 | 74,49 | -77,73 | 75,20 | 84,99 ³ | 10,76 ³ |
| 2011 | -10,74 | -47,48 | -11,96 | -59,60 | -10,45 | -19,16 | -21,74 |
| 2012 | 9,02 | 5,88 | 9,09 | -36,90 | 9,19 | 7,22 | 9,82 |
| 2013 | -36,30 | -64,26 | -38,32 | 80,13 | -36,11 | 0,58 | -11,54 |
| 2014 | -19,51 | -39,64 | -21,74 | 32,38 | -19,64 | 11,30 | -12,58 |
| 2015 | -12,42 | -28,83 | -13,45 | 8,13 | -12,12 | -30,09 | -26,67 |
| 2016 ¹ | 28,73 | 61,00 | 29,18 | -43,78 | 28,98 | 11,06 | 20,76 |
| 2010–2016 ² | -1,45 | -64,10 | -9,57 | -91,77 | -0,29 | 39,36 | -34,81 |

¹ stopy zwrotu liczone w okresie 1 stycznia – 30 kwietnia 2016 r., ² stopy zwrotu liczone w okresie 1 stycznia 2010 r. – 30 kwietnia 2016 r., ³ stopy zwrotu liczone w okresie 8 stycznia – 31 grudnia 2010 r.

Źródło: obliczenia własne.

Zbliżone wyniki odnotowały fundusze oparte na palladzie i platynie, choć należy zwrócić uwagę, że ETFS Physical Palladium Shares jest jedynym z analizowanych funduszy, który w długim okresie zanotował dość wysoką (blisko 40-procentową) stopę zwrotu.

Należy podkreślić, że fundusze te są dość silnie skorelowane z indeksami towarowymi (tab. 6). Wyjątek stanowi jedynie fundusz *ultra short* (ZSL), dla którego skorelowanie z podstawowymi indeksami towarowymi oscyluje wokół zera. W większości przypadków fundusze oparte na metalach szlachetnych są dość silnie,

ujemnie skorelowane z podstawowymi indeksami giełdy amerykańskiej, przez co mogą stanowić – podobnie jak złote ETF-y – doskonały instrument dywersyfikujący portfel inwestycyjny. Zwraca również uwagę silna dodatnia zależność funduszy z instrumentem bazowym.

Tab. 6. Korelacja między poziomem wybranych funduszy ETF opartych na metalach szlachetnych a wybranymi indeksami towarowymi, giełdowymi, walutami i złotem w okresie od 1 stycznia 2010 r. do 30 kwietnia 2016 r.

| | SLV | AGQ | DBS | ZSL | SIVR | PALL ¹ | PPLT ¹ |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------|-------------------|
| CRB | 0,7990 | 0,7472 | 0,8081 | -0,0697 | 0,7976 | 0,4307 | 0,9074 |
| GSCI | 0,7159 | 0,6279 | 0,7280 | 0,0028 | 0,7144 | 0,3492 | 0,8960 |
| RICI | 0,7976 | 0,7163 | 0,8056 | -0,1020 | 0,7965 | 0,4298 | 0,9015 |
| DJ-UBS | 0,8200 | 0,8086 | 0,8360 | 0,0818 | 0,8176 | 0,2709 | 0,9622 |
| BCOM | 0,8280 | 0,8076 | 0,8423 | 0,0440 | 0,8258 | 0,3040 | 0,9554 |
| S&P500 | -0,6182 | -0,6740 | -0,6503 | -0,4823 | -0,6134 | 0,3495 | -0,8127 |
| DJ | -0,5722 | -0,6543 | -0,6058 | -0,5383 | -0,5672 | 0,3888 | -0,7869 |
| USD/PLN | -0,5762 | -0,6124 | -0,5953 | -0,2486 | -0,5733 | -0,2693 | -0,8989 |
| EUR/PLN | -0,1699 | -0,3525 | -0,1911 | -0,4738 | -0,1663 | -0,0648 | -0,5253 |
| Cena srebra | 0,9980 | 0,9181 | 0,9964 | -0,3113 | 0,9981 | 0,2839 | 0,7582 |
| Cena platyny | 0,7706 | 0,7688 | 0,7901 | 0,1861 | 0,7677 | 0,2227 | 0,9984 |
| Cena palladu | 0,2316 | 0,1346 | 0,2055 | -0,6497 | 0,2352 | 0,9952 | 0,1321 |

¹ współczynniki liczone w okresie 8 stycznia 2010 r. – 30 kwietnia 2016 r.

Źródło: obliczenia własne.

W przypadku analizowanych funduszy otrzymano również dość niskie błędy replikacji na poziomie 0,5–4%. Najwyższe wartości błędów otrzymano dla srebrnych ETF-ów, których stopy zwrotu charakteryzowały się wyższą zmiennością.

3.3. Fundusze oparte na metalach szlachetnych na rynku polskim

Krajowy rynek nie obfituje w instrumenty oparte na metalach szlachetnych. Jest kilka głównie zamkniętych funduszy inwestycyjnych, które inwestują na rynku towarowym, ale udział metali szlachetnych w ich portfelach jest niewielki. Przykłady to m.in. Skarbiec Rynków Surowcowych⁵, BPH FIZ Dochodowych Surowców⁶ czy PKO-Schroders złoto i metale szlachetne. Polityka inwestycyjna pierwszego z nich zakłada, że ekspozycja na rynki towarowe nie będzie stanowiła mniej niż 66% portfela. Według stanu na koniec kwietnia 2016 r. w portfelu znajdowało się około 10% metali szlachetnych, przy czym były to przede wszystkim lokaty w ETF-y replikujące zachowanie indeksów rynków surowcowych.

Polityka inwestycyjna BPH FIZ Dochodowych Surowców polega natomiast na inwestowaniu do 50% aktywów netto w ryzykowne instrumenty finansowe, m.in.

⁵ Więcej informacji na stronie TFI: www.skarbiec.pl.

⁶ Więcej informacji na stronie TFI: www.bphftf.pl.

w tytuły uczestnictwa w funduszach inwestujących na rynkach towarowych oraz towarowe instrumenty pochodne denominowane w euro i dolarach amerykańskich. Taka strategia inwestycyjna może pozwolić na osiągnięcie dodatnich stóp zwrotu w przypadku dobrej sytuacji na rynkach towarowych. Udział metali szlachetnych w portfelu wynosi około 7%.

Najdłużej działające fundusze, których strategie oparte są o ekspozycję na rynek metali szlachetnych (przede wszystkim złoto), to fundusze zarządzane przez Investors TFI S.A. Jednym z najstarszych funduszy inwestycyjnych, którego polityka inwestycyjna zależy od kształtowania się cen metali szlachetnych, jest Investor Gold FIZ⁷, który został uruchomiony we wrześniu 2006 r. Podstawę portfela stanowią instrumenty pochodne, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny rynkowej złota oraz srebra, platyny i palladu. Fundusz może inwestować w akcje spółek z branży poszukiwania, rozwoju i eksploatacji złóż metali szlachetnych oraz złóż polimetalicznych. Aktywa netto funduszu wynoszą około 52 mln PLN. Certyfikaty inwestycyjne są wyceniane raz w miesiącu.

Tab. 7. Stopy zwrotu funduszu Investor Gold FIZ w okresie od 1 stycznia 2010 r. do 30 kwietnia 2016 r.

| 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 ¹ | 2010–2016 ² |
|--------|---------|-------|---------|--------|---------|-------------------|------------------------|
| 63,84% | -12,39% | 2,73% | -32,60% | -8,25% | -12,36% | 22,08% | -2,44% |

¹ stopa zwrotu liczona w okresie 1 stycznia – 30 kwietnia 2016 r.; ² stopa zwrotu liczona w okresie 1 stycznia 2010 r. – 30 kwietnia 2016 r.

Źródło: obliczenia własne.

Mimo że fundusz od pierwszej wyceny w 2006 r. zarobił ponad 50%, to jednak w analizowanym okresie zanotował spadek o ponad 2%. Podobnie jak na rynkach światowych, najlepszy dla funduszu był 2010 r. Wysoka stopa zwrotu za pierwsze miesiące 2016 r. niestety nie zrekompensowała strat poniesionych we wcześniejszych latach (tab. 7). Można zatem twierdzić, że sytuacja funduszu nie odbiega od sytuacji, z jaką mamy do czynienia w przypadku złotych czy srebrnych ETF-ów. Wycena certyfikatów jest natomiast silnie powiązana z cenami metali szlachetnych, przede wszystkim srebra, platyny i złota, choć w przypadku cen złota (skorygowanych kursem dolara) zależność nie jest już tak silna.

Tab. 8. Korelacja między wyceną certyfikatów funduszu Investor Gold FIZ a ceną metali szlachetnych (w USD i PLN) w okresie od 1 stycznia 2010 r. do 30 kwietnia 2016 r.

| | Złoto | Srebro | Platyna | Pallad |
|---------------------|--------|--------|---------|---------|
| Cena wyrażona w USD | 0,8487 | 0,9478 | 0,8512 | 0,1139 |
| Cena wyrażona w PLN | 0,4508 | 0,9035 | 0,8538 | -0,2990 |

Źródło: obliczenia własne.

⁷ Więcej informacji na stronie TFI: investors.pl.

Inwestorzy mogą również inwestować za pośrednictwem funduszy otwartych, które nie inwestują wprost w metale szlachetne. Przykładem może być Investor Gold Otwarty czy też Superfund Goldfuture (SFIO). Investor Gold Otwarty od 70 do 100% aktywów inwestuje w jednostki uczestnictwa emitowane przez subfundusz DWS Invest Gold and Precious Metals Equities zagranicznego funduszu DWS Invest lub w jednostki uczestnictwa zagranicznego funduszu DWS Gold Plus, które z kolei inwestują w akcje spółek wydobywania lub przetwarzania złota, srebra, platyny lub innych metali szlachetnych. Przedmiotem inwestycji może być także kupno i sprzedaż instrumentów finansowych opartych o metale szlachetne. Superfund GoldFuture inwestuje pośrednio (aktywa lokowane są w tytuły uczestnictwa Class Gold) w kontrakty futures na złoto oraz w tytuły uczestnictwa funduszy hedgingowych. W obu przypadkach należy zatem uwzględnić dodatkowo ryzyko walutowe. Wyniki funduszy są silnie zróżnicowane – w okresie od 1 stycznia 2010 r. do 30 kwietnia 2016 r. Investor Gold otwarty zarobił około 1,2%, podczas gdy Superfund GoldFuture stracił blisko 23%.

Podsumowanie

Inwestorzy, zwłaszcza indywidualni, poszukują instrumentów, które pozwolą zabezpieczyć ich portfel przed fluktuacjami, jakie mogą się pojawiać na rynku finansowym. Z przeprowadzonych przez autorkę wcześniejszych badań wynika, że nawet niewielki udział w portfelu inwestycji o charakterze alternatywnym może znacznie zmniejszyć jego wrażliwość na zmiany kursów giełdowych. W pracy wykazano również, że metale szlachetne mogą stanowić doskonały dywersyfikator portfela inwestycyjnego z uwagi na bardzo słabe skorelowanie ich cen z podstawowymi indeksami giełdowymi. Inwestycje na rynku metali szlachetnych należy zatem traktować jako ciekawą alternatywę dla instrumentów klasycznych, pozwalającą na dywersyfikację portfela.

Umacniający się dolar i gorszy od oczekiwań wzrost gospodarczy ograniczył w ostatnim czasie zapotrzebowanie na metale szlachetne. Znalazło to swoje odzwierciedlenie w dość silnych spadkach cen tych metali. Należy mieć jednak nadzieję, że większość metali szlachetnych w dużej mierze wyczerpało już potencjał spadków, ponieważ – jak już wcześniej zauważono – ich obecne ceny znajdują się na granicy opłacalności i oscylują wokół poziomu wydobywania. W dłuższym horyzoncie można spodziewać się wzrostu kursu metali, ponieważ ich zasoby maleją, a koszty wydobycia rosną.

Inwestor posiada wiele możliwości inwestowania w metale szlachetne. Ufinansowanie tego rynku daje inwestorom możliwość korzystania z instrumentów finansowych bez konieczności dokonywania inwestycji bezpośrednich. Podstawową zaletą inwestycji pośrednich jest wyższa płynność i bezpieczeństwo, ograniczenie dużej zmienności cen metali wynikającej z działalności spekulacyjnej funduszy

inwestycyjnych, które zamykają swoje pozycje oraz niższe koszty wynikające z pasywnego podejścia inwestycyjnego, mającego na celu replikowanie stóp zwrotu instrumentu bazowego.

Bibliografia

- Gabryelczyk K. (red.), *Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Gierałtowska U., *ETF w warunkach polskich*, „Annales UMCS. Sectio H” 2015, Vol. 49, nr 4. investors.pl [data dostępu: 10.06.2016].
- Miziołek T., *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF. Ocena efektywności zarządzania na przykładzie akcyjnych funduszy ETF rynków wschodzących*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Pruchnicka-Grabias I. (red.), *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- www.bloomberg.com [data dostępu: 10.06.2016].
- www.bphtfi.pl [data dostępu: 10.06.2016].
- www.gfms.co.uk [data dostępu: 10.06.2016].
- www.gold.org [data dostępu: 10.06.2016].
- www.kitco.com [data dostępu: 10.06.2016].
- www.silverinstitute.org [data dostępu: 10.06.2016].
- www.skarbiec.pl [data dostępu: 10.06.2016].

Direct and Indirect Investment in Precious Metals

The paper presents a direct and indirect investment in precious metals and relations between financial assets market and precious metals market. The research in precious metals market was carried in the period 2010–2016. This market offers a wide range of instruments. An indirect investment dominates a direct investment in precious metals. This article is limited only to analysis of precious metals funds. This article presents instruments available to individual clients. Investors could improve portfolio performance considerably by adding a significant exposure to the precious metals market.

Bezpośrednie i pośrednie inwestycje w metale szlachetne

W artykule przedstawiono sytuację na rynku metali szlachetnych w latach 2010–2016. Rynek metali szlachetnych oferuje inwestorom szeroką gamę instrumentów. W pierwszej kolejności omówiono możliwości inwestycji bezpośrednich w metale szlachetne oraz dokonano oceny ich atrakcyjności. Następnie wskazano na możliwości inwestycji pośrednich przy wykorzystaniu funduszy ETF, które stanowią atrakcyjne narzędzie, za pomocą którego inwestorzy indywidualni mogą włączyć ekspozycję na rynek metali szlachetnych do swoich portfeli inwestycyjnych. Zbadano również relację pomiędzy rynkiem metali szlachetnych a tradycyjnymi aktywami.