

URSZULA GIERAŁTOWSKA

Uniwersytet Szczeciński

## DYWERSYFIKACJA RÓWNOLEGLA OPARTA NA RYNKU ZŁOTA W POLSCE

### Wprowadzenie

Złoto jest znane na świecie od ponad 6 tysięcy lat. Z uwagi na właściwości fizyczne minerału nie było ono nigdy wykorzystywane do wyrobu produktów codziennego użytku, więc dla człowieka pierwotnego było właściwie bezużyteczne. Z uwagi na walory estetyczne, złoto określano często mianem boskiego kruszcu. Już w starożytnym Egipcie łączono blask złota z blaskiem słońca, którego uosobieniem był bóg słońca – Re. Wierzono również, że amulety zrobione ze złota (nosili je najbogatsi Egipcjanie) są symbolem mocy i zwycięstwa nad złem i strzegą przed nim w czasie życia doczesnego i po śmierci, a także były uznawane za insygnia władzy.

Na przestrzeni wieków złoto zyskiwało na wartości jako najszlachetniejszy metal i nierozzerwalnie łączyło się z władzą i dobrobytem. Obserwowany był również rozwój złotnictwa – złoto coraz częściej wykorzystywane było w jubilerstwie do wytwarzania biżuterii stanowiącej ozdobę ciała, oznakę godności i przynależności klasowej.

W VI wieku p.n.e., na rozkaz króla Krezusa, po raz pierwszy wybito złotą monetę i od tej pory złoto służyło ludzkości jako środek płatniczy<sup>1</sup>. Dopiero jednak w średniowieczu złoto stało się akceptowanym środkiem wymiany. Początkowo uważano, że jest to wygodny i bezpieczny środek lokaty kapitału. Z czasem

---

<sup>1</sup> P. Schaal, *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996, s. 17.

– z uwagi na problemy z transportem (złota, a później monet) oraz częstymi oszustwami – coraz częściej deponowano je u złotników, w obrocie handlowym wykorzystując kwity depozytowe, co stało się początkiem rozwoju pieniądza papierowego. Złoto zaczęło wymieniać na pieniądze.

Współcześnie nadal wiele osób przechowuje swoje oszczędności w postaci złota, które nie traci na wartości nawet przy wysokiej inflacji, a w okresach destabilizacji i kryzysu często zyskuje na wartości (w przeciwieństwie do innych form inwestowania). Złoto jako lokata kapitału jest cenione za wysoką płynność, niezniszczalność, niezależność, ponadnarodowość i ponadczasowość.

Większość krajów ma strategiczne rezerwy złota, których administratorami są banki centralne. Na koniec czerwca 2010 roku na świecie było zdeponowanych 30 462,8 ton tego cennego kruszcu<sup>2</sup>. Najwyższe rezerwy mają: USA (8133,5), Niemcy (3406,8), Włochy (2451,8), Francja (2435,8), Chiny (1054,1) i Szwajcaria (1040,1). Polska ma rezerwy na poziomie 103 ton (co daje jej 32 pozycję na świecie pod względem wielkości rezerwy)<sup>3</sup>.

## 1. Inwestycje w złoto jako alternatywna forma lokowania kapitału

Większość inwestorów indywidualnych lokuje wolne środki w akcje, obligacje i depozyty bankowe. W okresie *hossy* szczególnie te pierwsze pozwalają na osiągnięcie bardzo wysokich zysków, przy stosunkowo niskim ryzyku. W warunkach kryzysu gospodarczego problem dywersyfikacji ryzyka wydaje się mieć jednak dużo większe znaczenie. Inwestorzy – w obliczu możliwości utraty zainwestowanego kapitału – zgłaszają zapotrzebowanie na alternatywne instrumenty, dzięki którym portfel będzie zawierać aktywa nieskorelowane lub skorelowane ze sobą ujemnie. Podwyższenie efektywności portfeli inwestycyjnych na skutek wprowadzenia do portfela aktywów alternatywnych można określić mianem *dywersyfikacji równoległej*.

Inwestycje alternatywne to w ogólnym rozumieniu inwestycje, które nie zaliczają się do tak zwanych tradycyjnych form inwestowania. W wypadku niestabilności rynku, inwestycje w złoto, w sztukę, monety czy nieruchomości pozwalają

<sup>2</sup> <http://www.reserveasset.gold.org/> – stan rezerw wykazuje tendencję malejącą – w porównaniu z rokiem 1965 (kiedy stan rezerw był najwyższy i wynosił 38 346,73 tony), poziom rezerw zmalał blisko o 21%.

<sup>3</sup> Uwzględniając Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

osiągnąć dobry wynik – często wyższy niż w trakcie hossy na tradycyjnych formach inwestowania. Główne korzyści związane z inwestycjami alternatywnymi to przede wszystkim zmniejszenie zmienności wahań portfela, skuteczniejsza dywersyfikacja oraz wykorzystanie niskiej korelacji (często ujemnej) z innymi, tradycyjnymi klasami aktywów. W literaturze<sup>4</sup> do inwestycji alternatywnych zaliczane są między innymi: fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, rynek nieruchomości, waluty, towary, drewno do produkcji, gaz, ropa naftowa, złoto czy kamienie szlachetne.

Złoto, które jest uznawane za globalną walutę świata, według analityków rynku kapitałowego powinno stanowić fundament wszelkich inwestycji<sup>5</sup>, ponieważ lokata w złoto praktycznie pozbawiona jest ryzyka i uznawana jest za ponadczasową i najbezpieczniejszą na świecie. Cena złota przede wszystkim jest uzależniona od popytu i podaży na rynku. Według raportu opublikowanego przez Światową Radę Złota (World Gold Council) – średnia cena złota w 2009 roku (972,35 USD/oz) była o 11,5% wyższa niż w 2008 roku. W kolejnych kwartałach 2010 roku notowany był dalszy wzrost cen (w pierwszym kwartale 2010 – 1109,12, w drugim – 1196,74). Taki wzrost kursu (rysunek 1) wywołał spadek ogólnego popytu (tabela 1) i wzrost podaży (tabela 2).

Tabela 1

## Zapotrzebowanie na złoto [t]

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	Pierwsze półrocze 2010
Przemysł jubilerski	2417	2193	1759	908
Przemysł (inne – elektronika, stomatologia)	465	439	373	210
Popyt inwestycyjny	690	1179	1348	739
w tym ETF i podobne	253	321	617	295
Popyt ogółem	3572	3811	3480	1857

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu World Gold Council.

<sup>4</sup> Por. *Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2008, s. 13–14.

<sup>5</sup> Według Markowitza posiadanie w portfelu od 17% do 40% instrumentów alternatywnych zapewni realną i efektywną dywersyfikację, czyli odporność podczas dekonunktury. Nawet już jednak niewielki udział w portfelu inwestycji o charakterze alternatywnym może znacznie zmniejszyć jego wrażliwość na zmiany kursów giełdowych. W przypadku złota jego udział w portfelu (ze względu na poziom ryzyka) nie powinien być niższy niż 5%, ale nie wyższy niż 20%.

Tabela 2

## Podaż złota [t]

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	Pierwsze półrocze 2010
Wydobycie kopalń (po uwzględnieniu transakcji hedgingowych)	2029	2058	2321	1230
Oficjalny sektor sprzedaży	484	232	30	46
Skup złomu	982	1316	1673	846
Podaż ogółem	3495	3606	4024	2122

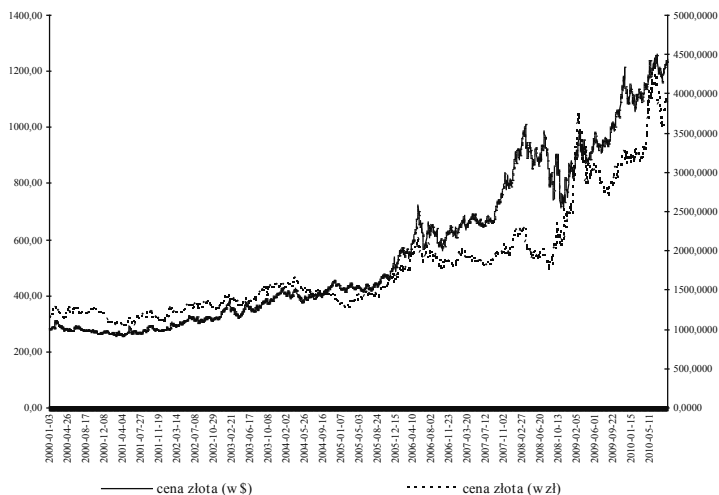
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu World Gold Council.

Największy wzrost popytu zaobserwowano ze strony inwestorów, a w szczególności Exchange Traded Funds (ETF) i produktów strukturyzowanych. W roku 2009 w porównaniu z 2007 popyt ten wzrósł ponad dwukrotnie. Główną przyczyną zmiany struktury popytu był rozwijający się kryzys na rynkach finansowych spadek wartości dolara.

Cena złota systematycznie wzrasta – w porównaniu z początkiem 2000 roku wzrosła blisko 4,5-krotnie, a od zakończenia wojny – dziesięciokrotnie. Korekty na rynku złota były stosunkowo płytkie i krótkotrwałe. Tymczasem na rynkach akcji w analogicznym okresie mieliśmy do czynienia z dwoma poważnymi załamaniem – na rynku dot-com-ów (pęknięcie „bańki internetowej”), i kryzys finansowy zapoczątkowany pęknięciem „bańki” na rynku nieruchomości w USA. Skutki tych zdarzeń są szczególnie widoczne na rynku europejskim (rysunek 2). Najwyższe spadki można zauważyć na polskim (spadek WIG i WIG 20, na tle zmian niemieckiego indeksu DAX) i brytyjskim rynku (spadek indeksu FEST)<sup>6</sup>.

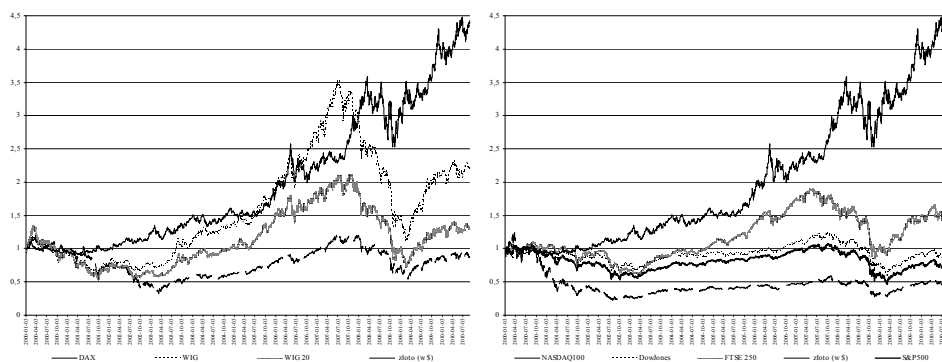
Rynek złota to przede wszystkim rynek światowy, przy czym dwa największe to Londyn (London Bullion Market) i Nowy Jork (COMEX – New York Commodity Exchange), za którymi podąża rynek w Tokio (Tokyo Commodity Exchange – TOCOM). Transakcje kupna i sprzedaży mają miejsce codziennie, a ceny ulegają zmianom pod wpływem warunków ekonomicznych na rynkach.

<sup>6</sup> Biorąc pod uwagę 11,5-letni okres badawczy, jedynie indeksy WIG, WIG 20 oraz FTSE 250 zanotowały istotne wzrosty wartości – odpowiednio o 122,4%, 31,2% oraz 52,8%. W tym czasie wartość złota wzrosła o 342,7%, a podstawowe indeksy rynku amerykańskiego zanotowały spadki – największy spadek zanotował NASDAQ o 53,4% i S&P500 o 27,9%. W ostatnim roku, kiedy wartość złota wzrosła o 187,6%, najwyższy poziom wzrostu zanotował indeks WIG (34,6%) oraz FTSE 250 (26,8%), a największe spadki S&P 500 (14%) i DowJones (4,5%). Świadczy to o dużej zmienności rynku i o zachodzących procesach dostosowawczych, które są reakcją na stan na rynkach światowych.



Rys. 1. Cena uncji złota w dolarach i w złotych (po uwzględnieniu kursu dolara) w okresie 4.01.2000–31.08.2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.



Rys. 2. Indeksy jednopodstawowe cen złota oraz poziomów podstawowych indeksów światowych (3.01.2000 = 100) w okresie 4.01.2000–31.08.2010<sup>7</sup>

Źródło: opracowanie własne.

<sup>7</sup> Każda giełda ma odmienny harmonogram dni bez sesji, stąd w badaniach ujednolicono kalendarz notowań. Przyjęto, że kiedy na giełdzie nie odbywały się notowania, to poziomy indeksów ustalono na dzień bezpośrednio go poprzedzający.

## 2. Inwestycje w złoto w warunkach polskich

Inwestycje w złoto to jedna z możliwych alternatywnych form inwestowania kapitału. Niska korelacja złota z tradycyjnymi aktywami, spowodowana różnorodną strukturą popytu na złoto, przyczynia się do eliminacji ryzyka specyficznego. Dzisiejszy rynek pozwala nam wybrać formę inwestowania. Inwestować w złoto można na wiele sposobów, dlatego podjęcie decyzji o jego nabyciu jest dopiero pierwszym krokiem indywidualnego inwestora na drodze do faktycznej dywersyfikacji portfela. Na rynku możliwości jest kilka<sup>8</sup>:

- złoto w formie fizycznej, przy czym wymaga to dużych nakładów kapitału oraz kosztów przechowania,
- monety zawierające złoto,
- biżuteria,
- jednostki funduszy inwestujących w złoto – w Polsce na przykład Investor Gold FIZ,
- akcje spółek wydobywających złoto – praktycznie niedostępne dla polskich inwestorów,
- kontrakty terminowe na złoto,
- produkty strukturyzowane oparte na cenach metali szlachetnych (inwestor musi ponosić wysokie koszty pośrednie, często produkty te mają jednak gwarancję kapitału),
- certyfikaty surowcowe notowane na GPW (na przykład Raiffeisen Gold).

W przypadku inwestorów indywidualnych inwestycje w złoto najczęściej ograniczają się do zakupu biżuterii, zakupu monet lub sztabek lokacyjnych bądź kolekcjonerskich. Unikatowa i niepowtarzalna biżuteria (co wpływa na jej cenę) nigdy nie traci na wartości, jest zazwyczaj przekazywana jako dziedzictwo rodzinne z pokolenia na pokolenie. Jest doskonałym zabezpieczeniem przed inflacją, a jej wartość jest odporna na sytuację ekonomiczno-gospodarczą (kryzys ekonomiczny, działania wojenne). Biżuteria jest jednak traktowana przede wszystkim jako ozdoba<sup>9</sup> i mimo wzrostu cen złota, popyt w sklepach jubilerskich jest względnie stały, a sprzedaż możliwa jest zazwyczaj po cenie złomu<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Por. *Inwestycje alternatywne...*, s. 179 i n.

<sup>9</sup> Tylko około 40% kosztów wytworzenia wyrobów jubilerskich to koszty złota, natomiast pozostałą część stanowią koszty projektu i robocizny (por. *Inwestycje alternatywne...*, s. 191).

<sup>10</sup> Analizując powiązania między ceną skupu złomu (o próbie 1000 i 585), można zauważyć dość silny dodatni wpływ kursu złota w dolarach (na poziomie 0,761) i niewielki dodatni wpływ cen

Coraz popularniejszym sposobem inwestowania środków finansowych w złoto staje się numizmatyka. Przez wiele lat Polacy utożsamiali ją z obrotem starymi monetami i książkami dostępnymi w antykwariatach. Okazuje się jednak, iż w ostatnich latach świadomość inwestorów znacznie wzrosła i zainteresowali się oni monetami kolekcjonerskim, które produkowane są przez Mennicę Polską na zlecenie Narodowego Banku Polskiego w celach tezauryjnych i inwestycyjnych<sup>11</sup>. Wartość kolekcjonerska takich monet znacznie przewyższa ich wartość nominalną, dlatego nie znajdują się one w powszechnym obiegu, tym bardziej że są emitowane w dość niskich nakładach (maksymalnie kilkadziesiąt tysięcy sztuk). Na najrzadszych i najciekawszych egzemplarzach (na przykład monecie *Fryderyk Chopin* z 1995 roku) można zyskać tysiące procent. Na cenę i potencjalne zyski inwestorów wpływ mają przede wszystkim: nakład emisji, nominał, rodzaj serii, walory artystyczne (tematyka), a także nastroje panujące na rynku oraz *grading* (ocena stanu monety przez profesjonalną firmę).

Popyt na monety kolekcjonerskie w ostatnim czasie wyraźnie rośnie, taki sposób inwestowania pozwala bowiem osiągnąć stosunkowo duże zyski przy zdecydowanie niskim ryzyku (na przykład w porównaniu z rynkiem giełdowym). Na wzrost zainteresowania monetami duży wpływ ma *hossa* na światowych giełdach metali szlachetnych. W Polsce największym zainteresowaniem cieszą się serie tematyczne: *Zwierzęta świata*, *Miasta w Polsce*, *Historia jazdy polskiej*, *Jan Paweł II*, czy też monety bite w związku z wydarzeniami rocznicowymi (na przykład 200. rocznica urodzin Fryderyka Chopina, 65. rocznica Powstania Warszawskiego, 25. rocznica śmierci Jerzego Popiełuszki, 30. rocznica powstania Solidarności). Coraz więcej osób skłania się również do inwestowania w monety kolekcjonerskie innych państw, licząc na zyski w dłuższym horyzoncie czasowym, zwłaszcza jeżeli nakład emisyjny jest niski.

Dużym zainteresowaniem cieszą się również monety bulionowe bite w bardzo wysokich próbach (zawartość złota zbliżona do 100%), przeznaczone do celów inwestycyjnych. Od czerwca 1995 roku NBP emituje serię *Orla Bielika* (próba 999,9, nominały 50 zł, 100 zł, 200 zł i 500 zł, nakład 8 tys. sztuk rocznie). Rzeczywista wartość monet jest wyższa od wartości nominalnej, a cena sprzedaży

---

złota w złotych (na poziomie 0,351), co wynika przede wszystkim z wahań kursu dolara amerykańskiego w stosunku do złotówki (stan za okres 01.01.2009–31.08.2010).

<sup>11</sup> Monety kolekcjonerskie są bite zazwyczaj stemplem lustrzanym, a od 1995 r. pakowane w specjalne plastikowe kapsuły i umieszczane w kolekcjonerskim etui, do którego załączony jest certyfikat z informacjami na temat monety. Skład monety kolekcjonerskiej to – oprócz złota czy srebra – również inne materiały, np. bursztyn, cyrkonie, szkło.

jest publikowana codziennie przez NBP. Przyrost ceny monet jest bardzo widoczny w ciągu ostatnich lat. Porównując poziom cen z 31 sierpnia 2010 roku z cenami z 3 stycznia 2005 roku, widać, że ceny wzrosły prawie trzykrotnie dla monet o nominale 50 zł – z poziomu 202,29 do 595,82 zł (przeciętna cena 346,16 zł, przy odchyleniu standardowym na poziomie 110,01 zł), dla monet o nominale 100 zł – z poziomu 425,80 do 1254,14 zł (przeciętna cena 729,29 zł, przy odchyleniu standardowym na poziomie 231,59 zł), dla monet o nominale 200 zł – z poziomu 785,59 do 2313,84 zł (przeciętna cena 1344,11 zł, przy odchyleniu standardowym na poziomie 427,76 zł). Najwyższe poziomy cen zanotowano 19 lutego 2009 roku. Ukazany wzrost cen odzwierciedla rosnące zainteresowanie monetami bulionowymi, tym bardziej że stanowią one alternatywę dla innych instrumentów finansowych (tabela 3).

Ceny monet są bardzo słabo ujemnie skorelowane z podstawowymi indeksami giełdowymi WIG i WIG 20 (podobnie jak słabo skorelowane są ceny złota z indeksami giełdowymi) oraz słabo skorelowane z kursem dolara (w przypadku euro jest to dość niska dodatnia zależność korelacyjna). W tym przypadku inwestorzy są zainteresowani monetami zagranicznymi – do tych najbardziej znanych należy zaliczyć emitowane w RPA krugerrandy, kanadyjskie liście klonowe (*maple leaf*), angielskie *wiener philharmoniker* i suwereny, *american gold eagle*, chińską pandę.

Tabela 3

Korelacja między cenami monet bulionowych a wybranymi aktywami

	Cena złota [dol.]	Cena złota [zł]	Kurs [dol.]	WIG	WIG 20
Bieliki 50	0,9068	0,6516	0,141	-0,1112	-0,323
Bieliki 100	0,9033	0,6479	0,144	-0,1132	-0,3238
Bieliki 200	0,9068	0,6518	0,1403	-0,1104	-0,3221

Źródło: opracowanie własne.

W celach lokaty kapitału warto kupować złoto w postaci czystych sztabek lokacyjnych. Sztabki można kupować i sprzedawać w Mennicy Polskiej, w specjalistycznych instytucjach finansowych (na przykład IQ Invest Polska Sp. z o.o. – iq-invest.pl, Ventura Nova Sp. z o.o. – venturanova.pl), na numizmatycznych serwisach internetowych (na przykład e-numizmatyka.pl, fabrykazlota.pl, sztabki-zlota.pl), w lombardach i kantorach, a nawet na Allegro. Najbardziej



wiarygodne i bezpieczne są zakupy w Mennicy Polskiej SA, która oferuje inwestycyjne sztabki złota o wadze: 5 g, 10 g, 20 g, 1 uncja (31,1 g), 50 g, 100 g i 250 g<sup>12</sup>. Ceny sztabek są zależne od cen złota (są automatycznie aktualizowane według aktualnego porannego i popołudniowego fixingu na Giełdzie Londyńskiej) oraz od kursu dolara amerykańskiego. Inwestycja ta jest obciążona dużym ryzykiem kursowym – aby inwestycja przynosiła zysk, cena kruszcu musi wzrosnąć więcej niż dolar straci wobec złotego. Na koszt wyprodukowania sztabki złota składa się kilka składników: koszt materiału (czystego złota), koszt wykonania oprzyrządowania (projekt i wyprodukowanie stempla), koszt produkcji (koszty robocizny, amortyzacja maszyn), koszt magazynowania oraz marża producenta lub firmy sprzedającej. Mennica oprócz sprzedaży oferuje również odpłatne przechowywanie złota, możliwość odpłatnej dostawy złota, jak również gwarantuje odkupienie zakupionego wcześniej w Mennicy złota (po uwzględnieniu kosztów manipulacyjnych). Na rynku dostępne są sztabki o wadze do 1 kilograma<sup>13</sup>, które można zakupić z niższą marżą; są jednak stosunkowo drogie dla klienta indywidualnego.

Mennica Polska oferuje klientom również program systematycznego oszczędzania w złocie – tak zwany program inwestycyjny „złota uncja”. Klient po podpisaniu umowy zobowiązuje się do zakupu uncji złota (lub jej wielokrotności) co miesiąc lub co kwartał przez rok po uśrednionej cenie złota i uwzględnieniu upustów (od 0,8% do 3,5% w zależności od liczby kupowanych sztab).

Dla inwestorów, którzy nie chcą fizycznie posiadać złota w domu (na przykład ze względu na bezpieczeństwo), niektóre firmy proponują zakup certyfikatów mających pokrycie złotem w formie fizycznej. Ryzyko zakupu i posiadania takich certyfikatów jest wysokie, ponieważ może wynikać z zagrożenia upadłością emitenta takich papierów (zazwyczaj takie emisje nie mają odpowiednich gwarancji). W Europie Zachodniej pojawiły się internetowe platformy zajmujące się handlem złotem. Najbardziej popularne to działające od 2001 roku GoldMoney (goldmoney.com), która proponuje zakup złota, srebra i platyny (niestety, powiększone o koszt dokonania transakcji, opłatę magazynową za przechowywanie w skarbcach w Londynie, Zurychu i Hongkongu, ubezpieczenie przed kradzieżą oraz

<sup>12</sup> [www.mennica.com.pl](http://www.mennica.com.pl).

<sup>13</sup> Największa sztaba złota na świecie ma masę 200 kg. Została wytopiona 15.12.1999 w Japonii przez Korporację Mitsubishi Materials. Czystość złota bryły jest rzędu 99,99%. Sztaba ma 19,5 cm szerokości, 40,5 cm długości i 16 cm wysokości. 20.12.1999 została zakupiona przez inną japońską korporację – Toi Marine Kanko i wystawiona na widok publiczny.

koszt odbioru złota) czy działającą od 2005 roku BullionVault<sup>14</sup> (przechowująca złoto w skarbcach w Szwajcarii, Wielkiej Brytanii i USA – informacje na polskiej stronie [zloto.bullionvault.pl](http://zloto.bullionvault.pl)).

Innym sposobem inwestowania jest nabywanie akcji spółek zajmujących się wydobywaniem złota lub akcji spółek działających na rynku jubilerskim. W przypadku polskiego rynku kapitałowego inwestor ma ograniczone możliwości, ponieważ ten rynek jest bardzo ubogi – można inwestować między innymi w akcje spółki wydobywczej KGHM lub akcje spółki jubilerskiej KRUK. Należy jednak pamiętać, że stopa zwrotu w przypadku takich inwestycji nie zależy jedynie od cen złota na rynku światowym, ale uzależniona jest przede wszystkim od koniunktury na krajowym i światowym rynku papierów wartościowych, jakości zarządzania, obranej strategii, a przy tym tego typu inwestycje pośrednie obciążone są dużo wyższym ryzykiem. Polski inwestor może również nabywać akcje spółek zagranicznych<sup>15</sup>, które zajmują się na przykład wydobywaniem złota, jednak inwestycje te mają wyższe ryzyko ze względu na występujące dodatkowo ryzyko kursowe oraz wysokie prowizje.

Drugą grupą inwestycji pośrednich są inwestycje w złote fundusze inwestycyjne. Na polskim rynku kapitałowym dostępnych jest kilka certyfikatów inwestycyjnych funduszy, które lokują dużą część swoich aktywów w złoto i inne metale szlachetne, jak również w akcje kopalń złota lub firm jubilerskich.

Jednym z najstarszych złotych funduszy działających na rynku polskim jest Investor Gold Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, który został uruchomiony we wrześniu 2006 roku. Fundusz daje możliwość inwestowania w metale szlachetne, głównie złoto<sup>16</sup>, przede wszystkim poza rynkiem polskim (instrumenty notowane na giełdach w Stanach Zjednoczonych i akcje spółek surowcowych z giełd w Londynie i Toronto). Jak wspomniano, jest to fundusz zamknięty, w którym nabycie certyfikatów możliwe jest w trakcie subskrypcji lub na rynku wtórnym organizo-

---

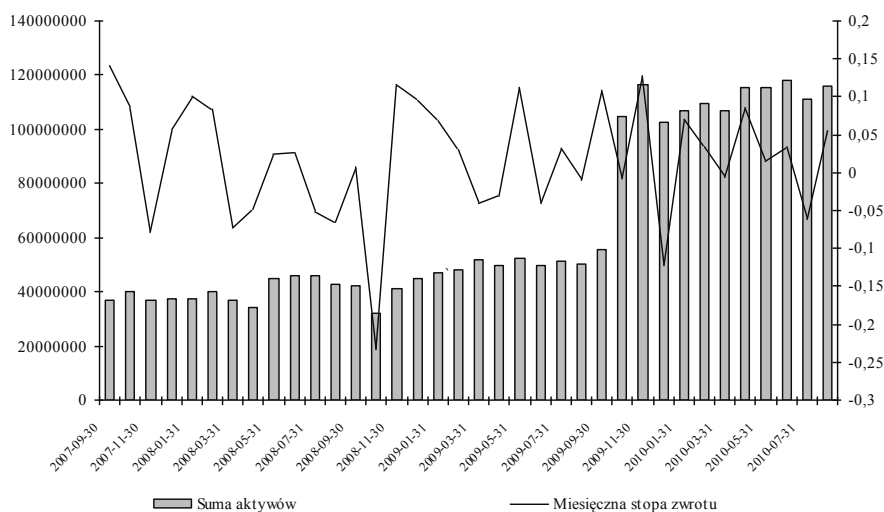
<sup>14</sup> Jednym z inwestorów BullionVault jest World Gold Council (Światowa Rada Złota), który wraz z funduszem Augmentum Capital objął 50% nowo wyemitowanych akcji i ma swoich przedstawicieli w zarządzie platformy (por. [www.gold.org](http://www.gold.org)).

<sup>15</sup> Również w przypadku indeksów zagranicznych, takich jak AU (filadelfijski indeks kompanii wydobywczych złota i srebra), HUI (indeks kompanii złota amerykańskiego Amexu), USERX (U.S. Global Investors Gold and Precious Metals Fund) czy TGLDX (Tocqueville Gold Fund), poziomy indeksów nie są silnie skorelowane z cenami złota.

<sup>16</sup> Podstawę portfela stanowią instrumenty pochodne, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny rynkowej złota, a także srebra, platyny i palladu ([tfi.investors.pl](http://tfi.investors.pl)). Fundusz może inwestować w akcje spółek z branży poszukiwania, rozwoju i eksploatacji złóż metali szlachetnych oraz złóż polimetalicznych.

wanym przez GPW. Do marca 2010 dokonano emisji trzynastu serii certyfikatów (A – M), natomiast na drugą połowę 2010 zaplanowano emisję czterech kolejnych serii (N – R). Od początku działalności wartość certyfikatu wzrosła o 108,65% (według stanu na 31 sierpnia 2010), średnia miesięczna stopa procentowa wynosiła 1,79%.

Jak wynika z tabeli 4, cena certyfikatu jest bardzo silnie dodatnio uzależniona od ceny złota, natomiast ujemnie skorelowana z poziomem podstawowych indeksów giełdowych. Pozwala to na ograniczenie ryzyka przez dywersyfikację równoległą – zmiany poziomów indeksów giełdowych odmiennie reagują na sytuację ekonomiczną w Polsce i na świecie, i nie są zależne od ceny złota ani walut (we wszystkich przypadkach mamy do czynienia z umiarkowaną, ujemną zależnością na poziomie  $-0,5$ ). Potwierdzają to również współczynniki korelacji między ceną certyfikatu a kursami wybranych walut (słaba, nieistotna statystycznie zależność statystyczna).



Rys. 3. Suma aktywów oraz miesięczna stopa zwrotu dla jednego certyfikatu funduszu Inwestor Gold w okresie 31.08.2007–31.08.2010

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4

Korelacja między ceną certyfikatu Inwestor Gold a wybranymi aktywami<sup>17</sup>  
w okresie 31.10.2006–31.08.2010

	WIG	WIG 20	Kurs dolara	Kurs euro
Cena certyfikatu	-0,1518	-0,2363	0,0746	0,1361
	cena złota w dolarach	cena złota w złotych	bieliki 100	
Cena certyfikatu	0,8904	0,7273	0,73	

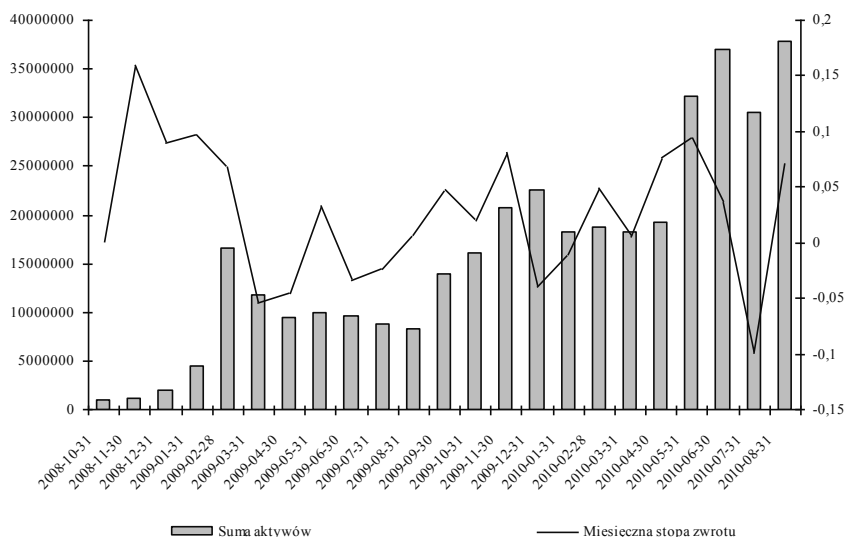
Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym funduszem jest DWS Parasol Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Subfundusz DWS Gold, który rozpoczął swoją działalność 6 października 2008 roku<sup>18</sup>. W przypadku tego funduszu od 70% do 100% wartości aktywów lokowane jest w złoto za pośrednictwem funduszu DWS Gold Plus oraz DWS Invest Gold and Precious Metal Equities<sup>19</sup>. Inwestycje te dokonywane są za pomocą sztabek lokacyjnych przechowywanych na rachunkach powierniczych metali szlachetnych, certyfikatów na złoto oraz instrumentów pochodnych bazujących na złocie. DWS Gold może również pośrednio inwestować w akcje spółek, które eksplorują, wydobywają, produkują lub przetwarzają metale szlachetne (w tym między innymi złoto). Analizując bieżący stan portfela, można stwierdzić, że 76,6% aktywów ulokowanych jest przez Gold Plus (w tym około 48% bezpośrednio w złoto), 12,29% w Inwest Gold, a pozostałe 11,11% w depozyty. Z uwagi na to, że jest to fundusz otwarty, inwestor w dowolnej chwili może wejść lub wyjść z inwestycji. Od początku działalności wartość certyfikatu wzrosła o 78,94%, a średnia miesięczna stopa zwrotu wynosiła 2,74% (w przypadku stopy dziennej – 0,13%). Niższe stopy zwrotu w porównaniu z Inwestor Gold mogą wynikać przede wszystkim z faktu, że DWS Gold nie inwestuje w złoto bezpośrednio, ale za pośrednictwem zagranicznych funduszy, więc należy brać pod uwagę również ryzyko kursowe.

<sup>17</sup> Z uwagi na fakt, że wycena certyfikatu następuje na koniec każdego miesiąca, do celów porównawczych wykorzystano ceny pozostałych aktywów z analogicznych okresów.

<sup>18</sup> Dwie kolejne serie notowano odpowiednio od 12.11.2009 (kat. I) i od 30.03.2010 (kat. P).

<sup>19</sup> [www.dws.pl](http://www.dws.pl).



Rys. 4. Suma aktywów oraz miesięczna stopa zwrotu dla jednego certyfikatu funduszu DWS Gold w okresie 31.10.2008–31.08.2010

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5

Korelacja między ceną certyfikatu DWS Gold a wybranymi aktywami<sup>20</sup>

	WIG	WIG 20	Kurs euro	Kurs dolara
Cena certyfikatu	0,6455	0,602	0,1088	0,2866
	0,6098	0,5625	0,0335	0,2965
	cena złota w dolarach	cena złota w złotych	cena Inwestor Gold	
Cena certyfikatu	0,9248	0,9717		
	0,9349	0,6544	0,933	

Źródło: opracowanie własne.

Również w tym przypadku cena certyfikatu jest silnie uzależniona od cen złota, a słabo od zmian kursów podstawowych walut. Zwrócić uwagę należy na zależność między ceną certyfikatu a poziomem WIG-u – wartość i kierunek tej zależności (dość silna dodatnia zależność) może niepokoić z punktu widzenia

<sup>20</sup> Pierwszy wiersz dotyczy zależności między cenami dziennymi w okresie 06.10.2008–31.08.2010, natomiast drugi przedstawia zależności między cenami aktywów według stanu na koniec miesiąca w okresie 31.10.2008–31.08.2010.

dywersyfikacji równoległej, należy jednak zauważyć, że dotyczy okresu ostatnich dwóch lat, kiedy rynki finansowe rozpoczęły odreagowanie na skutki kryzysu ekonomicznego. Silna dodatnia zależność między cenami certyfikatów obu prezentowanych funduszy wynika przede wszystkim ze specyfiki ich działalności i zbliżonej struktury portfela, przy czym należy podkreślić, że przyszłe zyski inwestorów nie są uzależnione jedynie od zmian ceny złota, ale również od jakości i sposobu zarządzania funduszem, jak również spółkami, które w portfelu się znajdują, a których przychody są skorelowane z ceną kruszcza<sup>21</sup>.

Również inne fundusze proponują inwestorom zakup jednostek funduszy surowcowych, jednak w składzie ich portfeli złoto stanowi tylko niewielką część. Na rynku polskim dostępny jest na przykład subfundusz Superfund Gold działający od października 2007 roku. Od 1 stycznia 2009 fundusz został przekształcony w Superfund GoldFuture (Superfund Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Subfundusz Goldfuture), inwestujący głównie w kontrakty *futures* na złoto<sup>22</sup>. W przypadku tego funduszu, wartość certyfikatów znacząco spadła – według stanu na koniec sierpnia 2010 – cena była niższa o 25,76% w porównaniu z ceną z początku działalności, co nie nastraja optymistycznie inwestorów.

Od 2 listopada 2009 roku na rynku funkcjonuje również fundusz Schrodery Złoto i Metale, który 100% swoich aktywów inwestuje w jednostki uczestnictwa w Schroder AS Gold and Metals Fund zarządzanym przez Schroder Investment Management (Luxembourg) SA. Fundusz nie jest *stricte* funduszem metali szlachetnych, ponieważ inwestuje również w metale przemysłowe. W metale szlachetne lokuje 25–75% aktywów, w tym 20–75% w złoto. Metale przemysłowe stanowią 25–75% jego aktywów. Fundusz aktywnie zmienia procent alokacji między różnymi metalami, przede wszystkim przez inwestycje w złoto i powiązane z metalami instrumenty pochodne (*futures* i inne derywatywy powiązane z metalami). Fundusz może również lokować aktywa w fundusze inwestujące

---

<sup>21</sup> Wielokrotnie wzrost cen złota nie przekłada się wprost na zyskowność i ceny akcji spółek zajmujących się wydobywaniem złota. Wynika to przede wszystkim z faktu, że spółki podpisują długookresowe umowy z opcją stałej ceny, czyli nie mogą korzystać ze wzrostowej tendencji zmiany cen złota, co stanowi zabezpieczenie w przypadku spadku cen kruszcza.

<sup>22</sup> Do 100% aktywów funduszu lokowane jest w tytuły uczestnictwa Class Gold zbywane przez Superfund Green A USD i do 20% w Class Gold zbywane przez Superfund Green B USD. Do 30% aktywów funduszu może być lokowana w papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, wierzytelności, waluty, instrumenty pochodne, depozyty. Superfund Green A USD inwestuje głównie w instrumenty pochodne, których bazą jest m.in. cena złota wyrażona w USD oraz tytuły uczestnictwa funduszy hedgingowych. Źródło: [www.superfund.pl](http://www.superfund.pl).

w indeksy (ETF) i w akcje<sup>23</sup>. Również ten fundusz notuje silne wahania – od początku istnienia do 31 sierpnia 2010 roku zanotowano ujemną stopę zwrotu na poziomie 1,7% (dużo korzystniejszy był wrzesień 2010, kiedy cena w ciągu miesiąca wzrosła o 7,33%, co w porównaniu z momentem uruchomienia dało już stopę zwrotu na poziomie 5,5%).

Swoją ofertę dla polskich inwestorów mają również fundusze zagraniczne, jak Merrill Lynch, BGF World Gold czy Franklin Templeton, których inwestycje są powiązane ze złotem. W przypadku funduszu Merril Lynch World Gold Fund, który inwestuje w akcje spółek sektora wydobywczego (głównie metali szlachetnych, w tym złota), minimalna kwota pierwszej wpłaty to 5 tys. dolarów lub euro. Franklin Gold and Precious Metals Fund co najmniej 80% aktywów inwestuje w akcje spółek prowadzących działalność związaną z obrotem złotem i metalami szlachetnymi. Pierwsza wpłata również wynosi 5 tys. dolarów. W przypadku funduszu World Gold Fund nie mniej niż 70% łącznych aktywów stanowić będą akcje spółek wydobywających złoto.

Inwestycje na rynkach zagranicznych są oczywiście dobrym sposobem na uodpornienie portfela na sytuację na polskim rynku kapitałowym (zwłaszcza w przypadku *bessy*), jednak z uwagi na wahania kursowe należy pamiętać, że przy spadającym kursie dolara wielkość wypracowanych przez fundusz zysków może się wyraźnie zmniejszyć.

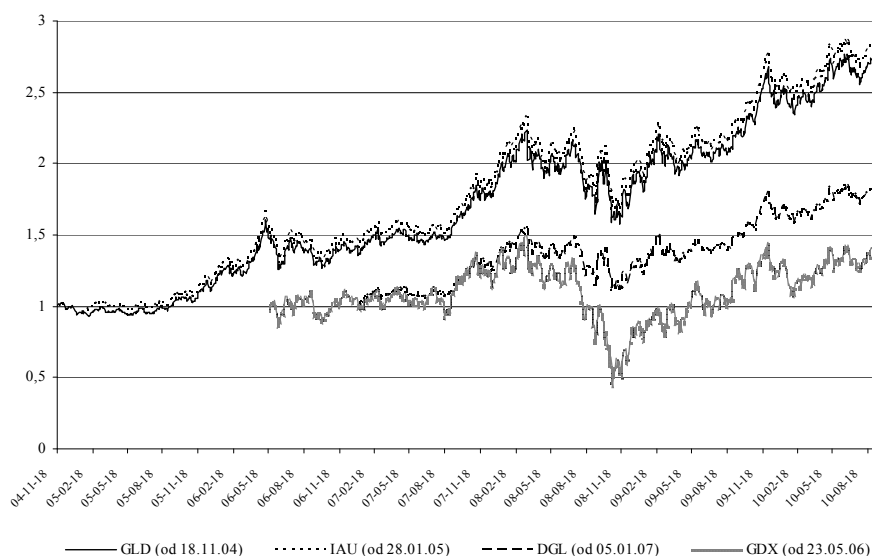
Coraz większym zainteresowaniem wśród inwestorów cieszą się Exchange Traded Funds (ETF)<sup>24</sup> oparte na złocie (*Gold Exchange Traded Fund* – GETF). Są to fundusze inwestycyjne, których celem jest naśladowanie wyników określonych indeksów giełdowych. Ich tytuły uczestnictwa dostępne są w obrocie na rynku regulowanym lub zorganizowanym, najczęściej na giełdzie. Większość z nich działa na rynku amerykańskim, jest już jednak dostępna dla polskiego inwestora przez domy maklerskie i platformy inwestycyjne (na przykład IDM Trader – [www.idmtrader.pl](http://www.idmtrader.pl)).

---

<sup>23</sup> [www.nordeapolska.pl](http://www.nordeapolska.pl).

<sup>24</sup> Fundusze typu ETF pojawiły się na światowych rynkach giełdowych dopiero 20 lat temu (w marcu 1990 tytuły uczestnictwa pierwszych funduszy tego typu pojawiły się na giełdzie w Toronto), a w Europie zaledwie od 10 lat. Obecnie najwięcej instrumentów finansowych typu ETF jest obecnych w Ameryce Północnej na parkietach NYSE Arca i Toronto Stock Exchange, w Europie na Deutsche Boerse, NYSE Euronext Paris i London Stock Exchange, a w Azji na Tokyo Stock Exchange i Korea Stock Exchange. W Polsce dopiero od 22.09.2010 na GPW jest notowany pierwszy ETF LYXOR ETF WIG20 zarządzany przez Grupę Lyxor Asset Management, który odzwierciedla indeks największych polskich spółek notowanych na GPW.

ETF-y mają zróżnicowaną politykę i strategię, podobnie jak inne fundusze, opierają się na różnych instrumentach – mogą inwestować bezpośrednio w złoto, w spółki sektora wydobywczego, w instrumenty pochodne, w kontrakty terminowe. Inwestowanie w ETF-y przynosi wymierne korzyści – inwestorzy unikają nadmiernych opłat (ubezpieczenie), problemów logistycznych (przechowywanie, przenoszenie, odsprzedaż), niepotrzebnego ryzyka, a mają zagwarantowaną płynność inwestycji. Do największych ETF-ów zaliczyć należy: SPDR Gold Trust (GLD), iShares Comex Gold Trust (IAU), Power Shares DB Gold (DGL), Pro Shares Ultra Gold (UGL notowany od 4 grudnia 2008), Physical Gold Swiss Trust (SGOL notowany od 09 września 2009), Market Vectors Gold Miners (GDX), ProShares UltraShort Gold (GLL notowany od 4 grudnia 2008), Gold Bullion Securities (GBS). Jak wynika z tabeli 1, zapotrzebowanie na złoto, jakie zgłaszają ETF-y, z roku na rok systematycznie wzrasta: w 2008 wzrosło o 26,88% w porównaniu z 2007 rokiem, a w 2009 – w porównaniu z rokiem poprzednim – wzrosło już o 92,21% (w porównaniu z 2007 wzrosło o 143,87%). Dla zaprezentowania sytuacji na rynku ETF-ów wybrano cztery najdłużej działające fundusze: GLD, IAU, GDX i DGL.



Rys. 5. Indeksy jednopodstawowe cen wybranych funduszy typu ETF (początek działalności = 100) w okresie od początku działalności do 31.08.2010

Źródło: opracowanie własne.



Jak wynika z rysunku 5, w większości przypadków fundusze odnotowały znaczące wzrosty w okresie swojej działalności. Najwyższe stopy zwrotu uzyskano dla IAU – od początku działalności zarobił 186,25%, DLD – 175,08%, DGL – 83,88%, a GDX – 41,23% (dla wszystkich funduszy średnia dzienna stopa zwrotu oscylowała na poziomie 0,08%). Należy również zauważyć, że fundusze te dość szybko odreagowały po kryzysie finansowym ostatnich lat.

Tabela 6

Korelacja między ceną certyfikatu wybranych ETF-ów a innymi aktywami

	GLD	IAU	GDX	DGL
DAX	0,2262* -0,3997	0,1660 -0,3998	0,4518 0,4493	-0,3346
NASDAQ 100	0,2406 -0,0129	0,2256 -0,0132	0,6773 0,6799	0,0499
DowJones	-0,2134 -0,4524	-0,2335 -0,4525	0,3647 0,4030	-0,3885
FTSE 250	0,1709 -0,2621	0,1114 -0,2624	0,4934 0,5352	-0,1995
S&P 500	-0,3542 -0,4915	-0,3746 -0,4917	0,3219 0,3798	0,4288
WIG	0,1210 -0,4672	0,0602 -0,4674	0,3634 0,3807	-0,4044
WIG 20	-0,1055 -0,5224	-0,1714 -0,5225	0,2974 0,3519	-0,4591
Cena złota [dol.]	0,9995 0,9988	0,9995 0,9988	0,5458 0,5297	0,9948
Kurs euro	0,0414 0,3065	0,0790 0,3061	-0,1529 -0,1486	0,2688
Kurs dolara	-0,2928 0,2158	-0,2802 0,2156	-0,3122 -0,2739	0,1814
GLD		0,9999 0,9999	0,5518 0,5371	0,9966
IAU			0,5521 0,5368	0,9966
GDX				0,5952

\* Współczynniki korelacji między aktywami od początku działalności ETF-u (GLD – od 18.11.2004 do 31.08.2010; IAU – od 28.01.2005; GDX – od 23.05.2006; DGL – 5.01.2007). Współczynniki zapisane kursywą oznaczają zależności między cenami w okresie 5.01.2007–31.08.2010.

Źródło: opracowanie własne.

Inwestycje w ETF-y pozwalają na odpowiednią dywersyfikację ryzyka. Jak wynika z tabeli 6, większość cen certyfikatów jest słabo, a często ujemnie skorelowana z podstawowymi indeksami giełdowymi rynku amerykańskiego i europejskiego.

skiego (w tym polskiego) oraz z kursami podstawowych walut, natomiast silnie skorelowana z ceną złota. Wynika to ze specyfiki procesu inwestycyjnego funduszy IAU czy GLD, które przede wszystkim inwestują w złoto. Nieco odmienna sytuacja ma miejsce w przypadku funduszu GDX, który inwestuje przede wszystkim w akcje spółek wydobywczych, zatem nie powinny dziwić różnice w poziomach współczynnika korelacji.

Kolejną grupą produktów, które cieszą się coraz większym zainteresowaniem, są produkty strukturyzowane powiązane z cenami złota. To dość innowacyjne instrumenty alternatywne, które poszerzają gamę produktów inwestycyjnych na polskim rynku kapitałowym, choć na rynku europejskim pojawiły się pod koniec lat osiemdziesiątych XX wieku. Są to instrumenty finansowe, których cena jest uzależniona od wartości określonego wskaźnika rynkowego (na przykład kursu akcji lub koszyków akcji, wartości indeksów giełdowych, kursów walut)<sup>25</sup>. Dają one gwarancję zwrotu zainwestowanego kapitału oraz ograniczają zmienność stóp zwrotu z inwestycji. Produkty te oferują największe banki inwestycyjne, w Polsce na przykład Raiffeisen Centrobank. Na GPW w Warszawie dostępny jest certyfikat naśladowujący zmiany ceny uncji złota (RCGLDAOPEN) i zmiany cen metali szlachetnych (RCNMBAOPEN). Na świecie certyfikatem naśladowującym zmiany cen złota jest na przykład Gold Quanto Open-End Certificate.

## Podsumowanie

Każdy inwestor, który chce osiągnąć korzyści w procesie inwestycyjnym, będzie dążył do odpowiedniej dywersyfikacji równoległej swojego portfela, co zabezpieczy go przed fluktuacjami na rynkach finansowych. Aby efekt inwestycji był zadowalający, korelacja między poszczególnymi aktywami klasycznymi i alternatywnymi powinna być jak najniższa, a najlepiej ujemna, ponieważ pozwala to na redukcję ryzyka inwestycyjnego. Jak wykazano w niniejszym artykule, inwestycje w złoto stanowią alternatywę dla inwestycji na rynku instrumentów klasycznych (między innymi rynku akcji, rynku walutowego). Złoto jest powszechnie uważane za najtwardszą walutę, która jest odporna na dekonjunkturę i zawirowania, jednak – tak jak każda inna inwestycja – obciążona jest ryzykiem.

---

<sup>25</sup> Produkty strukturyzowane omówione zostały m.in. w pracy *Innowacje finansowe*, red. S. Antkiewicz, M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 212 i n.

Inwestycje w złoto z roku na rok stają się coraz bardziej popularne, o czym świadczy wielość instrumentów opartych na złocie, które zostały omówione w pracy. Zainteresowanie złotem jest bardzo duże, czego potwierdzeniem są rosnące ceny złota, które biją kolejne rekordy. Złoto jest obecnie najdroższe w historii. Niestety, wielu analityków twierdzi, że im większe zainteresowanie, tym bardziej prawdopodobne staje się powstanie „bańki spekulacyjnej” na złocie i w najbliższym czasie nieuniknione będą korekty, które mogą się rozciągnąć w czasie.

Póki co, w obawie przed wzrostem inflacji, spadkiem wartości dolara i perspektywą powrotu kryzysu, inwestorzy zwiększają udział złota w portfelu. Pojawiają się nawet pierwsze automaty, które wydają sztabki złota i limitowane serie złotych monet. Pierwsze takie urządzenie pojawiło się w Abu Zabi w Zjednoczonych Emiratach Arabskich, a we wrześniu 2010 pierwsze w Europie – w hotelu Westin Palace w Madrycie. Czy inwestycje w złoto nadal będą opłacalne, zweryfikuje czas.

## Literatura

*Innowacje finansowe*, red. S. Antkiewicz, M. Kalinowski, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2008.

*Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2008.

Schaal P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996.

[tfi.investors.pl](http://tfi.investors.pl).

[www.dws.pl](http://www.dws.pl).

[www.gold.org](http://www.gold.org).

[www.mennica.com.pl](http://www.mennica.com.pl).

[www.nordeapolska.pl](http://www.nordeapolska.pl).

[www.reserveasset.gold.org](http://www.reserveasset.gold.org).

[www.superfund.pl](http://www.superfund.pl).

**PARALLEL DIVERSIFICATION BASED  
ON THE GOLD MARKET IN POLAND**

**Summary**

The paper presents the definition of parallel diversification and relations between gold market and financial assets market. Gold market is one of the oldest markets and relatively safe. This market offers a wide range of instruments. This article presents the instruments available to the individual or institutional client's. The conducted study implies that diversification of investment risk based on gold is necessary, because they are weakly correlated with traditional assets.

*Translated by Urszula Gieraltowska*

**Słowa kluczowe:** dywersyfikacja równoległa, rynek złota

**Keywords:** paralel diversification, gold market