

JACEK TOMASZEWSKI

FUNDUSZE ETF JAKO WEHIKUŁ INWESTYCYJNY NA RYNKU ZŁOTA

Słowa kluczowe: fundusze ETF, rynek złota, inwestycje alternatywne

Keywords: ETF funds, gold market, alternative investments

Klasyfikacja JEL: G11, G23

Wprowadzenie

Od początku XXI wieku na światowych rynkach notowany jest gwałtowny wzrost zainteresowania inwestycjami na rynkach towarowych jako formą inwestycji alternatywnej włączanej do portfeli inwestorów finansowych. Inwestorzy dostrzegają zalety takich inwestycji jako narzędzia dywersyfikacji klasycznego portfela aktywów finansowych oraz jako zabezpieczenia antyinflacyjnego.

Jednym z towarów będących przedmiotem inwestycji inwestorów portfelowych jest złoto. Ze względu na tradycyjne wykorzystanie tego kruszca w systemach monetarnych (jako materiału do produkcji pieniądza monetarnego) oraz ze względu na jego wykorzystanie w celach tezauryzacyjnych, złoto od dawna było przedmiotem inwestycji instytucji finansowych. Znaczne zasoby złota stanowią na przykład istotną część oficjalnych rezerw dewizowych utrzymywanych przez banki centralne. Od początku obecnego stulecia grono inwestorów finansowych zainteresowanych lokatami w złoto uległo jednak gwałtownemu rozszerzeniu.

Włączenie ekspozycji na ryzyko rynków towarowych, takich jak rynek złota wiąże się jednak z problemami wynikającymi z natury rynków towarowych. Fizyczny charakter złota i związane z tym niezbędne działania organizacyjne oraz koszty związane z ich przechowywaniem, transportowaniem czy ubezpieczeniem sprawiają, że inwestycje skutkujące bezpośrednim wejściem w posiadanie towarów nie są, w większości przypadków, preferowaną formą inwestycji z punktu widzenia inwestora portfelowego. Pojawia się więc zapotrzebowanie na alternatywne metody inwestycji, które gwarantowałyby analogiczny efekt ekonomiczny w postaci uzyskania ekspozycji na ryzyko rynku towarowego. Do takich nowych metod można zaliczyć towarowe instrumenty pochodne czy produkty strukturyzowane. Jeszcze inną formą inwestycji na rynku złota, która w ostatnich latach zyskała dużą

popularność stało się wykorzystanie funduszy inwestycyjnych typu ETF (*Exchange Trade Funds*), których wzrost znaczenia na światowych rynkach finansowych jest konsekwencją rosnącego zainteresowania inwestorów realizacją pasywnych strategii inwestycyjnych opartych na replikacji zachowania wybranego benchmarku inwestycyjnego.

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja funduszy ETF jako narzędzia inwestycji na rynku złota i ocena kosztów inwestycji z wykorzystaniem tego typu funduszy.

Istota i historia funduszy ETF

U podstaw koncepcji *Exchange-Traded Funds* (ETF) leży teoria efektywności rynków kapitałowych. Zgodnie z tą teorią, w długim okresie zarządzający portfelem instrumentów finansowych z wykorzystaniem informacji dostępnych dla całego rynku, nie może osiągnąć stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału na wyższym poziomie niż stopa zwrotu z tzw. portfela rynkowego, którego typowym przykładem jest portfel stanowiący podstawę indeksu giełdowego.

Bazując na powyższej teorii rozwinęła się nowa forma zarządzania portfelem inwestycyjnym – zarządzanie pasywne. Zarządzanie pasywne polega na tworzeniu portfela inwestycyjnego odwzorowującego wybrany benchmark, taki jak indeks giełdowy. Stopa zwrotu z tak budowanego portfela powinna jak najdokładniej odpowiadać stopie zwrotu z wybranego benchmarku. Zwolennicy pasywnego zarządzania wychodzą z założenia, że w warunkach rynku efektywnego niemożliwe jest osiągnięcie stopy zwrotu trwale przekraczającej stopę zwrotu z benchmarku, więc optymalizacja wyniku inwestycyjnego może polegać jedynie na jak najdokładniejszym naśladowaniu wyniku benchmarku i minimalizacji kosztów zarządzania portfelem. Minimalizacja kosztów polega w szczególności na wyeliminowaniu opłat związanych z zatrudnieniem wysoko wykwalifikowanych zarządzających (których umiejętności nie są w stanie zwiększyć stóp zwrotu z inwestycji) oraz minimalizacji poziomu kosztów transakcyjnych, w szczególności poprzez wykorzystanie korzyści skali na rynku finansowym.

Fundusze inwestycyjne typu ETF to jedna z praktycznych form realizacji koncepcji pasywnego zarządzania aktywami. W swojej klasycznej postaci fundusz takiego typu to fundusz inwestycyjny, którego celem jest dążenie do odzwierciedlenia zachowania (wyników) określonego indeksu rynkowego (akcji, papierów dłużnych, towarowego). Na bazie zakupionych do portfela inwestycyjnego instrumentów finansowych, fundusz dokonuje emisji jednostek ETF (tytułów uczestnictwa funduszu), które są – podobnie jak np. akcje – papierami wartościowymi notowanymi na giełdach papierów wartościowych.

Fundusz typu ETF jest tworzony przez firmę inwestycyjną (sponsora funduszu), która określa jego cel inwestycyjny, w szczególności poprzez określenie instrumentu referencyjnego, zachowanie którego fundusz zamierza naśladować. To z kolei pozwala na określenie, jakie instrumenty finansowe będą wchodziły w skład jego portfela inwestycyjnego.

Sponsor funduszu poszukuje inwestorów instytucjonalnych (banki, firmy inwestycyjne, spółki inwestycyjne), którzy posiadają aktywa stanowiące instrument referencyjny funduszu (np. instrumenty finansowe wchodzące w skład indeksu replikowanego przez ETF) oraz którzy zdecydują się na ich zdeponowanie i nabycie w zamian jednostek ETF. Po ich znalezieniu sponsor funduszu konstruuje i podpisuje z nimi umowy partycypacji w ETF, na podstawie których podmioty te gromadzą, a następnie deponują u sponsora funduszu określoną liczbę walorów, stanowiących instrument referencyjny funduszu.

W zamian za otrzymane instrumenty finansowe (akcje, obligacje itp.) sponsor funduszu ETF przekazuje inwestorom instytucjonalnym wyemitowane jednostki ETF w proporcji odzwierciedlającej wartość wniesionych do funduszu walorów. Transakcje między sponsorem ETF a inwestorami instytucjonalnymi mają charakter hurtowy i opiewają zwyczajowo na duże bloki jednostek uczestnictwa ETF, opiewające na 50 000 – 100 000 jednostek¹. Inwestorzy instytucjonalni stają się w ten sposób posiadaczami jednostek ETF, które zwykle wprowadzają na giełdę (giełdy) papierów wartościowych, gdzie dokonują stopniowej odsprzedaży jednostek końcowym inwestorom.

Opisana powyżej technika kreacji funduszu ETF sprawia, że łączy on w sobie pewne cechy funduszy inwestycyjnych otwartych i zamkniętych. Z jednej strony, końcowi inwestorzy mają, podobnie jak w funduszach otwartych, ciągłą możliwość nabycia i zbycia jednostek uczestnictwa dzięki płynnemu rynkowi wtórnemu. W przypadku rosnącego popytu na swoje jednostki, ETF za pośrednictwem inwestorów instytucjonalnych może uplasować na rynku dodatkowe jednostki uczestnictwa. Z drugiej strony fakt, iż procedura kreacji, jak i odkupu i umarzania jednostek uczestnictwa odbywa się w ramach transakcji blokowych z inwestorami instytucjonalnymi, zapewnia funduszowi ETF większą stabilność bazy kapitałowej, typową dla funduszy zamkniętych. Dodatkowo, procedura wydawania bloków jednostek uczestnictwa w zamian za wniesienie aktywów, mających stanowić składniki portfela budowanego przez ETF, jest jednym z mechanizmów minimalizacji kosztów transakcyjnych ponoszonych przez fundusz.

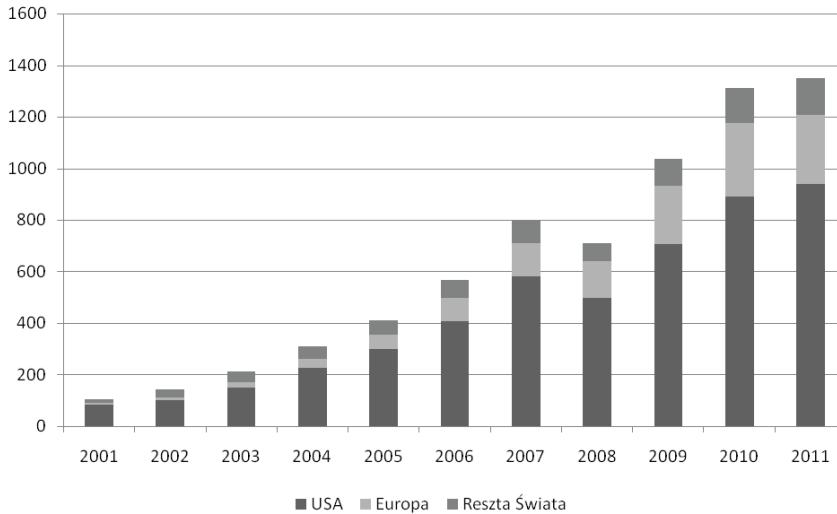
Za pierwszy fundusz ETF na świecie uznawany jest fundusz SPDR (*Standard & Poors Depository Receipts*), którego jednostki zostały wprowadzone do obrotu na American Stock Exchange w 1993 roku². Był to fundusz naśladowujący zachowanie jednego z głównych indeksów amerykańskiego rynku akcji S&P 500. Pierwsze fundusze ETF w Europie (iShares DJ Euro STOXX 50 oraz iShares DJ STOXX 50) powstały natomiast w 2000 roku³. Choć wprowadzenie nowego produktu wymagało przewyciężenia szeregu barier, w tym natury prawnej, to w krótkim czasie zaczął on zyskiwać dużą popularność wśród inwesto-

¹ W. Nawrot: *Exchange-Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2007, s. 79.

² G. Gastineau: *Exchange-Traded Funds: An Introduction*, „Journal of Portfolio Management” 2001, Vol. 27, No. 3, s. 89.

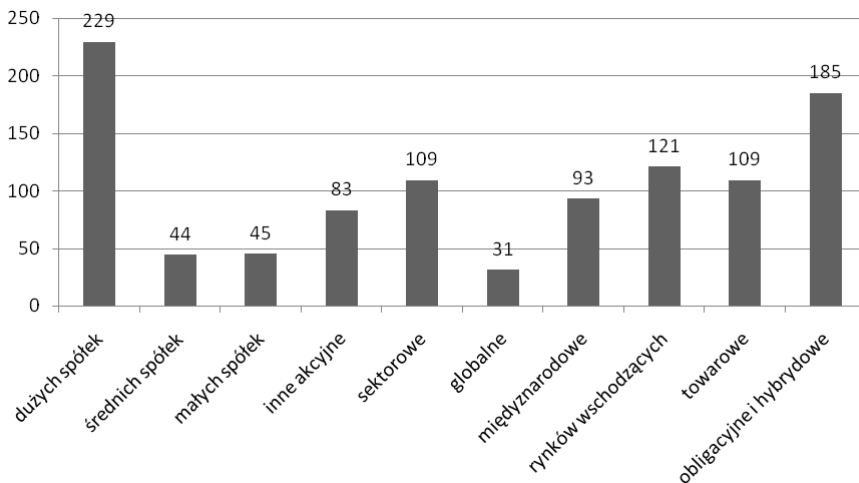
³ D. Fuhr, S. Kelly: *ETF Landscape. Celebrating 10 years of ETFs in Europe*, BlackRock, April 2010, s. 4.

rów. Do końca XX wieku aktywa funduszy przekroczyły 100 mld USD, jednak prawdziwy ich wzrost nastąpił w pierwszej dekadzie XXI wieku, co obrazuje rysunek 1.



Rysunek 1. Aktywa pod zarządem funduszy ETF w skali światowej (mld USD)

Źródło: The CityUK Fund Management Report 2012.



Rysunek 2. Aktywa ETF na rynku USA w podziale na strategie inwestycyjne (2011, mld USD)

Źródło: 2012 Investment Company Factbook.

Jak wynika z rysunku 1, w okresie lat 2001 – 2011 nastąpił ponad 13-krotny wzrost wartości aktywów zarządzanych przez fundusze ETF, przy czym globalny kryzys finansowy roku 2008 tylko na krótko zahamował rozwój tej grupy instytucji finansowych. Niektóre badania wskazują wręcz, że wzrost awersji do ryzyka wśród inwestorów spowodował wzrost zainteresowania pasywnymi strategiami inwestycyjnymi oferowanymi przez ETFy, zwłaszcza te, których instrumenty referencyjne uznawane są za najbardziej konserwatywne (akcje na rynkach wysoko rozwiniętych, obligacje skarbowe)⁴. Największym rynkiem funduszy ETF pozostaje w dalszym ciągu USA, choć stopniowo rośnie udział ETF-ów europejskich.

Pierwsze fundusze ETF realizowały strategię pasywnych inwestycji poprzez odwzorowywanie zachowań indeksów rynku akcji, w szczególności indeksów akcji spółek o największej kapitalizacji. Stopniowo jednak na rynku zaczęły się pojawiać ETFy oferujące możliwość naśladowania wyników inwestycyjnych coraz szerszej palety portfeli inwestycyjnych, co obrazuje Rysunek 2.

Fundusze ETF na rynku złota

Jedną z klas funduszy ETF, których dynamiczny rozwój można obserwować w ciągu pierwszej dekady XXI wieku są *commodity* ETF – fundusze naśladowujące stopy zwrotu z inwestycji na rynkach towarowych. Popularność te kategorii funduszy jest następstwem rosnącego zainteresowania inwestorów finansowych wykorzystaniem inwestycji towarowych jako klasy aktywów alternatywnych. Szereg obserwacji empirycznych i badań naukowych⁵ (Gorton, Rouwenhorst (2005), Schneeweis, Gupta, Szado (2008)) wskazuje, że dodanie inwestycji towarowych do portfeli złożonych z akcji i obligacji umożliwi obniżenie ryzyka inwestycyjnego mierzonego zmiennością stopy zwrotu przy zachowaniu lub osiągnięciu wyższej stopy zwrotu.

Towarowe fundusze ETF, ze względu na rodzaj naśladowanego instrumentu referencyjnego, można podzielić na dwie zasadnicze podkategorie:

- fundusze naśladowujące zachowanie indeksów rynku towarowego – konsekwencją zainteresowania inwestorów finansowych rynkami towarowymi było stworzenie szeregu indeksów ekonomicznych, reprezentujących zmiany cen szerokiego rynku towarowego (lub jego segmentów)⁶ oraz udostępnienie inwestorom szeregu pro-

⁴ F. Goltz, D. Schroder: *Passive investing before and after the crisis: Investors' view on Exchange-Traded Funds and Competing Index Products*, „Bankers, Markets & Investors” 2011, No. 110, s. 5–20.

⁵ G. Gorton, K. G. Rouwenhorst: *Facts and Fantasies About Commodity Futures*, Yale ICF „Working Paper” February 2005, no. 04–20; T. Schneeweis, R. Gupta, E. Szado: *The Benefits of Commodity Investing*, „Investment & Wealth Monitor”, March/April 2008.

⁶ Więcej na temat konstrukcji indeksów towarowych w: J. Tomaszewski: *Inwestycje w indeksy rynków towarowych a poziom cen i ryzyka na rynkach towarowych*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska* 2012, Sectio H, vol. XLVI, 1, s. 395–398.

duktów inwestycyjnych, opartych na takich indeksach, jak kontrakty *futures*, *swapy* towarowe, produkty strukturyzowane oraz fundusze ETF,

- fundusze naśladowujące ceny pojedynczych towarów – zamiast ekspozycji na ryzyko szerokiego rynku towarowego, wielu inwestorów preferuje uwzględnienie w swoich portfelach inwestycji w konkretne towary, zwłaszcza w towary o szczególnie dużym znaczeniu gospodarczym, fundusze ETF umożliwiają realizację takich inwestycji bez konieczności ponoszenia konsekwencji związanych z fizycznym posiadaniem towarów.

Wśród funduszy ETF opartych na cenach indywidualnych towarów szczególną popularność zyskały fundusze oparte na cenach złota. Powodem tak dużego zainteresowania rynkiem złota była zarówno wieloletnia hossa na rynku złota, jak i tradycyjnie silne związki tego towaru z rynkami finansowymi, z racji pełnionych funkcji aktywa rezerwowego czy surowca monetarnego. Pierwszy fundusz ETF oparty na cenach złota – SPDR Gold Trust – powstał w roku 2004 i od listopada tego roku jest notowany na giełdzie nowojorskiej (NYSE). Fundusz ten reprezentuje najbardziej klasyczną formę inwestycji na rynku złota, gdyż 100% jego aktywów jest lokowane w fizyczne zasoby złota. Rynek ETF oferuje jednak znacznie szersze możliwości uzyskania ekspozycji na ceny złota, które można scharakteryzować, analizując konstrukcję najważniejszych funduszy tego typu. Na koniec 2012 roku baza danych rynku ETF – etfdb.com – zawierała informacje o funduszach inwestujących w złoto, notowanych na giełdach amerykańskich, zebranych w tabeli 1.

Choć pierwszy ETF na rynku złota powstał w 2004 roku, to na uwagę zasługuje fakt, że aż 12 z 15 analizowanych funduszy powstało w latach 2008–2011, a więc w okresie po szczycie kryzysu finansowego. Inwestycje w złoto, którego ceny znajdowały się w tym okresie w długotrwałym trendzie wzrostowym stały się dla inwestorów po kryzysie szczególnie atrakcyjną alternatywą dla inwestycji na tradycyjnych rynkach finansowych, zwłaszcza rynkach akcji.

4 z 15 analizowanych funduszy to fundusze realizujące najbardziej tradycyjną strategię inwestycyjną, polegającą na lokowaniu 100% swoich aktywów w zakupy złota na rynku gotówkowym. Fundusze te są zdecydowanie najbardziej popularnymi spośród funduszy ETF na rynku złota, gdyż przypada na nie ponad 98% wartości aktywów wszystkich funduszy inwestujących w złoto. Gros tych aktywów gromadzony jest przez zaledwie dwa fundusze: SPDR Gold, na który przypada 82% aktywów oraz iShares COMEX Gold Trust, na który przypada ponad 13,5% aktywów całej grupy funduszy. Sytuacja taka obrazuje zjawisko typowe dla całego rynku ETF, na którym ogromne znaczenie dla inwestorów ma płynność jednostek uczestnictwa na rynku wtórnym, którą gwarantują tylko fundusze o największej wartości aktywów (największej liczbie wyemitowanych jednostek).

Pozostałych 11 funduszy uzyskuje ekspozycję na rynek złota poprzez wykorzystanie instrumentów pochodnych (głównie kontraktów *futures*) opartych na cenach złota lub wartościach indeksów sektorowych rynku towarowego powiązanych ze złotem. Wykorzystanie instrumentów pochodnych umożliwia budowę szerszej gamy strategii inwestycyjnych

Tabela 1

Podstawowe dane funduszy ETF na rynku złota (dane na koniec 2012)⁷

Nazwa	Data powstania	Typ strategii	Wartość aktywów (mln USD)	Expense Ratio (%)
SPDR Gold Trust	2004.11.18	Long spot	71 050,00	0,40
iShares COMEX Gold Trust	2005.01.21	Long spot	11 790,00	0,25
DB Gold Fund	2007.01.05	Long index	516,00	0,79
DB Gold Short ETN	2008.02.27	Inverse index	20,40	0,75
DB Gold Double Long ETN	2008.02.27	Leveraged long index	451,50	0,75
DB Gold Double Short ETN	2008.02.27	Leveraged inverse index	60,40	0,75
E-TRACS UBS Bloomberg CMCIGGOLD ETN	2008.04.01	Long index	17,30	0,30
Ultra Short Gold	2008.12.01	Leveraged short futures	92,40	0,95
Ultra Gold	2008.12.01	Leveraged long futures	335,00	0,95
Physical Swiss Gold Shares	2009.09.09	Long spot	1920,00	0,39
Physical Asian Gold Shares	2011.01.14	Long spot	82,50	0,39
Gold Trendpilot ETN	2011.02.22	Trend following futures	55,50	1,00
2x Gold Bull/S&P 500 Bear	2011.02.24	Spread futures	5,40	0,75
3x Inverse Gold ETN	2011.10.17	Leveraged inverse futures	5,60	1,35
3x Long Gold ETN	2011.10.17	Leveraged long futures	42,45	1,35

Źródło: opracowanie własne na podstawie: etfdb.com oraz dokumentów informacyjnych funduszy.

związanych z cenami złota. Oprócz funduszy budujących długie pozycje, a więc naśladowujących zachowanie cen złota w sposób analogicznych do funduszy działających na rynku *spot*, dostępne są fundusze oferujące naśladowanie stopy zwrotu będącej odwrotnością stopy zwrotu z inwestycji w złoto (3 fundusze budujące portfel poprzez zajmowanie krótkich pozycji na rynku kontraktów terminowych na złoto) oraz fundusze oferujące strategię inwestycji lewarowanych, a więc oferujących naśladowanie stopy zwrotu będącej wielokrotnością stopy zwrotu z inwestycji w złoto (6 funduszy o skali lewarowania od 200 do 300%, w tym 3 fundusze oferujące lewarowane inwestycje w krótkie pozycje na rynku złota).

Najnowsze fundusze (2 fundusze założone w 2011 r.) oferują jeszcze bardziej złożone strategię inwestycyjne – jedno z nich buduje portfel naśladowujący wielkość *spreadu* pomię-

⁷ Instrumenty ujęte w tabeli obejmują fundusze ETF oraz produkty typu ETN (*Exchange-Traded Notes*), które z ekonomicznego punktu widzenia oferują możliwości inwestycyjne analogiczne do ETF, lecz mają konstrukcję prawną nie jednostek uczestnictwa funduszu, ale instrumentów dłużnych.

dzy cenami złota a cenami rynku akcji w USA reprezentowanymi przez wartość indeksu S&P500, a drugi realizuje automatyczną strategię inwestycyjną opartą na analizie trendu, w której fundusz naśladuje ceny złota w okresie pozytywnego trendu na rynku złota (100% ekspozycji funduszu) lub hipotetyczną inwestycję w 3-miesięczne amerykańskie bony skarbowe w okresie negatywnego trendu na rynku złota (100% ekspozycji funduszu). Należy zauważyć, że choć tego typu strategię są również coraz częściej spotykane na rynku ETF, to są one w pewnym sensie zaprzeczeniem podstawowej idei leżącej u podstaw konstrukcji ETF, tj. idei pasywnego inwestowania. Przykładowo, fundusz naśladujący trend wykorzystuje w gruncie rzeczy prostą strategię inwestycyjną, opartą na podstawowych narzędziach analizy technicznej (średnia ruchoma cen), podczas gdy hipoteza rynku efektywnego nawet w swej najłagodniejszej formie stanowi, iż analiza techniczna nie jest w stanie zapewnić trwałego osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników inwestycyjnych.

Koszty inwestycji w fundusze ETF

Jedną z najważniejszych cech funduszy ETF jest minimalizacja kosztów zarządzania aktywami obciążających uczestników funduszu. W przypadku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych na koszty ponoszone przez uczestnika składają się z jednej strony jednorazowe opłaty dystrybucyjne, pobierane najczęściej w momencie nabywania jednostek uczestnictwa, a z drugiej opłaty za zarządzanie i inne koszty operacyjne, naliczane okresowo i potrącane z wartości aktywów funduszu. W przypadku funduszy ETF regułą jest brak opłat dystrybucyjnych, co ma miejsce również w przypadku wszystkich 15 analizowanych funduszy. Podstawowym miernikiem poziomu kosztów dla tych instytucji jest więc wskaźnik „*expense ratio*” przedstawiający łączny poziom kosztów „powtarzalnych”, obciążających uczestników funduszu jako procent wartości aktywów netto funduszu⁸. W badanej grupie funduszy wartość tego wskaźnika mieści się w przedziale od 0,25 do 1,35% w skali rocznej. Zdecydowanie najniższymi wartościami wskaźnika charakteryzują się fundusze inwestujące w złoto na rynku *spot*, dla których *expense ratio* waha się od 0,25 do 0,40% w skali rocznej. Wyższe wartości wskaźnika (0,75 do 0,79%) cechują fundusze zajmujące długie pozycje na rynku złota z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, a najwyższe (od 0,75 do 1,35%) fundusze stosujące najbardziej zaawansowane strategie inwestycyjne (lewarowane, odwrotne i zaawansowane).

Należy jednak pamiętać, że ponieważ jednostki ETF są instrumentami notowanymi na giełdzie, na koszt inwestycji w taki instrument składają się dodatkowe czynniki w postaci prowizji maklerskich oraz *spreadu* pomiędzy ofertami kupna i sprzedaży jednostek kwotowanymi na giełdach. Istotne znaczenie dla ostatecznego poziomu kosztów inwestycji mają więc takie czynniki, jak płynność danego instrumentu (determinująca wielkość spre-

⁸ *Expense ratio* obejmuje w szczególności takie kategorie kosztów, jak: opłata za zarządzanie funduszem, koszty transakcyjne funduszu (prowizje maklerskie), koszty marketingu i promocji funduszu, wynagrodzenie agenta transferowego i powiernika, wynagrodzenie audytora i innych doradców.

adu), a nawet wielkość jednostki. Porównując tylko notowania 4 funduszy inwestujących w złoto fizyczne (wszystkie notowane na NYSE), przeciętna dzienna wartość obrotów pod koniec roku 2012 wynosiła odpowiednio: SPDR – 1,7 mld USD, iShares – 100 mln USD, Physical Swiss Gold – 12,5 mln USD, Physical Asian Gold – 0,3 mln USD. W konsekwencji, przeciętny poziom spreadu dla jednostek SPDR wynosi zaledwie 0,01%, podczas gdy dla Physical Swiss Gold – 0,03%, dla iShares – 0,06% a dla Physical Asian Gold aż 0,84%. W przypadku inwestorów instytucjonalnych dodatkowym czynnikiem kosztowym jest wielkość jednostek uczestnictwa, co wynika z faktu, że inwestorzy ci zawierają transakcję za pośrednictwem broker-dealerów lub autoryzowanych przedstawicieli funduszu (sprzedających bloki jednostek), pobierających standardowe prowizje, które na rynku amerykańskim wynoszą ok 1 centa za jedną akcję (jednostkę)⁹. Ponieważ 1 jednostka funduszu SPDR reprezentuje 1/10 uncji złota a 1 jednostka funduszu iShares zaledwie 1/100 uncji złota, więc zawarcie transakcji o tej samej wartości w przypadku funduszu iShares wymaga nabycia 10-krotnie większej ilości jednostek niż dla funduszu SPDR. W konsekwencji, pomimo niższego poziomu *expense ratio*, całkowity koszt inwestycji w fundusz iShares wynosił ok 0,435% i był nieznacznie wyższy niż dla funduszu SPDR, dla którego koszt inwestycji wynosił ok 0,42%.

Ocena wyników inwestycyjnych funduszy przekracza ramy niniejszego opracowania, można jednak zauważyć, że dzięki niskiemu poziomowi kosztów zarządzania, wyniki te wykazywały bardzo silną korelację ze zmianami cen złota na rynku *spot*, co w warunkach hossy na rynku złota, trwającej nieprzerwanie od końca 2008 do końca 2012 roku, gwarantowało wysokie dodatnie stopy zwrotu dla funduszy zajmujących długie pozycje na rynku złota (zwłaszcza długie pozycje lewarowane) i ujemne stopy zwrotu dla funduszy zajmujących pozycje krótkie.

Podsumowanie

Na przestrzeni niespełna 10 lat fundusze ETF stały się ważnym wehikułem inwestycyjnym, umożliwiającym inwestorom instytucjonalnym uzyskiwanie ekspozycji na ryzyko cenowe rynku złota bez konieczności dokonywania fizycznych inwestycji w ten kruszec. Na koniec roku 2012 aktywa 15 funduszy tego typu notowanych na giełdach amerykańskich przekraczały łącznie 85 mld USD. Gros tej kwoty ulokowany został w fundusze, których strategię inwestycyjną przewidują bezpośrednie zakupy złota na rynku *spot*. W konsekwencji, na przestrzeni kilku zaledwie lat fundusze te stały się dysponentami jednych z największych rezerw złota na świecie. Łączne rezerwy złota w posiadaniu funduszy ETF pod koniec 2012 roku wynosiły blisko 2300 ton, przy czym na sam fundusz SPDR przypadało ponad 1350 ton, co czyniło go szóstym największym posiadaczem rezerw złota na świecie po USA, Niemczech, MFW, Włochach i Francji.

⁹ P. Baiocchi: *The cost case for GLD*, Index Universe, August 31, 2012, s. 1–2.

O popularności inwestycji w złoto na przestrzeni ostatniej dekady decydowała przede wszystkim długotrwała hossą na rynku złota oraz tradycyjnie niska korelacja cen złota z cenami aktywów finansowych, umożliwiającą wykorzystanie kruszca do dywersyfikacji tradycyjnych portfeli inwestycyjnych. O popularności funduszy ETF jako preferowanej formy ekspozycji na ceny złota decydują natomiast bardzo niskie koszty zarządzania oraz wysoka płynność inwestycji (w przypadku największych funduszy).

Dwustopniowa struktura dystrybucji jednostek uczestnictwa ETF zapewnia tym funduszom względnie wysoką (na tle tradycyjnych funduszy typu otwartego) stabilność bazy kapitałowej, jednak nie zabezpiecza przed skutkami zasadniczych zmian sytuacji na rynku instrumentu referencyjnego. Korekta cenowa na rynku złota, która wystąpiła na początku roku 2013, w krótkim czasie wywarła znaczący wpływ na wartość aktywów tych instytucji. W ciągu niecałych dwóch miesięcy roku 2013 wartość aktywów największego funduszu – SPDR – zmniejszyła się (wskutek spadku wartości aktywów i umorzeń jednostek) z 71 do niespełna 65 mld USD, a w konsekwencji umorzeń fundusz zmuszony był do sprzedaży blisko 100 ton złota.

Literatura

- Nawrot W.: *Exchange-Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2007.
- Baiocchi P.: *The cost case for GLD*, Index Universe, August 31, 2012.
- Fuhr D., Kelly S.: *ETF Landscape. Celebrating 10 years of ETFs in Europe*, BlackRock, April 2010.
- Gastineau G.: *Exchange-Traded Funds: An Introduction*, „Journal of Portfolio Management” 2001, Vol. 27, No. 3.
- Goltz F., Schroder D.: *Passive investing before and after the crisis: Investors' view on Exchange-Traded Funds and Competing Index Products*, „Bankers, Markets & Investors” 2011, No. 110.
- Gorton G., Rouwenhorst K.G.: *Facts and Fantasies About Commodity Futures*, Yale ICF „Working Paper” 2005, No. 04–20.
- Schneeweis T., Gupta R., Szado E.: *The Benefits of Commodity Investing*, „Investment & Wealth Monitor”, March/April 2008.
- Tomaszewski J.: *Inwestycje w indeksy rynków towarowych a poziom cen i ryzyka na rynkach towarowych*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska 2012, Sectio H, vol. XLVI, 1.
- 2012 Investment Company Factbook.
- The CityUK Fund Management Report 2012.

dr Jacek Tomaszewski
Szkołą Główną Handlową
Katedra Rynków Kapitałowych

Streszczenie

Fundusze ETF powstały jako realizacja koncepcji pasywnego zarządzania aktywami. Choć pierwotnie fundusze te powstały w celu budowy portfeli naśladowujących stopy zwrotu z indeksów rynku akcji, w pierwszej dekadzie XXI wieku zaczęto je wykorzystywać do budowy portfeli opartych na innych instrumentach referencyjnych. Hossa na rynku złota spowodowała wzrost zainteresowania inwestorów portfelowych lokatami na rynku tego kruszcu. Fundusze ETF rynku złota umożliwiają uzyskanie ekspozycji finansowej na ceny złota bez konieczności fizycznego posiadania towaru. Cechami charakterystycznymi tej grupy funduszy jest bardzo niski poziom kosztów zarządzania, osiągnięty dzięki stosowaniu pasywnych strategii inwestycyjnych i koncentracja kapitałów w niewielkiej liczbie funduszy, zapewniająca im wysoką płynność notowań giełdowych ich jednostek uczestnictwa. Spośród kilku typów strategii inwestycyjnych oferowanych przez fundusze ETF na rynku złota, największą popularnością cieszą się wciąż fundusze lokujące w złoto na rynku gotówkowym i przechowujące jego zapasy.

EXCHANGE-TRADED FUNDS AS INVESTMENT VEHICLES ON THE GOLD MARKET

Summary

ETF funds emerged as a practical implementation of the concept of passive investment strategy. Although designed primarily to track performance of stock market indices, during the first decade of the XXI century ETFs began to be utilized for the purpose of tracking other types of benchmark portfolios. Sharp rally in the gold market has drawn increased interest of portfolio investors into that market. Gold ETF funds enabled these investors to gain exposure to gold prices without necessity of physical investments or holding of actual gold reserves. Primary characteristics of this group of funds include very low management fees and other expenses, resulting from utilization of passive investment strategies and concentration of funds in the small number of very large funds that can maintain high secondary market liquidity of their investment units. Among several investment strategies offered by Gold ETFs, long only investments in physical gold remains by far the most popular one.

