

# Fundusze surowcowe na rynku inwestycji alternatywnych w Polsce

Agnieszka Moskal\*, Danuta Zawadzka\*\*

## 1. Wprowadzenie

Niestabilność na globalnych rynkach finansowych w ostatnich latach przełożyła się na poszukiwanie przez część inwestorów inwestycji, które pozwolą na uniezależnienie osiągniętych wyników od sytuacji na rynku kapitałowym. Jedną z takich możliwości stwarzają inwestycje alternatywne.

Za pierwsze inwestycje alternatywne uważa się powstanie funduszy hedge, które datuje się na lata 50. XX w. (Mikita, Pełka 2009, s. 18). W następnych latach pojawiły się kolejne formy alternatywne w stosunku do tradycyjnej alokacji kapitału. Dynamiczny rozwój rynku inwestycji alternatywnych przypada na przełom XX/XXI wieku i związany był m.in. z tzw. bańką internetową (ang. *dot-com bubble*), czyli załamaniem na rynkach finansowych spowodowanym znacznymi spadkami cen spółek z branży IT. Niestabilność na światowych rynkach finansowych po 2007 roku (Mishkin 2011, s. 49–70) przyczyniła się do zwiększonego zainteresowania inwestorów alternatywnymi formami alokacji kapitału. Globalna wartość aktywów inwestycyjnych o charakterze alternatywnym charakteryzuje się stabilnym wzrostem. Jedną z kategorii inwestycji alternatywnych stanowią fundusze alternatywne, w skład których wchodzi między innymi fundusze surowcowe (Perez 2012, s. 56). Rynek surowców stanowi ciekawą opcję dla inwestorów, którzy poszukują aktywów dywersyfikujących ich portfele. Badania przeprowadzone przez B. Büyüksahin i M. Haigh wskazują, iż korelacja stóp zwrotu z inwestycji

---

\* Agnieszka Moskal, Politechnika Koszalińska, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów, [agnieszka.moskal@tu.koszalin.pl](mailto:agnieszka.moskal@tu.koszalin.pl)

\*\* Danuta Zawadzka, Politechnika Koszalińska, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów, [danuta.zawadzka@tu.koszalin.pl](mailto:danuta.zawadzka@tu.koszalin.pl)

w surowce z inwestycjami w akcje nie przekracza 0,3. Tymczasem korelacja stóp zwrotu uzyskiwanych z inwestycji w akcje różnych spółek wynosi ok. 0,9 (Büyüksahin, Haigh, Robe 2010, s. 76–95). Dywersyfikacja portfela jest wyrazem chęci zabezpieczenia przed gwałtownymi wahaniami na rynkach finansowych.

Celem artykułu jest ukazanie obecnego stanu rynku funduszy surowcowych w Polsce oraz ocena ich efektywności. Cel ten osiągnięto poprzez analizę struktury rynku funduszy alternatywnych (w tym funduszy surowcowych), wyznaczenie stóp zwrotu z inwestycji w fundusze surowcowe w Polsce, a także zbadanie korelacji funduszy z tradycyjnym rynkiem oraz portfelami rynkowymi poszczególnych funduszy.

## 2. Istota funduszy alternatywnych

Fundusze alternatywne na polskim rynku finansowym mogą funkcjonować dzięki Ustawie o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 roku (Perez 2012, s. 149). Grupę funduszy alternatywnych można wyodrębnić poprzez porównanie kilku najistotniejszych cech charakterystycznych dla funduszy tradycyjnych i alternatywnych. Cechy te zestawiono w tabeli 1.

**Tabela 1.** Porównanie cech tradycyjnych i alternatywnych funduszy inwestycyjnych

Cechy	Tradycyjne fundusze inwestycyjne	Alternatywne fundusze inwestycyjne
Polityka inwestycyjna	Oparta na zasadzie dywersyfikacji ryzyka (duża lub bardzo duża dywersyfikacja).	Oparta na zasadzie dywersyfikacji ryzyka (mała, średnia lub duża dywersyfikacja).
Główny cel działalności	Relatywne stopy zwrotu przewyższające średnią rynkową.	Osiągnięcie jak najwyższych stóp zwrotu.
Stopień ryzyka inwestycyjnego	Od małego do dużego.	Od bardzo małego do bardzo dużego.
Konstrukcja funduszy	Otwarte, mieszane, zamknięte.	Otwarte, zamknięte.
Rodzaj inwestorów	Głównie ze średnią lub wysoką awersją do ryzyka. Zarówno drobni, jak i zamożni inwestorzy indywidualni, rzadziej inwestorzy instytucjonalni.	Głównie z niską lub bardzo niską awersją do ryzyka. Zamożni inwestorzy indywidualni oraz inwestorzy instytucjonalni.
Bariery wejścia/wyjścia	Nie	Tak
Ustawodawstwo o funduszach inwestycyjnych	Tak	Generalnie nie

**Źródło:** Perez 2011, s. 13.

Do grupy funduszy alternatywnych zalicza się (Perez 2012, s. 55–56):

- fundusze *private equity* – inwestujące w udziały spółek na niepublicznym rynku kapitałowym;
- *fundusze surowcowe* – fundusze, które lokują swoje środki w instrumenty finansowe oparte na surowcach, towarach;
- fundusze funkcjonujące na rynkach wschodzących;
- fundusze hedgingowe oraz fundusze funduszy hedgingowych;
- fundusze nieruchomości;
- fundusze *venture capital* – inwestycje w udziały spółek we wczesnej fazie rozwoju;
- fundusze związane z inwestycjami emocjonalnymi – inwestujące w np. kamienie szlachetne, luksusowe alkohole, dzieła sztuki.

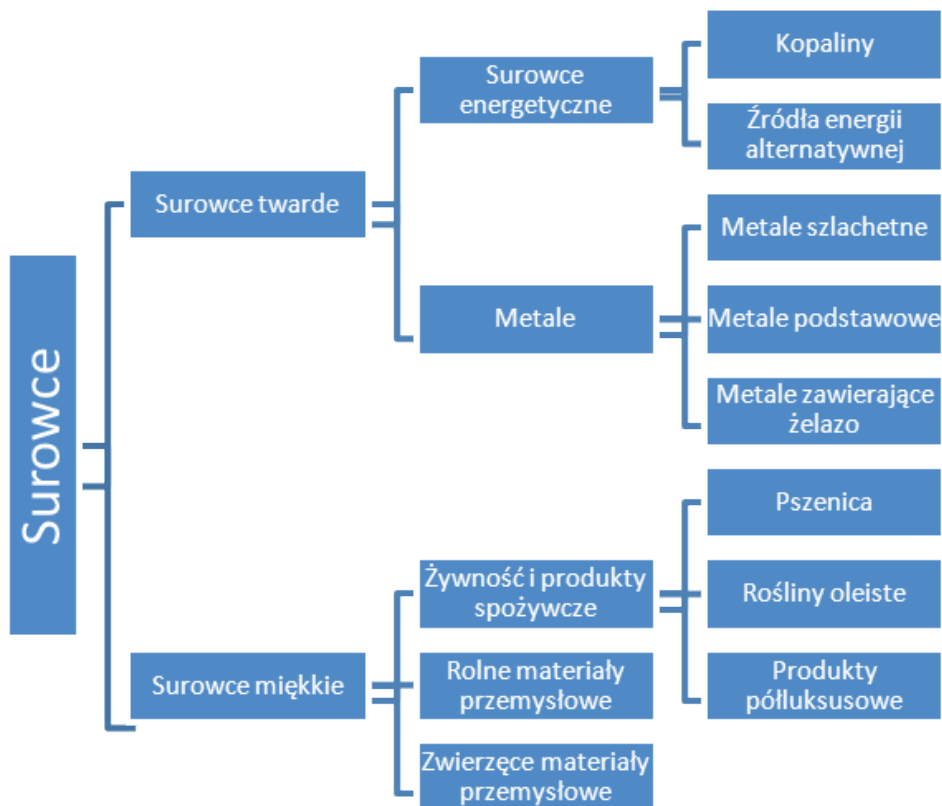
Strategia inwestycyjna funduszy alternatywnych obejmuje zarówno inwestycje w aktywa finansowe, jak i niefinansowe (Kościelniak 1998, 31–33). Ze względu na aktywny charakter przyjętych strategii inwestycyjnych fundusze alternatywne wyróżniają się niską korelacją z instrumentami tradycyjnymi. Strategie te są akceptowane głównie przez zamożnych inwestorów indywidualnych oraz inwestorów instytucjonalnych. Często uczestnictwo w funduszach alternatywnych wiąże się z wyższym niż w przypadku funduszy tradycyjnych poziomem minimalnej pierwszej wpłaty (Ostrowska 2014, s. 34–35).

Grupa funduszy alternatywnych nie jest jednolita. Pomimo cech wspólnych, między poszczególnymi typami funduszy alternatywnych występują pewne różnice. Przykładowo fundusze hedgingowe charakteryzują się nieskorelowanymi z rynkiem finansowym stopami zwrotu, z kolei fundusze *private equity/venture capital* odznaczają się stopami zwrotu wysoce skorelowanymi z tradycyjnym rynkiem finansowym (McCary 2004, s. 5–6). Również, porównując płynność funduszy hedgingowych i surowcowych, można wysnuć wniosek, iż fundusze surowcowe są bardziej płynne. Wynika to z faktu, że fundusze surowcowe funkcjonują na płynnych rynkach, na których stosunkowo łatwo można zbyć instrumenty (McCary 2004, s. 7).

### 3. Fundusze surowcowe jako inwestycje alternatywne

Surowce stanowią zróżnicowaną grupę. Wyróżnia się surowce szlachetne (złoto, srebro, platyna), surowce energetyczne (ropa naftowa, gaz ziemny, węgiel), metale przemysłowe (aluminium, miedź, pallad itp.), a także surowce rolne (pszenica, kukurydza, kakao itp.) (Mikita, Pełka 2009, s. 173). Podział na surowce szlachetne i przemysłowe nie jest jednoznaczny, gdyż złoto, a zwłaszcza srebro, są wykorzy-

stywane również w przemyśle czy medycynie (Gierałtowska 2013, s. 91). R. Eller i Ch. Sagerer (Eller, Sagerer 2008, s. 681–711) zaproponowali bardziej szczegółową klasyfikację surowców na surowce twarde (*hard commodities*) i surowce miękkie (*soft commodities*). Dokładny podział przedstawiono na rysunku 1.



**Rysunek 1.** Klasyfikacja surowców

**Źródło:** Eller, Sagerer 2008, s. 682.

Inwestowanie w surowce może odbywać się w kilku wariantach (Fabozzi, Fuss 2008, s. 10):

1. Inwestycje bezpośrednie na rynku danego surowca;
2. Inwestycje pośrednie w akcje spółek surowcowych;
3. Fundusze surowcowe;
4. Instrumenty pochodne powiązane z surowcami (*commodity futures*);
5. Produkty strukturyzowane powiązane z indeksami surowcowymi futures (*commodity futures indexes*).

Rynek surowców zdominowany jest przez inwestorów instytucjonalnych (Krawiec 2012, s. 85). Jednakże inwestorzy indywidualni mają możliwość ulokowania kapitału na tym rynku poprzez fundusze surowcowe. Zaletami skorzystania z tej

formy inwestycji są: dywersyfikacja portfela, profesjonalne zarządzanie portfelem, brak konieczności znajomości specyfiki rynku, a także niskie wymagania kapitałowe. Natomiast wadą są opłaty związane z przystąpieniem do funduszu inwestycyjnego. Inwestorzy indywidualni mogą wybierać między różnymi rodzajami funduszy surowcowych (Balarie 2007, s. 61): funduszami zasobów naturalnych (*natural resource funds*), funduszami sektorowymi (*sector specific mutual funds*) oraz funduszami futures (*commodity futures mutual funds*). Polityka inwestycyjna pierwszych z wymienionych funduszy skupia się na inwestycjach w akcje spółek związanych z produkcją oraz przetwarzaniem zasobów naturalnych. Fundusze sektorowe inwestują w daną grupę surowców, natomiast fundusze futures inwestują w instrumenty pochodne. Niejednokrotnie charakteryzują się zarządzaniem pasywnym, gdyż ich celem jest odwzorowywanie indeksów futures (*commodity futures index*).

## 4. Metodyka badania i źródła danych

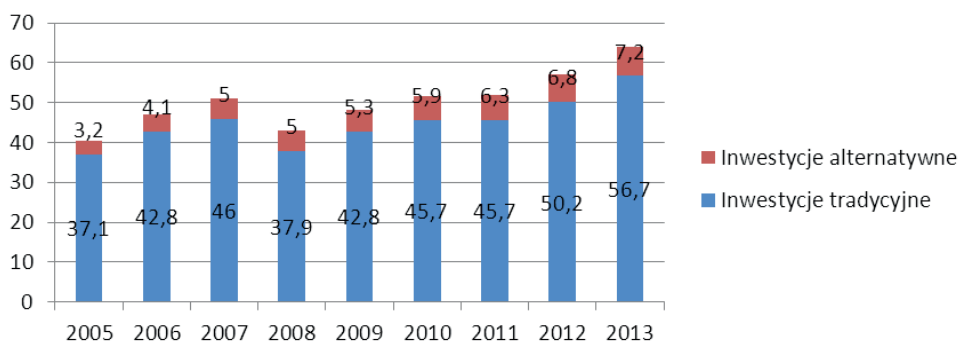
W celu ukazania obecnego stanu rynku funduszy alternatywnych w Polsce podano wartości aktywów netto (WAN), będących w zarządzaniu tych funduszy na przestrzeni ostatnich ośmiu lat (od 2008 do 2015 roku). Wartości te uzyskano w wyniku analizy miesięcznych raportów Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFA)<sup>1</sup>. Na polskim rynku finansowym zidentyfikowano 11 funduszy surowcowych. Jako podstawę włączenia funduszu do grupy funduszy surowcowych przyjęto definicję zaproponowaną przez IZFA, zgodnie z którą do funduszy surowcowych zalicza się te podmioty, które co najmniej 66% wartości aktywów inwestują w instrumenty finansowe powiązane z rynkami surowców (np.: akcje spółek surowcowych lub towarowe instrumenty pochodne). W wyniku analizy informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz kartach funduszy dokonano charakterystyki funduszy surowcowych w Polsce. Zwrócono szczególną uwagę na rekomendowane wzorce (*benchmarks*), które pozwoliły na ocenę efektywności tych funduszy. Analiza składu portfela umożliwiła określenie stosowanej strategii inwestycyjnej. Rekomendowany horyzont inwestycyjny dla funduszy surowcowych wynosi od 3 do 5 lat, dlatego też wyznaczono historyczne stopy zwrotu z inwestycji w fundusze, w okresach od miesięcznego do pięcioletniego. Stopy zwrotu są powszechnie wykorzystywane do porównywania efektywności funduszy (Jajuga, Jajuga 2012, s. 93). Uzyskano 61 obserwacji miesięcznych stóp zwrotu od 31.12.2010 do 31.12.2015 roku. Zbadano również korelację wycen jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy surowcowych z indeksami rynkowymi, gdyż brak powiązania jest jedną z najważniejszych cech inwestycji

<sup>1</sup> <http://www.izfa.pl> (dostęp: 30.04.2016).

o charakterze alternatywnym. W literaturze światowej możemy znaleźć wiele badań potwierdzających niską korelację inwestycji na rynku surowców (pośrednio bądź też bezpośrednio związanych z surowcami) z tradycyjnymi aktywami inwestycyjnymi oraz indeksami giełdowymi (patrz: Gorton, Rouwenhors 2006, s. 47–68; Chong, Miffre 2006, s. 61–75).

## 5. Wyniki i dyskusja

Zmiany w globalnej wartości aktywów w latach 2005–2013, z wyszczególnieniem wielkości inwestycji tradycyjnych i inwestycji alternatywnych, przedstawiono na wykresie 1. Zauważalny jest znaczący wzrost wartości aktywów lokowanych w inwestycje alternatywne po okresie największych spadków na rynkach finansowych w 2008 roku.



**Wykres 1.** Globalna wartość aktywów inwestycyjnych w latach 2005–2013 [w bln USD]

**Źródło:** *The Trillion-Dollar Convergence...* 2014.

Na koniec grudnia 2013 roku wielkość aktywów ulokowanych w inwestycjach alternatywnych przekroczył 7,2 bln USD, co stanowiło blisko 12% ogółu aktywów. Badania wykazują, iż już 10–20% udział aktywów alternatywnych w portfelu inwestycyjnym przekłada się na znaczące obniżenie ryzyka oraz maksymalizację stóp zwrotu (Schneeweis, Karavas 2002). W związku z tym trend wzrostowy wartości inwestycji alternatywnych prawdopodobnie utrzyma się również w kolejnych latach.

Rynek funduszy alternatywnych w Polsce w ostatnich kilku latach odnotował dodatnią dynamikę zmian wartości aktywów netto. Wartości WAN głównych rodzajów funduszy alternatywnych na polskim rynku finansowym w latach 2008–2015 zaprezentowano w tabeli 2.

**Tabela 2.** Zestawienie wartości aktywów netto wybranych funduszy alternatywnych na polskim rynku finansowym w latach 2008–2015 [w mln zł]

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Surowcowe	46	118	288	448	519	249	324	449
Private equity	4861	5503	11 392	21 501	23 352	37 176	39 741	98 041
Nieruchomości	2523	2599	2633	3321	3486	2487	2131	1867
Sekurytyzacyjne	850	924	728	1612	2071	1655	2638	5110
Absolutnej stopy zwrotu	–	–	–	2948	4419	8579	8569	12 127
Suma wszystkich krajowych funduszy [w mld zł]	73,67	93,5	115,6	114,37	145,82	188,94	208,93	252,17

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie raportów miesięcznych dotyczących wartości WAN przygotowanych przez IZFA.

W okresie od 2008 do 2015 roku wartość aktywów będących w posiadaniu zarządzających funduszami alternatywnymi wzrosła ponad 14-krotnie, do poziomu 117 594 mln zł. Z kolei udział aktywów funduszy alternatywnych w aktywach ogółem funduszy inwestycyjnych na koniec grudnia 2008 roku wynosił 11%, natomiast w grudniu 2015 roku – ponad 46%. Jednakże należy podkreślić, iż ze względu na niepubliczny charakter znacznej części funduszy trudno oszacować dokładną wartość aktywów netto funduszy alternatywnych.

Na polskim rynku fundusze surowcowe pojawiły się relatywnie późno, bo w 2008 roku. W grudniu 2015 roku na polskim rynku funkcjonowało 11 funduszy (subfunduszy), które zgodnie z przyjętą definicją IZFA można zaliczyć do funduszy surowcowych. Ich syntetyczną charakterystykę zaprezentowano w tabeli 3. Z punktu widzenia oceny efektywności funduszy surowcowych najistotniejszą cechą stanowi wykorzystywany wzorzec (*benchmark*). Określa on punkt odniesienia do porównywania różnych portfeli inwestycyjnych (Ostrowska 2014, s. 141). Benchmark uzależniony jest od stosowanej polityki inwestycyjnej i składu portfela inwestycyjnego.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 3, nie wszystkie fundusze surowcowe funkcjonują na podstawie wzorca odniesienia. Zarządzający funduszami bez określonego benchmarku skupiają się na uzyskiwaniu jak najwyższych absolutnych stóp zwrotu.

W tabeli 4 zestawiono stopy zwrotu krajowych funduszy surowcowych w latach 2011–2015. Minimalny rekomendowany okres inwestycji w fundusze surowcowe wynosi od 3 do 5 lat<sup>2</sup>. W związku z tym za górny przedział czasowy historycznych stóp zwrotu przyjęto okres 60 miesięcy.

<sup>2</sup> Na podstawie rekomendacji poszczególnych funduszy inwestycyjnych.

Tabela 3. Charakterystyka uwzględnionych w badaniu funduszy surowcowych

Fundusz	Data uruchomienia	Skład portfela	Opłaty	Benchmark
Investor Gold FIZ	16.10.2006 r.	– wystandaryzowane instrumenty pochodne, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny rynkowej złota, a także srebra, platyny i palladu; – akcje spółek, które działają w branży poszukiwania, rozwoju i eksploatacji złóż metali szlachetnych oraz złóż polimetalicznych, w których złoto, srebro, platyna i pallad stanowią istotną część.	– opłata za nabycie do 4,00%, – opłata stała 3,00%, – opłata za wyniki 20,00% zysku, pobierana, jeśli zysk przekracza 15,00% w skali roku.	Brak
Investor Gold Otwarty	7.10.2008 r.	– jednostki uczestnictwa emitowane przez subfundusz DWS Invest Gold and Precious Metals Equities zagranicznego funduszu DWS Invest lub jednostki uczestnictwa zagranicznego funduszu DWS Gold Plus (udział jednostek uczestnictwa tych funduszy w aktywach może wynosić od 70% do 100%); – dłużne papiery wartościowe; – instrumenty rynku pieniężnego emitowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostki samorządu terytorialnego i inne władze publiczne (w tym państw członkowskich Unii Europejskiej), przedsiębiorstwa; – depozyty bankowe.	– opłata za nabycie do 5,00%, – opłata za zarządzanie 4,00%.	90% Gold (cena złota przeliczona na polską walutę), 10% 6-miesięczna stawka WIBID
PKO Akcji Rynku Złota (Parasolowy FIO)	15.05.2015 r.	– akcje wybranych spółek operujących na rynku złota i innych metali szlachetnych (głównie kopalnie zajmujące się wydobywaniem kruszcu).	– opłata za zarządzanie 1,60%–2,10%, – opłata za nabycie i odkupienie do 1,49%.	100% Arca Gold Miners NYSE
QUERCUS Gold (Parasolowy SFIO)	07.05.2012 r.	– kontrakty terminowe na złoto notowane na rynku COMEX prowadzonym przez New York Mercantile Exchange; – inne wystandaryzowane instrumenty pochodne notowane na rynkach regulowanych lub zorganizowanych, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny złota.	– opłata za nabycie 1,00%–3,80%, – opłata za zarządzanie 3,80%.	Brak



Superfund Goldfuture	17.10.2007 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- opłata za nabycie 4,50%,</li> <li>- opłata za umorzenie 2,00%,</li> <li>- opłata za zarządzanie do 3,50%.</li> </ul>	Brak
Allianz Surowców i Energii	09.01.2014 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- od 60% do 100% aktywów lokowanych jest w jednostki i tytuły uczestnictwa funduszy, które inwestują w papiery wartościowe spółek prowadzących działalność w zakresie poszukiwania, wydobywania, przetwarzania lub pozyskiwania surowców (w tym: ropy naftowej, gazu i szeroko rozumianej energii) lub naśladują indeksy oparte na akcjach takich spółek; - inwestycje bezpośrednio w udziałowe i dłużne papiery wartościowe.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- opłata za nabycie 0,75%-4,00%,</li> <li>- opłata za zarządzanie 4,00%.</li> </ul>	90% Bloomberg Commodity Index Total Return + 10% WIBID O/N
BPH Globalny Żywności i Surowców	16.12.2008 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- min. 50% aktywów inwestowanych jest w akcje spółek związanych z sektorem żywności i surowców oraz instrumenty (w tym fundusze oraz pochodne) związane z cenami surowców; - do 50% aktywów inwestowanych jest w instrumenty dłużne i waluty; - akcje spółek związanych z rynkiem surowców oraz instrumentów bezpośrednio związanych z cenami surowców.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- opłata za nabycie 0,75%-3,00%,</li> <li>- opłata za zarządzanie 4,00%.</li> </ul>	75% Reuters/ Jefferies CRB Excess Return Index + 25% WIBID3M
Open Finance Surowcowy FIZ	03.12.2013 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- instrumenty finansowe odzwierciedlające kurs towarów giełdowych lub indeksów surowcowych; - akcje spółek związanych z sektorem surowcowym; - od 0% do 100% aktywów lokowanych jest w każdą z poszczególnych kategorii lokat: udziałowe i dłużne papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki i tytuły uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych, depozyty bankowe.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- opłata za zarządzanie do 4,75%,</li> <li>- opłata zmienna 20% od zysku ponad 10% rocznie.</li> </ul>	Brak
Pioneer Surowców i Energii	15.07.2008 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- do 50% aktywów lokowane jest w tytuły uczestnictwa Pioneer Funds Commodity Alpha; - do 50% w Pioneer S.F. - EUR Commodities; - do 50% w Pioneer Funds Austria - Gold Stock; - do 50% w Pioneer Funds Austria - Energy Stock.; - do 30% środków może być inwestowane w tytuły innych funduszy Pioneer Funds, Pioneer S.F. oraz Pioneer Funds Austria; - obligacje, instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty bankowe.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- opłata za nabycie 0,50%-5,00%,</li> <li>- opłata za zarządzanie 2,20%.</li> </ul>	75% Thomson Reuters Core Commodity CRB Index + 10% AMEX Gold Miners Index (EUR) + 10% MSCI World Energy Index (EUR) + 5% WIBID

Tabela 3. (cd.)

Fundusz	Data uruchomienia	Skład portfela	Opłaty	Benchmark
PZU FIZ Surowcowy	03.09.2015 r.	– lokat w towarowe instrumenty pochodne, na rynku krajowym i zagranicznym, a także inne instrumenty finansowe dające ekspozycję na sektor surowcowy, towarowy lub energetyczny.	– opłata za zarządzanie 3,00%, – opłata zmienna 20% powyżej 7% rocznego zysku.	Brak
Skarbiec Rynków Surowcowych	07.01.2008 r.	– co najmniej 66% aktywów lokowane jest w instrumenty finansowe oparte na cenach surowców, w tym jednostki uczestnictwa funduszy surowcowych oraz akcje spółek, których działalność jest związana z wydobywaniem lub przetwórstwem surowców; – instrumenty rynku pieniężnego, dłużne papiery wartościowe lub depozyty.	– opłata za nabycie 1,75%–5,00%, – opłata za zarządzanie 4,00%; – opłata zmienna 25% od wzrostu wartości jednostki powyżej benchmarku, liczonego w kwartalnych okresach rozliczeniowych.	100% Reuters/ Jefferies CRB Index, pomniejszone o koszty zarządzania

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych oraz kart poszczególnych funduszy.

Tabela 4. Stopy zwrotu funduszy surowcowych w latach 2011–2015

Stopy zwrotu	Fundusz										Skarbiec Rynków Surowcowych
	Investor Gold FIZ	Investor Gold Otwarty	PKO Akcji Rynku Złota (Parasolowy FIO)	QUERCUS Gold (Parasolowy SFIO)	Superfund Goldfuture	Allianz Surowców i Energii	BPH Globalny Żywności i Surowców	Open Finance Surowcowy FIZ	Pioneer Surowców i Energii	PZU FIZ Surowcowy	
1 m	-0,45%	-2,43%	-0,61%	-0,67%	-3,90%	-6,14%	-2,63%	-1,25%	-3,37%	-0,49%	-3,87%
3 m	-5,52%	-2,46%	-0,47%	-5,24%	0,13%	1,92%	-8,40%	-2,00%	-4,39%	-1,58%	-10,26%
6 m	-10,79%	-10,24%	-	-10,89%	-8,78%	-10,78%	-18,40%	-2,88%	-17,70%	-	-22,21%
12 m	-12,36%	-6,44%	-	-13,91%	-14,09%	-14,94%	-22,31%	0,54%	-19,17%	-	-28,48%
36 m	-45,80%	-36,76%	-	-55,51%	-29,88%	-	-39,10%	-	-36,08%	-	-48,07%
60 m	-44,85%	-28,58%	-	-	-34,14%	-	-46,15%	-	-42,56%	-	-57,59%

Źródło: opracowanie własne na podstawie wartości jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych.

Tabela 5. Wartości współczynnika korelacji funduszy surowcowych z wybranymi indeksami giełdowymi w latach 2011–2015

Fundusz	NASDAQ Composite	S&P 500	FTSE 250	WIG
Investor Gold FIZ	0,2514	0,2071	0,2594	0,3814
Investor Gold Otwarty	0,0368	-0,0399	0,0817	0,2169
PKO Akcji Rynku Złota (Parasolowy FIO)	0,7537	0,7126	0,3848	0,9874
QUERCUS Gold (Parasolowy SFIO)	0,1172	0,0573	0,2093	0,2899
Superfund Goldfuture	0,1840	0,1939	0,1722	0,0868
Allianz Surowców i Energii	0,6716	0,6789	0,4553	0,4312
BPH Globalny Żywności i Surowców	0,4977	0,5218	0,4571	0,5126
Open Finance Surowcowy FIZ	0,3437	0,2945	0,3403	0,4980
Pioneer Surowców i Energii	0,4149	0,4241	0,3875	0,4004
PZU FIZ Surowcowy	0,6484	0,7176	0,2443	0,9532
Skarbiec Rynków Surowcowych	0,4783	0,5124	0,4121	0,4215

Źródło: opracowanie własne.

Ostatnie 5 lat nie było okresem sprzyjającym wysokim stopom zwrotu dla inwestujących w fundusze surowcowe. Żaden z funduszy bowiem nie wygenerował dodatnich stóp zwrotu powyżej rocznego horyzontu inwestycyjnego. Długoterminowe 5-letnie stopy zwrotu wahały się od  $-57,59\%$  (Skarbiec Rynków Surowcowych) do  $-28,58\%$  (Investor Gold Otwarty). Roczne stopy zwrotu znajdowały się w przedziale od  $-28,48\%$  (Skarbiec Rynków Surowcowych) do  $0,54\%$  (Open Finance Surowcowy FIZ). Fundusze, które najkrócej funkcjonują na rynku (poniżej 1 roku), charakteryzują się relatywnie lepszymi wynikami inwestycyjnymi niż pozostałe fundusze. Najwyższe stopy zwrotu odnotowano w przypadku funduszu Allianz Surowców i Energii dla okresu 3 miesięcznego ( $1,92\%$ ). Warto zauważyć, iż jest to jeden z funduszy, który funkcjonuje na rynku od mniej niż roku. Co ciekawe – ten sam fundusz charakteryzuje się zdecydowanie najniższą miesięczną (czyli najkrótszą z uwzględnionych) stopą zwrotu na poziomie  $-6,14\%$ . Ujemne stopy zwrotu znajdują uzasadnienie w sytuacji na rynkach surowców, które znajdują się w portfelach inwestycyjnych funduszy. W ostatnich 5 latach cena za uncję złota obniżyła się o ponad  $20\%$ , a srebra o  $50\%$ <sup>3</sup>.

Fundusze surowcowe są przykładem funduszy alternatywnych, toteż z definicji nie powinny być skorelowane z rynkiem tradycyjnym. W tabeli 5 przedstawiono wartości współczynnika korelacji między poszczególnymi funduszami i wybranymi indeksami giełdowymi w latach 2011–2015. Indeksy giełdowe wybrano na podstawie analizy wskazanego w kartach funduszy składu portfela inwestycyjnego.

Zgodnie z oczekiwaniami odnotowano wartości współczynnika korelacji na bardzo niskim poziomie. Jedyny wyjątek stanowi bardzo silna dodatnia korelacja PKO Akcji Rynku Złota oraz PZU FIZ Surowcowy z szerokim indeksem WIG – odpowiednio  $0,9874$  i  $0,9532$ . W przypadku PKO Akcji Rynku Złota tak wysokie skorelowanie z rynkiem kapitałowym wynika z polityki inwestycyjnej. Aktywa funduszu inwestowane są przede wszystkim w akcje kopalni, które zajmują się wydobywaniem kruszcu. Natomiast PZU FIZ Surowcowy inwestuje głównie w towarowe instrumenty pochodne i inne instrumenty finansowe. Bardzo wysoka replikacja WIG wynika z ekspozycji na sektor energetyczny oraz znacznego udziału inwestycji na krajowym rynku.

W tabeli 6 zestawiono wartości współczynnika korelacji między funduszami surowcowymi a indeksami, które stanowią dla nich benchmark.

**Tabela 6.** Korelacja funduszy surowcowych z benchmarkami w latach 2011–2015

Fundusz	Investor Gold Otwarty	PKO Akcji Rynku Złota (Parasolowy FIO)	Allianz Surowców i Energii	BPH Globalny Żywności i Surowców	Pioneer Surowców i Energii	Skarbiec Rynków Surowcowych
Benchmark*	0,968336	0,990428	0,796412	0,920729	0,572422	0,910223

\* Zgodnie z tabelą 3.

**Źródło:** opracowanie własne.

3 Obliczenia własne na podstawie cen złota i srebra pozyskanych z historycznych wycen dostępnych na portalu <http://www.stooq.pl>.

Z analizowanych 11 funduszy tylko w odniesieniu do 6 funduszy określony był wzorzec. W przypadku PKO Akcji Rynku Złota i Investor Gold Otwarty możemy zauważyć silną replikację indeksu – współczynniki korelacji wynoszą odpowiednio 0,990428 i 0,968336. Oba fundusze prowadzą politykę inwestycyjną, której podstawę stanowią pośrednie inwestycje w złoto. Bardzo wysokie współczynniki korelacji zauważalne są dla BPH Globalny Żywności i Surowców oraz Skarbiec Rynków Surowcowych – 0,920729 i 0,910223. Natomiast najslabiej skorelowany z portfelem wzorcowym jest Pioneer Surowców i Energii, dla którego współczynnik korelacji wynosi 0,572422.

**Tabela 7.** Stopy zwrotu benchmarków w latach 2011–2015

Stopy zwrotu	90% Gold, 10% 6-miesięczna stawka WIBID	100% Arca Gold Miners NYSE	90% Bloomberg Commodity Index Total Return + 10% WIBID O/N	75% Reuters/Jefferies CRB Excess Return Index + 25% WIBID3M	75% Thomson Reuters Core Commodity CRB Index + 10% AMEX Gold Miners Index (EUR) + 10% MSCI World Energy Index (EUR) + 5% WIBID	100% Reuters/Jefferies CRB Index
1 m	-0,30%	0,84%	-3,08%	-6,66%	-5,58%	-6,68%
3 m	-7,07%	-7,80%	-10,12%	-5,78%	-6,72%	-5,79%
6 m	-3,08%	0,19%	-14,37%	-9,86%	-8,53%	-9,89%
12 m	-10,27%	-25,52%	-24,66%	-16,59%	-19,34%	-16,59%
36 m	-36,69%	-70,38%	-43,43%	-38,23%	-21,35%	-38,12%
60 m	-20,38%	-74,51%	-51,96%	-46,59%	-31,63%	-46,54%

**Źródło:** opracowanie własne.

W celu porównania efektywności uzyskiwanych przez fundusze surowcowe wyników z portfelem wzorcowym wyznaczono ich stopy zwrotu. Wyniki zestawiono w tabeli 7. Stopy zwrotu uzyskiwane z inwestycji w fundusz Investor Gold Otwarty były wyższe niż benchmark w przypadku 3-miesięcznego oraz rocznego horyzontu inwestycji. Natomiast Allianz Surowców i Energii uzyskał niższe stopy zwrotu niż wzorzec jedynie w najkrótszym (miesięcznym) okresie inwestycji. BPH Globalny Żywności i Surowców wygenerował wyższe stopy zwrotu niż benchmark jedynie w dwóch okresach – miesięcznym i 5-letnim, choć w przypadku 60-miesięcznej stopy zwrotu różnica pomiędzy funduszem a benchmarkiem wyniosła zaledwie 0,4 punktu procentowego. Krótkookresowe (horyzont czasowy wynoszący miesiąc, 3 miesiące i rok) inwestycje w Pioneer Surowców i Energii okazały się bardziej

dochodowe niż w przypadku wzorca. W przypadku funduszu Skarbiec Rynków Surowcowych jedynie stopy zwrotu uzyskane w okresie miesięcznym były wyższe niż w odniesieniu do portfela wzorcowego. Wyniki stóp zwrotu dla benchmarków są wyższe niż dla funduszy surowcowych w przypadku 3-letnich i 5-letnich okresów inwestycyjnych, co wskazuje na niską efektywność funduszy surowcowych w Polsce.

## 6. Podsumowanie

Inwestycje alternatywne zyskują coraz większe zainteresowanie ze strony inwestorów – zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Stanowią one ciekawą i jednocześnie różnorodną opcję lokowania środków. Polski rynek funduszy surowcowych wciąż znajduje się w początkowej fazie rozwoju. Wyniki tych funduszy w dużej mierze uzależnione są od zmiany cen surowców oraz zmiany cen akcji spółek związanych z wydobywaniem i przetwarzaniem surowców. Alternatywny charakter inwestycji w fundusze surowcowe znajduje swoje odzwierciedlenie w niskich współczynnikach korelacji z indeksami rynkowymi. Ostatnie 5 lat inwestycji w fundusze surowcowe odznaczało się uzyskiwaniem ujemnych stóp zwrotu. Jest to skutek znacznych spadków cen surowców, które mają istotny udział w portfelach inwestycyjnych poszczególnych funduszy. Porównując stopy zwrotu z portfelami rynkowymi, można wskazać na niską efektywność inwestycji w fundusze surowcowe. Mimo niekorzystnych wyników funduszy surowcowych w latach 2011–2015 na rynku pojawiają się nowe fundusze inwestujące zarówno pośrednio, jak i bezpośrednio na rynku surowców. Wzrasta również wartość aktywów netto, będąca w zarządzaniu funduszy surowcowych. Stabilizacja na rynku surowców oraz wykorzystywanie nowatorskich strategii inwestycyjnych powinno okazać się kluczowe dla przyszłości tej grupy funduszy w Polsce.

## Bibliografia

- Balarie E. (2007), *Commodities for Every Portfolio*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Büyüksahin B., Haigh M., Robe M. (2010), *Commodities and Equities: Ever a "Market of One"?*, Journal of Alternative Investments nr 12, p. 76–95.
- Chong J., Miffre J. (2006), *Conditional Correlation and Volatility in Commodity Futures and Traditional Asset Markets*, Journal of Alternative Investments, Vol. 12, No. 3, p. 61–75.
- Eller R., Sagerer Ch. (2008), *An Overview of Commodity Sectors*, [in:] F.J. Fabozzi, R. Fuss, D.G. Kaiser, *The Handbook of Commodity Investing*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.

- Fabozzi F.J., Fuss R. (2008), *A Primer on Commodity Investing*, [in:] F.J. Fabozzi, R. Fuss, D.G. Kaiser, *The Handbook of Commodity Investing*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Gieraltowska U. (2013), *Inwestowanie w metale szlachetne jako alternatywna forma lokowania kapitału*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 323.
- Gorton G., Rouwenhorst K.G. (2006), *Facts and Fantasies about Commodity Futures*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No. 2, p. 47–68.
- Jajuga K., Jajuga T. (2012), *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kościelniak G. (1998), *Fundusze powiernicze*, Zakamycze, Kraków.
- Krawiec M. (2012), *Testing the Granger causality for commodity mutual funds in Poland and commodity prices*, *Quantitative Methods in Economics*, XIII-2.
- McCary S.A. (2004), *Hedge Fund Course*, New York.
- Mikita M., Pełka W. (2009), *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa.
- Mishkin F. (2011), *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25, No. 1, Winter 2011, p. 49–70.
- Ostrowska E. (2014), *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny*, C.H. Beck, Warszawa.
- Perez K. (2011), *Fundusze hedge. Istota, strategie i potencjał rynku*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Perez K. (2012), *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Schneeweis T., Karavas V.N., Georgiev G. (2002), *Alternative Investments in the Institutional Portfolio*, AIMA.
- The Trillion-Dollar Convergence: Capturing the Next Wave of Growth in Alternative Investments* (2014), McKinsey&Company, [http://dailyalts.com/wp-content/uploads/2014/08/McKinsey-Company\\_2014\\_Capturing-the-Next-Wave-of-Growth-in-Alternative....pdf](http://dailyalts.com/wp-content/uploads/2014/08/McKinsey-Company_2014_Capturing-the-Next-Wave-of-Growth-in-Alternative....pdf) (dostęp: 20.04.2016).

## FUNDUSZE SUROWCOWE NA RYNKU INWESTYCJI ALTERNATYWNYCH W POLSCE

### Streszczenie

Celem artykułu jest określenie obecnego stanu rynku funduszy surowcowych w Polsce oraz ocena ich efektywności. Cel ten osiągnięto poprzez analizę struktury rynku funduszy alternatywnych (w tym funduszy surowcowych), wyznaczenie stóp zwrotu z inwestycji w fundusze surowcowe w Polsce, a także zbadanie korelacji funduszy z tradycyjnym rynkiem oraz portfelami rynkowymi poszczególnych funduszy. Alternatywny charakter inwestycji w fundusze surowcowe znajduje swoje odzwierciedlenie w niskich współczynnikach korelacji z indeksami rynkowymi. Ostatnie 5 lat inwestycji w fundusze surowcowe odznaczało się uzyskiwaniem ujemnych stóp zwrotu. Jest to skutek znacznych spadków cen surowców, które mają istotny udział w portfelach inwestycyjnych poszczególnych funduszy. Mimo niekorzystnych wyników funduszy surowcowych w latach 2011–2015 na rynku pojawiają się nowe fundusze inwestujące zarówno pośrednio, jak i bezpośrednio na rynku surowców. Wzrasta również wartość aktywów netto, będąca w zarządzaniu funduszy surowcowych. Stabilizacja na rynku surowców i wykorzystywanie nowatorskich strategii inwestycyjnych powinno okazać się kluczowe dla przyszłości tej grupy funduszy w Polsce.

**Słowa kluczowe:** inwestycje alternatywne, fundusze surowcowe, benchmark, efektywność

## COMMODITY FUNDS IN THE MARKET OF ALTERNATIVE INVESTMENTS IN POLAND

### Summary

The aim of the paper to identify the current state of the market commodity funds in Poland and assessment of their effectiveness. This object is achieved by analyzing the structure of the market of alternative funds (including commodity funds), setting rates of return on investments in the commodity funds in Poland, and to investigate the correlation of funds from the traditional market and the market portfolio of individual funds. The alternative nature of investments in commodity funds is reflected in the low coefficients of correlation with market indexes. The last 5 years of investment in commodity funds was characterized by obtaining negative returns. This is a result of significant declines in commodity prices, which have a significant share in the investment portfolios of individual funds. Despite the negative results of commodity funds in 2011–2015 in the market, there are new funds investing indirectly as well as directly on the raw materials market. Net asset value, which is in managing commodity funds is increasing. The stabilization of the market of raw materials and use of innovative investment strategies should prove crucial for the future of this group of funds in Poland.

**Keywords:** alternative investments, commodity funds, benchmark, effectiveness