

Lukasz Satola

Dynamika wartości aktywów na polskim rynku funduszy inwestycyjnych

The dynamics of the assets on the Polish mutual fund market

W artykule podjęto problematykę zmiany wartości aktywów zarządzanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Analiza dotyczy okresu zmiennej koniunktury na rynkach kapitałowych. Na tym tle przedstawiono dynamikę wartości aktywów netto w poszczególnych grupach funduszy. Wskazano również na czynniki, które oddziaływały na decyzje inwestorów odnośnie wyboru określonych rodzajów funduszy. Badania dowiodły, że największy udział w wartości aktywów mają fundusze akcji oraz mieszane, natomiast najszybciej rozwijającą się grupą są fundusze nieruchomości i sekurytyzacyjne. Maleje znaczenie funduszy ochrony kapitału oraz stabilnego wzrostu.

Wstęp

Idea funduszy inwestycyjnych sprowadza się do łączenia środków finansowych inwestorów indywidualnych w celu zbiorowego ich inwestowania w różne instrumenty finansowe, przy wykorzystaniu profesjonalnej wiedzy osób nimi zarządzających.¹ Korzyści dla inwestorów indywidualnych oprócz powierzenia zarządzania swoimi środkami specjalistom wynikają również z faktu poszerzenia możliwości inwestycyjnych, które z uwagi na niewystarczający kapitał, bądź ze względu na inne ograniczenia nie byłyby im dostępne. Te okoliczności sprawiają, że stopa zwrotu z funduszy inwestycyjnych może być wyższa niż w przypadku tradycyjnych form lokowania nadwyżek finansowych przez osoby fizyczne (np. rachunki oszczędnościowe, terminowe lokaty bankowe, itp.).

Jako rozwój rynku funduszy inwestycyjnych traktuje się proces zmian jego wielkości oraz struktury będący efektem napływu środków pieniężnych do funduszy działających na określonym terytorium.² Na wstępie należy zaznaczyć, iż samo pojęcie przepływu kapitału na rynku funduszy inwestycyjnych może być różnie mierzone. Dla potrzeb artykułu w ocenie napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych posłużono się miarą wartości aktywów netto (WAN), która oznacza rynkową wartość aktywów danego funduszy w dniu wyceny pomniejszoną o wielkość jego zobowiązań.

Celem artykułu jest przedstawienie zmian wartości aktywów, jakie zaszły na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w końcowym okresie ostatniej hossy na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz w następującym po niej okresie dynamicznych spadków na rynkach finansowych. Analizie poddano w tym zakresie przepływy kapitału, jakie następowały pomiędzy wyselekcjonowanymi grupami funduszy inwestycyjnych.

¹ Por. M. Bojańczyk: Rola funduszy inwestycyjnych w warunkach globalizacji, Wyd. SGH, Warszawa, 2007, s. 89.

² K. Gabryelczyk: Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność, Wyd. Oficyna Ekonomiczna, Kraków, 2006, s. 201.

Zakres czasowy prowadzonej analizy obejmuje okres od końca 2006 r. do marca 2010 r. Do pełnej analizy uwzględniono wartości aktywów poszczególnych rodzajów funduszy z końca każdego miesiąca, natomiast w opracowaniu – z uwagi na konieczność ograniczenia objętości i przejrzystość prezentowanych danych – posłużono się wartościami z końca każdego kwartału.

Taki dobór został wykonany w sposób celowy, aby ująć czas ostatnich, bardzo dynamicznych wzrostów na GPW (z pierwszej części 2007 r.), następnie okresu korekty wycen akcji oraz rozpoczętego na jesieni 2007 r., przebiegającego z różną intensywnością, okresu bessy na rynkach kapitałowych oraz ponownej fali wzrostów zapoczątkowanej w lutym 2009 r.. Taki przedział czasowy umożliwił ocenę zachowań inwestorów działających w zróżnicowanych warunkach panujących na rynku kapitałowym.

Zakres merytoryczny opracowania skoncentrowany został wokół dynamiki wartości aktywów ulokowanych przez inwestorów w poszczególnych grupach funduszy inwestycyjnych. Ocenie poddano przepływy kapitału, jakie występowały w okresie zmiennej koniunktury giełdowej pomiędzy funduszami lokującymi aktywa na rynku pieniężnym, kapitałowym oraz w instrumenty dłużne.

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce

Fundusze zbiorowego inwestowania są jednym z istotnych wyznaczników rozwoju rynków finansowych, a stopień rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych jest traktowany jako jedna z miar zaufania społecznego do rynku finansowego.³ Ponadto fundusze inwestycyjne dążąc w swych działaniach do maksymalizacji efektywności stają się ważnym czynnikiem rozwoju gospodarczego kraju.⁴ Warto również zaznaczyć, że fundusze wspólnego inwestowania, z uwagi na fakt, że w dużej mierze oparte są na strategiach inwestycyjnych mających przynosić zysk w długim okresie, wpływają stabilizująco na Giełdę Papierów Wartościowych.⁵

Geneza rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce sięga 1992 r., kiedy rozpoczął działalność pierwszy fundusz powierniczy. Fakt ten był możliwy dzięki uchwaleniu rok wcześniej (25. kwietnia 1991 r.) ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Pierwszym aktem prawnym w pełni poświęconym funduszom zbiorowego inwestowania w Polsce była uchwalona 21. sierpnia 1997 r. ustawa o funduszach inwestycyjnych, która stała się swoistym fundamentem tworzenia tego rynku. Aktualnie obowiązują nowe zapisy ustawy o funduszach inwestycyjnych (z 27. maja 2004 r.), które dostosowały krajowe regulacje prawne do wspólnotowych wymogów w tym zakresie. Zmiany w uregulowaniach prawnych były z jednej strony odpowiedzią na postulaty pojawiające się ze strony zarządzających funduszami, a z drugiej strony w znaczący sposób przyczyniały się do rozwoju całego rynku funduszy inwestycyjnych.⁶

³ K. Sas-Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lassota: Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne, Wyd. WIG-Press, Warszawa, 1998, s. 15.

⁴ T. Barger: Financial institutions, International Finance Corporation, Washington D.C., 1998, s.11.

⁵ G. Kościelniak: Fundusze powiernicze, Wyd. Zakamycze, Kraków, 1998, s. 21.

⁶ Zob. K. Gabryelczyk: Czynniki determinujące napływ kapitału do funduszy inwestycyjnych w Polsce, [w:] Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań, 2009, s.193-207.

Najsilniejszy wpływ na rozwój rynku funduszy wspólnego inwestowania miała ostatnia nowelizacja ustawy. Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) wzrosła bowiem w okresie od lipca 2004 (moment wejścia w życie przepisów ustawy) z 17 do 38 pięć lat później. Liczba zarządzanych przez nie funduszy i subfunduszy zwiększyła się w tym samym czasie z 141 do 540, a zatem odnotowano przyrost o 399 (283% stanu wyjściowego).⁷ Podobny wzrost rynku funduszy inwestycyjnych miał miejsce w krajach Europy Zachodniej, Azji Wschodniej i Stanach Zjednoczonych w latach 90-tych ubiegłego stulecia.⁸

O dynamicznym rozwoju rynku w pięcioletnim okresie funkcjonowania nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych świadczy również znaczący wzrost wartości ulokowanych w nich aktywów z 35 mld zł w końcu czerwca 2004 r. do 77,2 mld zł w połowie 2009 r. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że w okresie szczytu koniunktury na polskim rynku akcji we wrześniu 2007 r. w funduszach inwestycyjnych ulokowanych było ponad 139 mld zł i był to jak dotąd najwyższy wynik w historii polskiego rynku finansowego.

W literaturze proponowanych jest wiele klasyfikacji funduszy inwestycyjnych. Ich podziału dokonuje się z uwagi na różne kryteria, które można zakwalifikować do dwóch zasadniczych grup: prawne i ekonomiczne. Na potrzeby opracowania zastosowano jedno z kryteriów ekonomicznych, a mianowicie prowadzoną politykę inwestycyjną związaną ze sposobem alokacji aktywów funduszu.⁹ Stosując to kryterium wyróżniono następujące rodzaje funduszy inwestycyjnych:

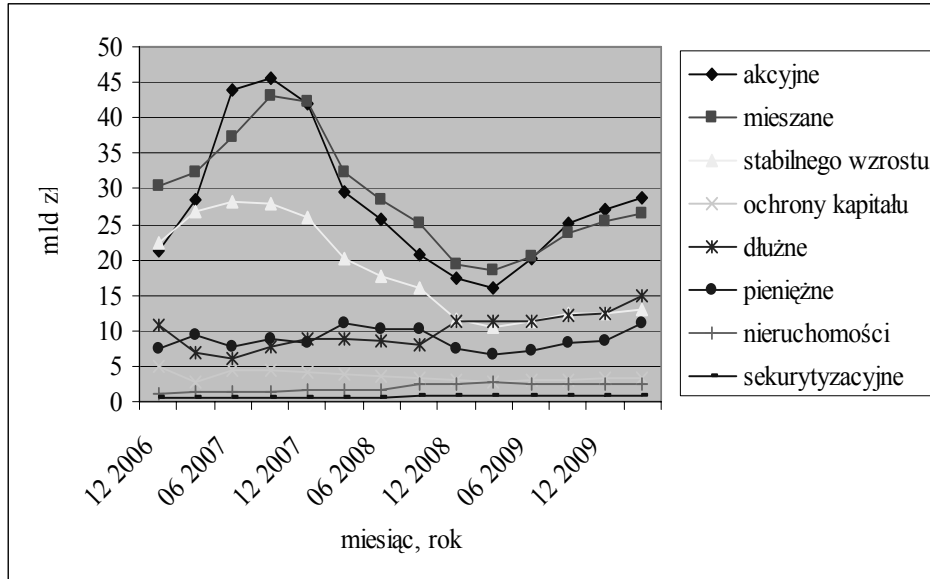
- o akcyjne,
- o mieszane,
- o stabilnego wzrostu,
- o ochrony kapitału,
- o dłużne,
- o pieniężne,
- o nieruchomości,
- o sekurytyzacyjne.

Należy zaznaczyć, iż nie są to wszystkie rodzaje funduszy, w jakich osoby fizyczne i przedsiębiorstwa mogą lokować środki finansowe, tym niemniej stanowią one zdecydowaną większość funduszy działających na polskim rynku, a ponadto wartość ulokowanego w nich kapitału stanowi ponad 90% całkowitych aktywów segmentu funduszy inwestycyjnych w Polsce. Wybór takich rodzajów funduszy został ponadto podyktowany chęcią wskazania kierunków przepływu kapitału będących pochodną decyzji podejmowanych przez inwestorów w okresie zmiennej koniunktury giełdowej. Ocenie poddano bowiem finansowe zaangażowanie inwestorów w tzw. fundusze bezpieczne oraz te, które charakteryzują się tzw. dużą ekspozycją na ryzyko, a więc głównie fundusze akcyjne.

⁷ T. Miziołek: Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych, www.izfa.pl [28.05.2010].

⁸ Zob. D. Fernando, L. Klapper, V. Sulla, D. Vittas: The Global Growth of Mutual Funds, Policy Research Working Paper, vol. 3055, 2003, s. 1-44.

⁹ Por. K. Gabryelczyk: Fundusze inwestycyjne..., op. cit., s. 41-54.



Wykres 1. Wartość aktywów netto ulokowanych w funduszach inwestycyjnych w Polsce w okresie grudzień 2006 – marzec 2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów miesięcznych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA).

W objętym analizą okresie (grudzień 2006 – marzec 2010) sumaryczna wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych wzrosła z 99,160 mld zł do 101,106 mld zł, co oznacza przyrost o 1 946 mln zł (1,96%). Jakkolwiek zmiana ta wydaje się być niewiele znacząca, to do zdecydowanie większych fluktuacji kapitału dochodziło w trakcie trwania okresu badawczego (wyk. 1). Poczynając od grudnia 2006 r. całkowita wartość aktywów funduszy rosła nieprzerwanie aż do września 2007 r., kiedy osiągnęła najwyższy poziom (139,392 mld zł). Od tego momentu, w wyniku załamania na rynkach akcji wartość pieniędzy zarządzanych przez TFI zaczęła systematycznie spadać osiągając najniższy poziom (69,406 mld zł) w marcu 2009 r.. Licząc od szczytu był to zatem spadek o 69,986 mld zł, co oznacza, że w ciągu 18 miesięcy wycena funduszy obniżyła się o nieco ponad połowę (50,21%). W tym samym czasie indeks szerokiego rynku GPW w Warszawie (WIG) spadł z 60 369 pkt do 24 036 pkt, tj. o 60,18%. Jeszcze większe straty były udziałem spółek o średniej kapitalizacji notowanych na GPW – indeks mWIG40 zanotował w tym czasie spadek aż o 69,75%.

Zmiany wartości aktywów funduszy inwestycyjnych

Zmiany ogólnej wartości kapitału ulokowanego w funduszach inwestycyjnych były bezpośrednio związane z jeszcze bardziej dynamicznymi zmianami, jakie miały miejsce w ramach poszczególnych rodzajów funduszy. Znaczące fluktuacje kapitału były z jednej strony wynikiem autonomicznych decyzji inwestorów powierzających pieniądze w zarządzanie towarzystwom funduszy inwestycyjnych, a z drugiej strony – szczególnie w przypadku grupy funduszy akcyjnych – były odzwierciedleniem

dynamicznie zmieniających się wycen instrumentów finansowych, w które lokowały kapitał pochodzący ze sprzedaży jednostek uczestnictwa, a więc głównie akcji przedsiębiorstw oraz rzadziej instrumentów pochodnych.

Tabela 1. Dynamika wartości aktywów netto w poszczególnych grupach funduszy inwestycyjnych (grudzień 2006 = 100) [%]

Rodzaj funduszu	Miesiąc, rok													
	12 2006	03 2007	06 2007	09 2007	12 2007	03 2008	06 2008	09 2008	12 2008	03 2009	06 2009	09 2009	12 2009	03 2010
akcyjne	100,0	134,3	208,2	215,1	199,2	139,6	121,4	98,2	82,9	75,3	95,5	118,8	128,0	136,3
mieszane	100,0	106,8	122,8	142,2	139,5	106,1	93,3	82,6	64,1	60,7	67,6	78,3	83,3	87,4
stabilnego wzrostu	100,0	118,5	125,3	123,7	115,0	90,1	78,8	71,4	51,6	46,8	50,7	54,7	55,7	58,1
ochrony kapitału	100,0	55,4	87,6	89,5	85,0	75,8	71,5	65,1	60,9	56,4	59,4	62,2	65,3	65,5
dłużne	100,0	62,2	56,2	70,3	81,3	82,1	78,0	72,5	103,5	105,1	105,0	111,3	114,8	136,6
pieniężne	100,0	123,3	101,5	115,5	109,8	147,3	135,0	135,6	99,4	89,1	95,3	109,8	114,7	146,0
nieruchomości	100,0	109,1	111,0	123,4	138,8	146,4	154,4	205,3	218,3	230,6	218,9	215,3	224,2	218,1
sekurytyzacyjne	100,0	104,8	110,3	110,5	122,3	129,0	117,4	148,9	162,4	157,1	162,4	169,7	176,3	174,2
Razem	100,0	109,1	130,7	140,6	135,2	109,2	97,3	87,2	74,5	70,0	77,8	88,9	93,7	102,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów IZFiA.

Zdecydowanie największą zmienność wartości aktywów stała się udziałem grupy funduszy akcyjnych (tab.1). Taka sytuacja miała miejsce do początku 2008 r. Później największą dynamikę zaczęły notować fundusze nieruchomości oraz sekurytyzacyjne. Było to w oczywisty sposób skorelowane z sytuacją panującą na rynku kapitałowym i jej wpływem zarówno – w bezpośredni sposób – na wyceny instrumentów finansowych, jak i – w pośredniej formie – na decyzje inwestycyjne lokujących w nich swój kapitał.

Aktywa funduszy akcyjnych rosły w najszybszym tempie w okresie trzech pierwszych kwartałów 2007 r., co było przede wszystkim rezultatem rekordowej sprzedaży jednostek uczestnictwa tych funduszy przez TFI głównie inwestorom indywidualnym. Wysoka sprzedaż jednostek była możliwa dzięki przeprowadzeniu przez TFI kampanii informacyjno-promocyjnej na dużą skalę wskazującej na szczególnie wysokie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Istotnie wówczas na skutek szczególnie korzystnej koniunktury giełdowej wyceny funduszy papierów udziałowych rosły w szczególnie szybkim tempie. Inwestorzy zachęteni perspektywą uzyskania wysokich zysków, często wielokrotnie przekraczających oprocentowanie depozytów bankowych decydowali się na zmianę sposobu oszczędzania z bezpiecznych lokat bankowych na obciążone dużo większym ryzykiem fundusze akcji.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, że decyzje inwestorów o kupnie funduszy akcyjnych nie były w większości poprzedzone pogłębioną analizą ryzyka, a często nie były nawet poparte wystarczającą wiedzą w tym zakresie. Takie zachowania inwestycyjne były rezultatem prowadzonej przez TFI kampanii promocyjnej, a zatem pozostawały bardziej w sferze emocjonalnej, aniżeli racjonalnej analizy i wchodziły w sferę psychologii inwestowania nosząc znamiona tzw. zachowań stadnych. Decyzje o

zakupie jednostek uczestnictwa funduszy akcji były niejednokrotnie wówczas podejmowane pod wpływem namowy znajomych, sąsiadów, czy w wyniku oddziaływania reklam, stąd nie mogą być zaliczone do kategorii racjonalnych zachowań inwestycyjnych.

W krótkim okresie (9 pierwszych miesięcy 2007 r.) nastąpiło podwojenie kwoty środków ulokowanych w funduszach akcyjnych, kiedy wartość ich aktywów osiągnęła 45,495 mld zł, co oznaczało najwyższy (w kwartalnym ujęciu) ich stan w dotychczasowej historii. Tak dynamiczny wzrost w bardzo krótkim okresie zakończył się wraz z końcem okresu hossy na rynkach kapitałowych. Z początku spadek wartości aktywów zgromadzonych w funduszach tego typu był efektem obniżenia wycen jednostek uczestnictwa wynikającego ze spadków indeksów giełdowych. Miało to miejsce przy wciąż dodatnim saldzie wpłat do funduszy, co oznaczało, iż więcej osób dokonywało zakupu jednostek niż decydowało się na ich umorzenie.

W początkowej fazie spadek wartości aktywów był umiarkowany, jego tempo zwiększyło się zdecydowanie w 2008 r., gdy obok spadków wycen spółek giełdowych, coraz większy wpływ na niego zaczęli mieć inwestorzy sprzedający masowo jednostki uczestnictwa. Decyzje inwestycyjne o umorzeniu jednostek podejmowane pod wpływem emocji spowodowanych obserwacją dynamicznie tracących funduszy były w większości błędne. Podjęte zostały bowiem z reguły po okresie silnych spadków, gdy wyceny funduszy osiągały lokalne minimum, po którym najczęściej następowała korekta. Z tego względu przyczyniały się do generowania strat i ponoszenia ich w wysokości wyższej niż było to w danych warunkach konieczne.

Bardziej racjonalne decyzje inwestycyjne zaczęły się pojawiać wśród inwestorów w 2009 r., gdy indeksy giełdowe osiągnęły minima i rozpoczęło się „odbicie w górę”. Inwestorzy wprawdzie powoli, tym niemniej systematycznie starali się zwiększać swoje zaangażowanie w funduszach akcji. Wielu z nich nie udało się znaleźć najlepszego momentu na dokonanie zakupu jednostek uczestnictwa, co nawet dla doświadczonego inwestora nie jest zadaniem prostym, natomiast informacje na temat salda napływów i umorzeń potwierdzają fakt, że dokonywane decyzje inwestycyjne miały już zdecydowanie głębsze podłoże racjonalne, aniżeli w 2007 r.. Były bowiem poprzedzone analizą aktualnej sytuacji giełdowej, a decyzje o zainwestowaniu większej wartości kapitału były z reguły rozkładane w czasie, zgodnie z zasadą uśredniania wycen.

Zbliżone tendencje jak w przypadku funduszy akcji zanotowano w przypadku grupy funduszy mieszanych oraz stabilnego wzrostu. Nie miały one wprawdzie tak dynamicznego przebiegu (skala wzrostów i spadków), ale ich kierunek oraz czas występowania były zbieżne z omówionymi wcześniej dla funduszy papierów udziałowych przedsiębiorstw. Skala zmienności wartości aktywów zgromadzonych w funduszach hybrydowych (mieszanych) i stabilnego wzrostu była proporcjonalna do ich zaangażowania na rynku kapitałowym, to znaczy większa była w przypadku funduszy mieszanych, mających możliwość lokowania od ok. 40 – 60% aktywów w akcje, niż dla funduszy stabilnego wzrostu, gdzie udział akcji w portfelu wynosi najczęściej od 20 – 30%. Warto jednak zauważyć, że w przypadku funduszy akcji wartość zgromadzonych przez nie aktywów pod koniec okresu badawczego była wyższa niż na początku (stanowiła 136,3 % wartości z 2006 r.). Taka sytuacja nie zaistniała w przypadku omawianych dwóch grup funduszy o mniejszym udziale akcji w portfelu. Tym funduszom nie udało się odbudować swojej pozycji rynkowej z okresu przed ostatnim

kryzysem finansowym i wartość zgromadzonych przez nie aktywów w marcu 2010 r. ukształtowała się na poziomie 87,4% w przypadku funduszy mieszanych oraz 58,1% dla funduszy stabilnego wzrostu ich wartości z początku okresu analizy (grudzień 2006 r.).

Ostatnią spośród analizowanych grup funduszy, której wartość aktywów netto spadła były fundusze, których strategia inwestycyjna podporządkowana jest celowi ochrony zgromadzonego kapitału. Taka strategia z reguły implikuje bardzo ograniczone zaangażowanie w kupno akcji, na rzecz większego udziału obligacji i instrumentów rynku pieniężnego. Ma to gwarantować przede wszystkim zachowanie realnej wartości zainwestowanego kapitału przy z reguły niskiej stopie zwrotu. Atrakcyjność takiej strategii inwestycyjnej jest niewielka w okresie giełdowej prosperity, natomiast rośnie w czasie bessy. Spadek wartości aktywów w końcowym okresie hossy (2007 r.) był spowodowany konwersją jednostek uczestnictwa tych funduszy do funduszy osiągających wyższe stopy zwrotu, w tym głównie akcyjnych. Dalszy spadek WAN w tej grupie funduszy (obserwowany od września 2007 do marca 2009 r.) należy interpretować w kategoriach braku racjonalności decyzji inwestorów. Spowodowana ona była wycofywaniem się inwestorów z funduszy w ogóle, bez dokonania należytej analizy charakteru funduszu i prowadzonej przez niego strategii inwestycyjnej.

Fundusze dłużne (obligacji) i rynku pieniężnego przeznaczone są głównie dla konserwatywnych inwestorów. Zapewniają one osiągnięcie stopy zwrotu na poziomie przekraczającym oprocentowanie lokat bankowych przy niskim ryzyku inwestycyjnym. Dla obu grup WAN na koniec okresu badań była wyższa niż na początku wynosząc odpowiednio 136,6% dla funduszy obligacji oraz 146% dla funduszy pieniężnych. Fundusze obligacji, które w początkowej fazie traciły klientów z uwagi na relatywnie bardzo niskie stopy zwrotu oraz wynikające z nich przenoszenie części kapitału do funduszy o bardziej agresywnej polityce inwestycyjnej już pod koniec 2008 r. zaczęły odzyskiwać utraconą pozycję i od tego momentu wartość ich aktywów nieprzerwanie rosła. Inaczej było w grupie funduszy rynku pieniężnego, gdzie WAN tylko w okresie od grudnia 2008 do czerwca 2009 r. kształtowała się na poziomie niższym (89,1 – 99,4%) niż na początku analizy. Te wyniki potwierdzają tezę o wykorzystywaniu tej grupy funduszy przez inwestorów unikających ryzyka, lokujących długoterminowo wolne środki pieniężne w bezpieczne instrumenty, nieco tylko bardziej atrakcyjne od lokat bankowych.

Dwie grupy funduszy (nieruchomości i sekurytyzacyjne), choć ze względu na niską wartość zgromadzonego w nich kapitału nie odgrywały dotychczas istotnej roli w całym rynku funduszy inwestycyjnych, tym niemniej jako jedyne w ciągu całego analizowanego okresu notowały wzrost wartości aktywów netto. Zestawiając dane jedynie z początku i końca okresu widać, iż uzyskały one najwyższą dodatnią dynamikę przyrostu wartości aktywów (218,1% dla funduszy nieruchomości i 174,2% w przypadku funduszy sekurytyzacyjnych). Tak duży wzrost wartości aktywów zarządzanych przez fundusze nieruchomości spowodowany był głównie zwyżkującymi w szybkim tempie cenami nieruchomości (szczególnie mieszkaniowych) w latach 2006-2008.

Wzrost wartości kapitału powierzonego w zarządzanie funduszom sekurytyzacyjnym był najbardziej dynamiczny w okresach silnych spadków na rynkach giełdowych. Rola funduszy zabezpieczających zyskuje na znaczeniu właśnie w takich okresach. Niska wartość zarządzanych przez nie aktywów (nieprzekraczająca 1 mld zł),

a także znikoma liczba podmiotów w nie inwestujących wskazuje na brak popularności tej formy inwestowania. Świadomie z nich korzystać mogą inwestorzy posiadający dużą wiedzę na temat rozbudowanych instrumentów finansowych, a ich liczba na polskim rynku funduszy inwestycyjnych jest ograniczona.

Tabela 2. Udział aktywów netto poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w całkowitej wartości środków finansowych zarządzanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych [%]

Rodzaj funduszu	Miesiąc, rok													
	12 2006	03 2007	06 2007	09 2007	12 2007	03 2008	06 2008	09 2008	12 2008	03 2009	06 2009	09 2009	12 2009	03 2010
akcyjne	21,3	26,3	34,0	32,6	31,4	27,3	26,6	24,0	23,7	23,0	26,2	28,5	29,2	28,5
mieszane	30,6	30,0	28,8	31,0	31,6	29,8	29,4	29,0	26,4	26,6	26,6	27,0	27,2	26,3
stabilnego wzrostu	22,7	24,6	21,8	20,0	19,3	18,7	18,4	18,6	15,7	15,2	14,8	14,0	13,5	12,9
ochrony kapitału	5,0	2,5	3,4	3,2	3,1	3,5	3,7	3,7	4,1	4,0	3,8	3,5	3,5	3,2
dłużne	11,0	6,3	4,7	5,5	6,6	8,3	8,8	9,1	15,3	16,5	14,8	13,8	13,5	14,7
pieniężne	7,6	8,6	5,9	6,3	6,2	10,3	10,6	11,9	10,2	9,7	9,4	9,4	9,4	10,9
nieruchomości	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	1,6	1,9	2,8	3,4	3,9	3,3	2,8	2,8	2,5
sekurytyzacyjne	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,9	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów IZFiA.

Pewnej wiedzy na temat przepływów kapitału pomiędzy funduszami inwestycyjnymi dostarczyć może analiza struktury tego rynku (tab. 2). Z zestawionych danych widać, iż na początku okresu badawczego inwestorzy najczęściej (ponad 30%) pieniędzy powierzali funduszom mieszanym, relatywnie wysoki był również udział funduszu stabilnego wzrostu (22,7 – 24,6%). Pierwsze trzy kwartały to jednak okres najszybszego wzrostu udziału funduszy akcyjnych (wzrost z 21,3 do 34%). Oznaczało to, że w połowie 2007 r. ponad 1/3 kapitału powierzonego TFI ulokowana była w cechujących się największym stopniem ryzyka funduszach akcji. Był to także czas największej popularności wśród inwestorów tego typu funduszy. W późniejszym okresie fundusze akcji, pomimo tego że wciąż znajdowały się na szczycie listy funduszy, w które inwestorzy najchętniej lokowali swój kapitał, to ustąpiły miejsca funduszom hybrydowym, by ponownie je „wyprzedzić” we wrześniu 2009 r..

Grupą funduszy, której udział w rynku zmniejszył się w największym stopniu były fundusze stabilnego wzrostu (spadek z 22,7% do 12,9%). Warto zaznaczyć, że udział tej grupy na początku badań wahał się w przedziale ok. 1/4 do 1/5 całości zarządzanego przez TFI kapitału.

Wyraźnie wzrósł (o 33,6%) udział funduszy obligacji, na co wpływ miały zawirowania na rynku kapitałowym i fakt, że była to grupa funduszy zapewniających przede wszystkim relatywnie duży poziom bezpieczeństwa przy umiarkowanej stopie zwrotu. Z podobnego powodu wzrosło również znaczenie gwarantujących największe bezpieczeństwo funduszy rynku pieniężnego.

Udział pozostałych grup funduszy w ciągu całego analizowanego okresu nie przekraczał 5%, a zatem ich znaczenie dla całego rynku nie było duże. Pomimo tego

zwraca uwagę pewna rysująca się tendencja znaczącego ograniczania roli funduszy ochrony kapitału, przy zwiększającym się stale znaczeniu funduszy nieruchomości i sekurytyzacyjnych. Zjawisko to może zostać potraktowane jako wyraz ograniczania roli tradycyjnych funduszy inwestycyjnych (np. ochrony kapitału) na rzecz rozwoju bardziej nowoczesnych grup, w tym funduszy sekurytyzacyjnych.

Podsumowanie

Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych może być traktowany jako jeden z kluczowych wyznaczników poziomu rozwoju całego rynku finansowego w kraju. Na rozwój ten oddziałuje wiele czynników, wśród których kluczowe znaczenie mają te o charakterze ekonomicznym, w tym kondycja rynku kapitałowego. Korzystna koniunktura giełdowa jest podstawowym czynnikiem sprzyjającym napływowi kapitału do funduszy inwestycyjnych, a w konsekwencji rozwojowi całego rynku.

W objętym analizą okresie na rynku funduszy inwestycyjnych zachodziły duże zmiany wyrażające się zarówno w globalnej wartości zarządzanych aktywów, jak i w ich strukturze. Dynamiczny wzrost i przekroczenie kwoty 139 mld zł aktywów zarządzanych przez TFI w 2007 r. były obok giełdowej hossy spowodowane czynnikami o charakterze psychologicznym. Jest to dowodem tego, że część (szczególnie niedoświadczonych) inwestorów swych decyzji nie opierała na profesjonalnej analizie (technicznej czy fundamentalnej) lecz podejmowała je niejako w reakcji na silne zmiany indeksów giełdowych. Takie zachowania inwestycyjne były z reguły spóźnione i często generowały straty.

Na samym rynku funduszy doszło do istotnych zmian. Wzrósł udział funduszy akcji i obecnie w nich inwestorzy zdeponowali największą część aktywów (28,5%). Wciąż wysoki (przez zdecydowaną większość okresu analizy najwyższy spośród wszystkich grup) był udział funduszy mieszanych (26,3%). Z uwagi na poniesione w trakcie trwania bessy względnie wysokie straty i ograniczone możliwości szybkiego ich zniwelowania bardzo silnie spadła popularność funduszy stabilnego wzrostu. W okresie niepewności na rynkach kapitałowych wzrosła rola funduszy zapewniających bezpieczeństwo zgromadzonych wkładów (fundusze obligacji i rynku pieniężnego).

Najbardziej dynamiczny rozwój dokonał się w grupie tzw. nowych funduszy. Wartość zarządzanych przez fundusze sekurytyzacyjne i nieruchomości aktywów jest wprawdzie w relacji do pozostałych niewielka, tym niemniej przy dalszym tak dynamicznym wzroście te rodzaje funduszy mają szansę w przyszłości odegrać zdecydowanie większą rolę niż obecnie.

Literatura

1. Barger T.: Financial institutions, International Finance Corporation, Washington D.C., 1998
2. Bojańczyk M.: Rola funduszy inwestycyjnych w warunkach globalizacji, Wyd. SGH, Warszawa, 2007
3. Fernando D., Klapper L., Sulla V., Vittas D.: The Global Growth of Mutual Funds, Policy Research Working Paper, vol. 3055, 2003
4. Gabryelczyk K.: Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność, Wyd. Oficyna Ekonomiczna, Kraków, 2006

5. Gabryelczyk K.: Czynniki determinujące napływ kapitału do funduszy inwestycyjnych w Polsce, [w:] Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań, 2009
6. Kościelniak G.: Fundusze powiernicze, Wyd. Zakamycze, Kraków, 1998
7. Miziołek T.: Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych [www.izfa.pl]
8. Sas-Kulczycka K., Choryło D., Król J., Lassota Z.: Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne, Wyd. WIG-Press, Warszawa, 1998

Summary

The article discusses changes in the value of assets managed by investment fund companies. The analysis covers a period of variable situation on the capital markets. The dynamics of the net asset value of funds in each group was presented against this background. It also identifies the factors which influenced investors' decisions regarding the selection of investment funds. Studies have shown that the largest share of the value of assets to equity funds and mixed funds, while the fastest-growing group are real estate and securitization funds. Diminishes the importance of capital protection funds and stable growth funds.

Informacje o autorze

Dr inż. Łukasz Satola

*Uniwersytet Rolniczy w Krakowie
Katedra Zarządzania i Marketingu w Agrobiznesie
Al. Mickiewicza 21
31-120 Kraków
tel. (0-12) 662 43 71
e-mail: l.satola@ur.krakow.pl*