

# Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami

## Raport 2008

## Spis treści

I. LIST PREZESA .....	3
II. OTOCZENIE RYNKOWE. SYTUACJA GOSPODARCZA POLSKI.....	5
III. RYNEK FUNDUSZY W POLSCE .....	7
3.1. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w 2008 r. ....	7
Struktura rynku wg grup funduszy .....	8
Struktura rynku wg Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych.....	10
Determinanty rozwoju.....	12
3.2. Rozwój rynku pod względem podmiotowym.....	12
3.3. Rozwój rynku pod względem produktowym .....	14
IV. POLSKI RYNEK FUNDUSZY NA TLE EUROPEJSKIEGO .....	16
V. UDZIAŁ FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W OSZCZĘDNOŚCIACH POLAKÓW .....	17
VI. STRUKTURA RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W 2008 ROKU .....	19
6.1. Fundusze akcyjne.....	22
6.2. Fundusze mieszane.....	24
6.2.1. Fundusze mieszane - stabilnego wzrostu .....	25
6.2.2. Fundusze mieszane - z ochroną kapitału .....	26
6.3. Fundusze dłużne .....	27
6.4. Fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego.....	28
6.5. Fundusze rynku nieruchomości .....	29
6.6. Fundusze surowcowe.....	29
6.7. Fundusze sekurytyzacyjne .....	29
VII. SKŁADNIKI LOKAT FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH .....	30
VIII. WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH.....	31

## I. List Prezesa

Szanowni Państwo,

Mam przyjemność przedstawić Państwu raport podsumowujący ubiegły rok na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.

Rok 2008 był szczególnym rokiem dla rodzimego segmentu funduszy inwestycyjnych, mocno dotkniętego wydarzeniami na światowych rynkach finansowych, w wyniku których wartość środków powierzonych funduszom inwestycyjnym ulegała dynamicznym zmianom. Na koniec grudnia 2008 w funduszach zgromadzono środki o łącznej wartości prawie 74 mld, co w stosunku do roku poprzedniego stanowiło spadek wartości o 60 mld PLN (-44,9%). Czynnikiem tak dynamicznej utraty środków należy upatrywać przede wszystkim w przecenie wartości akcji będących składnikiem portfeli funduszy, co przełożyło się bezpośrednio na dużą skalę składanych zleceń odkupienia jednostek funduszy inwestycyjnych przez Klientów. Stanowiło to potwierdzenie założenia, że przy obecnej strukturze rynku, gdzie dominują fundusze o dużym zaangażowaniu w instrumenty udziałowe, kluczowe znaczenie dla salda nabyć i umorzeń ma koniunktura panująca na GPW w Warszawie. Odływ środków był szczególnie widoczny w styczniu (saldo wyniosło -11 098 mld PLN), w pozostałych miesiącach roku saldo wahało się w granicach od -6 365 mld do 1 993 mld. Warto zaznaczyć, że część środków podejmowanych przez Klientów była równocześnie lokowana w fundusze bezpieczniejsze - szczególnie fundusze dłużne, które w ciągu 2008 roku, najbardziej spośród wszystkich grup funduszy, zwiększyły swoją pozycję na rynku.

Mimo zmiennych warunków rynkowych, towarzystwa nie rezygnowały z wprowadzania nowych produktów, chcąc jak najlepiej dostosować ofertę do wymagań Inwestorów - „nowości” było nawet więcej niż w roku 2007. Szczególną dynamikę mogliśmy obserwować w segmencie funduszy zamkniętych, których przybyło aż 80, w tym głównie emitujących niepubliczne certyfikaty inwestycyjne. W czasach kryzysu polskie TFI postawiły przede wszystkim na produkty niszowe i bardzo zindywidualizowane skierowane do klientów zamożnych i konstruowanych pod kątem ich potrzeb.

Ale rok 2008 to nie tylko zmiany ilościowe, ale także zmiany jakościowe dla rynku. Sukcesem zakończyły się prace nad nowelizacją ustawy o funduszach inwestycyjnych, która wprowadziła istotne zmiany dla funkcjonowania rynku w Polsce. Do najważniejszych z nich należy usprawnienie procesu związanego z tworzeniem i przekształcaniem funduszy, w tym

w szczególności przekształcaniem funduszy otwartych w fundusze o konstrukcji parasolowej. Do znaczących osiągnięć minionego roku na płaszczyźnie edukacyjnej należy z pewnością też uruchomienie przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami kursu e-learningowego poruszającego podstawowe zasady i mechanizmy działania rynku funduszy inwestycyjnych.

Mając nadzieję, że przedstawiony raport przybliży Państwu zjawiska zachodzące w ubiegłym roku, istotne dla rynku funduszy inwestycyjnych, życzę Państwu interesującej lektury.

dr Marcin Dyl

Prezes Zarządu IZFiA

## II. Otoczenie rynkowe. Sytuacja gospodarcza Polski

**Produkt krajowy brutto:** W 2008 roku polska gospodarka wciąż rozwijała się dynamicznie, choć tempo wzrostu produktu krajowego brutto stało z kwartału na kwartał. Dynamika PKB obniżyła się z 6,0% r/r w pierwszym kwartale do 2,9% w czwartym kwartale. Według wstępnego szacunku GUS, w skali całego roku wzrost gospodarczy wyniósł ok. 4,8%, czyli mniej niż 6,7% w 2007 roku. Pogorszenie sytuacji polskiej gospodarki to efekt materializujących się w drugim półroczu globalnych czynników ryzyka.

Tabela 1. Wartość i dynamika PKB wg cen bieżących (w mld PLN)

	2006	2007	2008
Wartość PKB (mld PLN)	1060	1175	1266
Produkt krajowy brutto	6,2%	6,7%	4,8%
Spżycie ogółem w tym:	5,2%	4,7%	4,0%
spżycie indywidualne	5,0%	5,0%	5,4%
Nakłady brutto na środki trwałe	14,9%	17,6%	7,9%
Wartość dodana brutto, w tym:	6,0%	6,6%	4,9%
przemysł	10,0%	9,9%	3,7%
budownictwo	11,6%	12,5%	11,3%
usługi rynkowe	5,0%	6,4%	5,6%

Źródło: GUS

Wartość dodana brutto zwiększyła się o 4,9%, w największym stopniu w budownictwie (o 11,3%), zaś w usługach rynkowych (o 5,6%). Znacznie mniejszy był natomiast wzrost wartości dodanej brutto w przemyśle (3,7%). Podobnie jak rok wcześniej, najważniejszym czynnikiem wzrostu w 2008 roku pozostał popyt wewnętrzny (4,8%), choć jego dynamika znacznie się obniżyła (8,6% w roku 2007). Głównymi motorami wzrostu były inwestycje (7,9% w porównaniu do 17,6% w 2007 roku) oraz silne

spżycie indywidualne sektora gospodarstw domowych (5,4% nieco wyższe niż przed rokiem). Stabilizatorem konsumpcji były usługi, gdyż tempo wzrostu sprzedaży detalicznej uległo wyhamowaniu (5,3%).

Popyt zewnętrzny, podobnie jak w 2007 roku, miał negatywny wpływ na wzrost PKB. Deficyt w handlu zagranicznym w okresie 2008 roku wyniósł 24,7 mld euro wobec 18,6 mld euro rok wcześniej. Eksport wzrósł o 12,5% w ujęciu rocznym i osiągnął 114,6 mld euro, zaś import zwiększył się o 15,7% i wyniósł 139,3 mld euro.

**Rynek pracy:** Obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego zaczęło negatywnie wpływać na rynek pracy w drugiej połowie roku. Dynamika przyrostu liczby zatrudnionych zmniejszyła się stopniowo i na koniec grudnia zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o 4,8% wyższe w porównaniu z grudniem 2007 roku. W 2008 roku bezrobocie stale spadało z 11,2% na koniec 2007 roku do 8,8% w październiku, by na koniec roku wzrosnąć do 9,5%. Głównie w pierwszych miesiącach roku znacznie rosły wynagrodzenia, w efekcie średnia miesięczna płaca w sektorze przedsiębiorstw w 2008 roku była o 10,1% wyższa niż w 2007 roku.

Tabela 2. Inflacja i bezrobocie w latach 2003-2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
inflacja	0,8%	3,5%	2,1%	1,0%	2,5%	3,3%
stopa bezrobocia	20,0%	19,0%	17,6%	14,8%	11,2%	9,5%

Źródło: GUS

**Inflacja:** W pierwszej połowie roku, wzrostowi gospodarczemu i wysokiej dynamice płac towarzyszyła presja inflacyjna, głównie w wyniku przyspieszenia wzrostów cen żywności, jak również cen ropy naftowej i surowców w skali światowej. Inflacja mierzona wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych osiągnęła swój szczyt w sierpniu osiągając poziom 4,8% r/r. Od tej pory zaczęła systematycznie spadać pod wpływem spadających cen surowców oraz niskiej dynamiki cen żywności. Dzięki temu osiągnęła w grudniu poziom 3,3% r/r, powracając tym samym do przedziału dopuszczalnych odchyień od celu NBP (2,5% +/- 1%).

**Polityka pieniężna:** Rozpoczęta w 2007 roku polityka zacieśniania monetarnego została utrzymana w pierwszej połowie 2008 roku. Rada Polityki Pieniężnej czterokrotnie podniosła stopy procentowe (w styczniu, lutym, marcu i czerwcu) łącznie o 100 punktów bazowych. Perspektywa większego niż oczekiwano spowolnienia wzrostu gospodarczego

w Polsce i za granicą, a także złagodzenie presji płacowej i inflacyjnej skłoniły Radę do rozpoczęcia w listopadzie 2008 roku cyklu obniżek stóp procentowych. RPP obniżyła stopy dwukrotnie: w listopadzie o 25 punktów bazowych i w grudniu o kolejnych 75 punktów bazowych. Stopa referencyjna powróciła do poziomu 5,0% pod koniec 2008 roku. Obniżki stóp procentowych doprowadziły do spadku stawek na krajowym rynku pieniężnym, a także znacznego obniżenia się rentowności instrumentów dłużnych.

Wzrost stóp procentowych oraz trudna sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych skłoniły część Polaków do realokacji oszczędności w kierunku papierów dłużnych i depozytów bankowych. Według danych NBP średnie oprocentowanie nowych depozytów złotych gospodarstw domowych zwiększyło się do 6,5% na koniec 2008 roku z 4,2% w grudniu 2007 r. Wartość oszczędności gospodarstw domowych zgromadzonych w bankach zwiększyła się na koniec 2008 roku do 69,6 mld PLN (z 25,4 mld PLN na koniec 2007 roku). W tym czasie wartość sprzedaży obligacji skarbowych wyniosła 6,12 mld zł w porównaniu do 2,86 mld zł w 2007 roku.

**Budżet państwa:** W 2008 roku realizacja dochodów budżetu była gorsza niż zakładano w harmonogramie wykonania budżetu, jednak rząd zdecydowanie ograniczał wydatki. W efekcie podjętych kroków deficyt budżetowy ukształtował się na poziomie 24,6 mld PLN wobec 27,1 mld PLN założonych w ustawie budżetowej. Stanowiło to wzrost o 9,6 mld zł w stosunku do roku 2007. Relacja deficytu budżetowego do PKB zwiększyła się tym samym z 1,4% w 2007 roku do 2,0% w 2008.

**Rynek kapitałowy:** Rok 2008 był jednym z najgorszych w historii warszawskiej giełdy, która należała do najstabszych parkietów na świecie. Największy wpływ na trendy rynkowe miały negatywne informacje płynące przede wszystkim ze Stanów Zjednoczonych (słabe dane makroekonomiczne oraz pogarszająca się kondycja sektora bankowego). Do pogłębienia spadków przyczynił się również wzrost awersji do ryzyka, a co za tym idzie odpływ środków z rynków krajów rozwijających się.

Główny indeks warszawskiej giełdy WIG osiągnął na koniec 2008 roku 27 228,64 punktów, co oznacza spadek o -51,1% w skali roku. Relatywnie najlepiej zachował się indeks największych spółek WIG20, który stracił -48,2%, kończąc rok na poziomie 1 789,73 punktów. Gorzej zachowały się indeksy małych i średnich przedsiębiorstw: mWIG40 spadł o -62,5%, zaś sWIG80 o -57,0%. W ujęciu branżowym najgorszą inwestycją okazały się spółki deweloperów, których subindeks stracił -73,1%, najmniej stracił natomiast indeks branży telekomunikacyjnej, który zanotował spadek o -12,8% w ciągu roku. Ostatecznie według stanu na koniec roku tylko w przypadku 15 spółek notowanych przez cały rok stopa zwrotu była wyższa od zera.

Tabela 3. Zmiany na rynku finansowym w 2008 r.

WIG	-51,07%
WIG20	-48,21%
mWIG40	-62,48%
sWIG80	-56,95%
IROS*	8,95%
IRP_WIBID_1M**	6,06%
USD/PLN	21,63%
EUR/PLN	16,48%

\* indeks rynku obligacji obliczany przez Analizy Online

\*\* indeks rynku pieniężnego

Źródło: NBP, GPW, ERSWP, obliczenia Analizy Online

Wartość rynkowa notowanych na warszawskiej giełdzie spółek spadła na koniec 2008 roku do 465,2 mld PLN, z ponad 1 bln PLN rok wcześniej. Zła koniunktura giełdowa przyczyniła się do spadku liczby giełdowych debiutów. Na głównym rynku warszawskiej giełdy pojawiły się w 2008 roku 33 spółki (81 w 2007), a na rynku alternatywnym NewConnect 61, w porównaniu do 24 w 2007 roku. Wartość zrealizowanych ofert przekroczyła 9,4 mld PLN. Wśród ubiegłorocznych debiutantów znalazły się 3 spółki zagraniczne. Liczba spółek notowanych na GPW na koniec 2008 r. wyniosła 374 wobec 351 na koniec 2007 r. W całym roku wartość obrotu akcjami i prawami do akcji ogółem wyniosła 331 mld PLN, czyli o jedną trzecią mniej niż w roku 2007.

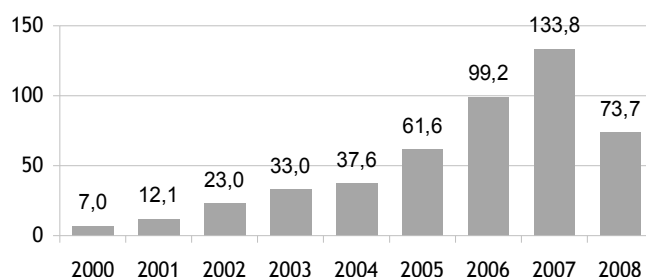
Wartość obrotu obligacjami wyniosła 5 mld PLN (43% więcej niż rok wcześniej), zaś wolumen obrotu kontraktami, opcjami i jednostkami indeksowymi wyniósł 12,6 mln sztuk i był o 27% wyższy niż w roku 2007.

### III. Rynek funduszy w Polsce

#### 3.1. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w 2008 r.

Rok 2008 był trzecim rokiem w kilkunastoletniej historii polskiego rynku funduszy, w którym wystąpił spadek aktywów netto. Wartość aktywów netto zarządzanych przez krajowe fundusze inwestycyjne zmniejszyła się w ciągu 12 miesięcy aż o -60,1 mld PLN. Na koniec grudnia 2008 roku wyniosła 73,7 mld PLN, czyli była niższa niż w grudniu 2007 o -45%. Poprzednie dwa przypadki miały miejsce w 1994 roku (-51%) oraz w roku 1998 (-5%). W ujęciu walutowym fundusze zgromadziły aktywa o wartości 17,7 mld EUR. To najniższy poziom od stycznia 2006 roku.

Wykres 1. Aktywa funduszy w latach 2001 - 2008 (mld PLN)

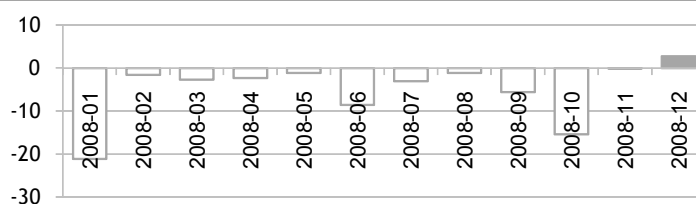


Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online

Rok 2008 był jednym z najgorszych w historii dla branży. Świadczyć może o tym choćby pogorszenie relacji między aktywami a wartością PKB. Wskaźnik ów spadł w ciągu 12 miesięcy z poziomu 11,4% do niecałych 6,0%. Mimo, iż w 2008 mieliśmy do czynienia ze spadkami aktywów, w dłuższej perspektywie można spodziewać się znacznych wzrostów. W krajach rozwiniętych takich jak Włochy, Niemcy czy Hiszpania, relacja aktywów funduszy znajdujących się w posiadaniu gospodarstw domowych do PKB pozostaje wciąż na blisko dwukrotnie wyższym poziomie. Dynamika dalszego wzrostu rynku funduszy będzie uzależniona od skali napływu nowych środków, co będzie pochodną koniunktury na rynkach finansowych. Przy dobrej koniunkturze, szczególnie w odniesieniu do rynku akcji, nowe środki do funduszy płyną szerokim strumieniem. Gdy koniunktura się pogarsza, jak to miało miejsce w 2008 roku, w ślad za nią klienci podejmują decyzję o masowych odkupieniach.

W 2008 roku aktywa funduszy zmniejszały się przez pierwsze jedenaście miesięcy. Największe spadki miały miejsce w miesiącach, w których przez giełdy przelała się najgłębsza przecena. W styczniu aktywa zmniejszyły się o ponad -21 mld PLN, w czerwcu o -8,5 mld PLN, zaś w październiku o -15,4 mld PLN. Dwa ostatnie miesiące roku były już znacznie lepsze, co było głównie konsekwencją jednorazowych operacji na aktywach wewnątrz jednej z grup kapitałowych. W listopadzie aktywa netto funduszy inwestycyjnych zmniejszyły się o -0,1 mld PLN, a w grudniu zanotowano wzrost wartości zgromadzonych środków o +2,7 mld PLN.

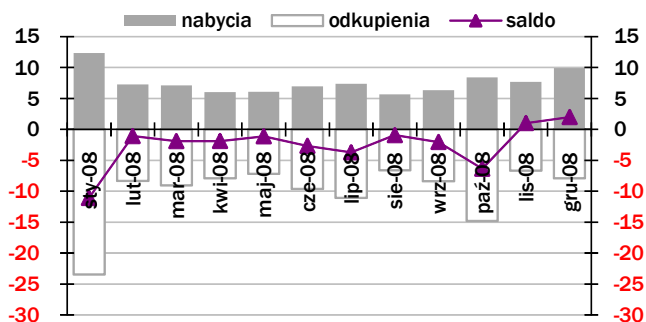
Wykres 2. Zmiana miesięczna aktywów w 2008 r. (mld PLN)



Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online

Na obniżenie się wartości aktywów niemal w równym stopniu wpłynęła olbrzymia skala spadku wartości akcji znajdujących się w portfelach funduszy, jak i masowe odkupienia środków przez klientów. Saldo nabyć i odkupień w całym 2008 roku wyniosło -28,8 mld PLN i było aż o 59,5 mld PLN niższe od salda w 2007 roku. W minionym roku dokonaliśmy zakupu jednostek na łączną kwotę 91,7 mld PLN w porównaniu do 133,3 mld PLN w 2007 roku. Jednocześnie wartość odkupień była najwyższa w historii i wyniosła -120,5 mld PLN. Rok wcześniej było to -98,9 mld PLN.

Wykres 3. Nabycia i odkupienia w 2008 r. (mld PLN)



Źródło: IZFiA

Zdecydowanie najgorsze saldo nabyć i odkupień odnotowano w styczniu 2008 roku, kiedy wyniosło -11,1 mld PLN. Czynnikiem decydującym o łącznym bilansie była olbrzymia podaż, będąca pochodną gwałtownej przeceny akcji na warszawskim parkiecie. Styczniowa wartość odkupień wyniosła łącznie -23,5 mld PLN i była blisko 3-krotnie wyższa od średniej z 2007 roku. Jeszcze

czterokrotnie ujemne saldo nabyć i odkupień przekroczyło wartość -2 mld PLN: w czerwcu, lipcu, wrześniu i październiku (-6,4 mld PLN).

W listopadzie i grudniu wartość salda nabyć i odkupień środków do funduszy inwestycyjnych była dodatnia (odpowiednio +1,0 i +2,0 mld PLN). Statystyka tych dwóch miesięcy obejmuje jednak ok. +3 mld PLN środków pozyskanych przez jedno z TFI od spółek z własnej grupy kapitałowej, co istotnie poprawiło ogólny bilans wpłat i umorzeń. Bez uwzględnienia tych operacji saldo byłoby ujemne.

Udział salda nabyć i odkupień w spadku aktywów funduszy w 2008 roku wyniósł 48%. Wynik zarządzania, czyli spadek wyceny lokat funduszy osiągnął w ubiegłym roku wartość ponad -31 mld PLN.

Tabela 4. Udział salda nabyć i odkupień w zmianie aktywów

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
wzrost aktywów	5 118	10 899	9 938	4 581	24 020	37 608	34 632	-60 144
saldo nabyć i odkupień	4 841	9 520	8 398	3 573	18 204	26 052	30 697	-28 849
wynik z zarządzania	277	1 379	1 540	1 007	5 816	11 556	3 935	-31 295
udział salda w zmianie aktywów	94,59%	87,34%	84,50%	78,01%	75,79%	69,27%	88,64%	47,97%

Źródło: TFI, szacunki Analiz Online

## Struktura rynku wg grup funduszy

W minionym roku każdy z dziewięciu podstawowych segmentów odnotował dwucyfrową dynamikę aktywów netto, przy czym w pięciu przypadkach była to zmiana ujemna. Liderem pod względem dynamiki okazały się fundusze nieruchomości (+55,3%), których udział w rynku zwiększył się do 3,4%. O +32,6% wzrosła wartość środków zgromadzonych w funduszach dłużnych, dzięki czemu awansowały one na czwarte miejsce pod względem udziału w polskim rynku. Ustąpiły im miejsca fundusze pieniężne i gotówkowe, w przypadku których wartość zarządzanych środków zmalała o -12,6%. Na minusie miniony rok zakończyły również fundusze z ochroną kapitału, których aktywa zmniejszyły się w ciągu 12 miesięcy o ponad 1/4.



Wykres 4. Struktura aktywów netto w podziale na segmenty



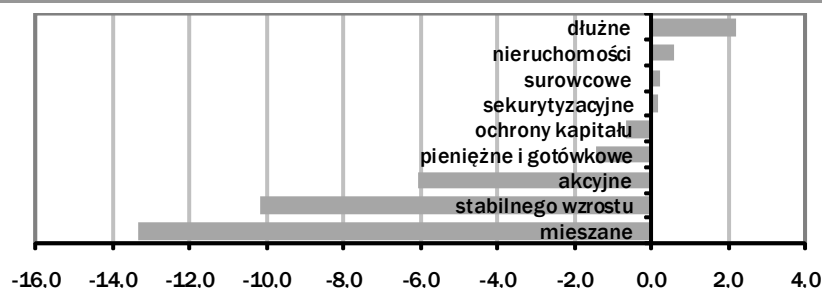
\* fundusze zrównoważone i inne mieszane (aktywnej alokacji, absolutnego zwrotu itp.)

Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA

Spadki w największym stopniu dotknęły zaś fundusze najbardziej ryzykowne, w których istotną część portfela stanowią papiery udziałowe. Najgłębszy spadek odnotowaliśmy w przypadku funduszy akcji, których aktywa zmniejszyły się o -58,8%, czyli nieco więcej niż spadek główny indeks warszawskiej giełdy WIG (-51,1%). W konsekwencji rynkowy udział funduszy akcyjnych zmniejszył się o 8 pkt procentowych do poziomu 23,4%. Pozycję lidera zdołały obronić, głównie za sprawą funduszy zamkniętych, produkty mieszane (zrównoważone, aktywnej alokacji, absolutnego zwrotu itp.). Ich udział w rynku wyniósł ostatecznie 26,5% a zarządzane aktywa spadły poniżej 20 mld PLN. Nieco wyższy spadek wartości zarządzanych środków odnotowaliśmy w funduszach stabilnego wzrostu, których aktywa zmniejszyły się o -55,1%.

W przypadku dwóch najmniejszych grup udział w rynku uległ nieznacznemu zwiększeniu. Fundusze sekurytyzacyjne jak i surowcowe zdołały powiększyć swoje aktywa o +32,5%. W przypadku pierwszej z nich oznacza to zwiększenie udziału w rynku do 1,2%, a udział funduszy surowcowych wzrósł zaledwie do 0,1%.

Wykres 5. Saldo sprzedaży i umorzeń w segmentach w 2008 r. (mld PLN)



Źródło: IZFiA

Na dziewięć segmentów, tylko cztery odnotowały w 2008 roku dodatnie saldo wpłat i wypłat. Najwięcej nowych środków pozyskały fundusze dłużne +2,2 mld PLN. Pozytywne saldo było jednak przede wszystkim konsekwencją wpłat dokonanych przez firmę ubezpieczeniową do jednego z funduszy. W 2008 roku korzystne saldo odnotowały również fundusze nieruchomości (+0,6 mld PLN) oraz surowcowe i sekurytyzacyjne (po kilka mln PLN). W przypadku kolejnych pięciu grup odnotowaliśmy już przewagę odkupień nad nabyciami. Największa dysproporcja wystąpiła w grupie funduszy mieszanych (-13,3 mld PLN), a także stabilnego wzrostu (-10,2 mld PLN) i akcyjnych (-6,1 mld PLN). Ujemne saldo napływów w całym 2008 roku zanotowały również produkty pieniężne i gotówkowe, które zostały zubożone o ok. -1,4 mld PLN oraz ochrony kapitału (-0,7 mld PLN).

## Struktura rynku wg Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych

W 2008 roku niemal wszystkie Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych odnotowały spadek wartości zarządzanych aktywów, w dziewięciu przypadkach o ponad połowę. Największą dynamikę spadku odnotowały Millennium TFI (-67%), SEB TFI (-64%) oraz jedno z największych towarzystw - BZ WBK AIB TFI (-63%).

Tabela 5. Dynamika zmian aktywów poszczególnych TFI (mln PLN)

	aktywa (mln)		udział w rynku		zmiana	
	2007	2008	2007	2008	mln PLN	dynamika
AIG TFI	2 791	1 140	2,1%	1,5%	-1 652	-59%
AKJ TFI	54	42	0,0%	0,1%	-12	-22%
BPH TFI	6 520	3 009	4,9%	4,1%	-3 511	-54%
BZ WBK AIB TFI	22 619	8 381	16,9%	11,4%	-14 239	-63%
Copernicus Capital TFI	2 084	2 902	1,6%	3,9%	817	39%
CU Polska TFI	2 624	7 138	2,0%	9,7%	4 514	172%
DWS Polska TFI	2 761	1 227	2,1%	1,7%	-1 534	-56%
IDEA TFI	306	280	0,2%	0,4%	-26	-9%
ING TFI	15 694	7 284	11,7%	9,9%	-8 410	-54%
Intrum Justitia TFI	14	15	0,0%	0,0%	1	12%
Investors TFI	865	662	0,6%	0,9%	-203	-24%
IPOPEMA TFI	370	948	0,3%	1,3%	579	157%
KBC TFI	4 645	3 737	3,5%	5,1%	-908	-20%
Legg Mason TFI	4 814	2 585	3,6%	3,5%	-2 229	-46%
Millennium TFI	5 058	1 664	3,8%	2,3%	-3 394	-67%
Noble Funds TFI	1 125	776	0,8%	1,1%	-349	-31%
OPERA TFI	1 331	723	1,0%	1,0%	-608	-46%
Pioneer Pekao TFI	28 702	12 308	21,4%	16,7%	-16 393	-57%
PKO TFI	15 659	7 676	11,7%	10,4%	-7 983	-51%
Quercus TFI		84	0,0%	0,1%	84	n/a
SEB TFI	1 903	686	1,4%	0,9%	-1 216	-64%
Skarbiec TFI	4 803	4 016	3,6%	5,5%	-787	-16%
SUPERFUND TFI	97	110	0,1%	0,1%	13	13%
TFI Allianz Polska	1 469	957	1,1%	1,3%	-511	-35%
TFI PZU	2 609	2 268	1,9%	3,1%	-342	-13%
TFI SKOK	633	600	0,5%	0,8%	-33	-5%
Union Investment TFI	4 263	2 450	3,2%	3,3%	-1 813	-43%

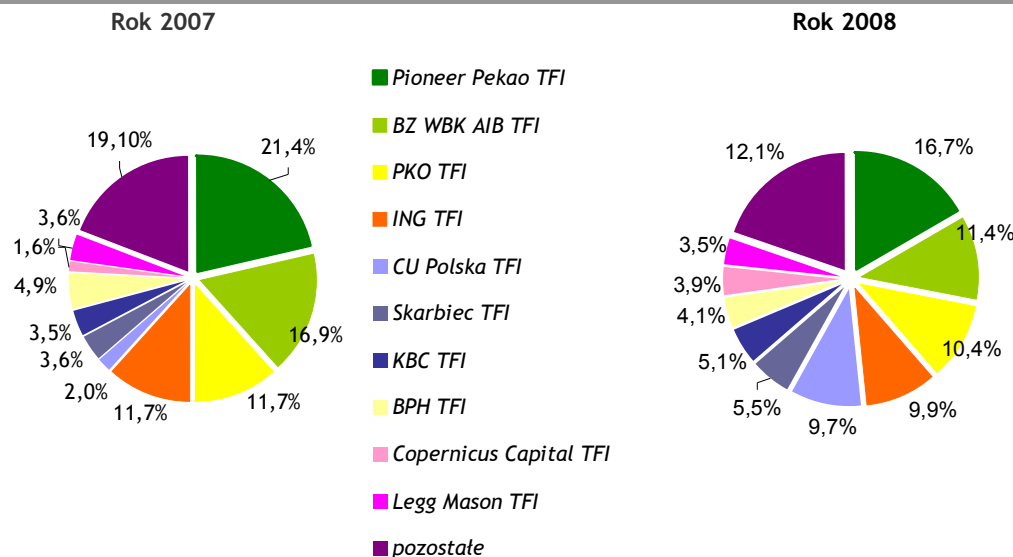
Źródło: TFI

Wśród 27 towarzystw, jedynie 6 odnotowało wzrost wartości zarządzanych aktywów. Najwięcej, bo niemal trzykrotnie zwiększyły się aktywa CU Polska TFI, co było spowodowane przeniesieniem środków w ramach grupy kapitałowej. Dzięki tej operacji udział spółki w rynku wzrósł z 2,0% w grudniu 2007 roku do 9,7% na koniec 2008 roku. Na kolejnych miejscach znalazły się towarzystwa specjalizujące się w funduszach zamkniętych oraz Superfund TFI.

Choć rynek wciąż wykazuje duży poziom koncentracji, to udział trzech największych TFI w całym rynku z roku na rok maleje. Pod koniec 2007 roku wynosił 50%, a rok później już tylko 38,5%. Liderem pod względem udziału w rynku wciąż pozostaje Pioneer Pekao TFI, choć z roku na rok jest on mniejszy. Podczas gdy na koniec 2007 roku posiadało na kontach swoich funduszy środki finansowe odpowiadające 21,4% rynku, rok później były o 4,7 pkt procentowego mniejsze. W większym stopniu zmniejszyło udział w rynku drugie w kolejności BZ WBK AIB TFI, bo aż o 5,5 pkt proc. do 11,4% na koniec 2008 roku. Swój udział w rynku zmniejszyło również ING TFI (o -1,8 pkt proc.), które ponad rok temu było

drugim pod względem zarządzanych aktywów TFI. Do końca 2008 roku wyprzedziło je PKO TFI, które odnotowało mniejszy spadek udziału w rynku (o -1,3 pkt proc.).

Wykres 6. Struktura rynku według TFI w latach 2007-2008

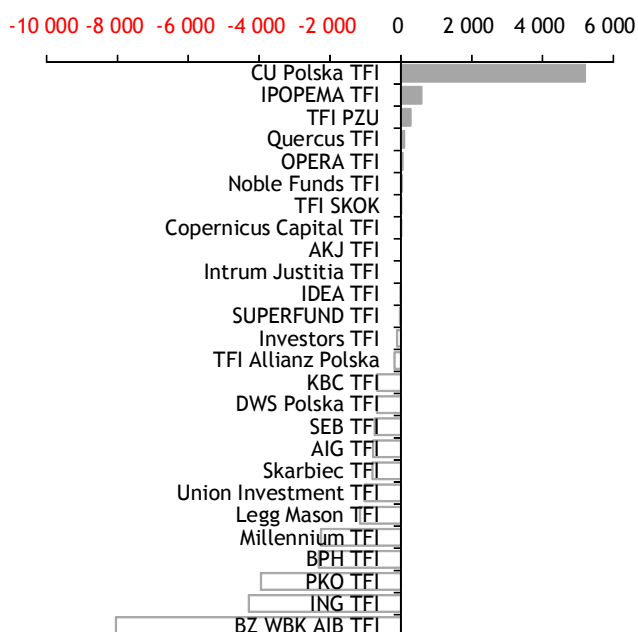


Źródło: TFI

W całym 2008 roku najwięcej nowych środków pozyskało wspomniane CU Polska TFI, które wg szacunków Analiz Online Sp. z o.o. zebrało ok. 5,2 mld PLN do 3 subfunduszy działających w ramach CU SFIO. Wysokie, jak na niekorzystne warunki, saldo nabyć i odkupień odnotowało również IPOPEMA TFI (ok. 0,6 mld PLN) oraz TFI PZU (ok. 0,3 mld PLN). Dodatkowo saldo poniżej 100 mln PLN odnotowały jeszcze Quercus TFI, OPERA TFI, Noble Funds TFI, TFI SKOK oraz Copernicus Capital TFI.

W minionym roku najlepiej sprzedawały się jednostki nowotworzonych funduszy. Wśród produktów, które powstały przed 2008 rokiem, najwyższe saldo wpłat i wypłat odnotował fundusz ING Akcji 2 SFIO (około 0,4 mld PLN) oraz fundusze dłużne: PKO/CS Obligacji Długoterminowych - FIO, ING Obligacji Plus (ING FIO) czy Arka Obligacji FIO; wszystkie około 0,2 mld PLN.

Wykres 7. Napływ środków do TFI w 2008 roku (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

Wśród towarzystw, które odnotowały największe odpływy środków, prym wiodły te, które zarządzają największymi aktywami. Powyżej 8 mld PLN straciły według szacunków Analiz Online: Pioneer Pekao TFI oraz BZ WBK AIB TFI. Po ok. 4 mld PLN wyniosło ujemne saldo wpłat i wypłat w przypadku ING TFI i PKO TFI. Jednocześnie 10 funduszy odnotowało przewagę odkupień nad nabyciami przekraczającą wartość 1 mld PLN. Wśród nich znalazły się Arka Zrównoważony FIO (ok. -2,9 mld PLN), Arka Stabilnego Wzrostu FIO (ok. -2,1 mld PLN) oraz Pioneer Zrównoważony FIO (ok. -1,9 mld PLN).

## Determinanty rozwoju

Głównym czynnikiem, który wpłynął na spadek wartości aktywów funduszy inwestycyjnych w 2008 roku była niekorzystna koniunktura rynkowa na krajowym i zagranicznych rynkach akcji. Trudna sytuacja na rynku akcji w połączeniu z wysokimi stopami procentowymi, spowodowała wzrost opłacalności depozytów bankowych i detalicznych obligacji skarbowych, a co za tym idzie znaczny odwrót od inwestycji w fundusze. W 2008 roku istotnie wzrosło również zainteresowanie produktami strukturyzowanymi, których sprzedaż wg serwisu [www.StructuredRetailProducts.com](http://www.StructuredRetailProducts.com) wyniosła blisko 5 mld PLN, o 34% większa niż rok wcześniej.

Istotnym czynnikiem, z punktu widzenia tempa rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, pozostaje duża popularność ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi (UFK), dzięki temu, iż zdecydowana większość polis z UFK jest powiązana z krajowymi funduszami inwestycyjnymi (produkty unit-linked). W latach, gdy Polacy masowo inwestowali w fundusze (2005-2007), udział UFK w saldzie wpłat i umorzeń do funduszy inwestycyjnych utrzymywał się na zbliżonym poziomie wynoszącym kilkanaście procent. Mimo iż udział ten spadł w 2008 roku do 4%, można uznać, że ubezpieczyciele w pewnym stopniu mieli wpływ na zatrzymanie środków w funduszach inwestycyjnych. Świadczy o tym znacznie mniejsza niż w przypadku funduszy inwestycyjnych dynamika odpływu kapitału z unit-linków.

Czynnikami, które mają wciąż istotny wpływ na rozwój rynku funduszy pozostają: wzrost polskiej gospodarki (choć uległ on spowolnieniu), stosunkowo niski poziom bezrobocia, emigracja zarobkowa oraz rosnąca świadomość inwestycyjna.

Z czynników strukturalnych, poza wspomnianą popularnością ubezpieczeń na życie z UFK, wciąż istotne pozostają: rozwój palety produktów i oferowanie przez TFI bogatszego wachlarza możliwości inwestycyjnych oraz wciąż wysokie zainteresowanie funduszami „prywatnymi”, tworzonymi na zamówienie.

### **3.2. Rozwój rynku pod względem podmiotowym**

W 2008 roku Komisja Nadzoru Finansowego wydała sześć zezwoleń dla TFI na zarządzanie funduszami inwestycyjnymi. Zgodę otrzymały: BEST TFI, Quercus TFI, TFI AGRO, SPATIUM TFI, GO TFI oraz Altus TFI. Akcjonariuszami większości z tych podmiotów są spółki bądź osoby prywatne związane od wielu lat z rynkiem zarządzania aktywami, rynkiem private equity lub rynkiem wierzytelności w Polsce, które zdecydowały się rozpocząć działalność na własny rachunek. Na koniec 2008 roku zarejestrowanych było łącznie 39 towarzystw funduszy inwestycyjnych. Działalność operacyjną prowadziło natomiast 38 TFI, gdyż Altus TFI nie zdążyło do końca roku zarejestrować żadnego funduszu inwestycyjnego.

**Tabela 6. Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych zarejestrowane w Polsce  
zarejestrowane przed 2008 rokiem**

1	AIG Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
2	AKJ Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
3	AMATHUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
4	BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
5	BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
6	Commercial Union Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
7	Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
8	DWS POLSKA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
9	Forum Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
10	FINCREA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (d. GE Debt Management)
11	Hexagon Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
12	IDEA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
13	ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
14	Intrum Justitia Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
15	Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
16	Ipopema Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
17	KBC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
18	Legg Mason Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
19	MCI Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
20	MILLENNIUM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
21	Noble Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
22	OPERA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
23	Opoka Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
24	PIONEER PEKAO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
25	PKO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
26	Plejada Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
27	SEB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
28	SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
29	Superfund Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
30	Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.
31	Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.
32	Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo - Kredytowych S.A.
33	UNION INVESTMENT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

**zarejestrowane w 2008 roku**

34	Altus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
35	BEST Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
36	GO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych
37	QUERCUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych
38	SPATIUM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA
39	Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych AGRO S.A.

Źródło: KNF

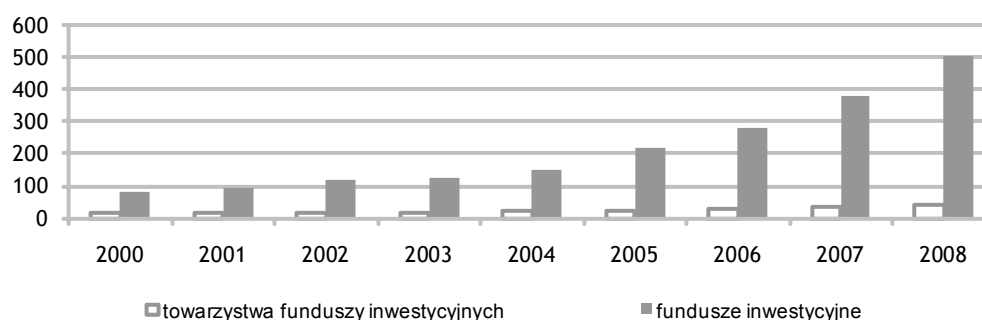
W 2008 roku w przypadku trzech towarzystw doszło do zmian własnościowych. Od General Electric 100% akcji GE Debt Management TFI kupiła spółka UC Financial Services sp. z o.o. W efekcie towarzystwo zmieniło nazwę na Fincrea TFI. Dom maklerski Copernicus Securities S.A. nabył od Copernicus Partners LLP 100% udziałów w Copernicus Capital TFI, stając się tym samym jego właścicielem. Z kolei General Electric Capital Corporation nabył 49,86% akcji BPH TFI od Cabet-Holding-Aktiengesellschaft (pozostała część akcji spółki należy do BPH PBK Zarządzanie Funduszami sp. z o.o.).

### 3.3. Rozwój rynku pod względem produktowym

W ciągu 2008 roku na rynku pojawiło się 140 nowych produktów (biorąc pod uwagę zarówno fundusze, jak i subfundusze). Najwięcej nowości pojawiło się w Ipopema TFI (29 funduszy zamkniętych), DWS TFI (fundusz DWS SFIO z 15 subfunduszami), KBC TFI (11 funduszy, w tym 10 zamkniętych z ochroną kapitału) oraz Copernicus Capital TFI (11 funduszy o charakterze zamkniętym).

Tabela 7. Ilość TFI i zarządzanych przez nie funduszy\*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
towarzystwa funduszy inwestycyjnych	16	19	18	17	20	23	26	33	39
fundusze inwestycyjne	83	97	120	126	151	215	281	378	503
przyrost ilości funduszy	19	14	23	6	25	64	66	97	125



Źródło: KNF, TFI, obliczenia Analizy Online

Równocześnie w 2008 roku zostało zlikwidowanych lub postawionych w stan likwidacji 15 funduszy i subfunduszy. 3 fundusze z oferty KBC TFI (zamknięte z ochroną kapitału) zakończyło działalność, gdyż upłynął termin, na jaki zostały utworzone. W przypadku kolejnych 3 funduszy, ich aktywa zostały przejęte przez inne fundusze w ramach TFI: Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Dochodu Mix 20 został przejęty przez Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix40, a Pioneer FG SFIO subfundusz DiW Rynku Japońskiego przez Pioneer FG SFIO subfundusz DiW Regionu Pacyfiku. Pozostałe 5 funduszy zostało zlikwidowanych głównie w wyniku spadku aktywów poniżej określonego poziomu.

Ogółem liczba produktów oferowanych przez TFI w 2008 roku zwiększyła się netto o 125. W efekcie na koniec grudnia 2008 roku towarzystwa zarządzały aktywami 503 funduszy i subfunduszy inwestycyjnych, w tym 322 o charakterze otwartym i 181 o charakterze zamkniętym.

W 2008 roku po raz pierwszy powstało więcej funduszy zamkniętych niż funduszy otwartych (wraz z subfunduszami). Liczba produktów zamkniętych zwiększyła się bowiem o 80 podczas gdy otwartych i specjalistycznych otwartych jedynie o 45. Tym samym udział funduszy zamkniętych w całkowitej liczbie produktów inwestycyjnych oferowanych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce wzrósł w ciągu roku z 26,7% do 36% na koniec 2008 roku. Zdecydowana większość nowych funduszy zamkniętych to fundusze emitujące niepubliczne certyfikaty inwestycyjne. Wśród nich przeważały fundusze aktywów niepublicznych adresowane do klientów indywidualnych dysponujących wysokimi aktywami oraz klientów instytucjonalnych. Liderami w tworzeniu tego typu podmiotów były Ipopema TFI, Copernicus Capital TFI, Forum TFI oraz Skarbiec TFI.

W gronie funduszy zamkniętych utworzonych w 2008 roku większość to fundusze zaklasyfikowane do grupy mieszanych zagranicznych.

Liczba funduszy i subfunduszy otwartych (w tym specjalistycznych) zwiększyła się w 2008 roku o 45. Wśród nowych propozycji inwestycyjnych zdecydowaną większość stanowiły fundusze akcyjne lokujące aktywa głównie na zagranicznych rynkach akcji. Część z tych

funduszy inwestuje bezpośrednio w akcje spółek, pozostałe natomiast lokują aktywa na rynkach zagranicznych poprzez tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych. Podobnie jak rok wcześniej, popularnością wciąż cieszyły się produkty inwestujące w tzw. Nowej Europie. Ponadto część nowości to fundusze inwestujące m.in. w akcje firm z branży finansowej, żywnościowej czy infrastrukturalnej. Towarzystwa utworzyły także m.in. 2 fundusze surowcowe i 2 inwestujące na rynkach nieruchomości, a także kilka produktów skupionych na konkretnym kraju czy regionie geograficznym, bądź inwestujących globalnie. W 2008 roku oferta funduszy wzbogaciła się również o ponad 20 funduszy o strategii mieszanej, 3 fundusze z ochroną kapitału oraz 4 dłużne i 3 gotówkowe.

W 2008 roku Komisja Nadzoru Finansowego udzieliła rekordowej, pod względem liczby produktów, notyfikacji dla instytucji zagranicznych, które zamierzają dystrybuować w sposób bezpośredni swoje produkty w Polsce. Aż 9 podmiotów zagranicznych uzyskało taką zgodę po raz pierwszy. W wyniku wszystkich udzielonych notyfikacji, do których należy zaliczyć również te rozszerzające zakres dotychczasowych, KNF zwiększył liczbę produktów mogących trafić do bezpośredniej sprzedaży o ponad 340. Oznacza to, że w 2008 roku liczba notyfikowanych funduszy była prawie 2,5-krotnie wyższa niż przed rokiem.

W ubiegłym roku notyfikację KNF po raz pierwszy otrzymały Dexia Asset Management (Lux), JPMorgan Asset Management (Lux), New Star Asset Management (Irl), ING Investment Management (Lux), Leonardo Asset Management/DNCA (Lux), Societe Generale Asset Management (Lux), Schroder Investment Management (Lux) oraz Prudential Investments LLC (Lux). Pomimo tak licznej grupy firm, które otrzymały zgodę Komisji, jedynie Schroders jeszcze w tym samym roku rozpoczął dystrybucję swoich produktów. Liczba udzielonych notyfikacji tylko nieznacznie wpłynęła na liczbę produktów faktycznie dystrybuowanych. Tak jak przed rokiem najbogatszą ofertę produktów dystrybuowanych posiadają te instytucje, które są w gronie firm oferujących swoje produkty najdłużej tj. BlackRock Investment Management (Lux) oraz Franklin Templeton Investments (Lux).

Jednym z wydarzeń roku było ogłoszenie zakończenia dystrybucji przez firmę Robeco. Pomimo wprowadzenia na nasz rynek produktów ograniczających ryzyko walutowe, ogólnie strategię tej holenderskiej firmy należy ocenić na naszym rynku jako mało ekspansywną zarówno pod względem liczby produktów w sprzedaży oraz liczby dystrybutorów. W ciągu ostatnich lat jest to już drugi przykład pomiotu zagranicznego, który weryfikuje swoje plany wobec rynku polskiego. W lipcu 2007 roku sprzedaż jednostek zawiesiła duńska grupa Jyske Invest, co miało bezpośredni związek z wycofaniem się z Polski Jyske Banku.

W 2008 roku zgodę Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych uzyskało 28 podmiotów, w porównaniu do 81 w 2007 roku. Ogółem na koniec 2008 roku prawo dystrybuowania jednostek uczestnictwa posiadało 213 podmiotów. Wśród nich najwięcej jest banków spółdzielczych (120), ponad 50 podmiotów prawa handlowego i ponad 30 banków.

## IV. Polski rynek funduszy na tle europejskiego

W 2008 roku polski rynek funduszy inwestycyjnych odnotował znaczny spadek wartości aktywów w ujęciu walutowym. W przeliczeniu na euro wartość środków ulokowanych w polskich funduszach zmniejszyła się o -52,7% (o 19,7 mld €) do 17,7 mld €. W ujęciu dolarowym wartość aktywów spadła o -54,7% (o 30,1 mld USD) do 24,9 mld USD. Wysoka dynamika spadku w ujęciu walutowym była po części wynikiem znacznego umocnienia się euro i dolara wobec polskiej waluty (odpowiednio o 16,5% i 21,6%).

Tabela 8. Polska na tle krajów europejskich (WAN w mld EUR wg stałych kursów walut)

	2008			2007			2006		
	wartość	udział	zmiana	wartość	udział	zmiana	wartość	udział	zmiana
Luxemburg	1 560	25,4%	-24,3%	2 059	26,0%	11,6%	1 845	24,4%	21,0%
Francja	1 293	21,1%	-14,3%	1 508	19,0%	0,9%	1 494	19,7%	17,6%
Niemcy	911	14,8%	-12,5%	1 042	13,1%	2,4%	1 018	13,4%	5,2%
Irlandia	647	10,5%	-19,7%	806	10,2%	12,3%	718	9,5%	22,8%
Wielka Brytania	458	7,5%	-39,0%	751	10,1%	-0,2%	753	10,3%	20,5%
Włochy	247	4,0%	-31,0%	358	4,3%	-6,6%	383	5,1%	-7,3%
Hiszpania	203	3,3%	-27,0%	279	3,5%	-3,1%	288	3,8%	4,6%
Szwajcaria	157	2,6%	-7,0%	169	2,0%	12,7%	150	2,0%	30,0%
Austria	128	2,1%	-22,9%	166	2,1%	-1,9%	169	2,2%	7,8%
Belgia	104	1,7%	-18,1%	127	1,6%	-1,1%	128	1,7%	10,0%
Dania	98	1,6%	-25,6%	131	1,7%	7,2%	123	1,6%	15,2%
Szwecja	87	1,4%	-37,9%	139	1,8%	-1,1%	141	1,9%	25,1%
Holandia	72	1,2%	-21,2%	91	1,1%	-10,7%	102	1,3%	6,3%
Finlandia	41	0,7%	-37,4%	66	0,8%	8,3%	61	0,8%	36,4%
Norwegia	30	0,5%	-41,6%	51	0,7%	23,3%	41	0,5%	20,7%
Portugalia	25	0,4%	-30,8%	36	0,5%	-6,9%	39	0,5%	6,7%
Lichtenstein	19	0,3%	-5,4%	20	0,3%	36,7%	15	0,2%	12,9%
<b>Polska</b>	<b>17</b>	<b>0,3%</b>	<b>-53,5%</b>	<b>38</b>	<b>0,5%</b>	<b>45,6%</b>	<b>26</b>	<b>0,3%</b>	<b>62,5%</b>
Turcja	13	0,2%	-26,6%	18	0,2%	34,8%	13	0,2%	-33,5%
Grecja	10	0,2%	-54,9%	23	0,3%	-7,7%	25	0,3%	-12,3%
Węgry	9	0,2%	-24,8%	13	0,2%	24,8%	10	0,1%	16,5%
Czechy	4	0,1%	-30,5%	6	0,1%	19,3%	5	0,1%	22,1%
Słowacja	3	0,1%	-17,4%	4	0,0%	29,2%	3	0,0%	-6,7%
Słowenia	2	0,0%	-54,9%	4	0,1%	46,7%	3	0,0%	bd
Rumunia	2	0,0%	-51,6%	4	0,0%	1329,7%	0	0,0%	bd
Bułgaria	0	0,0%	-62,4%	0	0,0%	100,0%	bd	bd	bd
<b>Łącznie</b>	<b>6 142</b>	<b>100,0%</b>	<b>-22,3%</b>	<b>7 909</b>	<b>100,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>7 552</b>	<b>100,0%</b>	<b>14,9%</b>
<b>UCITS</b>	<b>4 593</b>	<b>74,8%</b>	<b>-25,4%</b>	<b>6 160</b>	<b>77,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>5 951</b>	<b>78,9%</b>	<b>15,1%</b>
<b>Non-UCITS</b>	<b>1 549</b>	<b>33,7%</b>	<b>-11,5%</b>	<b>1 749</b>	<b>22,1%</b>	<b>9,3%</b>	<b>1 600</b>	<b>21,1%</b>	<b>14,6%</b>

Źródło: EFAMA Quarterly Statistical Release

Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych krajów zrzeszonych w *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) spadła w ciągu 2008 roku o -22,3% (1 767 mld EUR), do 6 142 mld euro. Dynamika spadku aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce była w 2008 roku blisko 2,5-krotnie wyższa i wyniosła -53,5% (wg EFAMY). W szybszym tempie aktywa spadały jedynie w Bułgarii (-62,4%) oraz Grecji i Słowenii (po -54,9%).



Tabela 9. WAN na głowę mieszkańca (tys. EUR)

kraj	2008
Luxemburg	3 223,76
Lichtenstein	544,97
Irlandia	147,01
Szwajcaria	20,68
Francja	20,29
Dania	17,86
Austria	15,33
Niemcy	11,08
Belgia	9,72
Szwecja	9,43
Finlandia	7,80
Wielka Brytania	7,49
Norwegia	6,24
Hiszpania	4,49
Holandia	4,37
Włochy	4,14
Portugalia	2,36
Węgry	0,94
Słowenia	0,92
Grecja	0,92
Słowacja	0,61
<b>Polska</b>	<b>0,46</b>
Czechy	0,43
Turcja	0,19
Rumunia	0,08

Źródło: EFAMA Quarterly Statistical Release, Eurostat

W ubiegłym roku, pod względem wielkości aktywów netto, przegoniły nas Portugalia (25 mld EUR) oraz Lichtenstein (19 mld EUR). Przyczyniła się do tego niższa dynamika spadku aktywów tamtejszych funduszy, która wyniosła odpowiednio -30,8% oraz -5,4%.

Wraz ze zmniejszeniem się wartości środków zgromadzonych w polskich funduszach, nasz udział w rynku europejskim spadł z 0,5% na koniec 2007 roku do 0,3% w grudniu 2008 r. Jednocześnie zmniejszyła się wysokość aktywów netto funduszy przypadająca na mieszkańca. W grudniu 2008 roku statystyczny Polak miał ulokowane w funduszach inwestycyjnych 458 EUR, w porównaniu do 988 EUR na koniec 2007 roku. Tym samym Polska zajęła czwartą pozycję od końca wśród krajów monitorowanych przez EFAMA (spadek o jedną pozycję w stosunku do końca 2007 roku). Obecnie wyprzedzamy jedynie Turcję, Czechy i Rumunię, zaś najbliższymi nam do Słowacji, gdzie na statystycznego mieszkańca przypada 607 EUR.

## V. Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach Polaków

Rekordowy odpływ środków z funduszy inwestycyjnych w 2008 roku (-28,8 mld PLN) oraz spadek ich aktywów wywołany bessą na warszawskiej giełdzie, znalazł odzwierciedlenie w wartości wskaźników opisujących pozycję funduszy inwestycyjnych w krajowym systemie finansowym, polskiej gospodarce oraz w strukturze oszczędności Polaków.

Według danych na koniec 2008 roku, gospodarstwa domowe dysponowały oszczędnościami o wartości 671,3 mld PLN, czyli o -1,4% mniejszymi niż rok wcześniej. W portfelach gospodarstw domowych wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych dedykowanych osobom fizycznym, pomniejszona o wartość lokat Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych, zmniejszyła się w ciągu roku o -66,7 mld PLN. Tym samym dynamika spadku wynosząca -61% była najwyższą ze wszystkich form oszczędzania. Udział funduszy w oszczędnościach Polaków spadł w ciągu 12 miesięcy z 16,0% do 6,3%.

Aktywa zgromadzone w produktach oferowanych przez instytucje zagraniczne spadły w tym samym okresie o ponad -30% do poziomu 1,8 mld PLN, co przyczyniło się do nieznacznego zmniejszenia udziału w rynku o -0,1 pkt procentowego. W strukturze oszczędności na znaczeniu straciły również akcje spółek publicznych (o -2,4 pkt procentowe) oraz ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe (o -1,4 pkt procentowego).

**Tabela 10. Wartość i struktura oszczędności gospodarstw domowych (mld PLN)**

	2008	udział	2007	udział	dynamika
akcje spółek publicznych*	26,6	4,0%	43,0	6,3%	-38,1%
obligacje i bony skarbowe	13,6	2,0%	10,7	1,6%	27,5%
fundusze inwestycyjne**	42,6	6,3%	109,2	16,0%	-61,0%
fundusze zagraniczne	1,8	0,3%	2,5	0,4%	-30,2%
ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe	25,8	3,8%	35,5	5,2%	-27,3%
otwarte fundusze emerytalne	138,3	20,6%	140,0	20,6%	-1,2%
depozyty złotowe i walutowe	332,0	49,5%	262,8	38,6%	26,3%
gotówka w obiegu poza kasami banków	90,7	13,5%	77,2	11,3%	17,5%
suma	671,3	100,0%	680,9	100,0%	-1,4%

\* dane dotyczące zdematerializowanych akcji przechowywanych na rachunkach w biurach maklerskich

\*\* dostępne dla osób fizycznych, skorygowane o wartość inwestycji ubezpieczycieli

Źródło: Analizy Online, na podstawie danych NBP, MF, GUS, TFI, PTE TUNŻ

W 2008 roku zyskały natomiast defensywne składniki naszych oszczędności. Chodzi głównie o bezpośrednie inwestycje w dłużne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa oraz o środki utrzymywane poza systemem bankowym jak i o te, spoczywające na bankowych rachunkach. Prawdziwy renesans przeżywały w 2008 roku obligacje, które wprawdzie nie stanowią istotnego składnika naszych oszczędności (2% na koniec grudnia), to w ciągu 12 miesięcy zwiększyły swoją wartość o ponad +27%. Wartość depozytów oraz gotówki na rachunkach wyniosła na koniec grudnia 332 mld PLN, co stanowiło 49,5% wszystkich oszczędności. Tak wysoki udział banków w łącznej puli środków zgromadzonych przez Polaków w różnych formach miał miejsce w połowie 2005 roku. Wartość gotówki w obiegu wzrosła w 2008 roku o +17,5%.

Wskaźnik opisujący relację wartości aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych do wartości Produktu Krajowego Brutto spadł w 2008 roku z 11,4% do 6,0%, czyli do poziomu z 2005 roku. Udział funduszy w sumie aktywów funduszy i depozytów gospodarstw domowych spadł w ciągu roku z poziomu 33,8% do 18,5%. Nieznacznemu powiększeniu uległa natomiast relacja aktywów funduszy do kapitalizacji warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych z 26,3% do 27,6%.

**Tabela 11. Udział aktywów netto funduszy w wybranych kategoriach makroekonomicznych (mld PLN)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
aktywa netto funduszy inwestycyjnych	23,0	33,0	37,6	61,6	99,2	134,0	73,7
wartość PKB (mld PLN)	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 166,8	1 231,6
udział funduszy (%)	2,8%	3,9%	4,1%	6,3%	9,4%	11,5%	6,0%
depozyty gospodarstw + aktywa netto funduszy	240,0	245,6	247,4	282,4	338,5	396,8	397,8
udział funduszy (%)	9,6%	13,4%	15,2%	21,8%	29,3%	33,8%	18,5%
wartość kredytów gospodarstw domowych	89,8	102,0	115,5	140,9	187,5	258,1	259,1
udział funduszy (%)	25,6%	32,4%	32,6%	43,7%	52,9%	51,9%	28,4%

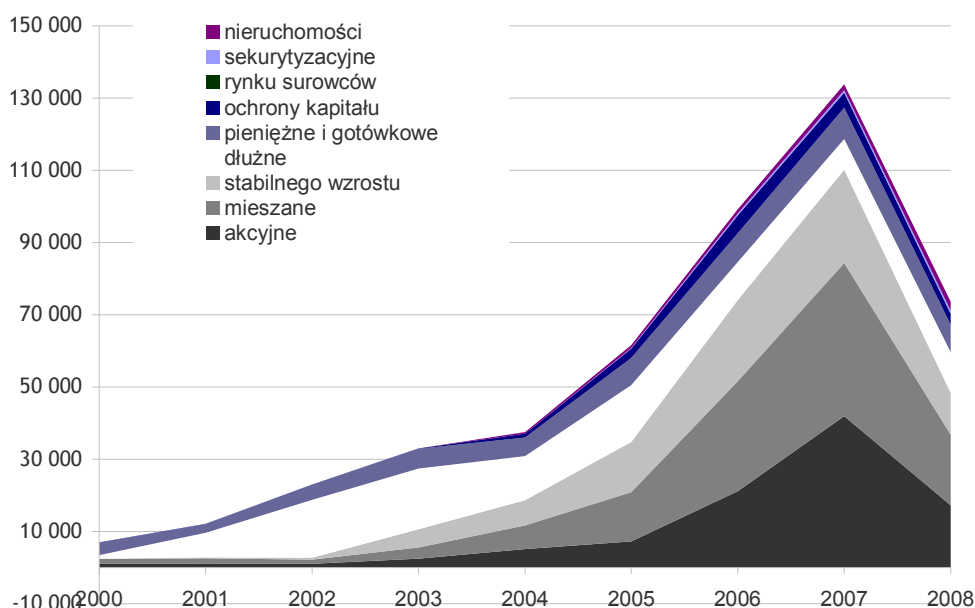
Źródło: TFI, GUS, NBP, obliczenia Analizy Online

Wartość środków zgromadzonych przez przeciętnego Polaka w funduszach inwestycyjnych wyniosła na koniec roku 1,9 tys. zł, co oznacza spadek o 45% wobec stanu na koniec 2007 roku.

## VI. Struktura rynku funduszy inwestycyjnych w 2008 roku

Znaczny spadek aktywów funduszy inwestycyjnych w 2008 roku dotyczył poszczególne segmenty rynku w różnym stopniu. Zjawisko to obserwowaliśmy zresztą również w przeszłości, kiedy preferencje klientów w różnych okresach kształtowały się inaczej. W 2000 roku połowa środków ulokowana była w funduszach pieniężnych, a aktywa całego rynku wynosiły zaledwie 7 mld PLN. Przez kolejne dwa lata najszybciej rosły aktywa funduszy dłużnych, dzięki czemu aż do końca 2005 roku miały one największy udział w rynku funduszy inwestycyjnych. Zapoczątkowana w 2003 roku hossa na warszawskiej giełdzie, przyczyniająca się do wzrostu opłacalności inwestycji bardziej agresywnych skłoniła część inwestorów do przenoszenia środków w kierunku funduszy, które choć część aktywów lokują na rynku akcyjnym. Na początku głównym beneficjentem były fundusze stabilnego wzrostu, których aktywa w ciągu 2003 roku wzrosły aż 10-krotnie, zaś w kolejnych: mieszane, ochrony kapitału i wreszcie akcyjne.

Wykres 8. Aktywa podstawowych grup funduszy w latach 2000-2008 (mln PLN)



Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online

W 2008 roku tendencja uległa zmianie i to właśnie fundusze akcyjne w największym stopniu zmniejszyły swój udział w rynku. Już w styczniu odczuły one gwałtowne spadki cen akcji na giełdach oraz masowe odkupienia jednostek dokonywane przez klientów. W tym samym czasie zwiększył się natomiast udział w rynku funduszy bardziej bezpiecznych, czyli dłużnych oraz gotówkowych i rynku pieniężnego.

Mimo dość istotnych rozbieżności w zachowaniu się poszczególnych segmentów rynku, jego struktura uległa niewielkim zmianom. W dalszym ciągu dominującą rolę pod koniec 2008 roku odgrywały fundusze łączące inwestycje w akcje i papiery dłużne. Produktom mieszanym powierzyliśmy łącznie 19,5 mld PLN, czyli 26,5% zainwestowanych środków. Drugim segmentem, którego aktywa spadły o blisko 60% do ponad 17 mld PLN, pozostały fundusze akcyjne (23,4%). Trzecią siłą na polskim rynku wciąż były fundusze stabilnego wzrostu, zarządzające aktywami na poziomie 11,6 mld PLN (15,8%). Aktywa zgromadzone w funduszach należących do wszystkich trzech wymienionych grup stanowiły na koniec 2008 roku łącznie 65,7% polskiego rynku, w porównaniu do 82,4% rok wcześniej. Na czwartą pozycję awansowały fundusze dłużne z udziałem 15,3%, które wyprzedziły produkty pieniężne i gotówkowe (10,3%).

Wykres 9. Struktura aktywów netto w 2008 roku



Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA

W strukturze aktywów zarówno w produktach dedykowanych inwestycjom krajowym, jak i inwestującym za granicą dominują fundusze mieszane i stabilnego wzrostu (w polskich stanowią one łącznie 39% aktywów, w porównaniu do 53% na koniec 2007 roku, zagraniczne zaś 53%). W segmencie funduszy inwestujących za granicą zamieniły one na pozycji lidera fundusze akcyjne, które na koniec 2007 roku zarządzały 41% aktywów (obecnie 23% rynku).

Tabela 12. Aktywa netto grup i ich udział w rynku (mln PLN)

	wartość (mln PLN)		dynamika	udział	
	gru 07	gru 08		gru 07	gru 08
<b>akcyjne</b>	<b>41 926</b>	<b>17 273</b>	<b>-58,8%</b>	<b>31,3%</b>	<b>23,4%</b>
akcyjne polskie	33 153	14 048	-57,6%	24,8%	19,1%
akcyjne zagraniczne	8 773	3 226	-63,2%	6,6%	4,4%
<b>mieszane*</b>	<b>42 420</b>	<b>19 507</b>	<b>-54,0%</b>	<b>31,7%</b>	<b>26,5%</b>
mieszane krajowe	33 682	11 990	-64,4%	25,2%	16,3%
mieszane zagraniczne	8 739	7 517	-14,0%	6,5%	10,2%
<b>stabilnego wzrostu</b>	<b>25 856</b>	<b>11 620</b>	<b>-55,1%</b>	<b>19,3%</b>	<b>15,8%</b>
stabilnego wzrostu polskie	25 562	11 543	-54,8%	19,1%	15,7%
stabilnego wzrostu zagraniczne	294	77	-73,8%	0,2%	0,1%
<b>ochrony kapitału</b>	<b>4 148</b>	<b>3 004</b>	<b>-27,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,1%</b>
ochrony kapitału krajowe	1 885	1 141	-39,5%	1,4%	1,5%
ochrony kapitału zagraniczne	2 263	1 863	-17,7%	1,7%	2,5%
<b>dłużne</b>	<b>8 507</b>	<b>11 282</b>	<b>32,6%</b>	<b>6,4%</b>	<b>15,3%</b>
dłużne złotowe	6 454	9 818	52,1%	4,8%	13,3%
dłużne zagraniczne	2 052	1 465	-28,6%	1,5%	2,0%
<b>pieniężne i gotówkowe</b>	<b>8 655</b>	<b>7 563</b>	<b>-12,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>10,3%</b>
<b>nieruchomości</b>	<b>1 625</b>	<b>2 523</b>	<b>55,3%</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,4%</b>
<b>surowcowe</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>32,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>
<b>sekurytyzacyjne</b>	<b>642</b>	<b>850</b>	<b>32,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,2%</b>
<b>razem</b>	<b>133 812</b>	<b>73 668</b>	<b>-44,9%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
krajowe	111 691	59 521	-46,7%	83,5%	80,8%
zagraniczne	22 121	14 147	-36,0%	16,5%	19,2%

\* fundusze zrównoważone i inne mieszane (aktywnej alokacji, absolutnego zwrotu itp.)

Źródło: Analizy Online na podstawie raportów TFI oraz danych IZFiA

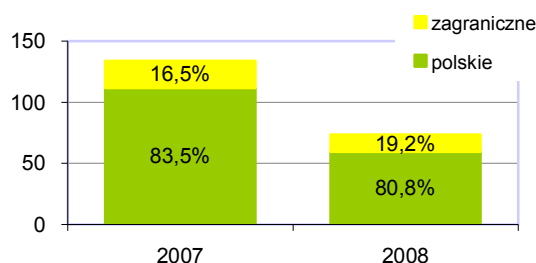
Rok 2008 był kolejnym, w którym mieliśmy do czynienia z przesuwaniem się środków w kierunku inwestycji zagranicznych. Już co piąta złotówka inwestowana przez zarządzających polskimi funduszami trafia do produktów, których polityka nie ogranicza spektrum możliwych inwestycji do rodzimego rynku. Przed rokiem udział tej kategorii produktów w rynku był o 2,7 pkt. proc niższy i wynosił 16,5%. Rzeczywisty udział inwestycji zagranicznych w aktywach funduszy jest nieco wyższy z uwagi na to, że część

zarządzających produktami z innych grup również lokuje część środków w akcje i obligacje zagranicznych emitentów.

Według szacunków Analizy Online, większość z kwoty -28,8 mld PLN, które odpłynęły z funduszy inwestycyjnych w 2008 roku, stanowiły środki wycofane z produktów lokujących aktywa w Polsce (-25,9 mld PLN). Pozostała kwota (-3,0 mld PLN) to ujemne saldo wpłat i wypłat z funduszy inwestujących za granicą.

W 2008 roku zdecydowanie największy odpływ netto odnotowały fundusze mieszane (-13,3 mld PLN) oraz stabilnego wzrostu (-10,2 mld PLN). Przewaga odkupień nad nabyciami w przypadku funduszy akcyjnych wyniosła ponad -6 mld PLN. Ujemne saldo wpłat i wypłat stało się w 2008 roku także udziałem funduszy gotówkowych i rynku pieniężnego (-1,4 mld PLN) oraz ochrony kapitału (-0,7 mld PLN). Na plusie miniony rok zakończyły natomiast fundusze dłużne (+2,2 mld PLN) i to w dużej mierze dzięki przeprowadzonej w grudniu operacji przeniesienia instrumentów dłużnych z ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych do funduszu inwestycyjnego, a także fundusze nieruchomości (+0,6 mld PLN), surowcowe i sekurytyzacyjne.

Wykres 10. Struktura aktywów netto (mld PLN)



Źródło: Analizy Online

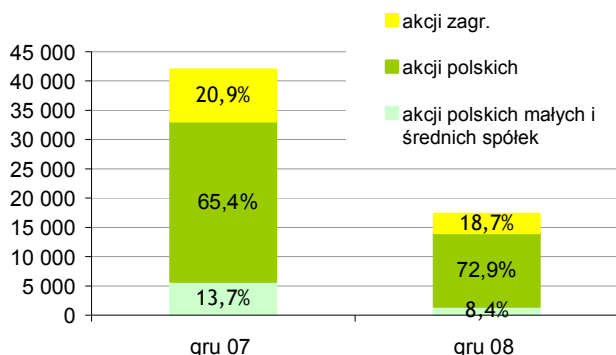
Tabela 13. Kwartalne saldo nabyć i odkupień w poszczególnych grupach funduszy (mln PLN)

	I kwartał '08	I kwartał '08	I kwartał '08 / kwartał '08	suma	
<b>akcyjne</b>	<b>-5 950</b>	<b>-187</b>	<b>-1 921</b>	<b>1 991</b>	<b>-6 067</b>
akcyjne polskie	-4 653	-904	-1 283	2 325	-4 515
akcyjne zagraniczne	-1 297	717	-638	-334	-1 552
<b>mieszane</b>	<b>-6 607</b>	<b>-2 086</b>	<b>-2 537</b>	<b>-2 079</b>	<b>-13 309</b>
krajowe	-5 834	-2 377	-2 246	-1 998	-12 455
zagraniczne	-773	291	-291	-81	-854
<b>stabilnego wzrostu</b>	<b>-4 226</b>	<b>-1 603</b>	<b>-2 094</b>	<b>-2 236</b>	<b>-10 159</b>
krajowe	-4 174	-1 580	-2 070	-2 149	-9 973
zagraniczne	-52	-23	-24	-87	-186
<b>dłużne</b>	<b>216</b>	<b>-335</b>	<b>117</b>	<b>2 187</b>	<b>2 185</b>
krajowe	316	-240	176	2 345	2 597
zagraniczne	-100	-95	-59	-158	-412
<b>ochrony kapitału</b>	<b>-227</b>	<b>-132</b>	<b>-36</b>	<b>-258</b>	<b>-653</b>
krajowe	-187	-135	-87	-282	-691
zagraniczne	-40	3	51	24	38
<b>pieniężne i gotówkowe</b>	<b>2 681</b>	<b>-1 040</b>	<b>-410</b>	<b>-2 669</b>	<b>-1 438</b>
<b>nieruchomości</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>587</b>	<b>1</b>	<b>588</b>
<b>surowcowe</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>15</b>
<b>sekurytyzacyjne</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>razem</b>	<b>-14 113</b>	<b>-5 373</b>	<b>-6 292</b>	<b>-3 059</b>	<b>-28 837</b>
krajowe	-11 851	-6 266	-5 331	-2 423	-25 871
zagraniczne	-2 262	893	-961	-636	-2 966

Źródło: Analizy Online

## 6.1. Fundusze akcyjne

Wykres 11. Struktura aktywów netto funduszy akcyjnych

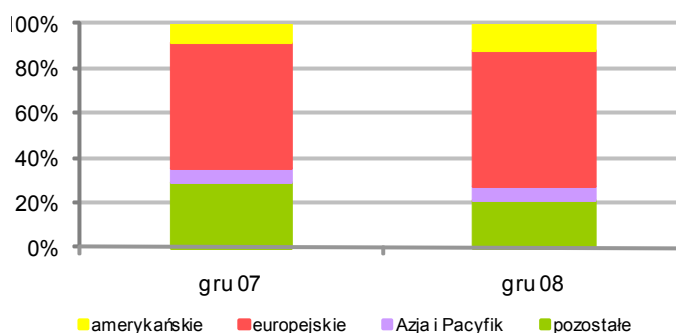


Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA

poziomie 17,3 mld PLN.

W największym stopniu zmniejszyły się środki zgromadzone w funduszach akcji zagranicznych (o -63,2%), w efekcie spadł ich udział w segmencie funduszy akcyjnych z 20,9% do 18,7%. Niewielkiej zmianie uległa również struktura poszczególnych grup. Nadal segment jest zdominowany przez fundusze inwestujące w krajach europejskich (60%). Drugą pod względem wielkości zarządzanych środków pozostaje grupa akcji zagranicznych pozostałych (21%), choć ich udział w segmencie spadł aż o -8 pkt proc., najsilniej ze wszystkich grup. Kolejne miejsce zajmują fundusze akcji amerykańskich (12%), które odnotowały wzrost udziału w tym segmencie o +3 pkt proc.

Wykres 12. Struktura aktywów netto funduszy akcji zagr.



Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA

Środki zgromadzone w funduszach akcji polskich zmniejszyły się w 2008 roku o -57,6% do poziomu 14,0 mld PLN na koniec 2008 roku. Najbardziej dotkliwie dekonstrukcję odczuły fundusze krajowych małych i średnich spółek, w przypadku których spadek zarządzanych środków sięgnął -75%. Swoją pozycję umocniły więc fundusze akcji polskich uniwersalne, których udział w całym segmencie zwiększył się z 65,4% do 72,9% na koniec 2008 roku.

Fundusze akcji polskich stały się popularne dopiero w drugiej połowie 2005 roku, po trzech latach hossy na warszawskim parkiecie, dzięki temu, iż stopy zwrotu przez nie notowane kolejny rok z rzędu były dwu, a nawet trzycyfrowe. Trend, który rozpoczął się w 2005 roku trwał praktycznie nieprzerwanie do połowy 2007 roku (największą popularnością cieszyły się wówczas wypracowujące pokaźne zyski fundusze akcji małych i średnich spółek). W 2007 roku bardzo wyraźne było przesuwanie zainteresowania klientów z funduszy polskich akcji w stronę funduszy akcji zagranicznych. Średnia miesięczna wartość salda wpłat i umorzeń dla tej grupy funduszy w 2007 roku wyniosła ponad 600 mln PLN.

W 2008 roku sytuacja była całkowicie odmienna, jedynie w przypadku trzech miesięcy saldo było dodatnie. Spory napływ środków w maju był jednak efektem zmiany polityki inwestycyjnej funduszu ING Środkowoeuropejski Budownictwa i Nieruchomości Plus (ING

FIO), który zmienił politykę z mieszanej na akcyjną (zarządzał wtedy aktywami rzędu 0,7 mld PLN).

W grupie funduszy akcji polskich, ujemne saldo wpłat i odkupień miało miejsce 8-krotnie, przy czym zdecydowanie najwyższe było w styczniu, kiedy to zbliżyło się do -5 mld PLN. Miesiąc później, wartość wpłat przeważała nad kwotami wypłacanymi, dzięki temu, iż Polacy postanowili wykorzystać giełdową przecenę do zwiększenia zaangażowania na rynku akcji. Najwyższe saldo dodatnie odnotowano jednak w listopadzie, a to za sprawą przeniesienia środków do jednego z funduszy w ramach jednej grupy kapitałowej. Łącznie w 2008 roku odpływ netto środków z funduszy akcji polskich uniwersalnych wyniósł -2,9 mld PLN, a akcji małych i średnich spółek -1,6 mld PLN.

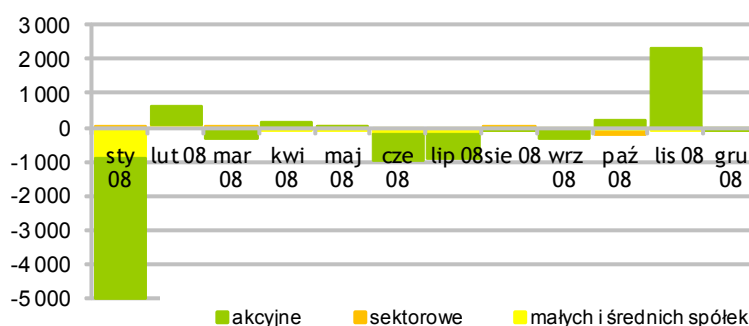
W przypadku funduszy akcji zagranicznych, największy odpływ środków netto odnotowała grupa zarządzająca największymi aktywami, czyli fundusze lokujące aktywa na globalnych rynkach wschodzących oraz na europejskich emerging markets (odpowiednio -0,7 mld PLN i -0,4 mld PLN).

Łącznie w 2008 roku klienci wycofali z funduszy akcyjnych ponad -6 mld PLN. (Mimo nieciekawej sytuacji na rynkach, towaryści uruchomili w 2008 roku 7 funduszy akcji polskich (2 małych i średnich spółek, 2 sektorowe i 3 uniwersalne) oraz 34 nowe produkty akcji zagranicznych (w tym 4 globalne, 9 inwestujących w Europie Środkowo-Wschodniej, 7 sektorowych, 2 surowcowe i 2 nieruchomości).

Na koniec grudnia największymi aktywami w grupie zarządzał fundusz CU Akcyjny (CU SFIO), dzięki wspomnianemu przeniesieniu środków z ubezpieczeniowych

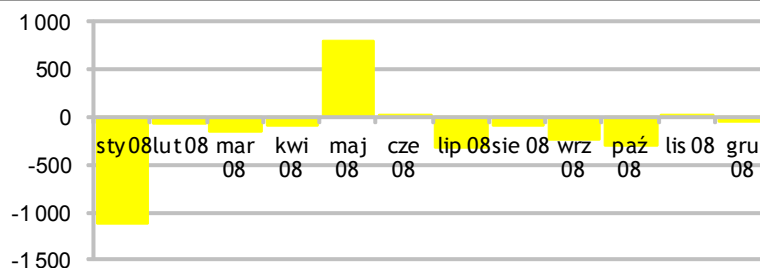
funduszy kapitałowych oferowanych przez towarzystwo ubezpieczeń na życie.

Wykres 13. Fundusze akcji polskich - mies. napływy netto (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

Wykres 14. Fundusze akcji zagr. - mies. napływy netto (mln PLN)

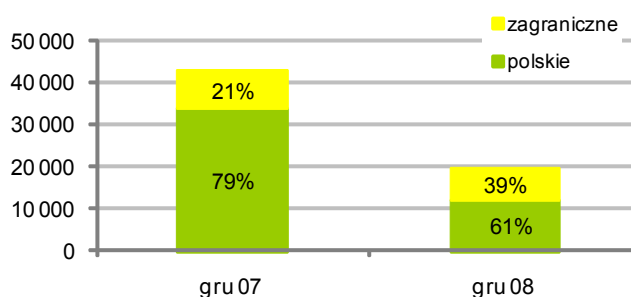


Źródło: szacunki Analiz Online

## 6.2. Fundusze mieszane

Fundusze mieszane (zrównoważone i aktywnej alokacji), to obok akcyjnych, drugi segment rynku, który na przestrzeni 2008 roku istotnie zmniejszył swoje aktywa. Ich wartość w ciągu roku spadła łącznie o -54%. Udział w rynku tego segmentu na koniec grudnia 2008 roku wyniósł ostatecznie 26,5%, a zarządzane aktywa spadły poniżej 20 mld PLN. Mimo to, zdołały obronić pozycję lidera, co zawdzięczają głównie funduszom zamkniętym.

Wykres 15. Struktura aktywów netto funduszy mieszanych

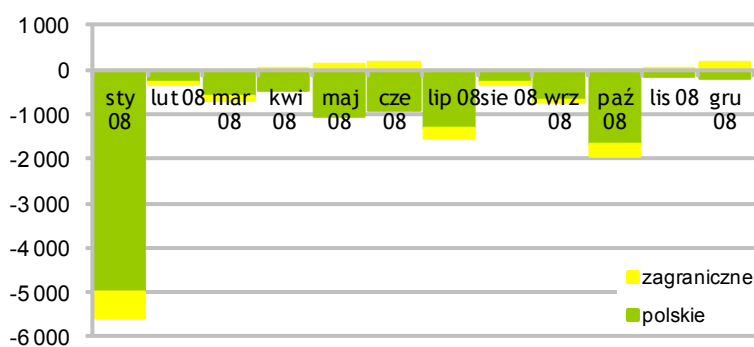


Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA

W przeciwieństwie do funduszy akcyjnych, większą dynamikę spadku odnotowały produkty inwestujące w Polsce, których aktywa zmniejszyły się w ciągu roku o -64,4%. Z tego powodu ich udział w segmencie funduszy mieszanych spadł z 79% do 61%.

Fundusze mieszane stały się popularne w 2003 roku, kiedy po zakończeniu hossy na rynku obligacji, stanowiły rozwiązanie alternatywne wobec spadającego rynku obligacji i ryzykownego rynku akcji. W tym czasie, większym zaufaniem klientów cieszyły się jednak fundusze stabilnego wzrostu. Dopiero w drugim półroczu 2005 roku, kiedy hossa na GPW była w pełni, rozpoczął się prawdziwy boom na te produkty. Polacy coraz śmielej zaczęli w nie inwestować. Kolejne 2 lata przyniosły kontynuację trendu, choć widać wyraźnie, iż z miesiąca na miesiąc zainteresowanie klientów słabło, na rzecz funduszy akcyjnych. Odprawy środków były już wyraźne w drugiej połowie 2007 roku.

Wykres 16. Fundusze mieszane - mies. napływy netto (mln PLN)



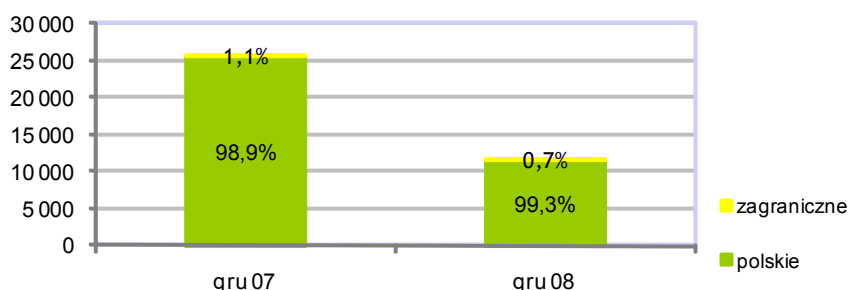
Źródło: szacunki Analiz Online

Łączne saldo wpłat i umorzeń w 2008 roku osiągnęło wartość -13,3 mld PLN. Większość tej kwoty odpłynęła z funduszy mieszanych polskich (-12,4 mld PLN). Znacznie mniej środków klienci wypłacali z funduszy inwestujących za granicą (-0,9 mld PLN), również dzięki temu, iż w 2008 roku TFI utworzyły aż 69 nowych produktów.



## 6.2.1. Fundusze mieszane - stabilnego wzrostu

Wykres 17. Struktura aktywów netto funduszy stabilnego wzrostu (mln PLN)

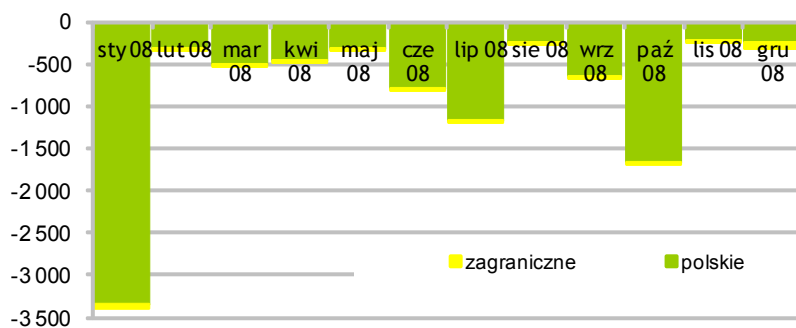


Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA

trzecie miejsce na rynku funduszy. Segment ten, w przeciwieństwie do poprzednich, charakteryzuje się dużą koncentracją na rynku polskim (99,3%).

Największym zaufaniem fundusze stabilnego wzrostu cieszyły się w 2003 roku, kiedy pozyskały połowę nowego kapitału (4,3 mld PLN). W kolejnych dwóch latach fundusze te przejmowały ok. 1/3 nowych środków, by z rokiem 2005 udział w miesięcznych napływach zaczął maleć. Zachwył klientów tą grupą funduszy zaczął się schładzać wiosną 2006 roku, kiedy na atrakcyjności zyskały fundusze mieszane, oraz przede wszystkim polskich akcji. Klienci zaczęli coraz chętniej inwestować w segment funduszy bardziej dochodowych, a co za tym idzie, ryzykownych.

Wykres 18. Fundusze stabilnego wzrostu - mies. napływy netto (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

W 2008 roku środki zgromadzone w funduszach stabilnego wzrostu zmniejszyły swą wartość aż o -55,1%. Na koniec grudnia osiągnęły poziom 11,6 mld PLN. Udział w rynku tego segmentu funduszy zmniejszył się o -3,5 pkt proc. do 15,8%, nadal jednak zajmują

Rok 2007 przyniósł dalszy spadek zainteresowania tą grupą funduszy, by w 2008 roku każdego miesiąca odnotowywać ujemne saldo wpłat i wypłat. Najwięcej środków netto klienci wycofali w styczniu (-3,3 mld PLN) oraz październiku (-1,7 mld PLN), zaś w całym roku łącznie ok. -10 mld PLN.

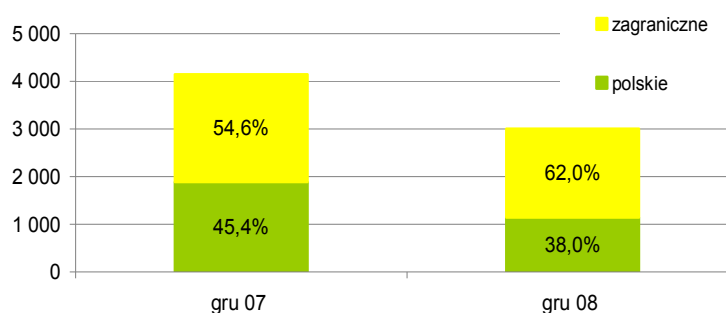
Na koniec roku największymi aktywami w grupie zarządzał PKO/CS Stabilnego Wzrostu - FIO (1,7 mld PLN), wyprzedzając dotychczasowego lidera Arka BZ WBK Stabilnego Wzrostu FIO (1,4 mld PLN). Na blisko 30 produktów stabilnego wzrostu, tylko kilka odnotowało w 2008 roku przewagę wpłat nad wypłatami. Liderem był fundusz PZU Stabilnego Wzrostu MAZUREK FIO, do którego klienci wpłacili netto ok. +80 mln PLN.

## 6.2.2. Fundusze mieszane - z ochroną kapitału

Fundusze z ochroną kapitału, mimo wbudowanych mechanizmów chroniących zainwestowane środki nie cieszyły się dużym zainteresowaniem klientów. Ich aktywa skurczyły się na przestrzeni roku o -27,6%, co może wynikać z tego, że w segmencie funduszy krajowych dominującą rolę odgrywają produkty oparte na koncepcji CPPI, które nie są zbyt popularne. Zaś

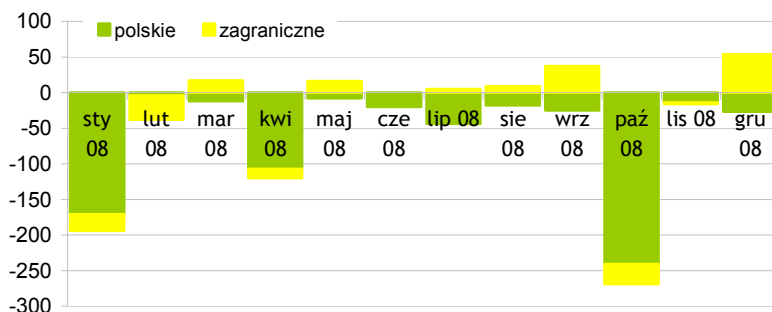
w segmencie funduszy zagranicznych środki pozyskane do nowotworzonych produktów były kilkukrotnie niższe niż aktywa funduszy kończących działalność. Za spadek aktywów odpowiadały więc głównie fundusze krajowe, których aktywa zmniejszyły się o prawie -40%. Środki zgromadzone w grupie funduszy zagranicznych opartych głównie o model produktu strukturyzowanego, zmniejszyły się w ciągu roku o -17,7%. Łącznie na koniec 2008 roku w funduszach z ochroną kapitału Polacy ulokowali 3,0 mld PLN, z czego fundusze zagraniczne zgromadziły 62%, w porównaniu do 54,6% na koniec 2007 roku.

Wykres 19. Struktura aktywów netto funduszy z ochroną kapitału (mln PLN)



Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA

Wykres 20. Fundusze z ochroną kapitału - mies. napływy netto (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

Najwięcej kapitału pozyskały w 2008 roku 2 nowe produkty: KBC Premia Plus FIZ oraz BPH Korzystnego Kursu FIZ.

Największą popularnością fundusze z ochroną kapitału cieszyły się w 2006 roku, kiedy łącznie pozyskały +1,9 mld PLN, co stanowiło 7% ogólnego napływu kapitału. Największy udział w rocznym saldzie wpłat i umorzeń segment ten odnotował w 2004 roku, kiedy do funduszy z ochroną kapitału trafiła niemal co trzecia złotówka.

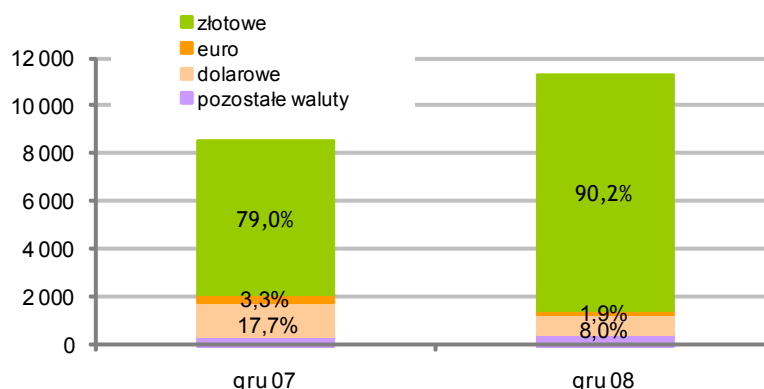
Na koniec 2008 roku funkcjonowało łącznie 46 produktów z tego segmentu, przy czym 13 z nich powstało w ciągu roku.

Cały segment odnotował przewagę wpłat nad umorzeniami zaledwie w przypadku czterech miesięcy minionego roku: w marcu, maju, wrześniu i grudniu. W tym czasie fundusze polskie nie odnotowały żadnego miesiąca z dodatnim saldem, natomiast fundusze zagraniczne miały 6 udanych miesięcy.

### 6.3. Fundusze dłużne

Rok 2008 z większymi aktywami zakończyły fundusze dłużne. Zgromadzone w nich środki zwiększyły się w ciągu roku o +32,6%. Tym samym w skali całego 2008 roku to właśnie fundusze dłużne w największym stopniu powiększyły swoją pozycję na rynku instytucji wspólnego inwestowania (o 9 pkt. proc.) do 15,3%.

Wykres 21. Struktura aktywów netto funduszy dłużnych (mln PLN)

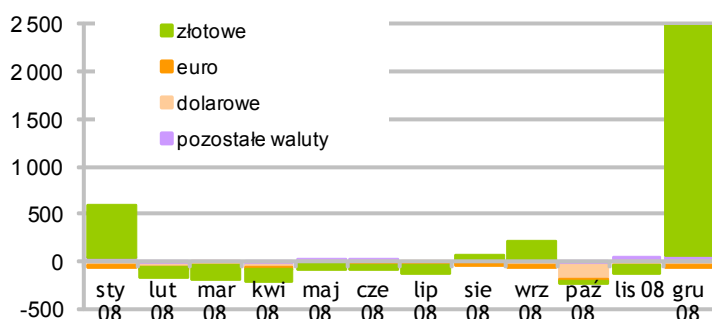


Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA

Wzrost aktywów netto dotyczył produktów inwestujących w papiery

emitowane w złotówkach oraz dłużnych zagranicznych pozostałych, które skupiają produkty ukierunkowane na inwestycje w obligacje denominowane w innych walutach lub te, bez określonej waluty podstawowej. Fundusze dłużne inwestujące w euroobligacje bądź papiery dolarowe odnotowały spadki wartości aktywów. Na koniec 2008 udział funduszy polskich papierów dłużnych w całym segmencie zwiększył się z 79% do 90%.

Wykres 22. Fundusze dłużne - mies. napływy netto (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

Po 2 latach ujemnego salda wpłat i wypłat, w 2008 roku fundusze dłużne pozyskały aż +2,2 mld PLN nowego kapitału. Niezwykle popularne w latach 2001-02, spadek zainteresowania zaczęły odnotowywać w 2003. Jedynie w pierwszej połowie 2005 roku na krótko wrócili do łask inwestorów. Wyjątkowo słaby był dla nich rok 2006, kiedy saldo wyniosło -5,4 mld PLN, a rok później -2,0 mld PLN. Inwestorów od funduszy

papierów dłużnych odciągały przede wszystkim słabe w porównaniu do innych segmentów, stopy zwrotu. W 2008 roku najwięcej nowych środków napłynęło do funduszy w styczniu (+0,5 mld PLN) i grudniu (ok. +2,5 mld PLN). Tak wysokie saldo w ostatnim miesiącu było głównie pochodną przeprowadzonej w grudniu operacji przeniesienia instrumentów dłużnych z ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych CU do funduszu inwestycyjnego.

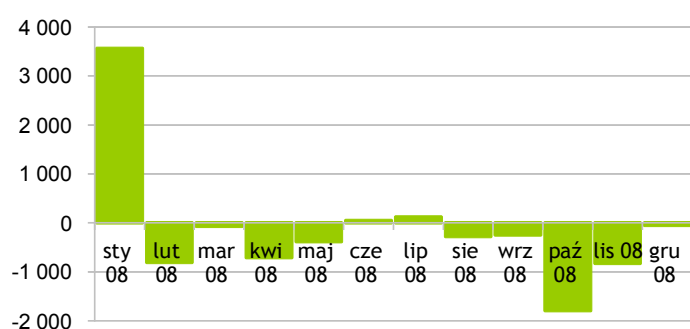
W sumie fundusze dłużne złotówkowe odnotowały dodatnie saldo czterokrotnie (dodatkowo w sierpniu i wrześniu), zaś fundusze o innej walucie - trzykrotnie (dodatkowo w listopadzie). Funduszom inwestującym za granicą sprzyjało osłabianie się naszej waluty, dzięki czemu ich zyski w przeliczeniu na złotówkę były pokaźne. W ujęciu rocznym fundusze inwestujące za granicą odnotowały jednak przewagę odkupień nad nabyciami, która wg szacunków Analiz Online wynosiła ponad -0,4 mld PLN dla funduszy dolarowych i blisko +0,1 mld PLN - eurowych. Jedynie produkty ukierunkowane na inwestycje w obligacje denominowane w innych walutach lub te, bez określonej waluty podstawowej odnotowały dodatnią sprzedaż, rzędu ok. +90 mln PLN.

Największymi aktywami pod koniec 2008 roku zarządzał CU Dłużny (CU SFIO) - 2,2 mld PLN, który był jednym z 4 utworzonych w tym roku produktów inwestujących na rynku długu.

## 6.4. Fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego

Wartość środków zarządzanych przez fundusze pieniężne i gotówkowe zmalała w 2008 roku o -12,6%. To dość specyficzna sytuacja z uwagi na to, że na całym świecie to właśnie fundusze typu money market przyciągały najwięcej kapitału (w sumie było to ponad 350 mld USD). Choć udział funduszy pieniężnych i gotówkowych w rynku zwiększył się o 3,8 pkt proc. do 10,3%, to i tak spadły one na piątą pozycję za funduszami dłużnymi.

Wykres 23. Fundusze RPP - mies. napływy netto (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

W przypadku tej grupy spadek aktywów jest bezpośrednią konsekwencją wycofywania z nich środków, a to z kolei wynika z konkurencji, jaką dla funduszy pieniężnych stanowiły lokaty bankowe. Saldo nabyć i odkupień wyniosło w 2008 roku łącznie -1,4 mld PLN. Najlepszym miesiącem dla tego segmentu był styczeń, kiedy przewaga wpłat nad wypłatami wyniosła aż +3,5 mld PLN. Tak wysokie saldo można tłumaczyć głównie konwersjami z funduszy zaangażowanych przynajmniej częściowo na rynkach akcji, które w tym samym miesiącu notowały gwałtowny odpływ środków. Styczeń był jednym z najgorszych miesięcy dla inwestorów, indeksy giełdowe spadły o kilkanaście, a w pewnym momencie, licząc od początku roku, nawet o -20%. Kolejne miesiące nie były już tak korzystne, dodatnie saldo wpłat i wypłat miało jeszcze miejsce tylko w czerwcu i lipcu. W pozostałych miesiącach odkupienia przeważały nad nabyciami, przy czym szczególnie mocno w październiku, kiedy saldo wyniosło aż -1,9 mld PLN.

Najwięcej nowych aktywów pozyskał fundusz CU Pieniężny (CU SFIO) - ponad +0,7 mld PLN - dzięki przeniesieniu środków z ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych do dedykowanego funduszu inwestycyjnego. Największymi aktywami w liczącej 30 produktów grupie na koniec grudnia zarządzał fundusz Pioneer Pieniężny FIO (1,4 mld PLN).

Na przestrzeni ostatnich 8 lat, najwięcej aktywów netto, fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego pozyskały w 2005 roku +2,4 mld PLN. Z kolei ujemne saldo wpłat i wypłat miało miejsce trzykrotnie (w tym w 2008 roku): w 2001 roku wyniosło -1,2 mld PLN, a w 2004 -0,3 mld PLN.

### **6.5. Fundusze rynku nieruchomości**

Fundusze nieruchomości były w 2008 roku liderem pod względem dynamiki wzrostu wartości aktywów (+55,3%). To głównie zasługa rejestracji trzech nowych produktów które w drodze subskrypcji pozyskały ponad 580 mln PLN, z czego znaczna część pochodziła od inwestorów instytucjonalnych: PZU Sektora Nieruchomości FIZ, Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ oraz BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ.

Dzięki znacznemu napływowi nowych środków, zwiększył się udział w rynku tej grupy funduszy z 1,2% w 2007 do 3,4% na koniec 2008 roku. Na koniec grudnia, na rynku działało 13 funduszy nieruchomości o aktywach 2,5 mld PLN. Największymi aktywami zarządzał Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ (0,6 mld PLN).

### **6.6. Fundusze surowcowe**

Segment funduszy surowcowych jest najmniejszym ze wszystkich dziewięciu. Na koniec 2008 roku wartość aktywów ulokowanych w funduszach surowcowych wynosiła zaledwie 46 mln PLN, o +32,5% więcej niż rok wcześniej. Dzięki wysokiej dynamice, udział w rynku zwiększył się symbolicznie z 0,0% do 0,1%. Na koniec 2008 roku na rynku działały zaledwie dwa fundusze surowcowe: Investor Gold FIZ oraz Superfund Goldfuture (Superfund SFIO).

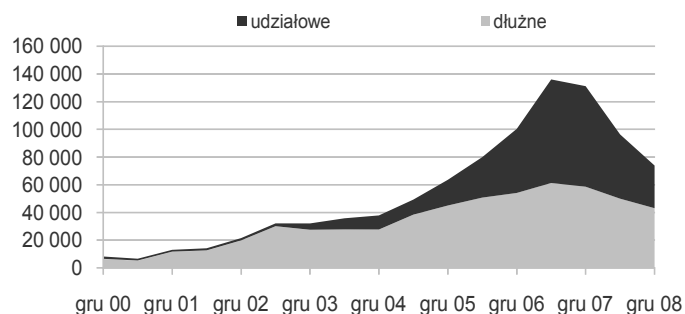
### **6.7. Fundusze sekurytyzacyjne**

W 2008 roku fundusze sekurytyzacyjne zdołały powiększyć swoje aktywa również o +32,5% do 850 mln PLN. Tym samym zwiększył się udział tego segmentu w rynku z 0,5% w 2007 roku do 1,2% na koniec 2008 roku.

Na koniec minionego roku w Polsce działały 22 fundusze sekurytyzacyjne, w większości zarządzane przez Copernicus Capital TFI. Największymi aktywami zarządzał fundusz BISON NSFIZ 182 mln PLN.

## VII. Składniki lokat funduszy inwestycyjnych

Wykres 24. Instrumenty dłużne i udziałowe w aktywach funduszy



Źródło: Analizy Online na podstawie sprawozdań funduszy

Zgodnie z opublikowanymi przez fundusze sprawozdaniami finansowymi na koniec 2008 roku, większość ze zgromadzonych przez nie lokat stanowiły instrumenty o charakterze dłużnym. Na koniec grudnia 2008 roku udział instrumentów dłużnych w aktywach funduszy inwestycyjnych wynosił 58%. W szczycie hossy na rynku polskich obligacji, czyli w połowie 2003 roku, udział tej grupy instrumentów stanowił 94% wartości aktywów. Obserwowane wówczas od

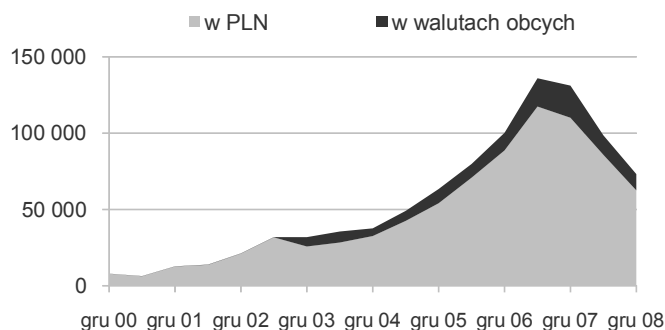
kolejnego roku pogorszenie sytuacji na rynku obligacji i gwałtowne umarzanie przez klientów jednostek w funduszach polskich papierów dłużnych doprowadziło do spadku tych instrumentów w aktywach funduszy do poziomu 45% na koniec 2007 roku. Dopiero dekoniunktura na rynku akcji oraz dobra sytuacja na rynku długu w 2008 roku przyczyniły się do ponownego wzrostu znaczenia papierów wierzycielskich.

Wzrost udziału instrumentów dłużnych w portfelach funduszy nie szedł w parze ze wzrostem ich wartości. Mimo, iż w ciągu 12 miesięcy 2008 roku ich udział zwiększył się o ponad 13 pkt proc. (z 45% do 58%), to wartość lokat funduszy w tych instrumentach zmniejszyła się o ponad -15 mld PLN (z 59 mld PLN do 43 mld PLN). W tym czasie wartość papierów udziałowych w portfelach funduszy zmniejszyła się aż o ponad 40 mld PLN (z 73 mld PLN do 31 mld PLN). Od najniższego historycznie poziomu w czerwcu 2003 roku (6,3%), akcje i inne instrumenty udziałowe osiągnęły najwyższy pułap na koniec 2007 roku na poziomie ponad 55%. Rok później uległ on obniżeniu do 42%.

Pod względem struktury walutowej, w aktywach funduszy nieprzerwanie przeważają inwestycje w instrumenty denominowane w polskie walucie. Na koniec grudnia 2008 roku stanowiły one ponad 85% udziału w aktywach. Instrumenty denominowane w walutach obcych najwyższy wskaźnik udziału miały w czerwcu 2004 roku, kiedy wynosił on 20,2%. W kolejnych latach udział ten spadał, by w połowie 2006 roku osiągnąć poziom 11,2%. Od tego czasu, udział instrumentów denominowanych w obcych walutach w całkowitej strukturze systematycznie rósł i na koniec 2007 roku przekroczył 15%. W 2008 roku ponownie spadł poniżej 15%, głównie na skutek spadku aktywów funduszy akcji zagranicznych.

Wśród instrumentów denominowanych w walutach obcych jeszcze kilka lat temu przeważały instrumenty dłużne. Z czasem traciły one na znaczeniu na rzecz inwestycji w instrumenty udziałowe, których udział w papierach denominowanych w innych walutach wzrósł z ponad 40% w grudniu 2005 roku do blisko 90% pod koniec 2007 rok. W 2008 roku na skutek zmniejszenia się zaangażowania funduszy w akcje zagraniczne (na skutek złej koniunktury na rynkach akcyjnych), któremu towarzyszył wzrost inwestycji w papiery skarbowe zagraniczne, udział instrumentów udziałowych w inwestycjach zagranicznych spadł do 80%.

Wykres 25. Wartość inwestycji funduszy według waluty



Źródło: Analizy Online na podstawie sprawozdań funduszy

## VIII. Wyniki funduszy inwestycyjnych

Rok 2008 był dla klientów funduszy inwestycyjnych najgorszym w ponad szesnastoletniej historii branży. Na warszawskiej giełdzie indeks szerokiego rynku WIG stracił -51,1%. Podobny był też wynik średniej funduszy akcji polskich uniwersalnych (-49,8%). Rozpiętość między wynikami funduszy z tej grupy wyniosła 20,7 pkt proc. Najwyższą stopę zwrotu, -39,5%, wypracował zarządzający niewielkimi aktywami - SKOK Akcji (SKOK FIO). Jeszcze słabiej wypadły akcje małych i średnich spółek, gdyż ich indeksy zanurkowały odpowiednio o -62,5% (mWIG40) i -56,9% (sWIG80). Automatycznie przełożyło się to na gorsze rezultaty funduszy z tej grupy, gdzie średnia wyniosła -56,7%. Tu również rozpiętość między wynikami wyniosła blisko 20 pkt proc., najmniejsze straty odnotował Noble Akcji Miś Spółek (Noble Funds FIO), którego jednostka w ciągu roku spadła o -48,9%. Nieco lepiej poradziły sobie tzw. blue-chipy, których indeks stracił na wartości -48,2%. Najtrudniejszym miesiącem dla polskich inwestorów okazał się październik, kiedy to nastąpiło poważne tąpnięcie (WIG -24,01%).

Tabela 14. Statystyka wyników poszczególnych grup funduszy w 2008 roku

	średnia	min.	max	spread
dłużne dolarowe	<b>14,2%</b>	17,8%	26,7%	8,8%
dłużne euro	<b>11,9%</b>	3,6%	21,3%	17,8%
dłużne złotowe	<b>8,0%</b>	-2,4%	21,5%	23,8%
gotówkowe i pieniężne	<b>4,2%</b>	0,3%	6,5%	6,2%
dłużne euro (EUR)	<b>-0,3%</b>	-10,4%	4,9%	15,3%
dłużne dolarowe (USD)	<b>-5,4%</b>	-2,3%	5,1%	7,4%
stabilnego wzrostu polskie	<b>-17,2%</b>	-25,5%	3,7%	29,2%
akcji zagranicznych amerykańskie	<b>-26,0%</b>	-32,4%	-25,1%	7,3%
mieszane zagraniczne europa rynki wschodzące	<b>-27,9%</b>	-26,5%	-25,1%	1,3%
akcji zagranicznych globalne rynki rozwinięte	<b>-28,6%</b>	-37,1%	-23,3%	13,8%
mieszane polskie	<b>-31,5%</b>	-42,4%	-24,6%	17,8%
akcji zagranicznych europa rynki rozwinięte	<b>-35,9%</b>	-41,3%	-36,2%	5,1%
akcji zagranicznych europa rynki wschodzące	<b>-48,7%</b>	-61,0%	-43,3%	17,8%
akcji polskich	<b>-49,8%</b>	-60,1%	-39,4%	20,7%
akcji zagr. globalne rynki wschodzące	<b>-50,2%</b>	-62,4%	-29,2%	33,3%
akcji zagranicznych europa rynki wschodzące Miś	<b>-55,6%</b>	-67,3%	-40,0%	27,3%
akcji polskich małych i średnich spółek	<b>-56,7%</b>	-66,9%	-48,9%	18,1%
akcji zagr. sektora nieruchomości	<b>-62,7%</b>	-76,4%	-60,6%	15,8%

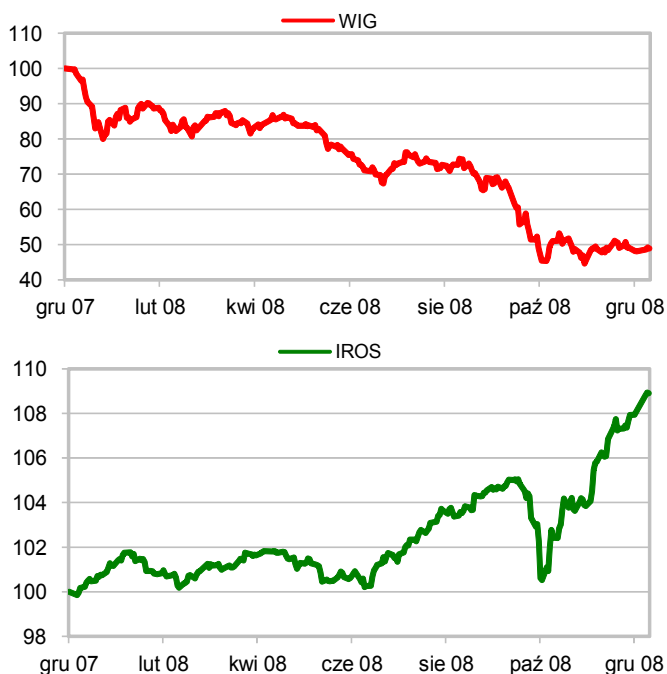
Źródło: obliczenia Analizy Online

Zła sytuacja na warszawskiej giełdzie w minionym roku nie była odosobnionym przypadkiem. Wszystkie ważniejsze indeksy giełdowe na świecie straciły po kilkadziesiąt procent. Jednak polskim inwestorom pomagał słabnący złoty, dzięki któremu udało się zniwelować część strat. W całym 2008 roku najlepiej poradziły sobie fundusze inwestujące w Japonii, co zawdzięczają osłabieniu się złotówki wobec jena o -51%. Indeks giełdy japońskiej Nikkei 225 stracił bowiem na wartości -42%, wpisując się w trendy światowe. Całkiem nieźle, w obliczu kiepskich rocznych wyników giełd zagranicznych, poradziły sobie główne indeksy amerykańskie, które spadły o mniej niż -40%. Przełożyło się to również na wyniki polskich funduszy inwestujących na tym rynku, których średnia za 2008 wyniosła -26% i był to najlepszy wynik spośród grup akcji zagranicznych. Najsłabiej w tym segmencie poradziły sobie fundusze lokujące na rynku nieruchomości, dla których średnia spadła o -62,7%. Należący do tej grupy fundusz - UniSektor Nieruchomości: Nowa Europa

(UniFundusze FIO) stracił aż -76,4% - był to najgorszy wynik spośród funduszy otwartych w minionym roku.

Indeks IROS będący miernikiem koniunktury na rynku długu, mimo słabej pierwszej połowy 2008 roku, czy dramatycznej sytuacji w październiku, zanotował najlepszy roczny wynik w przeciągu ostatnich 6 lat (+8,95%).

Wykres 26. Dynamika zmian indeksu akcji i obligacji w 2008 r.



Źródło: Analizy Online

PKO/CS Obligacji Długoterminowych FIO dał zarobić swoim uczestnikom aż +21,5%. W grupie znalazły się również fundusze, które nie potrafiły wykorzystać bardzo dobrych warunków rynkowych. Najstłabiej poradził sobie fundusz SEB 5 Obligacji Skarbowych (SEB FIO), który jako jedyny zakończył miniony rok z ujemnym wynikiem (-2,4%). W efekcie różnica pomiędzy najlepszym i najgorszym funduszem wyniosła aż 23,8 pkt procentowego.

Posiadacze jednostek funduszy mieszanych polskich średnio stracili w minionym roku -31,5%, a wyniki tej grupy produktów zawierały się w przedziale od -42,4% do -24,6%. Z uwagi na niższy udział akcji w portfelu nieco mniej straciły fundusze stabilnego wzrostu, Średnia dla tej grupy wyniosła -17,2%, zaś skrajne - najgorszy i najlepszy rezultat, wyniosły odpowiednio -25,5% a +3,7%.

Od opisanych wcześniej złotówkowych funduszy dłużnych wyższe stopy zwrotu wypracowały jedynie fundusze zagranicznych papierów dłużnych wyceniane w naszej walucie. Tak dobre wyniki zawdzięczają jednak w znacznej mierze silnemu osłabieniu się złotówki. Straciła ona wobec euro -16,48%, a wobec dolara amerykańskiego aż -21,63%.

Wśród wszystkich (sub)funduszy otwartych najlepsze wyniki wypracowały subfundusze hedgingowe z Superfund TFI, spośród których Superfund C (Superfund SFIO), osiągnął najwyższą stopę zwrotu w wysokości +62,1%.

W związku z powyższym, fundusze należące do grupy papierów dłużnych złotówkowych w 2008 roku wypracowały więc przyzwoite zyski. Średnia dla tej grupy wyniosła +8,0% i był to jeden z najlepszych rezultatów w minionym roku. Kilku funduszom udało się wypracować zyski przypisywane funduszom o bardziej agresywnej polityce. W 5 przypadkach, wyniki były dwucyfrowe; najlepszy fundusz -

W związku z powyższym, fundusze należące do grupy papierów dłużnych złotówkowych w 2008 roku wypracowały więc przyzwoite zyski. Średnia dla tej grupy wyniosła +8,0% i był to jeden z najlepszych rezultatów w minionym roku. Kilku funduszom udało się wypracować zyski przypisywane funduszom o bardziej agresywnej polityce. W 5 przypadkach, wyniki były dwucyfrowe; najlepszy fundusz -



Tabela 15. Średnie wyniki poszczególnych grup funduszy w latach 2001-2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
akcji polskich małych i średnich spółek	-	-	51,6%	20,0%	5,2%	78,9%	18,7%	-56,7%
akcji polskich	-16,7%	1,5%	35,4%	24,3%	23,8%	42,4%	12,4%	-49,8%
akcji zagr. globalne rynki wschodzące	-	-	-	-	-	-	-	-50,2%
akcji zagranicznych europa rynki wschodzące MIŚ	-	-	-	-	-	-	0,1%	-55,6%
akcji zagranicznych europa rynki rozwinięte	-34,8%	-35,1%	24,9%	-9,3%	13,0%	10,0%	-6,2%	-35,9%
akcji zagranicznych globalne rynki rozwinięte	-	-23,7%	24,6%	-12,3%	18,6%	4,5%	-8,1%	-28,6%
akcji zagranicznych europa rynki wschodzące	-	-	-	-	-	12,6%	14,0%	-48,7%
akcji zagr. sektora nieruchomości	-	-	-	-	-	-	-	-62,7%
akcji zagranicznych amerykańskie	-16,5%	-28,0%	16,0%	-15,0%	8,0%	-1,4%	-13,0%	-26,0%
mieszane polskie	-5,5%	4,3%	18,1%	13,6%	18,3%	22,8%	8,3%	-31,5%
mieszane zagraniczne europa rynki wschodzące	-	-	-	-	14,1%	17,7%	4,7%	-27,9%
dłużne euro	-	12,4%	20,7%	-9,8%	-3,6%	-1,1%	-4,9%	11,9%
dłużne euro (EUR)	-	-	1,4%	3,9%	1,9%	-0,4%	1,6%	-0,3%
dłużne złotowe	16,1%	14,0%	2,9%	6,0%	6,4%	3,9%	2,0%	8,0%
dłużne dolarowe	-	0,6%	4,2%	-18,9%	10,5%	-7,6%	-11,1%	14,2%
dłużne dolarowe (USD)	-	7,3%	6,2%	1,9%	1,3%	3,4%	3,7%	-5,4%
gotówkowe i pieniężne	16,6%	9,9%	5,0%	5,0%	4,7%	3,6%	3,6%	4,2%
stabilnego w zrostu polskie	6,0%	11,0%	11,5%	11,0%	11,2%	14,7%	6,3%	-17,2%

Źródło: obliczenia Analizy Online