

**Ewa Widz**

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

---

**ZMIANY NA RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH  
W POLSCE W OKRESIE KRYZYSU  
NA RYNKACH FINANSOWYCH W LATACH 2007–2009**

---

**Streszczenie:** Kryzys finansowy i dekonstrukcja giełdowa odbiły się na pozycji i znaczeniu rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Spadek wartości aktywów, utrata klientów, odpływy środków przewyższające napływy oraz zmiana dotychczasowej struktury rynku to główne wyznaczniki sytuacji funduszy inwestycyjnych w 2008 r. O ile przed kryzysem zwiększał się udział w rynku funduszy akcyjnych i mieszanych, o tyle od połowy 2007 r. zyskiwały głównie fundusze lokujące aktywa w instrumenty dłużne. Po chwilowym załamaniu można spodziewać się dalszego rozwoju tego segmentu rynku finansowego, co potwierdzają dane za kolejne miesiące 2009 r. Poprawa sytuacji na giełdzie w 2009 r. zwiększyła wartość aktywów netto funduszy, zwłaszcza tych, które w swoich portfelach posiadały duży udział akcji.

## 1. Wstęp

Wzrost ryzyka na światowych rynkach finansowych wpływa w istotny sposób na zachowania inwestorów giełdowych. Inwestorzy indywidualni, którzy reagują najbardziej gwałtownie, często w takich okresach wycofują kapitał z ryzykownych inwestycji na rzecz bezpiecznych lokat, takich jak obligacje skarbowe czy lokaty bankowe. Dlatego też zapoczątkowana w połowie 2007 r. dekonstrukcja na rynkach papierów wartościowych spowodowała znaczące zmiany na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Głębokie przeceny akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w 2008 r. skłoniły wielu inwestorów do wycofania swoich środków z funduszy inwestycyjnych.

Celem artykułu jest ocena zmian ilościowych i jakościowych, jakie zaszły na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007–2008 i w pierwszej połowie 2009 r., oraz określenie, jaki wpływ na te zmiany miała dekonstrukcja giełdowa i związana z nią zmiana skłonności do ryzyka inwestorów. Czy trwające od kilku miesięcy wzrosty na GPW w Warszawie są w stanie skłonić inwestorów do powrotu na rynek funduszy inwestycyjnych? Czy wydarzenia na rynkach finansowych

wych wywarły trwale zmiany w strukturze rodzajowej rynku funduszy inwestycyjnych i w kierunkach jego dalszego rozwoju? Ze względu na ograniczoną objętość artykułu w analizie pominięto zmiany w strukturze podmiotowej rynku i wyniki inwestycyjne funduszy. Artykuł oparto na danych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz raportach spółki Analizy Online, będącej niezależną firmą analityczną, zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych instytucji zbiorowego lokowania środków. Dane dla rynku europejskiego pochodzą ze stron internetowych europejskiej pozarządowej organizacji EFAMA (European Funds and Assets Management Association).

## 2. Struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce

Na skutek kryzysu finansowego zdecydowanej zmianie uległa struktura oszczędności Polaków. Było to spowodowane zarówno przeceną wielu aktywów finansowych, jak i ich zamianą na instrumenty defensywne. Na koniec 2008 r. gospodarstwa domowe dysponowały kwotą 671,3 mld zł oszczędności, a więc mniejszą o 1,4% niż

**Tabela 1.** Wartość i struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce w latach 2007–2008

Oszczędności	2008		2007		Dynamika (%)
	wartość (mld zł)	udział (%)	wartość (mld zł)	udział (%)	
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

\* Dostępne dla osób fizycznych, skorygowane o wartość inwestycji ubezpieczycieli.

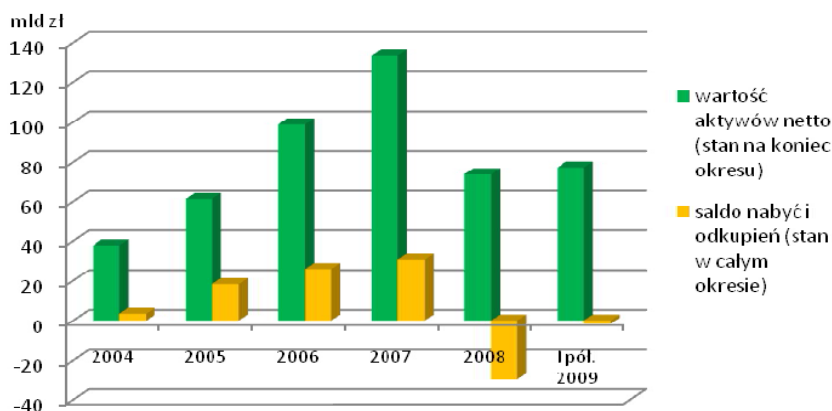
Źródło: opracowanie na podstawie danych NBP, MF, GUS, TFI, PTE TUNŻ oraz [Raport IZFiA 2008, s. 18].

w 2007 r. Najbardziej zmniejszyło się zaangażowanie Polaków na rynku funduszy inwestycyjnych [por. Dębski, Grodecka 2008, s. 137–140]. Wartość aktywów netto funduszy przeznaczonych dla osób fizycznych, pomniejszona o wartość lokat ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, zmniejszyła się w ciągu roku o 66,7 mld zł (o 61%). Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach spadł z 16,0 do 6,3%. Istotny spadek zanotowano także w przypadku oszczędności zgromadzonych w postaci akcji spółek publicznych (ich udział zmniejszył się o 2,4 pkt. proc.) oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych (ich udział zmalał o 1,4 pkt. proc.).

Wzrosło natomiast zainteresowanie bezpiecznymi formami oszczędzania, zwłaszcza instrumentami dłużnymi emitowanymi przez Skarb Państwa i depozytami bankowymi. Oszczędzający stali się beneficjentami trwającej między bankami wojny o pieniądze klientów. Wartość depozytów wzrosła niemal o 70 mld zł. Wzrosły również zasoby przechowywanej gotówki (tabela 1).

### 3. Zmiany ilościowe na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

Rok 2007 zakończył, trwający nieprzerwanie od dziewięciu lat, dynamiczny wzrost wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych. Wartość aktywów netto (WAN), ulokowanych w krajowych funduszach inwestycyjnych, zmniejszyła się w 2008 r. aż o 60,1 mld zł (spadek o 44,9%), do poziomu 73,7 mld zł, a tym samym relacja aktywów funduszy do wartości PKB spadła z 11,5 do 6,0%. Był to największy roczny spadek aktywów w ujęciu wartościowym od początku funkcjonowania instytucji wspólnego inwestowania w Polsce, natomiast w ujęciu procentowym większy spadek zanotowano jedynie w 1995 r. (o 50,7%). Zmiany w poziomie aktywów netto funduszy inwestycyjnych oraz saldo nabyć i odkupień w okresie 2004 – I półrocze 2009 r. prezentuje rysunek 1.

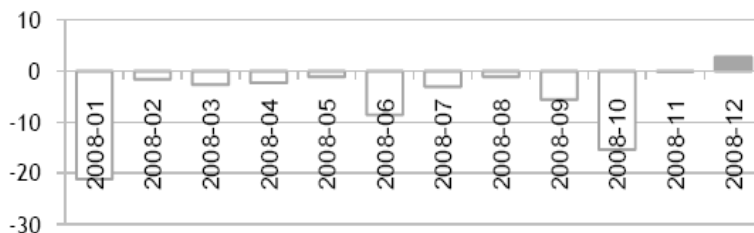


**Rys. 1.** Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce oraz saldo nabyć i odkupień w okresie 2004 – I pół. 2009 r. (mld zł)

Źródło: [Raport IZFiA 2008, s. 10].

Chociaż w całym 2007 r. aktywa funduszy wzrosły o 35%, to w II połowie roku widoczne już były skutki spadków na giełdzie, zwłaszcza w listopadzie, kiedy wartość aktywów netto spadła o 9,6 mld zł. Mimo że saldo wpłat i umorzeń w 2007 r. było rekordowo wysokie (+30,8 mld zł), to w sierpniu spadło gwałtownie do bardzo niskiego poziomu, a w listopadzie i grudniu było ujemne.

Największe spadki WAN w 2008 r. zanotowano w tych miesiącach, kiedy nastąpiły największe przeceny na GPW, czyli w styczniu, czerwcu i październiku. Jedynie w grudniu wartość aktywów wzrosła. Dane te przedstawia rysunek 2.



**Rys. 2.** Miesięczna zmiana aktywów netto funduszy w 2008 r. (mld zł)

Źródło: obliczenia Analiz Online na podstawie danych TFI.

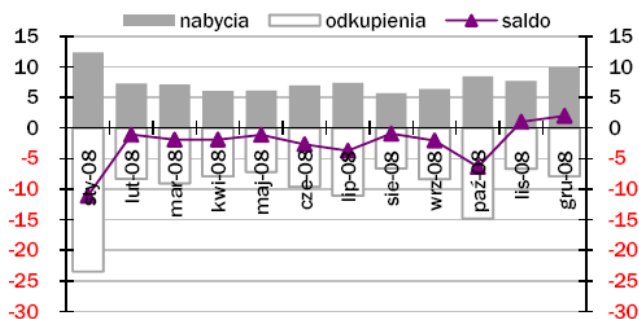
Spadek wartości aktywów funduszy był skutkiem zarówno spadku wartości akcji znajdujących się w ich portfelach, jak i decyzji inwestycyjnych, jakie podejmowali klienci TFI. Gwałtowne umarzenie jednostek uczestnictwa zmuszało fundusze do wyprzedazy akcji po wyjątkowo niekorzystnych cenach, co powodowało dalsze spadki na giełdzie [Kondrakiewicz 2009, s. 144]. Na spadek aktywów funduszy w 2008 r. w 48% wpłynęło saldo nabyć i odkupień (z uwzględnieniem wartości konwersji i zamiany), natomiast wpływ ujemnego wyniku z zarządzania (spadek wyceny lokat funduszy) wyniósł 52% (tabela 2). Saldo nabyć i odkupień w 2008 r. wyniosło -28,9 mld zł. W samym tylko styczniu 2008 r. przewaga umorzeń nad nabyciami wyniosła ponad 11 mld zł (wykres 3). Ujemne saldo przekraczające 2 mld zł zanotowano jeszcze trzykrotnie w 2008 r. (w czerwcu, lipcu i październiku).

**Tabela 2.** Udział salda nabyć i odkupień w zmianie WAN funduszy inwestycyjnych w latach 2001–2008

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wzrost aktywów (mld zł)	5,12	10,90	9,94	4,58	24,02	37,61	34,63	-60,14
Saldo nabyć i odkupień (mld zł)	4,84	9,52	8,40	3,57	18,20	26,05	30,70	-28,85
Wynik z zarządzania (mld zł)	0,28	1,38	1,54	1,01	5,82	11,56	3,94	-31,30
Udział salda w zmianie aktywów (%)	94,59	87,34	84,50	78,01	75,79	69,27	88,64	47,97

Źródło: obliczenia Analiz Online na podstawie danych TFI.

W I kwartale 2009 r. nastąpiło dalsze obniżenie się wartości aktywów netto funduszy – o 5,7%, pomimo dodatniej dynamiki w marcu. Natomiast kolejne miesiące 2009 r. zapewniły wzrost WAN funduszy, czemu sprzyjała trwająca dobra koniunktura na rynku akcji i obligacji. Na koniec czerwca aktywa wzrosły do poziomu 77,2 mld zł (co oznacza wzrost od lutowego minimum o 14,8%), zaś na koniec lipca osiągnęły poziom 82,0 mld zł. Jednakże dodatnie saldo nabyć i umorzeń



Rys. 3. Nabycia i odkupienia wraz z konwersjami w 2008 r. (mld zł)

Źródło: [Raport IZFiA 2008, s. 8].

(bez uwzględnienia przesunięć środków między spółkami grupy Aviva) zanotowano po raz pierwszy od października 2007 r. dopiero w maju 2009 r. Wyniosło ono zaledwie 140 mln zł. Wzrost WAN funduszy w marcu i kwietniu wynikał natomiast z istotnych zwyżek na giełdzie (indeks WIG wzrósł odpowiednio o 10,8 i 20,7%). Pomimo kilkuprocentowych spadków w II połowie czerwca indeks szerokiego rynku WIG zyskał w tym miesiącu 3,7%, a saldo nabyć i umorzeń było ponownie dodatnie i wyniosło 0,5 mld zł. Bardzo dobra koniunktura w lipcu 2009 r., zarówno na rynku akcji (wzrost WIG o 15,9%), jak i obligacji, przełożyła się na poprawę wyników zarządzania (o 4,1 mld zł) i dodatnie saldo napływu środków do funduszy w wysokości 0,7 mld zł.

#### 4. Rozwój oferty produktowej

Pomimo dekoniunktury giełdowej, liczba nowych funduszy i subfunduszy systematycznie się zwiększa, choć osłabła dynamika tego procesu (tabela 3). Na koniec czerwca 2009 r. zgodę Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności operacyjnej posiadało 41 TFI, które uruchomiły w sumie 540 funduszy i subfunduszy (przy czym 4 TFI nie zdążyły jeszcze uruchomić żadnego funduszu). Największy przyrost liczby funduszy i subfunduszy nastąpił w latach 2008 i 2007 – odpowiednio 125 i 97 podmiotów (w 2008 r. przybyło 140 nowych produktów, a 15 funduszy i subfunduszy zostało zlikwidowanych). Oznacza to, że nawet bessy na giełdzie nie powstrzymała rozwoju oferty produktowej. Pojawiły się produkty o charakterze niszowym. W 2008 r. przybyło aż 80 funduszy zamkniętych, emitujących niepubliczne certyfikaty inwestycyjne (emisje głównie przez Ipopema TFI, Copernicus Capital TFI, Skarbiec TFI oraz Idea TFI).

W okresie od połowy 2004 r. do połowy 2009 r. zarejestrowanych zostało 312 nowych funduszy, z czego 70 miało formę prawną funduszy otwartych, 32 – funduszy specjalistycznych otwartych, a 210 – funduszy zamkniętych. Wśród funduszy zamkniętych dominowały fundusze emitujące niepubliczne certyfikaty inwestycyjne (164).

**Tabela 3.** Liczba TFI i zarządzanych przez nie funduszy w latach 2001–2008 i w I poł. 2009 r.

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	I poł. 2009
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	19	18	17	20	23	26	33	39	41
Fundusze inwestycyjne	97	120	126	151	215	281	378	503	540
Przyrost liczby funduszy	14	23	6	25	64	66	97	125	37

Źródło: obliczenia Analiz Online na podstawie danych KNF i TFI.

W ramach trzech podstawowych rodzajów funduszy (otwartego, specjalistycznego otwartego i zamkniętego) TFI mogą tworzyć trzy szczególne konstrukcje funduszy: z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa, z wydzielonymi subfunduszami oraz funduszy podstawowych i powiązanych. Najbardziej popularna okazała się konstrukcja funduszu z wydzielonymi subfunduszami (funduszu parasolowego), przede wszystkim ze względu na korzyści podatkowe, gdyż od października 2005 r. inwestorzy dokonujący zamiany jednostek między subfunduszami nie muszą płacić podatku od osiągniętego zysku kapitałowego [por. Miziołek 2008, s. 126–127]. Na koniec czerwca 2009 r. fundusze parasolowe obejmowały 43% wszystkich produktów dostępnych na krajowym rynku funduszy (234 subfundusze), zaś wśród funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych stanowiły 68% (224 subfundusze). Fundusze parasolowe w formie FIO lub SFIO uruchomiło dotychczas 21 towarzystw, zaś w formie FIZ – 5 towarzystw. Doskonale przyjęły się na polskim rynku dwa nowe typy funduszy inwestycyjnych: sekurytyzacyjne oraz aktywów niepublicznych, lokujące środki w papiery wartościowe niebędące przedmiotem publicznej oferty lub niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym [zob. Dyl 2008, s. 90; Miziołek 2007, s. 48–50]. Na koniec czerwca 2009 r. 85 funduszy aktywów niepublicznych dysponowało aktywami netto 5,59 mld zł, a 16 funduszy sekurytyzacyjnych zamkniętych zarządzanych przez 5 TFI – aktywami o wartości 0,85 mld zł.

## 5. Zmiany struktury rodzajowej na rynku funduszy inwestycyjnych

Struktura rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce jest zdeterminowana przez koniunkturę panującą na GPW w Warszawie. Wynika to z faktu, że większość działających tu funduszy inwestuje na krajowym rynku giełdowym, głównie w akcje. Do połowy 2009 r., ze względu na panującą hossę na GPW w Warszawie, zwiększał się udział w rynku funduszy mieszanych i akcyjnych, natomiast fundusze lokujące w instrumenty wierzycielskie (fundusze dłużne, gotówkowe i rynku pieniężnego) traciły na znaczeniu. Z kolei gwałtowne spadki kursów, jakie nastąpiły w II połowie 2007 i w 2008 r., znalazły odbicie w wynikach inwestycyjnych funduszy agresywnych i w konsekwencji – w odpływie środków z tych podmiotów. Udział poszczególnych grup funduszy w rynku na podstawie WAN na koniec 2007 i 2008 r. przedstawia tabela 4.

**Tabela 4.** Wartość aktywów netto funduszy w podziale na segmenty na koniec 2007 i 2008 r.

Fundusze	2008		2007		Dynamika 2008/2007 (%)
	wartość (mln zł)	udział (%)	wartość (mln zł)	udział (%)	
Akcyjne	17 273	23,4	41 926	31,3	-58,8
Mieszane*	19 507	26,5	42 420	31,7	-54,0
Stabilnego wzrostu	11 620	15,8	25 856	19,3	-55,1
Ochrony kapitału	3 004	4,1	4 148	3,1	-27,6
Dłużne	11 282	15,3	8 507	6,4	32,6
Pieniężne i gotówkowe	7 563	10,3	8 655	6,5	-12,6
Nieruchomości	2 523	3,4	1 625	1,2	55,3
Surowcowe	46	0,1	35	0,0	32,5
Sekurytyzacyjne	850	1,2	642	0,5	32,5
Razem	73 668	100,0	133 812	100,0	-44,9

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

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IZFiA.

Ze względu na dotychczasową strukturę rynku, w której dominowały fundusze o dużym zaangażowaniu w akcje, najboleśniej zawirowania na rynkach finansowych odczuły fundusze akcyjne, które zanotowały spadek WAN o 59%, tj. o 24,7 mld zł (udział tej grupy w rynku funduszy, mierzony wartością aktywów netto, zmniejszył się w 2008 r. do 23,4%), oraz mieszane, głównie zrównoważone (spadek aktywów w analogicznym okresie o 54%, tj. o 22,9 mld zł, co oznacza zmniejszenie udziału w rynku do 26,5%). Z kolei WAN funduszy stabilnego wzrostu zmniejszyła się o 14,2 mld zł, czyli o 55%. Udział funduszy ochrony kapitału oraz pieniężnych i gotówkowych wzrósł, pomimo spadku wartości ich aktywów. Największym beneficjentem zmian stały się fundusze dłużne, których udział w aktywach całego rynku na koniec 2008 r. sięgnął 15,3% (wzrost o 8,9 pkt. proc.). Istotnie wzrosło także zainteresowanie inwestorów funduszami, które do tej pory miały niewielki udział w rynku, tj. funduszami nieruchomości, sekurytyzacyjnymi i surowcowymi. W ujęciu wartościowym największy odpływ środków netto w 2008 r. zanotowały fundusze mieszane (13,3 mld zł), stabilnego wzrostu (10,2 mld zł) i akcyjne (6,1 mld zł), zaś najwięcej środków napłynęło do funduszy dłużnych i nieruchomości.

Trwające od lutego 2009 r. wzrosty na GPW spowodowały, że w ostatnich miesiącach pomimo wysokiego ryzyka, coraz więcej inwestorów powraca do funduszy akcji [zob. Gabryelczyk, Truszkowski 2008, s. 241–252]. Ich udział w rynku zwiększył się od lutego do lipca o 6,1 pkt. proc., a od marca saldo nabyć i odkupień jest dla nich dodatnie. Oznacza to, że inwestorzy są przekonani o zakończeniu fali spadków i liczą na odbicie. Stopniowo zmniejsza się natomiast udział w rynku funduszy defensywnych: dłużnych, pieniężnych i gotówkowych, stabilnego wzrostu i ochrony kapitału (odpowiednio o: 2,9, 1,5, 1,0 i 0,7 pkt. proc. w analogicznym okresie). Zmiany struktury rynku funduszy w kolejnych miesiącach 2009 r. prezentuje tabela 5.

**Tabela 5.** Struktura rynku funduszy inwestycyjnych na podstawie WAN w okresie styczeń-lipiec 2009 r. (w %)

Rodzaj funduszy	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec
Akcyjne	22,4	21,4	22,9	25,3	25,8	26,2	27,5
Mieszane	26,1	26,0	26,6	26,7	26,8	26,7	26,9
Stabilnego wzrostu	15,6	15,3	15,2	15,1	14,9	14,8	14,3
Ochrony kapitału	4,1	4,2	4,0	3,7	3,8	3,7	3,5
Dłużne	17,2	17,4	16,5	15,4	15,0	14,8	14,5
Pieniężne i gotówkowe	9,9	10,6	9,7	9,1	9,0	9,3	9,1
Nieruchomości	3,6	3,8	3,8	3,6	3,5	3,3	3,0
Surowcowe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sekurytyzacyjne	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie miesięcznych raportów Analiz Online i IZFiA: Aktywa funduszy inwestycyjnych, styczeń-lipiec 2009.

Kryzys finansowy nie wpłynął natomiast znacząco na strukturę aktywów funduszy ze względu na kraj lokowania środków. Nadal powyżej 80% aktywów znajduje się w posiadaniu funduszy lokujących na rynku krajowym (w przypadku funduszy stabilnego wzrostu jest to ponad 98%).

## 6. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce na tle rynku europejskiego

Niekorzystna dynamika zmian na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w czasie kryzysu była zdecydowanie wyższa niż w innych krajach europejskich. Wartość aktywów ulokowanych w polskich funduszach w 2008 r., wyrażona w euro, spadła o 52,7% do poziomu 17,7 mld euro, zaś w przeliczeniu na dolary – o 54,7%, do poziomu 24,9 mld dolarów. Do tak wysokiej dynamiki spadku w ujęciu walutowym przyczyniło się znaczne osłabienie złotówki wobec euro i dolara. Większe roczne spadki WAN nastąpiły tylko w Bułgarii (62,4%), Grecji (54,9%) i Słowenii (54,9%). W krajach zrzeszonych w EFAMA wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych spadła w ujęciu procentowym w ciągu 2008 r. o połowę mniej (o 22,3%), do 6 142 mld euro.

Udział Polski w rynku funduszy inwestycyjnych w Europie zmniejszył się z 0,5% na koniec 2007 r. do 0,3% na koniec 2008 r., zaś wartość środków ulokowanych w funduszach per capita spadła w tym okresie z poziomu 988 euro do 458 euro. Oznacza to, że Polska zajmuje w tych kategoriach jedno z ostatnich miejsc wśród krajów europejskich. Kolejne osłabienie złotego w I połowie 2009 r. spowodowało dalszy spadek aktywów funduszy w Polsce w przeliczeniu na euro (do 17,3 mld euro na koniec czerwca), jednak na koniec lipca wzrosły one do poziomu 19,7 mld euro, m.in. na skutek znacznego umocnienia polskiej waluty.



Struktura rodzajowa rynku funduszy w Europie odbiega od tej występującej na polskim rynku. O ile na koniec marca 2009 r. udział funduszy akcyjnych i mieszanych w rynku funduszy w Polsce przekraczał 50% (na koniec 2007 r. sięgał nawet 63%), o tyle na rynku europejskim było to 38%, a na świecie – 42%. Oznacza to większe uzależnienie naszego rynku od koniunktury giełdowej.

## 7. Podsumowanie

Kryzys finansowy i dekonunktura giełdowa odbiły się na pozycji i znaczeniu rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Spadek wartości aktywów, utrata klientów, odpływy środków przewyższające napływy oraz zmiana dotychczasowej struktury rynku – to główne wyznaczniki sytuacji funduszy inwestycyjnych w 2008 r. W ciągu tego roku zmieniły się preferencje nabywców tytułów uczestnictwa funduszy. O ile przed kryzysem zwiększał się udział w rynku funduszy akcyjnych i mieszanych, o tyle od połowy 2007 r. zyskiwały głównie fundusze lokujące aktywa w instrumenty dłużne, kosztem funduszy akcyjnych i mieszanych. Natomiast zainteresowanie nowymi typami funduszy rośnie systematycznie.

Pomimo niekorzystnych zmian, jakie zaszły na rynku funduszy, po chwilowym załamaniu można spodziewać się dalszego rozwoju tego segmentu rynku finansowego. Potwierdzają to dane za 2009 r. Poprawa sytuacji na giełdzie w marcu 2009 r. zwiększyła wartość aktywów netto funduszy – zwłaszcza tych, które w swoich portfelach posiadały duży udział akcji. Lepsze wyniki finansowe funduszy skłaniają inwestorów do powrotu na rynek funduszy. Od maja 2009 r. przepływy netto do funduszy są dodatnie. Stopniowo zwiększa się udział w rynku funduszy akcyjnych. Mimo utraty zajmowanej pozycji w latach 2007–2009, w dłuższej perspektywie to właśnie fundusze agresywne zyskały najbardziej, zajmując trwale miejsce na polskim rynku funduszy inwestycyjnych. Przy takiej strukturze oznacza to, że sytuacja na rynku funduszy jest zdeterminowana przez koniunkturę giełdową. Wysoka wrażliwość rynku na ten czynnik oznacza silne uzależnienie od tego, co dzieje się na GPW, i w konsekwencji – skutkuje gwałtownymi wahaniami w zależności od sytuacji na giełdzie. W takich warunkach szczególnego znaczenia nabiera kwestia świadomości ryzyka klientów funduszy.

## Literatura

- Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Oficyna Wydaw. SGH, Warszawa 2005.
- Buczek S., Grygiel A., *Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne*, Oficyna Wydaw. SGH, Warszawa 2006.
- Dębski W., Grodecka A., *Znaczenie funduszy inwestycyjnych dla polskiej gospodarki*, w: *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, red. S. Buczek, A. Fierla, Oficyna Wydaw. SGH, Warszawa 2008.

- Dyl M., *Fundusze inwestycyjne, zasady funkcjonowania*, Wydaw. KiK, Warszawa 2007.
- Dyl M., *Rośnie dojrzałość inwestorów*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2008, nr 3.
- Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne*, Wydaw. Akademii Ekonomicznej, Poznań 2008.
- Gabryelczyk K., Truskowski J., *Celowość inwestowania w polskie fundusze akcji*, w: *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, red. S. Buczek, A. Fierla, Oficyna Wydaw. SGH, Warszawa 2008.
- Kondrakiewicz T., *Tendencje zmian strukturalnych na rynku funduszy inwestycyjnych w warunkach kryzysu*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 550, Szczecin 2009.
- Miziołek T., *1000 dni funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 9.
- Miziołek T., *Główne tendencje na rynku funduszy inwestycyjnych po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, w: *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, red. S. Buczek, A. Fierla, Oficyna Wydaw. SGH, Warszawa 2008.
- Raport Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych*, IZFiA 2008.

## CHANGES IN INVESTMENT FUNDS MARKET IN POLAND IN THE TIME OF FINANCIAL CRISIS

**Summary:** The financial crisis and the stock market slump have been a serious blow to the investment funds in Poland. The sharp drop in the value of the assets, the client flight, the net outflows of the capital from equity and balanced-mixed funds combined with the increasing popularity of bond funds were the main indicators of the crisis throughout 2008. However, the first signs of improvement have been observed since March 2009. The assets of investment funds have increased; at the end of June 2009 the assets of equity funds and the assets of balanced mixed funds represented 26.2 and 26.7 of all investment fund assets, respectively. It points out to the dependence of the Polish investment funds on the situation at the Warsaw Stock Exchange.