

Szanowni Państwo,

Rok 2003 zapisał się jako rok utrwalenia się tendencji wzrostowej aktywów gromadzonych w funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez firmy na terenie naszego kraju. Rok ten to rok przygotowań do funkcjonowania na rynku Unii Europejskiej. Przygotowań, nadziei i obaw. Rok ten to okres intensywnych prac związanych z procesem legislacyjnym aż trzech ustaw o kapitalnym znaczeniu dla sektora funduszy inwestycyjnych.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych - przystosowująca polski rynek do funkcjonowania w ramach Wspólnego, Europejskiego Rynku Usług Finansowych (European Single Market) to nie tylko adaptacja dyrektyw zwanych potocznie UCITS III, ustawa ta zawiera również wiele dodatkowych regulacji związanych z ochroną konsumenta, rozwojem rynku i podmiotów na nim działających. Dzięki zapisom tej ustawy Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych będą mogły oferować Klientom nowe rodzaje funduszy, jak na przykład fundusze funduszy, „Umbrella Funds” itd. Ustawa ta zawiera zapisy umożliwiające funduszom z Polski konkurowanie na równych prawach na rynku europejskim. Istotnym wkładem środowiska funduszy inwestycyjnych do Ustawy jest wprowadzenie na poziomie ustawowym standardu Funduszu Rynku Pieniężnego jako funduszu o ustawowo zdefiniowanym ryzyku. Takie rozwiązanie, nowe na rynku europejskim, pozwoli naszym Towarzystwom Funduszy Inwestycyjnych zaoferować swoim klientom niezwykle skuteczne narzędzie zarządzania płynnością. Ten bezpieczny i efektywny fundusz umożliwi podniesienie jakości zarządzania finansowego naszych, polskich spółek, fundacji i instytucji. Szczególnie dedykowany jest on instytucjom samorządowym. Standard funduszu rynku pieniężnego, może być naszą specjalnością i wkładem do rynku europejskiego.

Całe środowisko wiąże z tą ustawą olbrzymie nadzieje. Jej zapisy tworzą możliwości rozwoju branży funduszy inwestycyjnych w Polsce, jak również skutecznego konkurowania na Wspólnym Rynku. Niestety do końca 2003 roku ustawa nie przeszła procesu legislacyjnego, radykalnie zmniejszając szanse na właściwe przygotowanie się sektora do działań na rynku Unii Europejskiej.

Bardzo ważną dla sektora konsekwencją nowej Ustawy o funduszach inwestycyjnych jest powstanie na jej mocy, Izby Gospodarczej zrzeszającej podmioty gospodarcze zarządzające funduszami i aktywami. Pełna reprezentacja środowiska pozytywnie wpłynie na rozwój sektora.

Niezmiernie ważna i nowoczesna ustawa - Ustawa o Indywidualnych Kontaktach Emerytalnych wzbudziła duże nadzieje środowiska i olbrzymi entuzjazm. Ustawa trafiła do Parlamentu w 2003 roku. Środowisko zaproponowało najlepsze rozwiązania prawne do tej ustawy, wiele z nich zostało uwzględnionych w toku prac legislacyjnych nad Ustawą.

Ustawa o Pracowniczych Programach Emerytalnych, skierowana do prac Sejmowych w 2003 roku, ma na celu usunięcie wad poprzedniego aktu regulującego tę sferę działalności, którego rozwiązania stały się barierą rozwoju Programów Emerytalnych.

Prace nad Ustawą o Podatku VAT w zakresie zapisów dotyczących zarządzania aktywami zakończyły się przyjęciem rozwiązań na poziomie europejskim, które nie postawiły sektora w sytuacji przegranej. Zaproponowana przez tę Ustawę, definicja zarządzania aktywami może mieć pozytywny wpływ na rozwój branży.

Działania samorządowe środowiska Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych znalazły swój finał w nadaniu ostatecznej formy ‘Kodeksowi Dobrych Obyczajów przy publikowaniu wyników Funduszy’. Jest to standard postępowania etycznego spełniany przez polskie środowisko funduszy inwestycyjnych.

Kontynuacja działań Stowarzyszenia w obszarze Corporate Governance - to uwieńczenie wielu lat aktywności na tym polu wśród instytucji polskiego rynku kapitałowego. W roku 2003 Stowarzyszenie współtworzyło Polski Instytut Dyrektorów.

Nowa strona internetowa STFI rozszerzyła zakres prezentowanych informacji o rynku, Towarzystwach, Funduszach i sprawach bieżących. Jest to kolejny element przygotowania się środowiska do nowych wyzwań rynkowych.

Rok 2003 był rokiem dużych oczekiwań, olbrzymiej pracy i wielkich nadziei.

Marek Łukaszewski  
Prezes Zarządu  
Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce.

## Rynek funduszy inwestycyjnych w 2003 roku

### Warunki działalności funduszy inwestycyjnych

Rok 2003 był pierwszym, po czasie dwuletniego osłabienia gospodarczego okresem, w którym tempo wzrostu gospodarczego wyraźnie wzrosło. Wzrost produktu krajowego brutto wyniósł 3,7% podczas, gdy w 2002 roku było to zaledwie 1,3%. Wartość PKB wyniosła w 2003 roku 804,7 mld PLN. Z kwartału na kwartał ożywienie gospodarczemu stawalo się coraz wyraźniejsze. W pierwszym kwartale wzrost PKB wyniósł zaledwie 2,3% w ostatnim zaś 4,7% (największy wzrost od II kwartału 2000 roku). Tak duży wzrost PKB był możliwy dzięki produkcji na eksport. Dynamika pozostałych elementów składających się na rachunek produktu krajowego brutto, choć poprawiła się nie determinowała tak wysokiego wzrostu PKB. Popyt krajowy w porównaniu z rokiem poprzednim wzrósł o 2,3% (0,8% w roku poprzednim), spożycie ogółem wzrosło o 2,5% (rok poprzedni 2,8%), w tym spożycie indywidualne wzrosło o 3,1% (3,3% w poprzednim roku). Nakłady brutto na środki trwałe obniżyły się o 0,9% (-5,8% w roku poprzednim). Pomimo tej poprawy, relacja nakładów brutto na środki trwałe do PKB pogorszyła się w stosunku do roku 2002. Najbardziej krzepiący wzrost odnotowaliśmy w wartości dodanej w przemyśle. W porównaniu z rokiem poprzednim wzrosła ona o 7,6% (spadek o 0,2% w roku poprzednim). W sektorze usług rynkowych kontynuowany był pozytywny trend z ubiegłego roku. W porównaniu z rokiem poprzednim wartość dodana w tym sektorze gospodarki wzrosła o 4,1% (4,0% w roku poprzednim). Nadal ujemną dynamiką charakteryzowała się branża najbardziej wrażliwa na spowolnienie gospodarcze - w budownictwie wartość dodana obniżyła się w porównaniu z rokiem poprzednim o 5,1% (-8,6% w roku poprzednim).

Tabela 1. Dynamika wybranych składowych rachunku narodowego (wartości zrewidowane) w latach 1999-2003

	1999	2000	2001	2002	2003
Wartość PKB w cenach bieżących (mld PLN)	615,12	684,98	721,58	769,40	804,70
Produkt krajowy brutto	4,1%	4,0%	1,0%	1,4%	3,7%
Spożycie ogółem w tym:	4,5%	2,5%	1,7%	2,8%	2,5%
spożycie indywidualne	5,2%	2,8%	2,1%	3,3%	3,1%
Nakłady brutto na środki trwałe	6,8%	2,7%	-8,8%	-5,8%	-0,9%
Wartość dodana brutto w tym:	3,8%	3,7%	1,1%	1,3%	3,5%
przemysł	3,1%	6,5%	-0,3%	-0,2%	7,6%
budownictwo	1,7%	0,3%	-7,9%	-8,6%	-5,1%
usługi rynkowe	5,6%	4,1%	2,8%	4,0%	4,1%

Źródło: GUS, Departament Rachunków Narodowych i Finansów

Jednym z głównych motorów wzrostu gospodarczego (Produktu Krajowego Brutto) w 2003 roku, podobnie jak w roku ubiegłym był rosnący wolumen produkcji na eksport. Osłabienie złotówki względem koszyka walut (spowodowane narastającymi trudnościami w działaniu systemu finansów publicznych), idące w parze ze wzmacniającą się walutą europejską stworzyły niemal wymarzone warunki dla firm eksportujących swoje towary na rynki europejskie.

Tabela 2. Wartość i dynamika składowych handlu zagranicznego w 2003 roku

	PLN		USD		EUR	
	wartość	dynamika	wartość	dynamika	wartość	dynamika
Eksport (mln)	208 944,3	24,90%	53 576,90	30,60%	47 526,4	9,30%
Import (mln)	265 133,5	17,90%	68 003,90	23,40%	60 353,8	3,20%

Źródło GUS

Eksport liczony w złotych wzrósł względem roku poprzedniego o 24,9% (13% w roku poprzednim), przy wzroście importu o 17,9% (9% w roku poprzednim). Liczona w walucie europejskiej dynamika eksportu wyniosła 9,3% (8,2% w roku poprzednim), przy wzroście importu o zaledwie 3,2% (4,4% rok wcześniej).

Wartość towarów wyeksportowanych przez naszą gospodarkę wyniosła w 2003 roku niemal 209 mld PLN. (wzrost o ponad 41 mld PLN).

Kurs waluty europejskiej względem złotówki wzrósł w 2003 roku o ponad 17% i wyniósł na koniec roku 4,717. Dolar względem złotego pozostawał w 2003 roku na stosunkowo stabilnym poziomie i na koniec roku kosztował 3,7405 (zmiana w stosunku do ubiegłego roku wyniosła -2,6%).

Producenci towarów eksportowanych na rynki europejskie stanowili grono najdynamiczniej rozwijających się firm w 2003 roku.

W miarę upływających kwartałów 2003 roku, ożywienie gospodarcze stawało się coraz bardziej widoczne i zaczęło objawiać się wyraźną poprawą wskaźników makroekonomicznych oraz polepszającą się sytuacją finansową przedsiębiorstw.

Inflacja liczona za okres grudzień 2003 do grudnia 2002 roku wyniosła zaledwie 0,8% i była to najniższa wartość od początku okresu transformacji polskiej gospodarki. Niska presja inflacyjna obecna przez cały 2003 rok sprzyjała rozwojowi gospodarki i wpływała na utrzymanie pozytywnego nastawienia Rady Polityki Pieniężnej odnośnie wysokości stóp procentowych. RPP po sześciu posiedzeniach redukujących stopy procentowe (ostatnie w czerwcu 2003 roku) utrzymywała do końca roku neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

Tabela 3. Inflacja i bezrobocie w latach 1999-2003

	1999	2000	2001	2002	2003
inflacja	7,30%	10,10%	5,50%	1,90%	0,80%
stopa bezrobocia	13,10%	15,10%	19,40%	20,00%	20,00%

Źródło: GUS, NBP

Najbardziej bolący problem naszej gospodarki, a mianowicie bardzo wysoki wskaźnik bezrobocia, wynoszący na koniec 2003 roku 20% pozostał na poziomie z roku poprzedniego. Ożywienie gospodarcze, jakie miało miejsce w 2003 roku nie zdołało wywrzeć silnego wpływu na rynek pracy i w ograniczony sposób pobudzało gospodarkę do tworzenia nowych miejsc pracy. W konsekwencji znacząco wzrosła wydajność pracy.

Rada Polityki Pieniężnej w 2003 roku dokonała obniżek oficjalnych stóp procentowych na 6 posiedzeniach. Łącznie obniżki dokonane w 2003 roku wyniosły od 100 punktów bazowych (stopa depozytowa) do 200 punktów bazowych (stopa kredytu lombardowego). Ostatnie posiedzenie RPP, na którym dokonano redukcji stóp procentowych miało miejsce w czerwcu.

Tabela 4. Wysokość oficjalnych stóp procentowych

	1999	2000	2001	2002	2003
kredyt lombardowy	20,50%	23,00%	15,50%	8,75%	6,75%
kredyt redyskontowy	19,00%	21,50%	14,00%	7,50%	5,75%
stopa referencyjna	16,50%	19,00%	11,50%	6,75%	5,25%
stopa depozytowa	brak	brak	7,50%	4,75%	3,75%

Źródło: NBP (dane na koniec roku)

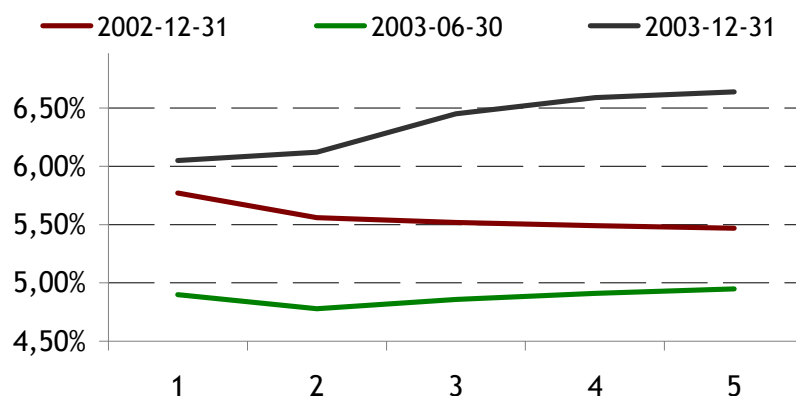
Ustabilizowane na stosunkowo niskim poziomie oficjalne stopy procentowe oraz podtrzymywane przez ekonomistów i zagraniczne banki inwestycyjne prognozy, co możliwego dalszego luzowania polityki monetarnej wpływały pozytywnie na rynek kapitałowy i pieniężny. Niezauważalna przez większą część roku presja inflacyjna stabilizowała zachowanie rynku krótkoterminowych instrumentów dłużnych.

Mimo dawno niewidzianego ożywienia gospodarczego oraz szeregu danych wskazujących na poprawiający się stan polskiej gospodarki nie uniknęliśmy problemów. Rok 2003 przejdzie do historii jako okres, w którym toczono polityczną batalię o naprawę systemu finansów publicznych. Wywołane prognozowanym wysokim deficytem budżetowym obawy ekonomistów i polityków, co do możliwości bezbolesnego sfinansowania potrzeb pożyczkowych Państwa przez rynek finansowy uruchomiły lawinę krytyki polityki gospodarczej rządu. Coraz bardziej nagłaśniane problemy dotyczące utrzymania stabilności systemu finansów publicznych zaczęły coraz wyraźniej wpływać na rynek finansowy. Ekonomiści ostrzegali przed możliwością przekroczenia przez

zadłużenie Skarbu Państwa konstytucyjnych progów i obawiali się szeregu konsekwencji ekonomiczno-politycznych związanych z tym faktem.

Narastający pesymizm dotyczący możliwości załamania się systemu finansów publicznych powodował permanentne osłabianie się polskiej waluty i wywoływał nerwowość na rynku papierów dłużnych. Choć oficjalne stopy procentowe pozostawały na niezmiennym poziomie od połowy do końca 2003 roku, to jednak rynkowe stopy procentowe wzrosły. Rynkowe stopy procentowe wzrosły w tym czasie średnio o 150 punktów bazowych.

Wykres 1. Wysokość rynkowych stóp procentowych (krzywe rentowności)



Źródło: ERSPW, obliczenia własne

Rynek obligacji skarbowych w drugiej połowie roku uległ wyraźnemu osłabieniu, przez co przyczynił się do wzrostu obaw, o zdolność zaspokajania potrzeb pożyczkowych Państwa przez polski system finansowy.

W celu przywrócenia równowagi finansom publicznym rząd podjął wysiłek opracowania planu ich reform. Sukcesywnie przedstawiane przez rząd elementy planu naprawy finansów publicznych nazwane potocznie „Planem Hausnera” miały za cel przedstawić sposoby wyjścia polskich finansów publicznych z zapaści. Rynek oczekując na wprowadzenie w życie reform zawartych w planie, charakteryzował się w tym czasie dużą nerwowością, która powodowała osłabianie się złotego i wywoływała znaczne wahania cen papierów dłużnych.

### Najważniejsze trendy na rynku finansowym

Wydarzenia polityczno-gospodarcze, które wystąpiły w 2003 roku miały bardzo zróżnicowany wpływ na rynek finansowy. Kłopoty związane z niewydolnością systemu finansów publicznych przyczyniły się do wzrostu ryzyka na rynku finansowym.

Niepewność inwestorów wywołana tym faktem objawiła się słabnącym niemal z dnia na dzień polskim złotym.

Skutkiem obaw związanych z niewydolnością polskiego systemu finansów publicznych był wzrost ryzyka na rynku papierów dłużnych. Negatywny wpływ zwiększonego ryzyka najbardziej uwidocznił się w segmencie papierów dłużnych o średnim i długim terminie do wykupu. Rozpoczęta na początku drugiego półrocza bessy wywołała kilkumiesięczną przecenę instrumentów finansowych, o niespotykanej dotąd skali. Rynkowe stopy procentowe wzrosły od swoich minimalnych wartości z czerwca 2003 roku od 150 do 200 punktów bazowych i ulegały znacznym wahaniom przez większą część drugiego półrocza. Bardzo duża zmienność cen instrumentów dłużnych w drugim półroczu 2003 roku negatywnie wpływała na nastroje inwestorów lokujących oszczędności na rynku papierów dłużnych.

Obok negatywnych wystąpiły również zjawiska pozytywne. Paradoksalnie napędzane one były negatywnymi trendami. Dzięki głębokiemu osłabieniu złotego nastąpił wzrost opłacalności eksportu, skutkujący wyraźnym wzrostem produkcji na eksport. Wolumen tej produkcji decydował o skali ożywienia gospodarczego w 2003 roku.

Na wzrost produkcji przemysłowej i jej rentowności obok osłabienia złotego miało wpływ również obniżenia kosztów finansowych firm. Spadek obciążeń finansowych to zasługa głębokich obniżek stóp procentowych poczynionych przez Radę Polityki Pieniężnej. Drugim bodźcem wzmacniającym opłacalność i zwiększającym wolumen produkcji przemysłowej była konsekwentna, przeprowadzana przez okres 2000-2003 restrukturyzacja firm. Niemal 3-letni okres osłabienia gospodarczego wymusił na firmach działania dostosowawcze i wyraźnie zwiększył efektywność prowadzonej przez nie działalności. Kontynuowanie restrukturyzacji firm obserwowaliśmy również w 2003 roku.

Poprawa wskaźników finansowych firm znalazła niemal natychmiastowe odzwierciedlenie w poprawie koniunktury giełdowej. Po niemal 3 latach bessy i stagnacji rynek giełdowy wyraźnie ożył i pozwolił odrobić straty z poprzednich lat. W 2003 roku Warszawski Indeks Giełdowy (WIG) wzrósł o niemal 45%. Tak dobry wynik to dowód na to, że inwestorzy uwierzyli w trwałą poprawę koniunktury gospodarczej i w skuteczne działania polityczne mające przeprowadzić gospodarkę przez reformy finansów publicznych wytyczone przez premiera Jerzego Hausnera.

Innym elementem, który wywarł znaczący wpływ na trendy na rynku finansowym była rosnąca skłonność Polaków do zmiany form inwestowania swoich oszczędności. W 2003 roku nasilił się przepływ środków z kont bankowych w kierunku bardziej złożonych i efektywnych form oszczędzania. Sprowadzone do bardzo niskich poziomów odsetki od oszczędności przechowywanych w bankach, stymulowały wzrost zainteresowania

oszczędzających funduszami inwestycyjnymi. Bardzo dobre wyniki funduszy hybrydowych i akcyjnych zachęcały oszczędzających do akceptowania większego ryzyka w zamian za potencjalnie wyższe zyski.

Tabela 5. Średnie ważone oprocentowanie depozytów w polskim systemie bankowym

	1999	2000	2001	2002	2003
ROR (PLN)	7,34%	7,67%	2,43%	1,20%	0,32%
Depozyt 12 miesięcy (PLN)	13,13%	15,03%	7,99%	4,56%	3,38%
Depozyt 12 miesięcy (USD)	4,44%	4,83%	0,96%	1,75%	1,10%

Źródło: NBP

### Czynniki bezpośrednio determinujące napływ środków do funduszy w 2003 roku

Główne czynniki bezpośrednio wpływające na tempo rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w 2003 roku to:

- dynamiczny wzrost cen papierów dłużnych w pierwszej połowie 2003 roku, zakończony silną przeceną w drugim półroczu,
- silna deprecjacja złotego względem waluty europejskiej,
- długotrwały pozytywny trend na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych,

Tabela 6. Zmiany podstawowych kategorii rynkowych w latach 1999-2003

	1999	2000	2001	2002	2003
Warszawski Indeks Giełdowy (WIG)	41,33%	-1,31%	-21,99%	3,19%	44,92%
zmiana rentowności 5-letniej obligacji skarbowej *	1,03%	2,00%	-4,27%	-3,95%	0,93%
zmiana rentowności 2-letniej obligacji skarbowej *	2,71%	2,43%	-7,20%	-4,18%	1,24%
zmiana rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych *	3,24%	1,43%	-6,43%	-5,15%	0,28%
zmiana kusu USD w PLN	18,39%	-0,12%	-3,8%	-3,7%	-2,6%
zmiana kursu EUR w PLN	brak	-7,54%	-8,6%	14,1%	17,3%
dynamika PKB	4,10%	4,00%	1,00%	1,40%	3,70%

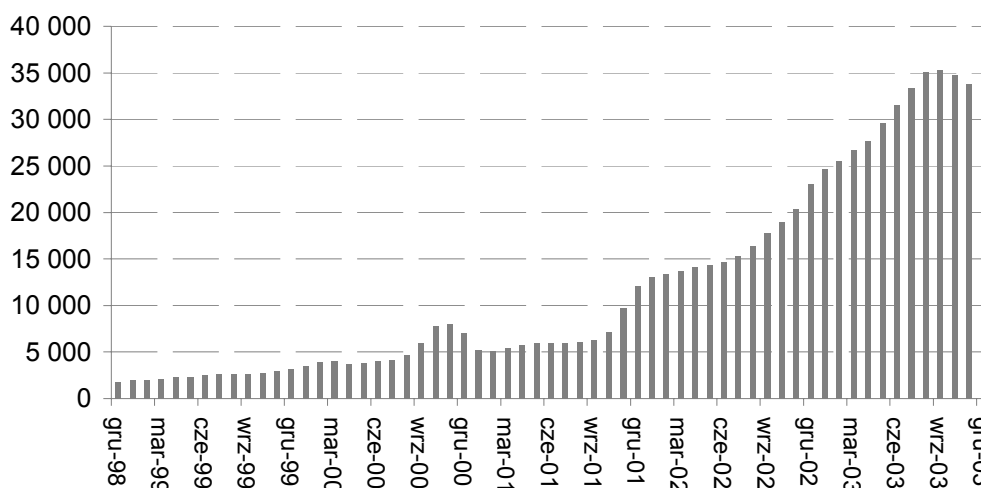
\* - obliczenia na podstawie średnich rentowności instrumentów sprzedawanych na przetargach organizowanych przez NBP

W pierwszej połowie 2003 roku głównym magnesem przyciągającym nowych inwestorów i nowy kapitał do funduszy inwestycyjnych była olbrzymia popularność funduszy polskich papierów dłużnych. Znakomite historyczne stopy zwrotu pozytywnie kontrastujące ze spadającymi stopami zwrotu z lokat bankowych uruchomiły silny strumień kapitału płynący z banków do tych funduszy. Łatwość, z jaką się one sprzedawały była zaskakująca i spowodowała obniżenie poziomu wiedzy przekazywanej przez sieci sprzedaży napływającym szerokim strumieniem klientom. Niedostateczny poziom wiedzy nowych klientów, traktujących fundusz papierów dłużnych jako bezpieczną (bez możliwości straty) lokatę przyczynił się w drugiej połowie roku, podczas silnego spadku wycen jednostek funduszy polskich papierów dłużnych, do odpływu

klientów i wycofywania pieniędzy z tej grupy funduszy. Zawiedzeni klienci, nie czekając na poprawę niemal z dnia na dzień zaczęli umarzać jednostki uczestnictwa i wycofywać wpłacone zaledwie kilka tygodni wcześniej pieniądze.

Wartość umorzeń jednostek funduszy polskich papierów dłużnych przez 3 letnie miesiące (lipiec, sierpień, wrzesień) była z nadwyżką rekompensowana przez narastający na napływ środków do funduszy, lokujących choćby część aktywów na rynku akcji. Wywołana bardzo dobrymi wynikami funduszy hybrydowych i akcyjnych moda na fundusze „ryzykowne” spowodowała, że mimo spadku wartości aktywów funduszy w październiku, listopadzie oraz grudniu, suma zgromadzonych środków na koniec roku była o ponad 1,5 mld PLN wyższa od wartości z czerwca 2003 roku.

Wykres 2. Aktywa funduszy inwestycyjnych w latach 1999-2003



Źródło: TFI

Wyniki funduszy akcyjnych i hybrydowych to oczywiście zasługa wyraźnego wzrostu notowań spółek giełdowych. Dawno niewidziane wzrosty przełożyły się na rewelacyjne wyniki funduszy ryzykownych, wywołując niespotykaną dotąd falę napływu środków finansowych do funduszy kojarzonych z akcjami.

Kolejnym beneficjentem powodowanego problemami fiskalnymi spadku wartości polskiego złotego były fundusze zagranicznych papierów dłużnych. Dzięki osłabieniu złotego oraz umiejętnemu zarządzaniu osiągnęły one (liczone w złotych) bardzo dobre, wyróżniające się wyniki finansowe. Wyniki te były bardzo skutecznym narzędziem w przyciąganiu nowych inwestorów do tej grupy funduszy.



## Aktywa funduszy inwestycyjnych

Tabela 7. Aktywa netto funduszy w wybranych krajach europejskich (mln EUR)

kraj	2002	2003	zmiana
Liechtenstein	3 675,0	7 137,0	94,20%
Finlandia	15 749,0	23 727,0	50,66%
<b>Polska</b>	<b>5 528,0</b>	<b>7 068,0</b>	<b>27,86%</b>
Dania	38 288,0	48 934,0	27,81%
Szwecja	56 065,0	70 713,0	26,13%
Irlandia	303 881,0	361 760,0	19,05%
Hiszpania	172 913,0	204 989,0	18,55%
Norwegia	14 753,0	17 414,0	18,04%
Grecja	27 096,0	31 813,0	17,41%
Portugalia	24 509,0	27 763,0	13,28%
Wielka Brytania	370 235,0	418 861,0	13,13%
Francja	891 000,0	1 008 000,0	13,13%
Luxemburg	844 508,0	953 302,0	12,88%
Niemcy	750 964,0	822 099,0	9,47%
Belgia	77 181,0	83 503,0	8,19%
Austria	85 821,0	92 115,0	7,33%
Włochy	372 316,0	393 429,0	5,67%
Czechy	3 304,0	3 338,0	1,03%
Holandia *	93 200,0	93 200,0	0,00%
Szwajcaria	86 462,0	79 637,0	-7,89%
Węgry	3 974,0	3 467,0	-12,76%

\* dane z końca 2002 roku

Źródło: FEFSI Quarterly Statistical Release

Wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych w końcu grudnia 2003 roku osiągnęła poziom 33,2 mld PLN (7,1 mld EUR). Ubiegły rok przejdzie do historii jako kolejny, bardzo dobry okres dla funduszy inwestycyjnych. Osiągnięta dynamika wzrostu aktywów (+44,3% liczona w PLN i 27,86% liczona w EUR) plasuje nasz rynek w czołówce pozostałych państw Europy. Przekroczony poziom 7 mld EUR aktywów powoduje, że jako rynek stajemy się zauważalni dla większości podmiotów związanych ze światowym rynkiem powierników.

Tabela 8. Aktywa funduszy przypadające na mieszkańca w wybranych krajach europejskich w 2003 roku

Kraj	Aktywa (mln EUR)	Aktywa na mieszkańca (EUR)
Luxemburg	953 302,0	2 147 076,58
Irlandia	361 760,0	92 830,38
Francja	1 008 000,0	16 946,30
Austria	92 115,0	11 317,73
Szwajcaria	79 637,0	10 922,64
Niemcy	822 099,0	9 970,15
Dania	48 934,0	9 105,69
Belgia	83 503,0	8 131,56
Szwecja	70 713,0	7 923,03
Wielka Brytania	418 861,0	7 098,38
Włochy	393 429,0	6 845,34
Holandia *	93 200,0	5 787,02
Hiszpania	204 989,0	5 055,71
Finlandia	23 727,0	4 562,01
Norwegia	17 414,0	3 837,37
Grecja	31 813,0	2 985,45
Portugalia	27 763,0	2 674,66
Węgry	3 467,0	341,11
Czechy	3 338,0	327,22
Polska	7 068,0	183,00

\* dane z końca 2002 roku

dane na temat liczby ludności uwzględniają stan na koniec 2002 roku

Źródło: FEFSI *Quartely Statistical Release* oraz *Quartely Labour Force Statistics* (OECD 2004, nr 1)

Kwota aktywów zgromadzonych przez polskie fundusze w 2003 roku stanowiła 4,13% wartości Produktu Krajowego Brutto. Było to o 117 punktów bazowych więcej niż w końcu 2002 roku.

Tabela 9. Udział aktywów netto funduszy w wartości PKB (mld PLN)

	1999	2000	2001	2002	2003
wartość PKB w cenach bieżących (mld PLN)	615,115	684,982	721,575	769,400	804,700
aktywa netto funduszy inwestycyjnych	3,186	7,016	12,134	22,773	33,229
udział (%)	0,52%	1,02%	1,68%	2,96%	4,13%

Źródło: TFI, GUS

Analizując udział wartości aktywów netto funduszy w oszczędnościach gospodarstw domowych (rozumianych jako środki zgromadzone w bankach i w funduszach), widzimy kontynuację zmiany struktury oszczędności Polaków. Dzięki temu fundusze inwestycyjne zaczynają odgrywać coraz bardziej liczącą się rolę w polskim systemie finansowym.

Podczas gdy zobowiązania sektora bankowego wobec gospodarstw domowych (lokaty bankowe) już drugi rok z rzędu spadają aktywa funduszy dynamicznie rosną. Udział wartości aktywów netto funduszy w oszczędnościach Polaków (suma lokat i aktywów funduszy inwestycyjnych) wyniósł na koniec 2003 roku 13,52% i był wyższy od stanu na koniec 2002 roku o 4 punkty procentowe.

Tabela 10. Udział aktywów funduszy w oszczędnościach gospodarstw domowych (mln PLN)

	1999	2000	2001	2002	2003
oszczędności *	167 498,40	201 175,72	224 456,97	216 947,47	212 618,69
aktywa netto funduszy	3 185,70	7 015,80	12 133,90	22 773,00	33 229,29
razem	170 684,10	208 191,52	236 590,87	239 720,47	245 847,98
udział funduszy	1,87%	3,37%	5,13%	9,50%	13,52%

\* zobowiązania instytucji finansowych (banków) wobec gospodarstw domowych

Mimo ogólnego wzrostu aktywów funduszy, nie wszystkie towarzystwa odnotowały w 2003 roku dodatnią dynamikę wartości aktywów netto. Trzy towarzystwa zakończyły rok zarządzając środkami niższymi niż w końcu 2002 roku.

Tabela 11. Dynamika zmian wartości aktywów netto w poszczególnych TFI (mln PLN)

	2003	2002	zmiana
Comercial Union Polska T	689,0	116,0	493,97%
TFI Kredyt Banku	187,0	34,0	450,00%
SEB TFI	2 092,0	538,0	288,85%
Pioneer Pekao TFI	10 089,0	5 439,0	85,49%
BZ WBK AIB TFI	1 484,0	803,0	84,81%
ING TFI	4 181,0	2 641,0	58,31%
Union Investment TFI	1 533,0	977,0	56,91%
Warta TFI	999,0	684,0	46,05%
Millennium TFI	593,0	462,0	28,35%
Górnośląskie TFI	312,0	253,0	23,32%
DWS Polska TFI	1 917,0	1 572,0	21,95%
TFI Banku Handlowego	917,0	783,0	17,11%
Skarbiec TFI	2 152,0	1 887,0	14,04%
PKO/Credit Suisse TFI	4 995,0	5 148,0	-2,97%
TFI PZU	311,0	339,0	-8,26%
CA IB TFI*	778,0	1 097,0	-29,08%

\* Wartość uwzględnia aktywa zgromadzone przez PBK Atut

Tabela 11. Dynamika zmian wartości aktywów netto w poszczególnych TFI (mln PLN)

	2003	2002	zmiana
Comercial Union Polska TFI	689,0	116,0	493,97%
TFI Kredyt Banku	187,0	34,0	450,00%
SEB TFI	2 092,0	538,0	288,85%
Pioneer Pekao TFI	10 089,0	5 439,0	85,49%
BZ WBK AIB TFI	1 484,0	803,0	84,81%
ING TFI	4 181,0	2 641,0	58,31%
Union Investment TFI	1 533,0	977,0	56,91%
Warta TFI	999,0	684,0	46,05%
Millennium TFI	593,0	462,0	28,35%
Górnośląskie TFI	312,0	253,0	23,32%
DWS Polska TFI	1 917,0	1 572,0	21,95%
TFI Banku Handlowego	917,0	783,0	17,11%
Skarbiec TFI	2 152,0	1 887,0	14,04%
PKO/Credit Suisse TFI	4 995,0	5 148,0	-2,97%
TFI PZU	311,0	339,0	-8,26%
CA IB TFI*	778,0	1 097,0	-29,08%

\* Wartość uwzględnia aktywa zgromadzone przez PBK Atut przejęte przez CA IB TFI

Według danych szacunkowych, w ciągu ubiegłego roku wszystkie fundusze inwestycyjne pozyskały 8,4 mld PLN (saldo wpłat i umorzeń), czyli około 10% mniej środków niż w roku ubiegłym.

Tabela 15. Szacowany napływ środków do funduszy i ich udział we wzroście aktywów

	1999	2000	2001	2002	2003
wzrost aktywów	1 390,20	3 830,10	5 118,10	10 639,10	10 456,29
szacowane wpłaty/umorzenia	859,40	2 957,10	4 828,40	9 331,10	8 377,50
udział wpłat (umorzeń) w zmianie aktywów	61,82%	77,21%	94,34%	87,71%	80,12%

Źródło: TFI, obliczenia własne

W całym 2003 roku utrwały się tendencje w zmianie struktury rynku funduszy z punktu widzenia prowadzonej przez nie polityki inwestycyjnej. Na znaczeniu zyskiwały te z funduszy, których polityka przewidywała choćby częściowe zaangażowanie na rynku akcji, a traciły udział fundusze polskich papierów dłużnych oraz rynku pieniężnego.

Patrząc na dane z końca roku widzimy bardzo istotne zmiany w strukturze rynku. Z 67,1% (koniec 2002 roku) do 40,7% spadł udział w rynku funduszy polskich papierów dłużnych. Udział funduszy hybrydowych zarówno inwestujących na rynku polskim, jak i zagranicznym przekroczył w grudniu 2003 roku 31,1%. Udział funduszy rynku pieniężnego nieznacznie się obniżył i wyniósł 17,2%.

Tabela 13. Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w latach 2000-2003

	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%
polskich papierów dłużnych	965,3	13,8%	6 743,9	55,6%	15 453,8	67,1%	13 510,2	40,7%
rynku pieniężnego	3 453,8	49,2%	2 384,6	19,7%	4 156,5	18,0%	5 717,2	17,2%
stabilnego wzrostu	111,7	1,6%	276,4	2,3%	508,8	2,2%	5 037,6	15,2%
zagranicznych papierów dłużnych	0,0	0,0%	22,6	0,2%	365,8	1,6%	3 048,6	9,2%
mieszane (zrównoważone)	1 267,7	18,1%	1 049,2	8,6%	1 013,3	4,4%	2 871,5	8,6%
akcji polskich	976,4	13,9%	991,9	8,2%	1 004,6	4,4%	2 301,5	6,9%
akcji zagranicznych	72,2	1,0%	134,4	1,1%	82,6	0,4%	136,9	0,4%
pozostałe	168,6	2,4%	530,9	4,4%	447,9	1,9%	605,8	1,8%

Uwaga: wartości uwzględniają środki zgromadzone w funduszach otwartych, mieszanych i zamkniętych

Źródło: TFI

Tabela 14. Dynamika zmian wartości aktywów poszczególnych grup funduszy w latach 1999-2003

	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%
polskich papierów dłużnych	965,3	8%	6 743,9	599%	15 453,8	129%	13 510,2	-13%
rynku pieniężnego	3 453,8	1131%	2 384,6	-31%	4 156,5	74%	5 717,2	38%
stabilnego wzrostu	111,7	15%	276,4	147%	508,8	84%	5 037,6	890%
zagranicznych papierów dłużnych	0,0	0%	22,6	-	365,8	1519%	3 048,6	733%
mieszane (zrównoważone)	1 267,7	11%	1 049,2	-17%	1 013,3	-3%	2 871,5	183%
akcji polskich	976,4	28%	991,9	2%	1 004,6	1%	2 301,5	129%
akcji zagranicznych	72,2	-	134,4	86%	82,6	-39%	136,9	66%
pozostałe	168,6	1476%	530,9	215%	447,9	-16%	605,8	35%

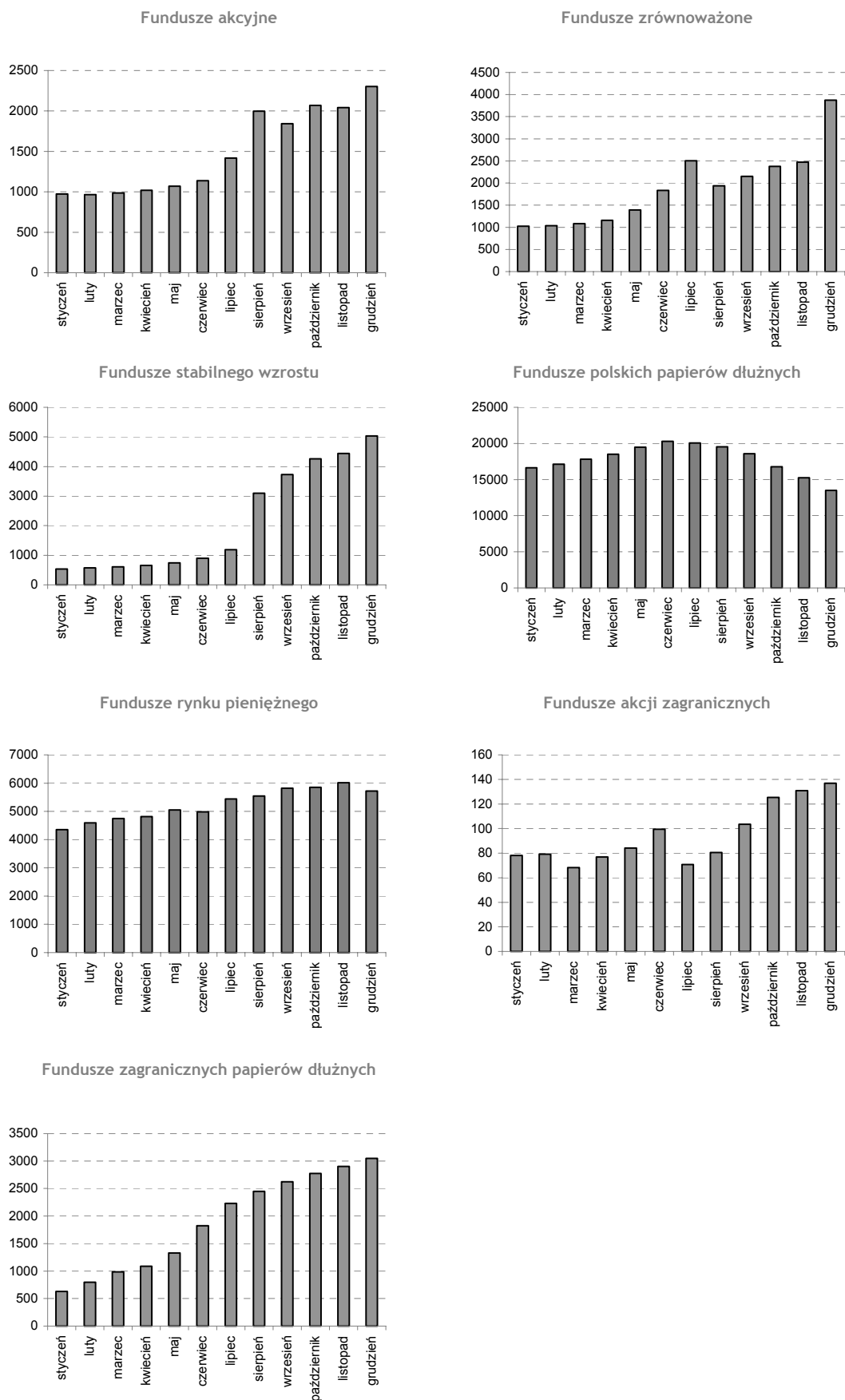
Uwaga: wartości uwzględniają środki zgromadzone w funduszach otwartych, mieszanych i zamkniętych

Źródło: TFI

Z punktu widzenia dynamiki aktywów netto, liderami w skali roku zostały fundusze stabilnego wzrostu i zagranicznych papierów dłużnych. Pierwsze z uwagi na swój „pro emerytalny” charakter i dość powszechne wykorzystanie w planach systematycznego oszczędzania, drugie zaś z uwagi na interesującą alternatywę wobec walutowych lokat oferowanych przez banki.

Jedyną grupą funduszy, w której wystąpiła ujemna zmiana wartości aktywów netto w 2003 roku były fundusze polskich papierów dłużnych. Wartość spadku wyniosła niespełna 2 mld PLN (-13%).

Tabela 16. Kształtowanie się wartości aktywów netto poszczególnych grup funduszy w trakcie 2003 roku.



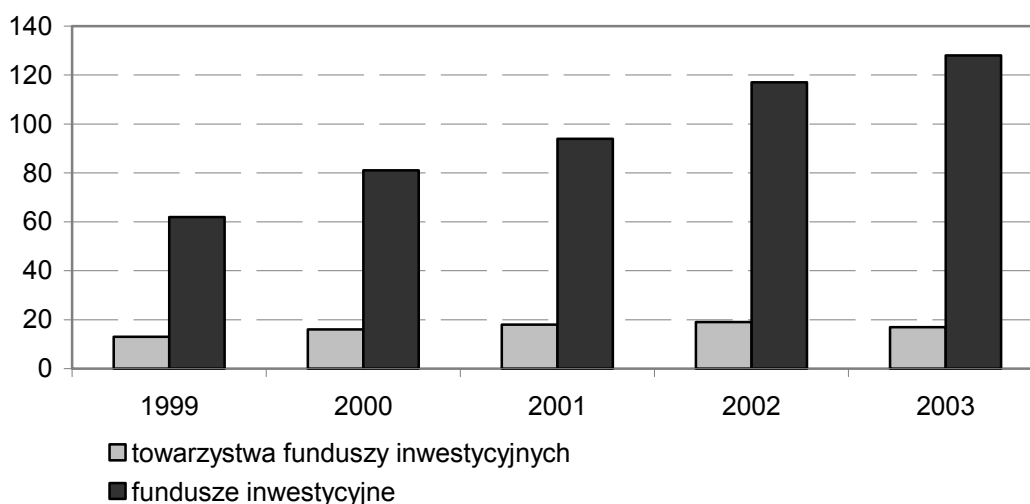
## Zmiany podmiotowe na rynku

W 2003 roku Komisja Papierów Wartościowych i Giełd wydała jedną licencję na prowadzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zgodę na działalność otrzymało Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A. Dystrybucja jednostek funduszy zarządzanych TFI Allianz S.A. ma rozpocząć się w pierwszym kwartale 2004 roku. W 2003 roku zakończyły działalność trzy towarzystwa, były to: PBK Atut Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., Invesco Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. oraz TDA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. O swoich planach wprowadzenia na rynek kolejnych towarzystw oficjalnie poinformowały 3 kolejne instytucje. Należą do nich: Amplico Life SA, TUW SKOK oraz Poczta Polska.

Wydanie przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd decyzji o cofnięciu zezwolenia na prowadzenie działalności przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PBK Atut związane było z fuzją akcjonariuszy PBK Atut TFI SA i CA IB TFI SA (połączenie Banku Przemysłowo Handlowego S.A. z Powszechnym Bankiem Kredytowym S.A.). Po przeprowadzeniu fuzji akcjonariusze postanowili zlikwidować PBK Atut TFI S.A., a zarządzane przez towarzystwo fundusze przekazać w zarządzanie CA IB TFI S.A.

Cofnięcie zezwolenia Invesco TFI S.A. oraz TDA TFI S.A. związane było z decyzją o zaprzestaniu działalności przez oba towarzystwa już w 2002.

Wykres 3. Ilość towarzystw funduszy inwestycyjnych i zarządzanych przez nie funduszy w latach 1999-2003 (stan na koniec roku)



W 2003 rynek funduszy inwestycyjnych wzbogacił się per saldo o 11 podmiotów a liczba funduszy, które prowadziły działalność w grudniu 2003 roku wynosiła 128. W 2003 roku Komisja Papierów Wartościowych i Giełd udzieliła zezwolenia na utworzenie 26 funduszy inwestycyjnych, z których 11 to fundusze inwestycyjne mieszane, 3 fundusze zamknięte, 12 fundusze otwarte.

Działalność 5 funduszy inwestycyjnych, które zostały zaoferowane przez towarzystwa w 2003 roku nie została uruchomiona z uwagi na niższe od założonych wpływy z subskrypcji jednostek.

Fundusze, które rozpoczęły działalność w 2003 roku to:

- Arka Obligacji Europejskich FIO,
- DWS Stabilnego Wzrostu FIM,
- ING FIM Akcji,
- ING FIM Stabilnego Wzrostu,
- GTFI FIO Akcji,
- GTFI FIO Stabilnego Wzrostu,
- KB Dolar FIM,
- KB Kapitał Plus FIM,
- Lukas Stabilnego Wzrostu FIO,
- Millennium FIO Dolarowa Lokata,
- Pioneer Obligacji Europejskich Plus FIO,
- Pioneer Obligacji Skarbowych FIO,
- Skarbiec Lokacyjny FIM,
- Skarbiec Profit Plus FIM,
- Skarbiec Sezam IV FIZ,
- UniWIBID FIO.

Fundusze, które uzyskały zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, lecz nie zdążyły rozpocząć sprzedaży jednostek w 2003 roku to:

- Allianz FIO Akcji,
- Allianz FIO Obligacji,
- Allianz FIO Stabilnego Wzrostu,
- Millennium FIO Stabilnego Wzrostu.

W 2003 roku Komisja Papierów Wartościowych i Giełd udzieliła również zgodę na połączenie funduszy. Pierwsza para to fundusze zarządzane przez Union Investment TFI S.A. Towarzystwo dołączyło do aktywów funduszu UniXXI Wiek FIO fundusz UniDynamic Europa FIO.



Druga para zarządzana jest przez Pioneer Pekao TFI S.A. W tym wypadku Pioneer Akcji FIO ma przejąć fundusz Pioneer Indeksowy FIO. Połączenie to ma zostać sfinalizowane na początku 2004 roku.

W wyniku przeprowadzonej likwidacji PBK Atut TFI S.A., fundusze dotychczas zarządzane przez likwidowany podmiot, zostały przejęte w zarządzanie przez CA IB TFI S.A. Nowy właściciel wprowadził odmienne nazwy przejmowanych funduszy i znacząco zmienił ich politykę inwestycyjną.

W 2003 roku zostały zlikwidowane 4 fundusze inwestycyjne. Dwa fundusze inwestujące na rynku obligacji, jeden fundusz prowadzący politykę funduszu rynku pieniężnego oraz jeden fundusz hybrydowy. Większość z wygasających w 2003 roku funduszy powołanych została do życia w 2002 roku. Były to tzw. fundusze antypodatkowe. W miejsce likwidowanych (wygasających) w 2003 roku funduszy antypodatkowych towarzystwa planowały wprowadzić kolejne, nowe fundusze o podobnym przeznaczeniu.

Na kształt oferty antypodatkowej z końca 2003 roku decydujący wpływ miało bardzo negatywne zachowanie rynku polskich papierów dłużnych w drugiej połowie roku oraz rosnąca, dzięki dobrym wynikom inwestycyjnym popularność funduszy prowadzących bardziej ryzykowną politykę inwestycyjną. Towarzystwa przystosowały swoją ofertę do nowej mody i zaoferowały fundusze charakteryzujące się większym ryzykiem i dłuższym horyzontem trwania. Grono oferowanych w końcu 2003 roku tzw. „funduszy antypodatkowych” składało się z następujących podmiotów:

- CA IB FIM Bezpiecznej Alokacji,
- Pioneer Obligacji FIM,
- Pioneer Stabilnego Wzrostu FIM,
- UniStoProcent FIM.
- DWS Stabilnego Wzrostu FIM,
- ING FIM Akcji,
- ING FIM Stabilnego Wzrostu,
- Skarbiec Lokacyjny FIM,
- Skarbiec Profit Plus FIM,

W wyniku prowadzonej subskrypcji jedynie 5 oferowanych funduszy uzyskało minimalny założony przez oferującego kapitał i rozpoczęło działalność. Pozostałe 4 fundusze (CA IB FIM Bezpiecznej Alokacji, Pioneer Obligacji FIM, Pioneer Stabilnego Wzrostu FIM, UniStoProcent FIM) nie zebrały minimalnego, założonego przez towarzystwo poziomu aktywów i nie rozpoczęły działalności.

Głównymi przyczynami niepowodzenia oferty antypodatkowej były:

- niższe od zakładanych zyski funduszy antypodatkowych oferowanych w 2002 roku
- bardzo zła sytuacja na rynku papierów dłużnych i bardzo złe wyniki funduszy zwanych dotąd „bezpiecznymi” (fundusze polskich obligacji)
- relatywnie wysokie koszty obciążające klientów oferowanych funduszy
- bardzo dobre wyniki funduszy otwartych na tle oferowanych w 2002 roku mieszanych funduszy antypodatkowych.

Całkowita kwota aktywów zebranych przez wymienione fundusze antypodatkowe wyniosła niespełna 400 mln PLN i była niższa niemal 5-krotnie od kwoty zebranej w roku poprzednim (1,9 mld PLN). Rynek finansowy uznał tę wielkość za skromną i niewspółmiernie niską w porównaniu z prognozowaną (około 3 mld PLN).

### Wyniki Funduszy Inwestycyjnych

Dynamiczny rozwój branży miał swoje przyczyny głównie w bardzo dobrych wynikach inwestycyjnych generowanych przez fundusze. Bodźce antypodatkowe, które przyczyniły się do bardzo dużej dynamiki wzrostu aktywów w 2002 roku, w kolejnym roku nie odgrywały już pierwszoplanowej roli. Rolę promotora przyciągającego nowych klientów do funduszy coraz wyraźniej zaczęły pełnić zyski z inwestycji w jednostki funduszy oraz bardzo niskie oprocentowanie lokat w alternatywne instrumenty finansowe (szczególnie lokat bankowych). Bardzo silny wzrost cen papierów dłużnych odnotowany w pierwszym półroczu 2003 przełożył się na bardzo dobre wyniki funduszy inwestujących na rynku polskich obligacji (grupa PDP). Jednakże druga połowa roku była już znacznie gorsza dla tej grupy. Załamanie cen obligacji doprowadziło do bardzo silnego, nie notowanego w historii tej grupy spadku wycen jednostek. Wpływ złej koniunktury okazał się bardzo silny i spowodował lawinowy wzrost umorzeń jednostek. Ze zgołą odmienną sytuacją mieliśmy do czynienia w grupie funduszy lokujących choćby część aktywów w papiery udziałowe. W miarę upływu miesięcy ich wyniki stawały się coraz lepsze i zaczęły wyróżniać się na tle wszystkich innych dostępnych przeciętnemu inwestorowi inwestycji. Bardzo pozytywne opinie na temat przyszłej koniunktury giełdowej, znajdujące niemal z każdym dniem potwierdzenie w rosnących notowaniach spółek giełdowych i jednostek funduszy inwestycyjnych przyczyniły się do wzrostu popularności funduszy o profilu inwestycyjnym bardziej ryzykownym. Fundusze akcyjne i hybrydowe w drugiej połowie roku przyjęły na siebie rolę głównego magnesów przyciągającego kapitał.

### Metodologia obliczania średniej stopy zwrotu funduszy w poszczególnych grupach funduszy użytej w poniższych porównaniach:

Średnia, roczna stopa zwrotu danej grupy funduszy obliczana jest jako iloczyn dziennych średnich stóp zwrotu funduszy wyliczanych na podstawie wszystkich funduszy należących do danej grupy w danym dniu obliczeniowym.

$$R_g = \{ 1+R(i) \} \times \{ 1+R(i+1) \} \times \dots \times \{ 1+R_d \} - 1$$

gdzie:

$R_g$  - średnia stopa zwrotu funduszy z danej grupy w danym roku,

$R_i$  - średnie dzienne arytmetyczne stopy zwrotu funduszy należących w danym dniu do wybranej grupy funduszy

### Fundusze polskich akcji

Tabela 17. Wyniki funduszy polskich akcji na tle benchmarku

	1999	2000	2001	2002	2003
średnia stopa zwrotu funduszy	32,3%	8,1%	-17,7%	1,1%	35,0%
stopa zwrotu WIG-u	41,3%	-2,4%	-22,0%	3,2%	44,9%

Średnia arytmetyczna stopa zwrotu 18 funduszy lokujących środki w polskich akcjach wyniosła w 2003 roku 35,0%. Był to wynik porównywalny z bardzo dobrym rezultatem z roku 1999, kiedy jednostki funduszy akcyjnych wzrosły średnio 32,3%. Zyski z ubiegłego roku pozwoliły z nawiązką odrobić słabe wyniki z 2 poprzednich lat i pokazały, że oszczędzanie o charakterze długoterminowym jest opłacalne. Zakumulowana średnia stopa zwrotu za okres 5 lat wyniosła 60,6%. Wzrost WIG-u w 2003 wyniósł 44,9%, a w okresie ostatnich 5 lat 62,71%.

Stopy zwrotu 18 funduszy akcyjnych zawierały się pomiędzy 19,9% a 64,6%. Przyczyną tak dużej, rozpiętości wyników był dobór spółek do portfela inwestycyjnego. Najwyższe stopy zwrotu osiągały fundusze charakteryzujące się stosunkowo dużym udziałem w portfelu spółek o średniej i małej kapitalizacji, które były gwiazdami roku 2003.

### Fundusze polskich papierów dłużnych

Tabela 18. Wyniki funduszy polskich papierów dłużnych na tle benchmarku

	1999	2000	2001	2002	2003
średnia stopa zwrotu funduszy	9,5%	13,1%	15,9%	13,9%	2,8%
stopa zwrotu benchmarku*	10,9%	11,8%	22,8%	17,9%	3,5%

\* benchmark składa się w 100% z Indeksu Rynku Obligacji Skarbowych (IROS)\*\*

\*\* indeks IROS obliczany jest przez firmę Analizy Online, bazuje na giełdowych cenach zamknięcia hurtowych obligacji skarbowych. Udział poszczególnych obligacji w indeksie ważony jest ich kapitalizacją.

Zrealizowana przez tę grupę funduszy średnia arytmetyczna stopa zwrotu w 2003 była najniższą roczną stopą zwrotu w historii. Zysk w wysokości 2,8% trudno uznać za zadowalający dla klientów tej grupy funduszy. W 2003 roku mieliśmy do czynienia zarówno z dynamiczną hossą na rynku instrumentów dłużnych (pierwsza połowa 2003 roku), jak i bessą, która spowodowała spadki cen obligacji na niespotykaną dotąd skalę (druga połowa 2003 roku). Rynkowe stopy procentowe na początek i koniec 2003 roku wynosiły odpowiednio:

	31-12-2002	31-12-2003
10-letnie obligacje	5,50%	6,50%
5-letnie obligacje	5,47%	6,66%
2-letnie obligacje	5,61%	6,19%

Zmiana rentowności powodująca spadek wyceny instrumentów dłużnych była na tyle istotna, że uniemożliwiła funduszom obligacyjnym osiągnięcie rentowności na poziomie zbliżonym do średniej rentowności bonów skarbowych z początku roku (5,7%). Stopy zwrotu osiągnięte przez działające obecnie fundusze polskich papierów dłużnych zawierały się pomiędzy 0,9% a 7,8%. Tak duża rozpiętość wyników to wpływ stosowanej przez zarządzających polityki w zakresie wysokości ryzyka stóp procentowych zawartego w portfelu inwestycyjnym oraz szybkości reakcji zarządzającego na zmianę trendu, która miała miejsce w czerwcu 2003 roku.

Przywykłych do wysokich zysków klientów funduszy polskich obligacji spotkał ogromny zawód, który przyczynił się do bardzo wysokich umorzeń jednostek w tych funduszach i zachwiał zaufaniem do całej branży.

## Fundusze rynku pieniężnego

Tabela 19. Wyniki funduszy rynku pieniężnego na tle benchmarku

	1999	2000	2001	2002	2003
średnia stopa zwrotu funduszy	11,0%	16,1%	16,7%	9,8%	5,0%
stopa zwrotu benchmarku*	13,2%	16,9%	15,3%	8,8%	5,6%

\* stopa zwrotu benchmarku obliczona została na bazie średniej rentowności 13 tyg. bonów skarbowych

Rok 2003 przyniósł kolejny wyraźny spadek rentowności funduszy rynku pieniężnego. Konsekwentna polityka obniżania oficjalnych stóp procentowych spowodowała w 2003 roku spadek rentowności krótkoterminowych instrumentów pieniężnych w okolice 5%. Na tym tle średnia arytmetyczna stopa zwrotu funduszy rynku pieniężnego wynosząca 5% wydaje się atrakcyjna. Tym niemniej, był to najniższy wynik funduszy rynku pieniężnego w ich historii. Zyski poszczególnych funduszy zawierały się w przedziale od 4,1% do 6,1%. Atrakcyjność funduszy rynku pieniężnego w porównaniu z lokatami bankowymi nadal jest widoczna, jednakże coraz bardziej uwidacznia się ona na polu płynności instrumentów a coraz mniej w różnicach rentowności tych dwóch kategorii lokat.

Skumulowana stopa zwrotu za lata 1999-2003 wyniosła 73,19%.

### Fundusze zrównoważone

Tabela 20. Wyniki funduszy zrównoważonych na tle benchmarku

	1999	2000	2001	2002	2003
średnia stopa zwrotu funduszy	28,0%	11,4%	-5,5%	4,3%	17,9%
stopa zwrotu benchmarku*	26,3%	6,1%	-1,6%	10,5%	23,0%

\* benchmark składa się z WIG-u (50%) i IROS-a (50%)\*\*

\*\* indeks IROS obliczany jest przez firmę Analizy Online, bazuje na giełdowych notowaniach ciągłych hurtowych obligacjach skarbowych. Udział poszczególnych obligacji w indeksie ważony jest ich kapitalizacją.

Fundusze inwestycyjne prowadzące politykę inwestycyjną o charakterze zrównoważonym osiągnęły w 2003 roku średnią stopę zwrotu wynoszącą 17,9%. Był to najlepszy wynik od 2000 roku. Najlepszy wynik w grupie to 25,9%, najstabszy to zaledwie 10,6%. Skumulowana stopa zwrotu w latach 1999-2003 wyniosła 65,8%.

### Fundusze stabilnego wzrostu

Tabela 21. Wyniki funduszy stabilnego wzrostu na tle benchmarku

	1999	2000	2001	2002	2003
średnia stopa zwrotu funduszy	16,3%	13,4%	6,0%	11,0%	11,6%
stopa zwrotu benchmarku*	17,0%	9,8%	12,6%	15,4%	11,0%

\* benchmark składa się z WIG-u (20%) i IROS-a (80%)\*\*

\*\* indeks IROS obliczany jest przez firmę Analizy Online, bazuje na giełdowych notowaniach ciągłych hurtowych obligacjach skarbowych. Udział poszczególnych obligacji w indeksie ważony jest ich kapitalizacją.

W 2003 roku fundusze stabilnego wzrostu przyniosły, podobnie jak w 4 poprzednich latach dodatnią stopę zwrotu. Średnia stopa zysku wyniosła 11,6%. Najniższa wynosiła 8,9%, najwyższa 26%. Stabilne w czasie zyski przyczyniają się do dynamicznego

rozwoju tej grupy funduszy. W momencie odrotu klientów od funduszy polskich papierów dłużnych to głównie fundusze stabilnego wzrostu wzięły na siebie „ciężar” pozyskiwania nowych klientów i powiększania masy aktywów całej branży.

### Fundusze akcji zagranicznych

Tabela 22. Wyniki funduszy akcji zagranicznych

	2001	2002	2003
średnia stopa zwrotu funduszy	-27,4%	-27,9%	23,7%
zmiana kursu PLN/EUR	-8,6%	14,1%	17,3%
zmiana kursu PLN/USD	-3,8%	-3,7%	-2,6%

Rok 2003 był pierwszym rokiem, w którym ta grupa funduszy zanotowała dodatnią stopę zwrotu. Niezbyt szczęśliwy moment wprowadzenia na polski rynek tej grupy funduszy, przypadający na szczyt internetowej hossy, zaowocował ujemnymi stopami zwrotu zarówno w 2001 jak i 2002 roku. Tak słabe wyniki finansowe w efekcie wywołały marginalizację tej grupy i uniemożliwiły jej dynamiczny rozwój. Pozytywne wyniki 2003 z pewnością zwiększą zainteresowanie klientów tą formą lokat, i w konsekwencji przyczynią się do wzbogacenia oferty tworzonej przez TFI. Średnia stopa zwrotu w wysokości 23,7% jest konsekwencją zarówno osłabienia polskiej waluty, jak i dobrej koniunktury na rynkach zagranicznych. Najniższa stopa zwrotu wyniosła 15,5% , najwyższa zaś 32%. Lepiej wypadły fundusze lokujące na rynkach strefy EURO (silny wzrost tej waluty w stosunku do PLN), nieco słabiej, w związku z słabym dolarem wypadły inwestycje w fundusze lokujące w Stanach Zjednoczonych.

### Fundusze zagranicznych papierów dłużnych

Tabela 23. Wyniki funduszy zagranicznych papierów dłużnych

	2002	2003
średnia stopa zwrotu funduszy	5,2%	10,5%
zmiana kursu PLN/EUR	14,1%	17,3%
zmiana kursu PLN/USD	-3,7%	-2,6%

Z uwagi na niskie rentowności instrumentów, w które lokowały fundusze zagranicznych papierów dłużnych, na ich wyniki inwestycyjne największy wpływ miały różnice kursowe. W 2003 roku waluta europejska podrożała w stosunku do złotówki o 17,33%, dolar amerykański osłabł w tym czasie o 2,6%. Dzięki temu lepiej wypadły fundusze lokujące w instrumenty denominowane w EUR (stopy zwrotu 22,5% i 19,6%),

trzy fundusze „dolarowe” działające przez cały 2003 rok osiągnęły odpowiednio: -0,4%, 4,5% i 17,9% zysku.