

**Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami
Raport 2006**

Spis treści	strona
I. List Prezesa	2
II. Otoczenie rynkowe. Sytuacja gospodarcza Polski	3
III. Rynek funduszy inwestycyjnych	5
1. Polski rynek funduszy na tle rynku europejskiego	8
2. Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach Polaków	10
3. Zmiana aktywów netto funduszy inwestycyjnych w 2006 roku i determinanty rozwoju rynku funduszy	11
4. Wartość aktywów netto grup funduszy w 2006 roku	13
5. Saldo wpłat i umorzeń	16
a/ fundusze mieszane polskie	18
b/ fundusze polskich akcji	18
c/ fundusze stabilnego wzrostu	19
d/ fundusze alternatywne	19
e/ fundusze akcji zagranicznych	20
f/ fundusze nieruchomości	20
g/ fundusze pieniężne i gotówkowe	21
h/ fundusze mieszane zagraniczne	21
i/ fundusze dłużne EUR	22
j/ fundusze dłużne USD	22
k/ fundusze dłużne krajowe	23
6. Struktura rynku według Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych	24
7. Rozwój rynku pod względem podmiotowym i produktowym	26
8. Składniki lokat funduszy inwestycyjnych	29
9. Wyniki funduszy inwestycyjnych	31

I. List Prezesa

Szanowni Państwo,

Rok 2006 był kolejnym rokiem bardzo dynamicznego powiększania się środków znajdujących się w funduszach inwestycyjnych. Występujący w poprzednich latach trend wzrostu utrzymał się, dynamika wzrostu była zbliżona do tej z 2005 roku i wyniosła ponad 61%. Łączna wartość aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych na koniec roku wyniosła 98,8 mld PLN. Ponadto Polska znowu okazała się liderem wśród pozostałych krajów monitorowanych przez EFAMA z najszybszym tempem wzrostu aktywów w ciągu ostatniego roku (63%).

Ten niespotykany przyrost aktywów był niewątpliwie zasługą rosnącego zaufania wśród Polaków do formy oszczędzania jaką są fundusze inwestycyjne. Nie bez znaczenia pozostaje również rozwój oferty produktowej TFI dopasowanej do potrzeb Klientów. W roku 2006 towarzystwa zaproponowały swoim klientom aż 69 nowych możliwości inwestycyjnych. Bardzo dużą popularnością cieszyły się fundusze z wydzielonymi subfunduszami tzw. fundusze parasolowe, które dzięki swojej specjalnej konstrukcji umożliwiają Inwestorom przenoszenie zainwestowanych środków pomiędzy subfunduszami o różnej polityce inwestycyjnej bez konieczności uiszczania podatku od zysków kapitałowych. Konstrukcja taka okazała się prawdziwym hitem roku 2006. Kolejnym istotnym czynnikiem z punktu widzenia tempa rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych był też wyraźny wzrost popularności ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi (UFK), w ramach których najczęściej oferowane były fundusze inwestycyjne.

Rok 2006 to także zwieńczenie kilkuletnich prac nad Kodeksem Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych. W listopadzie 2006 roku dwie izby gospodarcze: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych przyjęły Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych. Kodeks ma szczególne znaczenie dla rynku kapitałowego, gdyż służy podnoszeniu standardów działalności firm zarządzających aktywami, dbałości o jakość prowadzonej działalności i propagowaniu zasad etyki zawodowej, a także definiuje zasady, reguły i poziom należytej staranności w relacjach pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi, ich klientami i emitentami instrumentów finansowych.

Życzę Państwu przyjemnej lektury.

Marcin Dyl

Prezes Zarządu IZFiA

II. Otoczenie rynkowe. Sytuacja gospodarcza Polski

W 2006 roku Polska zanotowała najwyższe w okresie ostatnich dziewięciu lat tempo wzrostu gospodarczego - według danych Głównego Urzędu Statystycznego produkt krajowy

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

	2004	2005	2006
Wartość PKB (mld PLN)	923	981	1051
Produkt krajowy brutto	5,3%	3,5%	5,8%
Spożycie ogółem w tym:	4,0%	2,6%	4,5%
spożycie indywidualne	4,3%	1,8%	5,2%
Nakłady brutto na środki trwałe	6,4%	6,5%	16,7%
Wartość dodana brutto w tym:	5,1%	3,3%	5,8%
przemysł	10,5%	3,9%	7,7%
budownictwo	1,8%	7,2%	14,6%
usługi rynkowe	4,2%	3,6%	9,8%

Źródło: GUS

brutto w minionym roku wzrósł realnie o 5,8 % do poziomu 1 050,9 mld PLN, wobec wzrostu o 3,5 % rok wcześniej i 5,3% w 2004 roku. Decydującą rolę w kreowaniu wzrostu gospodarczego odegrał popyt krajowy, który wzrósł o 5,8% (wobec 2,4% w roku 2005). Złożył się na to wzrost spożycia ogółem o 4,5% (w tym indywidualnego o 5,2%) i wyraźnie wyższy niż w 2005 roku wzrost akumulacji brutto (11,5% wobec 1,4%). Nakłady brutto na środki trwałe zwiększyły się w 2006 roku aż o 16,7% (wobec 6,5% w 2005 r.). Po raz pierwszy od 2001 r. stopa inwestycji przekroczyła 20%. Wartość dodana brutto w gospodarce narodowej wzrosła w ubiegłym roku o 5,8%, podczas gdy rok wcześniej wzrost ten wyniósł tylko 3,3%. Wyraźnemu przyspieszeniu uległa dynamika wzrostu wartości dodanej brutto zarówno w usługach rynkowych (9,8% wobec 3,6% w 2005 r.), przemyśle (7,7% wobec 3,9%), jak też w budownictwie (14,6% wobec 7,2%).

Według szacunków GUS produkcja sprzedana przemysłu ogółem w 2006 roku była o 11,3% wyższa niż przed rokiem, kiedy wzrost ten wyniósł zaledwie 3,7%. Wydajność pracy w przemyśle zwiększyła się o 9,4%, przy wzroście zatrudnienia o 2,2%. W minionym roku ograniczeniu uległ dodatni wpływ eksportu netto na tempo wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnym wzroście relacji eksportu i importu do PKB. W znaczący sposób zwiększył się napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski - już w pierwszych trzech kwartałach 2006 r. wyniósł prawie 30 mld zł i był zbliżony do zanotowanego w całym 2005 r. Istotnie poprawiła się sytuacja na rynku pracy - przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w jednostkach o liczbie pracujących powyżej 9 osób) wzrosło o 3,0% (wobec 1,9% rok wcześniej), a stopa bezrobocia obniżyła się w skali roku o 2,7 pkt. do 14,9%.

Mimo nieznacznego wzrostu inflacji na koniec 2006 r. (z 0,7% w grudniu 2005 r. do 1,4% w grudniu 2006 r.), średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych obniżył się z 2,12% do 1,0%. Znacznie spokojniej niż w poprzednich latach było na rynku pieniężnym - rok 2006 przyniósł tylko dwie decyzje Rady Polityki Pieniężnej (obydwie podjęte w I kwartale) dotyczące obniżek stóp procentowych. W ich wyniku stopa referencyjna obniżyła się o 50 pkt. bazowych (wobec 200 punktów rok wcześniej) do 4%. W konsekwencji zahamowany został spadek

oprocentowania obligacji skarbowych oraz złotych depozytów bankowych gospodarstw domowych.

Tabela 2. Inflacja i bezrobocie w latach 2001-2006

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
inflacja	5,5%	1,9%	0,8%	4,4%	0,7%	1,4%
stopa bezrobocia	19,4%	20,0%	20,0%	19,1%	17,6%	14,9%

Źródło: GUS

Rentowność do wykupu obligacji dwuletnich o stałym oprocentowaniu obniżyła się w całym 2006 roku o 0,07 punktu procentowego, osiągając w grudniu 2006 roku poziom 4,55%. Obligacji pięcioletnich o stałym oprocentowaniu nieznacznie wzrosła z 4,98% do 5,01%. Oprocentowanie depozytów złotych gospodarstw domowych wzrosło zaś o 0,19 pkt.

proc. W 2006 roku odnotowano wzrost sprzedaży obligacji detalicznych. W przypadku papierów dwuletnich o 14%, dziesięcioletnich o 16%, a czteroletnich o 63%. W roku ubiegłym nastąpił również niespodziewany wzrost depozytów gospodarstw domowych. Wyniósł on aż 18,6 mld PLN (8,4%). Tym samym wartość depozytów złotych na koniec roku osiągnęła wartość 239,4 mld PLN. Tak jak w poprzednim roku, wynik ten to zasługa wzrostu wartości depozytów bieżących. Wartość depozytów długoterminowych uległa bowiem w ubiegłym roku zmniejszeniu.

Rok 2006 był kolejnym bardzo udanym okresem dla inwestorów giełdowych. To już czwarty z kolei rok hossy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Poprawiająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw

będąca pochodną

wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oraz utrzymujący się na wysokim poziomie popyt

na akcje giełdowych spółek ze strony inwestorów finansowych (głównie krajowych funduszy inwestycyjnych) i indywidualnych sprawiły, iż najważniejsze giełdowe indeksy zanotowały kilkudziesięcioprocentowe wzrosty. Indeks szerokiego rynku - WIG - zwyżkował w 2006 roku o 41,6%, natomiast indeks największych i najpłynniejszych spółek - WIG20 - zanotował wzrost o 23,75%. Jeszcze lepsze nastroje panowały w segmencie średnich i małych spółek - indeksy MIDWIG i WIRR obrazujące sytuację w tych segmentach rynku

Tabela 3. Zmiany na rynku finansowym w 2006 roku

WIG	41,60%
WIG20	23,75%
mWIG40	69,10%
sWIG80	132,42%
IROS*	4,80%
IRP_WIBID_1M**	4,08%
USD/PLN	-10,8%
EUR/PLN	-0,7%

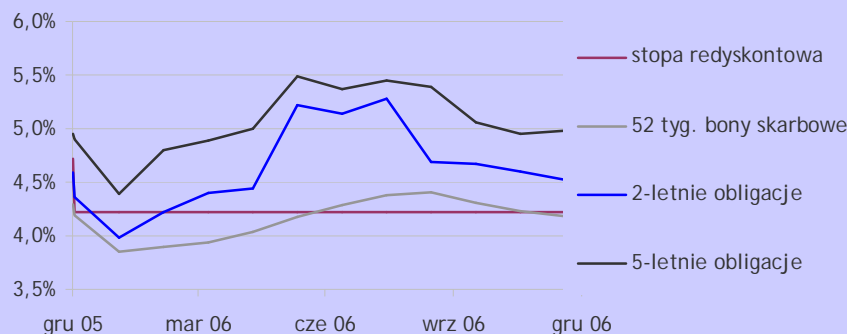
* indeks rynku obligacji obliczany przez Analizy Online

** indeks rynku pieniężnego

Źródło: NBP, GPW, ERSPW, PAP, obliczenia Analizy Online

giełdowego zwiększyły swoją wartość odpowiednio o 69,1% i 132,4%. Wysokie zyski zapewniały inwestorom również oferty na rynku pierwotnym. W 2006 roku na giełdzie zadebiutowało 38 spółek (o trzy więcej niż w 2005 r.), w tym 6 zagranicznych. Potężnym źródłem zysków okazały się także dywidendy - wartość zysków wypracowanych przez spółki giełdowe wypłaconych akcjonariuszom wyniosła aż 12,8 mld PLN (najwięcej w dotychczasowej historii warszawskiego parkietu), a wskaźnik stopy dywidendy wzrósł do 2,6% - najwyższego poziomu od 1992 roku. Potwierdzeniem wzmożonej aktywności inwestorów giełdowych były rekordowe obroty akcjami (ponad 343 mld PLN, w tym sesyjne 320,2 mld PLN - o 83% więcej niż w 2005 r.) i instrumentami pochodnymi (wolumen obrotu wzrósł o 20%, a wartość obrotu o ponad 50% w stosunku do roku poprzedniego).

Wykres 1. Zmiana oprocentowania i rentowności instrumentów dłużnych



Źródło: NBP, ERSPW

III. Rynek funduszy inwestycyjnych w 2006 roku

Rok 2006 był drugim z kolei rokiem bardzo dynamicznego wzrostu środków znajdujących się w zarządzaniu funduszy inwestycyjnych w Polsce. Szacunkowy napływ nowych

rok	WAN	zmiana (mln zł)	zmiana (%)
2006	99 160	37 589	61,0%
2005	61 571	24 020	64,0%
2004	37 552	4 581	13,9%
2003	32 971	9 938	43,1%
2002	23 033	10 899	89,8%
2001	12 134	5 118	73,0%
2000	7 016	3 830	120,2%
1999	3 186	1 390	77,4%
1998	1 796	-100	-5,3%
1997	1 895	531	39,0%
1996	1 364	669	96,3%
1995	695	-726	-51,1%
1994	1 421	568	66,6%
1993	853	853	42555,0%

Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online

kapitałów do funduszy wyniósł 26 mld PLN i był o 43% większy niż rok wcześniej. Wartość aktywów netto (WAN) funduszy inwestycyjnych wzrosła w 2006 roku aż o 37,6 mld PLN osiągając na koniec grudnia poziom 99,16 mld PLN.

Po znakomitym roku 2005, gdy środki zarządzane przez krajowe fundusze wzrosły o niemal 64% mało kto wykazywał się na tyle dużym optymizmem, aby podobną dynamikę prognozować na kolejne 12 miesięcy. Tymczasem ubiegłoroczny wzrost aktywów przekroczył 61%, niewiele odbiegając od dynamiki z roku 2005.

Gdy odniesiemy wartość aktywów netto krajowych funduszy do poziomu wytworzonego w kraju Produktu Krajowego Brutto (PKB) to okaże się, że w grudniu 2006 ów wskaźnik osiągnął poziom 9,4%, podczas gdy rok wcześniej

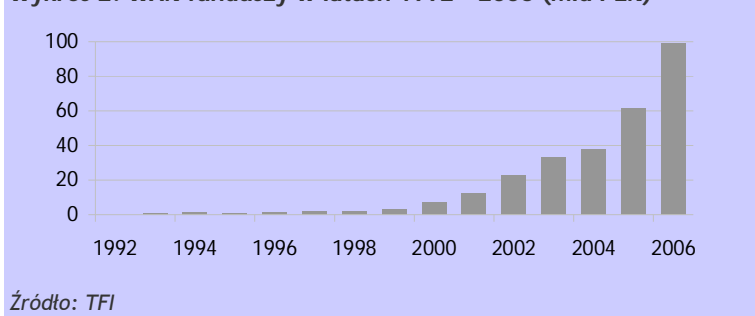
było to 6,5%. Po dwóch latach bardzo dynamicznego rozwoju perspektywa dla rynku funduszy wcale się nie pogarsza. W rozwiniętych krajach Unii Europejskiej relacja aktywów funduszy inwestycyjnych do PKB rzadko pozostaje na poziomie niższym niż 20%. A to oznacza, że w dłuższej perspektywie polski rynek ma wiele do nadrobienia. 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 szerszym strumieniem. Mechanizm ów obserwujemy już od kilkadziesiąt miesięcy. Dobra koniunktura to wysokie stopy zwrotu, które przekładają się nie tylko na wzrost zainteresowania funduszami i napływem nowych środków, ale również przekładają się na wzrost wartości zgromadzonych już w funduszach aktywów.

Wysoka dynamika rozwoju polskiego rynku funduszy widoczna jest nie tylko poprzez wzrost wartości aktywów netto, ale również poprzez rozwój oferty TFI. Liczba zarejestrowanych funduszy i subfunduszy w końcu 2006

przekroczyła 260 produktów i była wyższa niż 12 miesięcy wcześniej o 30%. W samym tylko grudniu ubiegłego roku na rynku pojawiło się 7 nowych funduszy i subfunduszy.

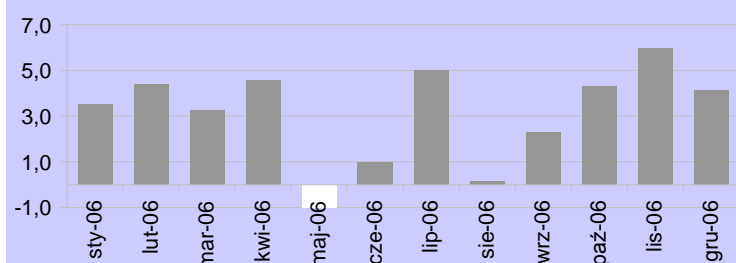
Przy ogólnym bardzo dynamicznym wzroście rynku, jego poszczególne segmenty rozwijały się z różną siłą. Liderem 2006 roku, pod względem osiągniętej dynamiki wzrostu były fundusze prowadzące alternatywną wobec podstawowych grup funduszy politykę inwestycyjną (grupa: alternatywne), która charakteryzuje się przede wszystkim nie związanym z benchmarkami sposobem zarządzania aktywami. Dynamika ich WAN wyniosła w 2006 roku niemal 700%.

Wykres 2. WAN funduszy w latach 1992 - 2006 (mld PLN)



Źródło: TFI

Wykres 3. Zmiana miesięczna WAN w 2006 roku (mld PLN)



Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online

Druga pozycja pod względem dynamiki przypadła funduszom polskich akcji. W tym wypadku wartość zarządzanych środków uległa niemal potrojeniu i to pomimo znacznie większych aktywów. Dzięki szybkiemu rozwojowi, związanemu w dużej mierze z kolejnym rokiem hossy na krajowym rynku akcji, fundusze z tej

grupy awansowały na trzecią pozycję i zarządzały na koniec roku co piątą złotówką zgromadzoną w krajowych funduszach inwestycyjnych. Istotny udział we wzroście tej grupy miały fundusze inwestujące w małe i średnie spółki, których aktywa wzrosły ze 120 mln do 2,4 mld PLN na koniec 2006 roku.

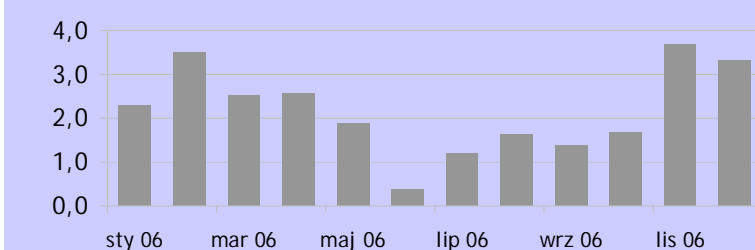
Kolejną grupą która odnotowała najwyższe tempo wzrostu były fundusze lokujące pozyskane środki w akcje zagranicznych emitentów. Wartość ich aktywów wzrosła w ciągu roku o 127%. Mimo tego, fundusze akcji zagranicznych nadal stanowiły jedną z najmniejszych grup funduszy na polskim rynku, z udziałem wynoszącym 1,8%.

Kolejna, czwarta pod względem dynamiki pozycja przypadła funduszom mieszanym (zrównoważonym i aktywnej alokacji), których aktywa wzrosły o +116%. Dzięki osiągniętej dynamice funduszom mieszanym udało się osiągnąć pozycję lidera spośród wszystkich wydzielonych grup funduszy.

Zdetronizowały one fundusze stabilnego wzrostu. Na to wydarzenie istotny wpływ miała giełdowa koniunktura. Fundusze mieszane budziły większe zainteresowanie inwestorów dzięki osiąganym znacznie wyższym stopom zwrotu.

Mimo słabnącej, pod względem osiąganych stóp zwrotu atrakcyjności funduszy stabilnego wzrostu, ich aktywa netto rosły w ciągu roku szybciej niż cały rynek (72%).

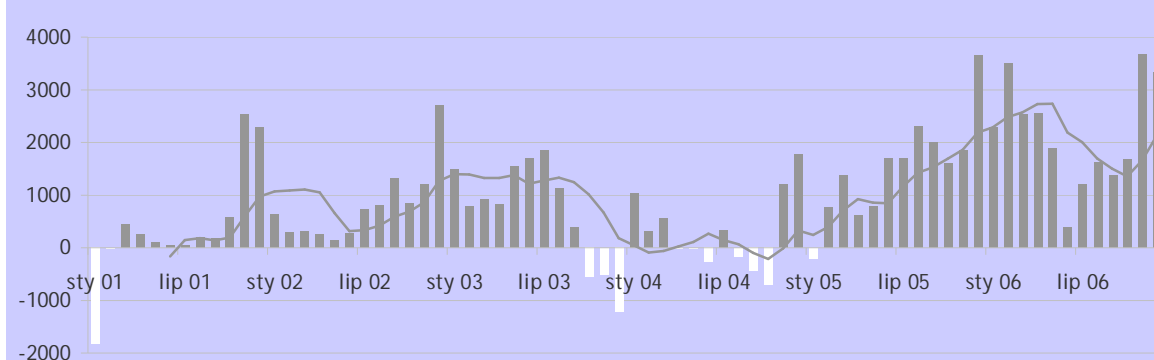
Wykres 4. Miesięczne saldo wpłat i umorzeń w 2006 roku (mld PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

Mimo wysokiego tempa wzrostu całej branży funduszy inwestycyjnych, mieliśmy również na rynku grupy funduszy, których aktywa wzrosły w ciągu roku w znikomym stopniu lub wręcz spadały. Wspólnym mianownikiem dla tych grup jest to, iż przedmiot ich inwestycji stanowią papiery dłużne. Największy spadek wartości zarządzanych środków dotknął w

Wykres 5. Miesięczne saldo wpłat i umorzeń w okresie 2001-2006 roku (mln zł)



Źródło: szacunki Analiz Online

minionym roku fundusze polskich papierów dłużnych oraz fundusze inwestujące w papiery dłużne denominowane w USD. W obu przypadkach wartość aktywów netto zgromadzonych przez reprezentantów grupy w końcu 2006 roku stanowiła zaledwie 2/3 analogicznej wartości sprzed 12 miesięcy. I również w tym przypadku możemy mówić o wpływie hossy na zainteresowanie tymi grupami produktów. W obliczu wysokich wzrostów na rynkach akcji, moda na fundusze dłużne w 2006 roku praktycznie nie istniała. W przypadku funduszy inwestujących w instrumenty denominowane w dolarach amerykańskich dodatkowym negatywnym czynnikiem mogła być siła złotego wobec USD. W ciągu roku relacja ta poprawiła się na korzyść naszej waluty aż o 10,8%, niwelując w tym samym stopniu zyski liczone w amerykańskim dolarze.

Wskutek tych zjawisk największą grupą w segmencie funduszy papierów dłużnych stały się produkty pieniężne i gotówkowe, których aktywa netto wzrosły o 5%, osiągając wartość 7,9 mld PLN. Mimo delikatnego wzrostu i w tym przypadku można mówić o regresie i o braku zainteresowania tym segmentem rynku ze strony inwestorów.

Rok 2006 nie był równie dobry dla wszystkich Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Liderami rynku, podobnie jak miało to miejsce przed rokiem, pozostają TFI należące do grup, w których jednocześnie znajduje się duży bank detaliczny. Dzieje się tak dlatego, że to właśnie depozyty bankowe są w bezpośredniej lub pośredniej formie źródłem nowych środków inwestowanych w jednostki funduszy. Dwa spośród towarzystw działających na rynku przez cały rok odnotowały w okresie minionych 12 miesięcy spadek wartości aktywów.

1. Polski rynek funduszy na tle rynku europejskiego

Polski rynek funduszy inwestycyjnych zanotował w 2006 roku bardzo wysoką dynamikę wzrostu wartości aktywów również w ujęciu walutowym. W przeliczeniu na euro w wartość środków ulokowanych w polskich funduszach zwiększyła się o 62,5% (o 9,9 mld €) do 25,8 mld EUR, natomiast w ujęciu dolarowym aż o 80,7% (o 15,2 mld USD) do 34,0 mld USD, co wynikało ze znaczącej deprecjacji dolara względem złotego.

Tabela 5. Polska na tle krajów europejskich (WAN w mld EUR według stałych kursów walut)									
	2006			2005			2004		
	wartość	udział	zmiana	wartość	udział	zmiana	wartość	udział	zmiana
Luxemburg	1 845	24,4%	21,0%	1 525	23,2%	37,9%	1 106	20,7%	16,0%
Francja	1 494	19,7%	17,6%	1 271	19,4%	14,4%	1 110	20,8%	10,1%
Niemcy	1 018	13,4%	5,2%	966	14,7%	12,9%	855	16,0%	3,2%
Wielka Brytania	777	10,3%	20,5%	635	9,7%	28,8%	493	9,2%	13,4%
Irlandia	718	9,5%	22,8%	583	8,9%	34,2%	435	8,1%	20,1%
Włochy	383	5,1%	-7,3%	410	6,2%	3,3%	397	7,4%	-1,2%
Hiszpania	288	3,8%	4,6%	275	4,2%	15,8%	238	4,4%	14,5%
Austria	169	2,2%	7,8%	157	2,4%	25,1%	125	2,3%	12,9%
Szwajcaria	152	2,0%	30,0%	117	1,8%	40,1%	83	1,6%	4,6%
Szwecja	141	1,9%	25,1%	106	1,6%	29,7%	81	1,5%	14,4%
Belgia*	128	1,7%	10,0%	113	1,7%	14,3%	99	1,8%	10,3%
Dania	123	1,6%	15,2%	106	1,6%	37,9%	77	1,4%	57,7%
Holandia	102	1,3%	6,3%	96	1,5%	7,5%	89	1,7%	2,2%
Finlandia	61	0,8%	36,4%	45	0,7%	45,0%	31	0,6%	39,5%
Norwegia	41	0,5%	20,7%	34	0,5%	54,9%	22	0,4%	21,3%
Portugalia	39	0,5%	6,7%	36	0,6%	15,8%	31	0,6%	9,6%
Polska	26	0,3%	62,5%	16	0,2%	72,2%	9	0,2%	30,5%
Grecja	25	0,3%	-12,3%	28	0,4%	-14,2%	33	0,6%	3,7%
Lichtenstein	15	0,2%	12,9%	13	0,2%	30,4%	10	0,2%	31,6%
Turcja	13	0,2%	-33,5%	20	0,3%	50,8%	13	0,3%	19,5%
Węgry	9	0,1%	16,5%	7	0,1%	59,5%	4	0,1%	26,3%
Czechy	6	0,1%	22,1%	5	0,1%	31,7%	4	0,1%	7,2%
Słowacja	3	0,0%	-6,7%	3	0,0%	67,0%	2	0,0%	85,0%
Łącznie	7 574	100,0%	14,9%	6 566	100,0%	22,8%	5 348	100,0%	11,0%
UCITS	5 974	78,9%	15,1%	5 170	78,7%	23,3%	4 192	78,4%	11,4%
Non-UCITS	1 600	21,1%	14,6%	1 396	21,3%	20,8%	1 156	21,6%	9,7%

Źródło: EFAMA Quartely Statistical Release

Dynamika aktywów zgromadzonych w europejskich funduszach na przestrzeni ostatniego roku osiągnęła wartość 15%. Na tym tle Polska z dynamiką czterokrotnie większą wygląda rewelacyjnie. 62,5% wzrost uznano za olbrzymi sukces. Jego konsekwencją jest coraz większe zainteresowanie polskim rynkiem ze strony zagranicznych graczy.

Tak, jak to miało miejsce w 2005 roku, również w 2006 odnotowana dynamika wzrostu plasowała Polskę na pierwszym miejscu w Europie. Tyle, że jeszcze rok czy dwa lata wcześniej, rynek nasz charakteryzował się niską wartością aktywów zgromadzonych funduszach. Rok 2006 przyniósł w tym względzie pewien przełom. Wysokiej dynamice

aktywów towarzyszyła licząca się już na arenie europejskiej ich wartość. W roku ubiegłym, pod względem WAN udało nam się zdystansować Turcję i wyraźnie wyprzedzić Grecję, kraje jeszcze 12 miesięcy wcześniej znacząco nas wyprzedzały. Udział polskiego rynku w rynku europejskim nadal jest jednak niski i wynosi zaledwie 0,3%.

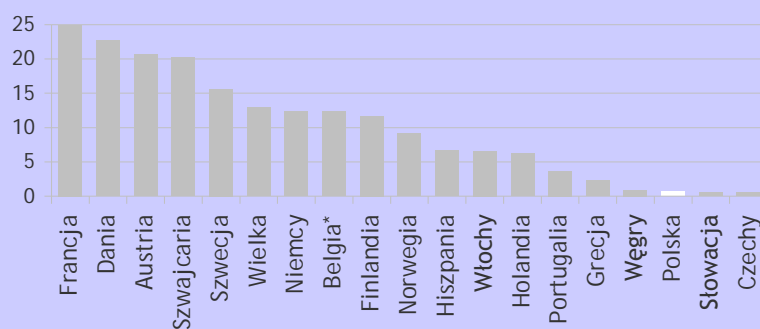
Spoglądając na mapę rynku europejskiego, krajami, do których dzieli nas dystans możliwy do pokonania w najbliższych latach to Portugalia (39 mld EUR na koniec 2006 roku), Norwegia (41 mld EUR) oraz nieco bardziej oddalona Finlandia (61 mld EUR). W kolejnych krajach aktywa funduszy przekraczają już 100 mld EUR i trudno się spodziewać pokonania tej granicy przez polski rynek, nawet w sprzyjających warunkach, wcześniej niż za 3-4 lata.

Tabela 6. WAN na głowę mieszkańca (tys. EUR)

kraj	2006
Luxemburg	3 689,80
Lichtenstein	480,65
Irlandia	175,05
Francja	24,95
Dania	22,70
Austria	20,60
Szwajcaria	20,25
Szwecja	15,64
Wielka Brytania	12,95
Niemcy	12,34
Belgia*	12,30
Finlandia	11,71
Norwegia	9,07
Hiszpania	6,69
Włochy	6,55
Holandia	6,25
Portugalia	3,70
Grecja	2,23
Węgry	0,89
Polska	0,68
Słowacja	0,57
Czechy	0,56
Turcja	0,18

Źródło: EFAMA Quartely Statistical Release, Eurostat

Wykres 6. WAN na głowę mieszkańca w wybranych krajach (tys. EUR)



Źródło: EFAMA Quartely Statistical Release, Eurostat

Sytuacja wygląda mniej optymistycznie, jeśli porównamy wysokość aktywów netto funduszy przypadająca na głowę mieszkańca danego kraju. W tym wypadku Polska z wynikiem wynoszącym 677 EUR zajmuje czwartą pozycję od końca wśród krajów monitorowanych przez EFAMA. Wyprzedzamy Turcję, Czechy i Słowację. Blisko mamy do Węgier, ale do pozostałych krajów dzieli nas jednak olbrzymi dystans. Te „słabe” dane można jednak interpretować pozytywnie. Świadczą one o olbrzymim potencjale polskiego rynku, na którym mimo niskich oszczędności zgromadzonych w funduszach przez przeciętnego Polaka, ogólna kwota aktywów funduszy inwestycyjnych zbliża się do poziomów notowanych w znacznie wyżej rozwiniętych krajach europejskich. Osiągnięcie poziomu wartości aktywów na głowę mieszkańca, porównywalnego choćby z Grecją oznaczałoby co najmniej potrojenie zgromadzonych na koniec 2006 roku przez fundusze aktywów.

2. Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach Polaków

Rekordowy napływ nowych środków do funduszy oraz wzrost ich aktywów wywołany hossą na warszawskiej giełdzie znalazł odzwierciedlenie w wartości wskaźników opisujących pozycję funduszy inwestycyjnych w krajowym systemie finansowym, polskiej gospodarce oraz w strukturze oszczędności Polaków. Relacja aktywów funduszy do kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zwiększyła się z 19,9% do 22,6% (w końcu trzeciego

Tabela 7. Wartość i struktura oszczędności gospodarstw domowych (mld PLN)

	2006	udział	2005	udział	dynamika
akcje spółek publicznych	45,0	7,7%	25,8	5,5%	74,4%
obligacje i bony skarbowe	12,9	2,2%	18,9	4,0%	-31,7%
fundusze inwestycyjne*	72,7	12,5%	45,2	9,6%	60,8%
ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe	27,5	4,7%	18,4	3,9%	49,5%
otwarte fundusze emerytalne	116,6	20,0%	86,3	18,3%	35,1%
depozyty złotowe i walutowe	239,4	41,1%	220,8	46,7%	8,4%
gotówka w obiegu poza kasami banków	68,9	11,8%	57,2	12,1%	20,5%
suma	582,9	100,0%	472,5	100,0%	23,4%

* wartość uwzględnia fundusze dostępne dla osób fizycznych i dodatkowo jest pomniejszona o aktywa zlinkowanych Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych

Źródło: Analizy Online, na podstawie NBP, Ministerstwo Finansów, GUS, TFI, TUNŻ

kwartału sięgnęła nawet 23%) znajdując się tym samym na najwyższym poziomie od ponad trzech lat. Coraz większego znaczenia nabierają fundusze w portfelach gospodarstw domowych. W ciągu 12 miesięcy ubiegłego roku wartość aktywów netto funduszy dedykowanych osobom fizycznym pomniejszona o wartość lokat

Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych

zwiększyła się z 45,2 mld PLN do 72,7 mld PLN. Wzrost wynoszący 27,5 mld PLN ustępował jedynie Otwartym Funduszom Emerytalnym, których aktywa netto w tym samym czasie wzrosły o 30,3 mld PLN. Dynamika wzrostu wartości lokat w fundusze inwestycyjne gospodarstw domowych wynosząca 60,8% była jedną z najwyższych i ustępowała jedynie dynamice wzrostu wartości bezpośrednich inwestycji w akcje (74,4%).

Tabela 8. Udział aktywów netto funduszy w wybranych kategoriach makroekonomicznych (mld PLN)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
aktywa netto funduszy inwestycyjnych	7,0	12,1	22,8	33,0	37,7	61,6	99,2
wartość PKB (mld PLN)	685,0	721,6	769,4	804,7	884,2	967,7	1 050,9
udział funduszy (%)	1,0%	1,7%	3,0%	4,1%	4,3%	6,4%	9,4%
depozyty gospodarstw + aktywa netto funduszy	208,2	236,6	239,7	245,6	247,5	282,4	338,5
udział funduszy (%)	3,4%	5,1%	9,5%	13,4%	15,2%	21,8%	29,3%
wartość kredytów gospodarstw domowych	72,1	82,7	89,8	102,0	115,5	140,9	187,6
udział funduszy (%)	9,7%	14,7%	25,4%	32,3%	32,7%	43,7%	52,8%

Źródło: TFI, GUS, NBP, obliczenia Analizy Online

Udział funduszy w oszczędnościach Polaków, na które to składają się: akcje, bony i obligacje skarbowe, aktywa funduszy inwestycyjnych, emerytalnych i ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych oraz środki pieniężne zgromadzone w bankach oraz gotówka w obiegu wzrósł w ciągu 12 miesięcy z 9,6% do 12,5%. Ten blisko 3 punktowy wzrost udziału odbył się przede wszystkim kosztem spadku udziału depozytów bankowych oraz gotówki w obiegu. Za funduszami nie nadążała pod względem wzrostu udziału w oszczędnościach Polaków żadna inna forma oszczędzania.

W strukturze oszczędności gospodarstw domowych coraz bardziej zauważalna staje się pozycja Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych. Z jednej strony produkty te można uznawać za konkurencyjne wobec funduszy inwestycyjnych, lecz z uwagi na zastosowany model, według którego ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe lokują środki w powiązane z nimi fundusze inwestycyjne, są one de facto kolejnym dystrybutorem funduszy inwestycyjnych. Negatywną stroną tego modelu jest to, że firmy ubezpieczeniowe, kierując się dochodowością oferowanych produktów, bardziej zainteresowane są rozwojem

produktów ubezpieczeniowych zawierających część inwestycyjną niż rozwojem w ramach grup kapitałowych Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych i dystrybucją „czystych” funduszy inwestycyjnych. W związku z powyższym należy liczyć się z coraz szybszym rozwojem produktów ubezpieczeniowych zawierających w sobie część inwestycyjną i stałym powiększaniem ich udziału w oszczędnościach Polaków.

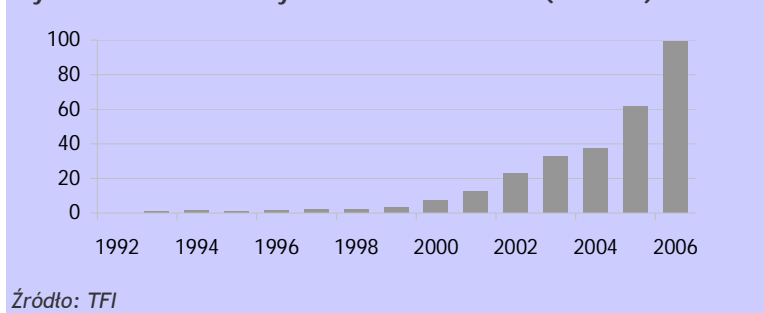
Wskaźnik opisujący relację wartości aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych do wartości Produktu Krajowego Brutto wzrósł w ciągu ubiegłych 12 miesięcy z 6,4% do 9,4%. Niewątpliwie świadczy to o rosnącym znaczeniu funduszy w polskiej gospodarce, a w szczególności w polskim systemie finansowym.

Systematycznemu wzrostowi podlega również relacja aktywów funduszy do depozytów gospodarstw domowych. Udział funduszy w sumie aktywów funduszy i depozytów wzrósł w ciągu zaledwie roku z poziomu 21,8% do 29,3%. W ciągu 6 lat udział funduszy wzrósł niemal dziesięciokrotnie (z 3,4% do 29,3%).

Wartość środków zgromadzonych przez przeciętnego Polaka w funduszach inwestycyjnych wyniosła na koniec roku blisko 2,6 tys. zł (677 €) i liczona w PLN była niemal trzykrotnie większa niż trzy lata temu.

3. Zmiana aktywów netto funduszy inwestycyjnych w 2006 roku i determinanty rozwoju rynku funduszy

Wykres 7. WAN funduszy w latach 1992 - 2006 (mld PLN)



Na koniec 2006 roku aktywa netto funduszy inwestycyjnych osiągnęły 99,16 mld PLN (25,9 mld EUR). Kolejny rekord z jakim mieliśmy do czynienia nie dziwi, ale skala wzrostu, jaką odnotowaliśmy w roku ubiegłym (wzrost o 37,6 mld PLN) z pewnością zadziwiła wielu obserwatorów. Nominalny wzrost aktywów w

2006 roku był o ponad 50% wyższy niż w roku 2005 (24 mld PLN). Dwanaście miesięcy wcześniej mało kto spodziewał się utrzymania w 2006 roku zarówno dynamiki wzrostu aktywów z 2005 roku, jak i tak istotnego zwiększenia wartości aktywów powierzonych naszym funduszom.

Czynniki, które w decydującej mierze wpłynęły na wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych w 2006 roku, były zbliżone do tych, które stały się podstawą wzrostu rynku w roku 2005. Na pierwszy plan wysuwa się niezwykle korzystna koniunktura na krajowym rynku akcji, która spowodowała znaczący wzrost zainteresowania produktami hybrydowymi (fundusze zrównoważone, aktywnej alokacji i stabilnego wzrostu) i akcyjnymi. Podkreślić należy zwłaszcza spektakularny wzrost popularności krajowych funduszy akcyjnych, których oferta zainteresowała znacznie większą liczbę inwestorów niż w latach poprzednich. Było to konsekwencją ponadprzeciętnych stóp zwrotu osiąganych przez te podmioty (w szczególności funduszy inwestujących w walory małych i średnich spółek), które niejednokrotnie w skali miesiąca zapewniały zyski wyraźnie przekraczające oprocentowanie rocznych

Tabela 9. WAN funduszy w latach (mln PLN)

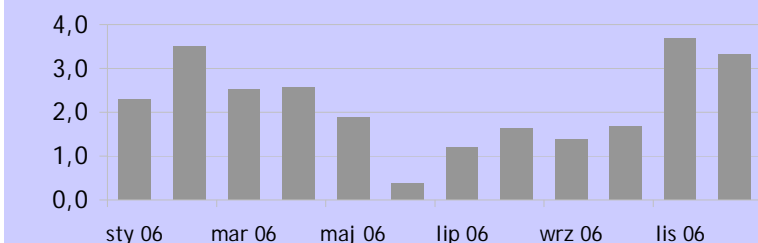
rok	WAN	zmiana
2006	99 160	37 589
2005	61 571	24 020
2004	37 552	4 581
2003	32 971	9 938
2002	23 033	10 899
2001	12 134	5 118
2000	7 016	3 830
1999	3 186	1 390
1998	1 796	-100
1997	1 895	531
1996	1 364	669
1995	695	-726
1994	1 421	568
1993	853	853

Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online

depozytów bankowych. W tych okolicznościach coraz większy odsetek Polaków decydował się na transfer oszczędności ulokowanych do tej pory w systemie bankowym do instytucji wspólnego inwestowania, zwłaszcza zaś tych, które potrafiły wykazać się niezwykle atrakcyjnymi wynikami inwestycyjnymi. Wydaje się jednak, iż w najbliższych latach potencjał tkwiący w procesie przenoszenia oszczędności z depozytów bankowych do funduszy będzie się powoli, acz systematycznie zmniejszał, natomiast coraz większą rolę zacznie odgrywać wzrost zamożności polskiego społeczeństwa i wzrost skłonności do oszczędzania.

Mniejszy niż w minionych latach wpływ na zainteresowanie ofertą TFI miała sytuacja na rynku pieniężnym. Zahamowany na początku 2006 roku proces obniżek stóp procentowych spowodował zatrzymanie spadku opłacalności depozytów bankowych i

Wykres 8. Miesięczne saldo wpłat i umorzeń w 2006 roku (mld PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

detalicznych obligacji skarbowych. Nie miało to jednak aż tak istotnego znaczenia jak np. w roku 2003 czy 2005 (kiedy mieliśmy do czynienia z wyraźnym spadkiem atrakcyjności ww. instrumentów finansowych), gdyż oprocentowanie (a tym samym konkurencyjność) bezpiecznych lokat kapitału w końcu 2005 roku znajdowało się na niskim poziomie. Dodatkowo sytuację pogarszała zmienna koniunktura panująca na rynku obligacji skarbowych (wzrost cen w pierwszych miesiącach roku, i wiosenne pogorszenie koniunktury, nieznaczna poprawa sytuacji w drugim półroczu). Istotnym czynnikiem z punktu widzenia tempa rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych był natomiast wyraźny wzrost popularności ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi (UFK). Ten segment rynku ubezpieczeniowego odnotował w 2006 roku bezprecedensowy w tej dekadzie kilkudziesięcioprocentowy wzrost, zarówno za sprawą znaczącego poszerzenia dostępnej oferty, jak też generowanych stóp zwrotu. Ponieważ zdecydowana większość polis z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi jest powiązana z krajowymi funduszami inwestycyjnymi (produkty unit-linked) największym beneficjentem poprawy koniunktury w tym segmencie rynku stały się fundusze inwestycyjne. Wydaje się, że znaczenie tego czynnika dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w najbliższych latach będzie się systematycznie zwiększało.

Trudno natomiast wysnuć podobną konkluzję w przypadku indywidualnych kont emerytalnych. Skala zainteresowania tym produktem w 2006 roku, mimo nieznacznej poprawy w stosunku do roku 2005, była nadal daleka od oczekiwań. Na koniec 2006 r. uprawnione instytucje prowadziły 840 tys. kont (w tym TFI ponad 144 tysiące), zaś szacunkowa wartość zgromadzonych środków wyniosła 1 298,5 mln PLN).

Podsumowując, podstawowe czynniki, które przyczyniły się do kontynuacji dynamicznego rozwoju rynku funduszy w 2006 roku to:

Rynkowe:

- utrzymanie się niskiej atrakcyjności lokat bankowych i innych instrumentów dłużnych (w tym przede wszystkim detalicznych obligacji skarbowych)
- kontynuacja wzrostów na rynku akcji w Polsce i na świecie,
- dynamiczny wzrost polskiej gospodarki,
- poprawa koniunktury gospodarczej na świecie,
- umacnianie się polskiej waluty,
- spadek bezrobocia i wzrost siły nabywczej ludności,
- emigracja zarobkowa,

- wzrost skłonności Polaków do ryzyka,
- wydłużenie horyzontu inwestycyjnego oszczędzających za pośrednictwem funduszy,
- wzrost świadomości inwestycyjnej.

Strukturalne:

- zwiększenie wolumenu sprzedaży funduszy przez banki, w tym coraz powszechniejsze oferowanie produktów typu „lokata+fundusz”,
- rozwój produktów ubezpieczeniowych z częścią inwestycyjną,
- rozwój palety produktów i oferowanie przez TFI bogatszego wachlarza możliwości inwestycyjnych,
- wzrost zainteresowania mediów rynkiem funduszy,
- odważne kampanie reklamowe TFI,
- wzrastające zainteresowanie funduszami „prywatnymi”, tworzonymi na zamówienie,
- niska popularność funduszy zagranicznych notyfikowanych w Polsce,
- dalszy rozwój niezależnych instytucji dystrybuujących fundusze zarówno mierzony ilością podmiotów, jak również ilością osób zatrudnionych w tej branży,

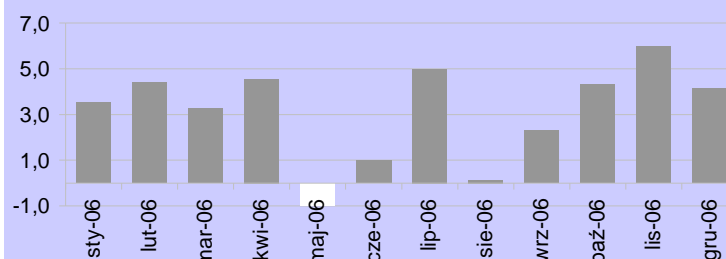
4. Wartość aktywów netto grup funduszy w 2006 roku

Dynamiczny wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych w 2006 roku szedł w parze z olbrzymimi dysproporcjami w rozwoju poszczególnych grup funduszy. Tak jak w 2003 roku rynek pozyskiwał nowych klientów dzięki funduszom dłużnym, tak w roku ubiegłym ciężar rozwoju rynku spoczywał na funduszach inwestujących mniej lub więcej środków na rynku akcji, a szczególnie na funduszach polskich akcji.

Podobnie jak w poprzednich dwóch latach (2004-2005) klienci nadal wycofywali środki z funduszy papierów dłużnych i to niezależnie od tego, czy inwestowały one w polskie papiery dłużne, czy też zagraniczne. Odpowiadała za to zarówno słaba koniunktura niemal na wszystkich najważniejszych

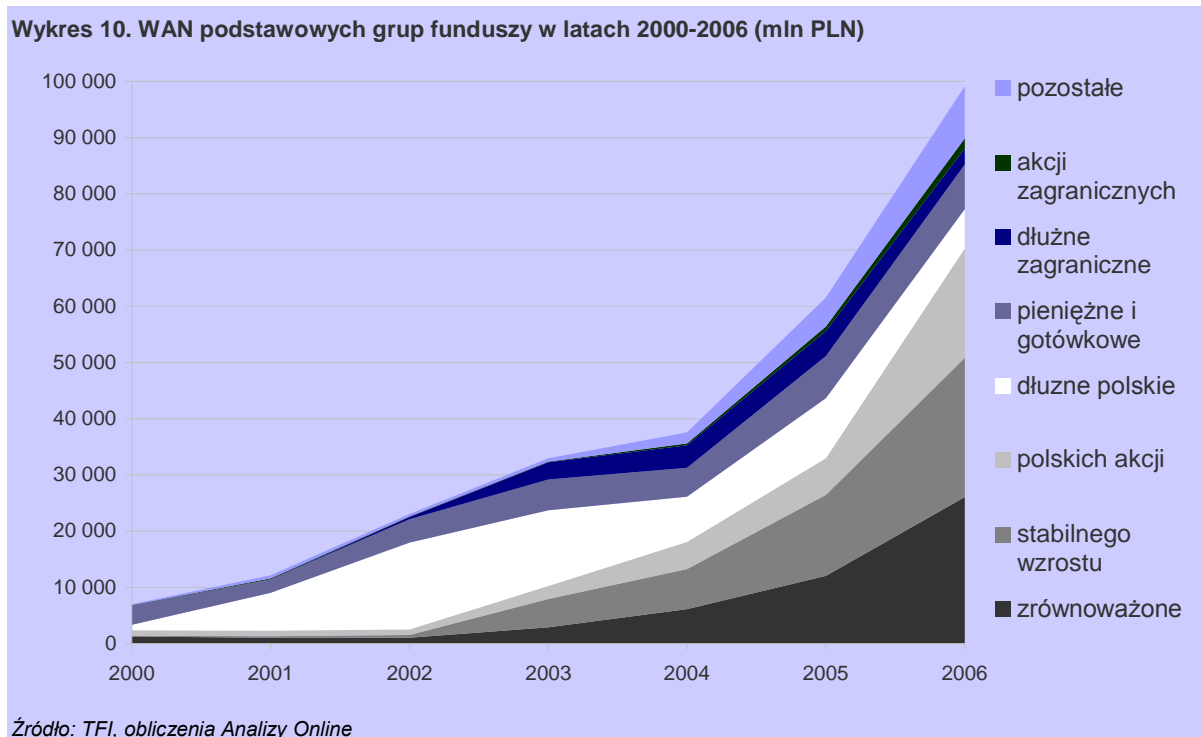
rynkach papierów dłużnych, jak również wzrastająca z miesiąca na miesiąc popularność funduszy bardziej agresywnych, inwestujących przynajmniej część portfela na rynkach akcji. Do spadku zainteresowania inwestycjami w grupę funduszy dłużnych inwestujących w papiery wartościowe denominowane w innych niż PLN walutach przyczyniła się permanentnie umacniająca się polska waluta. Wzrost PLN niwelował niemal całość zysków osiągniętych dzięki inwestycjom. Szczególnie dotkliwe były starty inwestorów liczących zyski w polskiej walucie i inwestujących w fundusze lokujące w papiery denominowane w USD. Kolejny czynnik, jakim były znakomite wyniki funduszy hybrydowych i akcyjnych z całą pewnością przeważał i stał się fundamentalną przesłanką za przesuwaniem środków z mniej ryzykownych lokat w kierunku funduszy inwestujących znacznie agresywniej. Utrzymująca się od 4 lat hossy na Warszawskiej Giełdzie i jej kontynuacja w 2006 roku powodowała, że niezależnie od tego z jakiego horyzontu czasu spoglądaliśmy na wyniki funduszy agresywnych, były one znakomite i przemawiały coraz bardziej do wyobraźni inwestorów. Narastająca agresywność reklam zarówno bezpośrednio ze strony TFI, jak i dystrybutorów produktów inwestycyjnych powodowała, że zainteresowanie funduszami rośnie, szczególnie

Wykres 9. Zmiana miesięczna WAN w 2006 roku (mld PLN)



Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online

zaś dotyczyło najbardziej ryzykownych z nich. Konsekwencją tych zjawisk był silny napływ środków do funduszy hybrydowych i akcyjnych i odpływ środków z funduszy dłużnych. W minionym roku aktywa netto funduszy polskich papierów dłużnych zmniejszyły się o jedną trzecią, funduszy dłużnych denominowanych w EUR o 40% a dolarowych o 34%. Na przeciwległym biegunie, wśród funduszy dostępnych osobom fizycznym, najwyższą dodatnią dynamikę osiągnęły fundusze alternatywne, fundusze polskich akcji, fundusze akcji zagranicznych, mieszane oraz fundusze stabilnego wzrostu.



Konsekwencją tak dynamicznych i tak zróżnicowanych ruchów kapitału pomiędzy poszczególnymi grupami funduszy było zdetronizowanie największej na koniec 2005 roku grupy funduszy stabilnego wzrostu przez fundusze mieszane (zrównoważone i aktywnej alokacji) i zbliżenie się funduszy polskich akcji do starego, jak i nowego lidera rynku. Udział wszystkich grup funduszy papierów dłużnych (PLN, USD, EUR) razem z funduszami rynku pieniężnego został w ubiegłym roku niemalże zmarginalizowany. Ich łączne aktywa wynosiły 17,9 mld PLN, co odpowiadało 18,1% udziału w całkowitej wartości aktywów netto polskich funduszy. W funduszach akcji polskich i zagranicznych oraz mieszanych polskich i zagranicznych oraz stabilnego wzrostu zgromadzono natomiast łącznie 73,1 mld PLN a ich udział wyniósł blisko 74%. Dane te znakomicie obrazują jak wyglądały preferencje Polaków w 2006 roku i w którym kierunku rozwijał się rynek.

Tabela 10. Liczebność oraz średnia wielkość funduszy wybranych grup (mIn PLN)

	2003		2004		2005		2006	
	ilość	średnia	ilość	średnia	ilość	średnia	ilość	średnia
dłużne krajowe	23	587	24	334	27	395	31	227
rynku pieniężnego i gotówkowe	24	238	24	226	26	311	28	283
stabilnego wzrostu	17	296	25	307	31	479	38	655
dłużne dolarowe	6	439	10	332	12	286	10	223
dłużne euro	5	83	8	83	10	94	10	55
zrównoważone	13	221	12	510	17	676	23	1 134
polskich akcji	21	110	20	239	24	274	35	554
akcji zagranicznych	6	23	7	43	13	64	21	87

źródło: Analizy Online

	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%
polskich akcji	2 298	7,0%	4 800	12,8%	6 489	10,5%	19 389	19,6%
akcji zagranicznych	137	0,4%	297	0,8%	803	1,3%	1 826	1,8%
zrównoważone	2 886	8,8%	6 143	16,4%	12 052	19,6%	26 074	26,3%
zrównoważone zagraniczne		0,0%	232	0,6%	1 096	1,8%	1 062	1,1%
stabilnego wzrostu	5 050	15,3%	7 114	18,9%	14 422	23,4%	24 789	25,0%
dłużne polskie	13 502	40,9%	8 056	21,5%	10 669	17,3%	7 050	7,1%
pieniężne i gotówkowe	5 439	16,5%	5 138	13,7%	7 529	12,2%	7 924	8,0%
dłużne USD	2 634	8,0%	3 317	8,8%	3 422	5,6%	2 231	2,2%
dłużne EUR	416	1,3%	669	1,8%	930	1,5%	548	0,6%
dłużne w pozostałych walutach	23	0,1%	51	0,1%	95	0,2%	70	0,1%
alternatywne		0,0%		0,0%	269	0,4%	2 132	2,1%
nieruchomości		0,0%	436	1,2%	783	1,3%	1 159	1,2%
sekurytyzacyjne		0,0%		0,0%	132	0,2%	524	0,5%
pozostałe	588	1,8%	1 298	3,5%	2 881	4,7%	4 383	4,4%
suma	32 971	100,0%	37 552	100,0%	61 571	100,0%	99 160	100,0%

Źródło: obliczenia Analizy Online

Zjawisko olbrzymiego zainteresowania funduszami hybrydowymi i akcyjnymi jest wyjątkowe w swoim wymiarze. Szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę stan wiedzy polskiego społeczeństwa na temat działania rynku finansowego. Środki trafiające do funduszy agresywnych w większości pochodziły od inwestorów, którym trudno przypisać bogatą wiedzę na temat rynku funduszy. Dla większości z nich spotkanie z funduszami miało charakter inwestycji bardzo agresywnej. Ponieważ rynek akcji znajduje się w trendzie rosnącym od bardzo długiego czasu, trudno przewidzieć reakcje inwestorów na trwalsze pogorszenie koniunktury i na ile taka sytuacja zmieni ich preferencje i w konsekwencji jakie spowoduje przepływy kapitału. Nie ma jednak wątpliwości, że do funduszy z miesiąca na miesiąc trafiały pieniądze od coraz bardziej konserwatywnych

	2004			2005			2006		
	wartość	zmiana	%	wartość	zmiana	%	wartość	zmiana	%
polskich akcji	4 800	2 502	108,9%	6 489	1 689	35,2%	19 389	12 900	198,8%
akcji zagranicznych	297	160	117,1%	803	506	170,3%	1 826	1 023	127,3%
zrównoważone	6 143	3 257	112,9%	12 052	5 910	96,2%	26 074	14 021	116,3%
zrównoważone zagraniczne	232	232		1 096	864	372,7%	1 062	-33	-3,0%
stabilnego wzrostu	7 114	2 065	40,9%	14 422	7 307	102,7%	24 789	10 368	71,9%
dłużne polskie	8 056	-5 445	-40,3%	10 669	2 613		7 050	-3 619	-33,9%
pieniężne i gotówkowe	5 138	-301	-5,5%	7 529	2 391		7 924	396	5,3%
dłużne USD	3 317	683	25,9%	3 422	105		2 231	-1 191	-34,8%
dłużne EUR	669	253	60,9%	930	261		548	-383	-41,1%
dłużne w pozostałych walutach	51	28	124,1%	95	44		70	-25	-26,1%
alternatywne				269	269		2 132	1 863	693,6%
nieruchomości	436	436		783	346		1 159	376	48,1%
sekurytyzacyjne				132	132		524	392	295,7%
pozostałe	1 298	710	120,7%	2 881	1 583	122,0%	4 383	1 502	52,1%
suma	37 552	4 581		61 571	24 020		99 160	37 589	61,0%

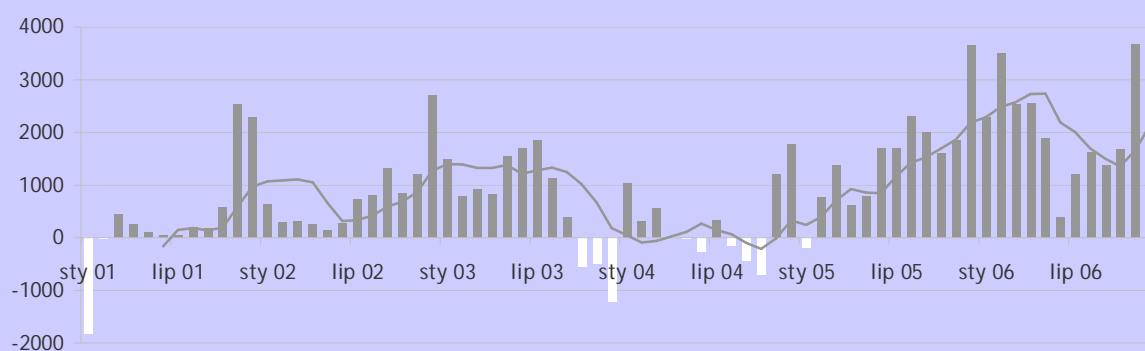
Źródło: obliczenia Analizy Online

klientów, którzy przez wiele lat nie ulegali urokom funduszy i istnieje istotne ryzyko wycofywania tych środków w przypadku negatywnych zdarzeń na rynku kapitałowym.

5. Saldo wpłat i umorzeń

W ubiegłym roku kolejny raz został ustanowiony rekord wartości napływu nowych środków na rynek funduszy inwestycyjnych. Odnotowane w roku ubiegłym saldo wpłat i umorzeń, szacowane przez Analizy Online na 26 mld PLN było o 7,8 mld PLN większe niż za poprzednie 12 miesięcy. Rekord ten został osiągnięty dzięki bardzo wysokim napływom na początku i w końcu ubiegłego roku. Pozostałe miesiące charakteryzowały niższymi, choć historycznie i tak wysokimi wpłatami od klientów. Jedyne istotne schłodzenie nastrojów i wstrzymanie gigantycznego strumienia pieniędzy miało miejsce w czerwcu, czyli tuż po gwałtownej przecenie na rynku akcji. Schłodzenie to jednak nie spowodowało ujemnego salda wpłat i umorzeń, a niski napływ z czerwca bardzo szybko został zrekomensowany napływami w kolejnych miesiącach. Biorąc pod uwagę fakt, że majowo-czerwcową korekta na rynku akcji, która spowodowała, że wyniki najbardziej agresywnych funduszy akcji odnotowywały krótkoterminowe straty rzędu kilkunastu procent, należy uznać, że skala dalszego napływu środków do funduszy to oznaka niespotykanej dotąd odporności klientów funduszy na zawirowania na rynku finansowym.

Wykres 11. Miesięczne saldo wpłat i umorzeń w okresie 2001-2006 roku (mln zł)



Źródło: szacunki Analiz Online

Tabela 14. Miesięczne saldo wpłat i umorzeń w poszczególnych grupach funduszy (mln PLN)

	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	suma
zrównoważone	1 367	1 125	1 196	1 352	719	-122	696	536	471	973	952	1 422	10 687
akcyjne krajowe	717	874	502	1 115	153	-113	809	435	451	1 053	2 405	399	8 800
stabilnego wzrostu	797	1 542	930	758	571	-34	458	743	400	311	601	764	7 841
alternatywne	0	95	3	33	96	51	162	112	97	279	453	228	1 609
pozostałe	-48	6	-71	41	68	125	7	145	391	12	41	270	987
akcji zagranicznych	78	108	204	195	90	12	6	-3	0	27	152	83	952
nieruchomości	0	62	262	0	0	1	0	0	34	0	0	0	359
sekurytyzacyjne	47	0	1	0	0	5	0	0	0	53	0	0	106
pieniężne i gotówkowe	-20	10	160	-290	784	838	-575	1	-92	-442	-503	227	98
dłużne w innych walutach	-8	-7	2	-3	-5	-6	-18	0	21	-2	-2	0	-28
zrównoważone zagraniczne	99	93	19	5	-26	-72	4	-53	-46	-46	-37	-40	-100
dłużne EUR	-14	-37	-51	-56	-47	-33	-29	-19	-23	-22	-27	-18	-376
dłużne USD	-150	-122	-160	-104	-88	-79	-66	-39	-58	-68	-46	-30	-1 010
dłużne krajowe	-581	-252	-470	-489	-433	-189	-255	-233	-268	-448	-310	-5	-3 933
łącznie	2 284	3 497	2 527	2 557	1 882	384	1 199	1 625	1 378	1 680	3 679	3 300	25 992

Źródło: Analiz Online

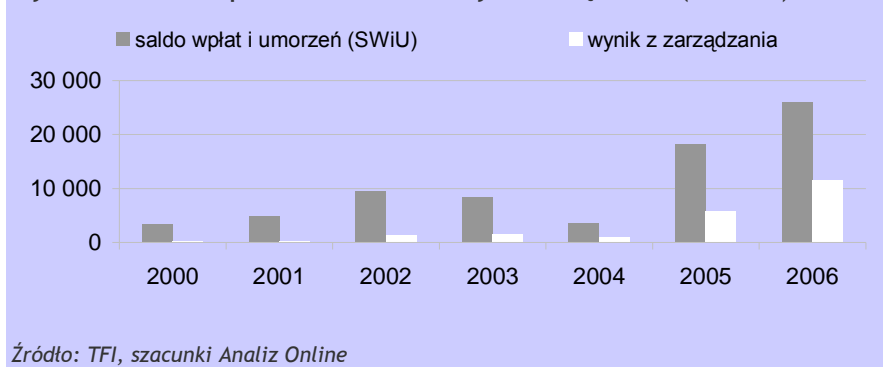
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
wzrost aktywów	3 830	5 118	10 899	9 938	4 581	24 020	37 589
saldo wpłat i umorzeń (SWiU)	3 487	4 840	9 520	8 397	3 573	18 204	25 993
wynik z zarządzania	343	278	1 379	1 541	1 008	5 816	11 596
udział SWiU w zmianie aktywów	91,04%	94,57%	87,34%	84,49%	78,00%	75,79%	69,15%

Źródło: TFI, szacunki Analiz Online

wzrastającej sumy środków zgromadzonych w funduszach, jak również wyjątkowo dynamicznego wzrostu wycen instrumentów udziałowych, w które fundusze zainwestowały aktywa.

Wynik zarządzania, czyli wzrost wyceny lokat funduszy osiągnął w ubiegłym roku wartość ponad 11,5 mld PLN i pobił historyczny rekord z roku poprzedniego blisko dwukrotnie. We wcześniejszych latach wartość wzrostu aktywów w

Wykres 12. Saldo wpłat i umorzeń oraz wynik zarządzania (mln PLN)

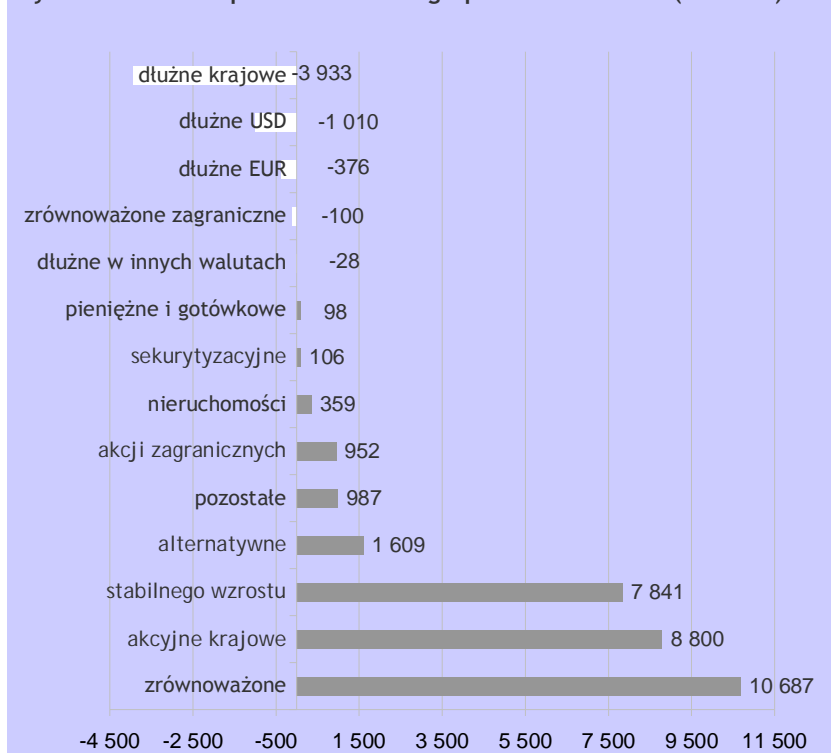


Źródło: TFI, szacunki Analiz Online

wyniku wzrostu wartości lokat była znacząco mniejsza i nie przekraczała 1,5 mld PLN. Zmiana jakościowa, jaka miała miejsce w 2005 i dalej w 2006 roku obrazuje, jak bardzo w kolejnych latach wartość aktywów netto funduszy będzie uzależniona od koniunktury na rynkach finansowych. Biorąc pod uwagę fakt, że fundusze gromadzą w akcjach coraz wyższe środki, wpływ wycen akcji będzie szczególnie mocno zauważalny.

W minionym roku klienci funduszy bardzo nierównomiernie traktowali poszczególne grupy

Wykres 13. Saldo wpłat i umorzeń w grupach w 2006 roku (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

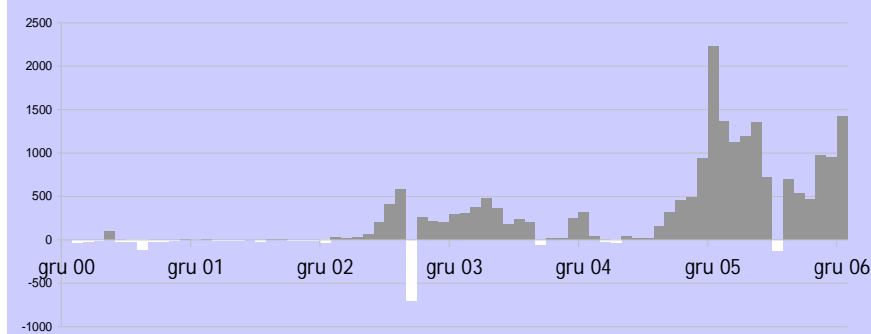
funduszy i preferowali te, które choć część aktywów inwestują w instrumenty udziałowe. Do funduszy akcyjnych i hybrydowych (lokujących w instrumenty denominowane w PLN i innych walutach) napłynęło bowiem ponad 29,8 mld PLN nowych środków, gdy w tym samym czasie fundusze o charakterze dłużnym zostały zubożone o 5,2 mld PLN. Do pozostałych grup funduszy, czyli sekurytyzacyjnych, nieruchomości i niesklasyfikowanych (pozostałe) napłynęło 1,5 mld PLN. W ciągu niemal całego roku można było obserwować tę nierównowagę w

napływie. Jedynie w czerwcu, kiedy inwestorzy wystraszeni spadkami na rynku akcji, zmienili chwilowo swoje preferencje, napływ do funduszy dłużnych był dodatni, a do akcyjnych i hybrydowych odnotował wartość ujemną. Przyglądając się miesięcznym danym zauważamy, że preferowanie funduszy bardziej agresywnych, po czerwcowej korekcie nasilało się wraz z kolejnymi miesiącami. Szczególnym upodobaniem zaś darzono fundusze polskich akcji.

a/ fundusze mieszane polskie

Fundusze mieszane (zrównoważone i aktywnej alokacji) cieszyły się w 2006 roku

Wykres 14. Fundusze mieszane polskie - miesięczne SWiU (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

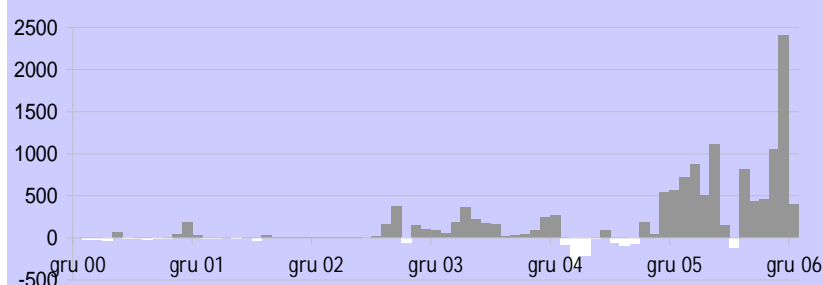
największą popularnością. Łączne saldo wpłat i umorzeń w ich przypadku osiągnęło w ubiegłym roku wartość 10,7 mld PLN i było rekordowe zarówno wśród innych grup funduszy, jak i w historii funduszy mieszanych. Moda na fundusze mieszane rozpoczęła się już na początku 2003 roku.

Wtedy też, po zakończeniu hossy na rynku obligacji, stanowiły one rozwiązanie alternatywne wobec spadającego rynku obligacji i ryzykownego rynku akcji. Wyraźnie przegrywały jednak „wojnę” z funduszami stabilnego wzrostu, które cieszyły się większym zaufaniem klientów i dystrybutorów. W latach 2004-2005 sytuacja była podobna. Dopiero drugie półrocze 2005 roku, kiedy hossa na GPW była w pełni, przyniosło zainteresowanie funduszami mieszanymi. Można powiedzieć, że Polacy wreszcie odkryli zalety tej grupy funduszy i coraz śmielej zaczęli w nią inwestować. Wpływ na to miały bardzo wysokie stopy zwrotu, które wyraźnie, niemal w każdym horyzoncie czasu przebijają osiągnięcia funduszy stabilnego wzrostu. Rok 2006 to kontynuacja trendu z roku poprzedniego i ciągłe silne zainteresowania tą grupą funduszy. Jedynie w czerwcu 2006, pod wpływem tąpnięcia na rynku akcji saldo wpłat i umorzeń było ujemne.

b/ fundusze polskich akcji

Moda na fundusze polskich akcji przyszła dopiero po trzech latach hossy na warszawskim parkiecie. Niemal do końca 2005 roku, klienci nie darzyli tych funduszy zaufaniem. Musiało

Wykres 15. Fundusze polskich akcji - miesięczne SWiU (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

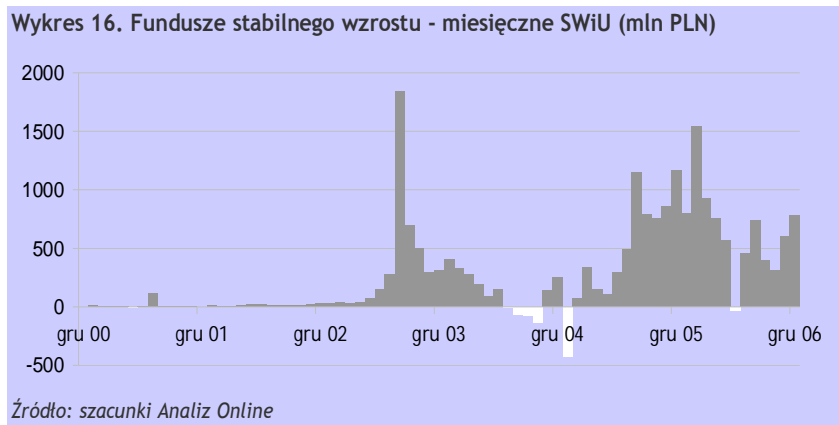
minąć wiele czasu, a stopy zwrotu przez nie notowane kolejny rok z rzędu być dwu, a nawet trzycyfrowe, by klienci gremialnie ruszyli do ich zakupów. Trend, który rozpoczął się w 2005 roku trwał praktycznie nieprzerwanie do końca ubiegłego roku. Średnia miesięczna wartość salda wpłat i umorzeń dla

funduszy polskich akcji w 2006 roku wyniosła 730 mln PLN. Najlepszy pod tym względem

okazał się listopad, kiedy to do tej Grupy trafiły środki o wartości niemal 2,5 mld PLN. Olbrzymi wpływ na popularność funduszy polskich akcji miała hossa w segmencie małych i średnich spółek. To bowiem fundusze inwestujące w tę kategorię spółek przyciągały największą uwagę i stawały się samoistną reklamą wszystkich funduszy akcyjnych, przede wszystkim dzięki niewiarygodnie wysokim zyskom w krótkich horyzontach czasu.

c/ fundusze stabilnego wzrostu

Dla funduszy stabilnego wzrostu ubiegły rok był bardzo specyficzny. Po silnym trendzie

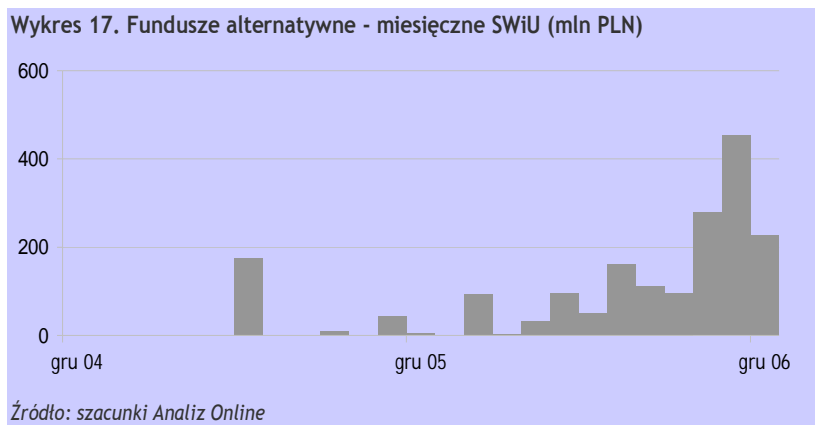


wzrostowym w 2005 roku i wzrastającym z miesiąca na miesiąc napływie aż do wiosny 2006 roku, zachwyty klientów tą grupą funduszy zaczął się schładzać. Nie wyglądały one już tak atrakcyjnie na tle zarówno funduszy mieszanych, jak i przede wszystkim funduszy polskich akcji. Klienci zaczęli coraz chętniej inwestować w segment

funduszy bardziej dochodowych i jednocześnie ryzykownych. Druga połowa roku to stabilizacja wartości salda wpłat i umorzeń, co przy wzrastających napływach do wszystkich istniejących funduszy powodowało spadek udziału w rynku funduszy stabilnego wzrostu.

d/ fundusze alternatywne

Fundusze alternatywne to stosunkowo niedawno wydzielona grupa funduszy, których



polityka inwestycyjna podporządkowana jest osiągnięciu absolutnej stopy zwrotu i nie jest powiązana z benchmarkami. Do grupy tej należało na koniec ubiegłego roku 11 funduszy, a aktywa przez nie zgromadzone wynosiły 2,13 mld PLN.

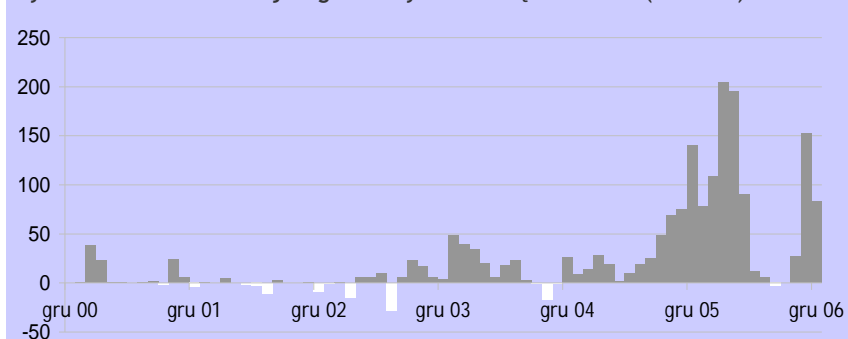
Dzięki znakomitym stopom zwrotu, grupa ta choć nieliczna i w znacznej

liczbie składająca się z funduszy zamkniętych przyciągała znaczące środki klientów niemal od początku swego powstania, czyli uruchomienia pierwszego z funduszy stosującego ten sposób prowadzenia polityki inwestycyjnej. Moda na fundusze zarządzane w sposób nie podporządkowany żadnym wzorcom i indeksom nasilała się z każdym miesiącem a łączna wielkość salda wpłat i umorzeń w 2006 roku osiągnęła wartość 1,6 mld PLN, plasując tę grupę funduszy na czwartym miejscu pod względem pozyskanych z rynku środków.

e/ fundusze akcji zagranicznych

Przez wiele lat trudno było mówić o istotnym zainteresowaniu inwestorów funduszami akcji zagranicznych. Przełom w ich postrzeganiu nastąpił w końcu 2005 roku i był kontynuowany aż do połowy roku 2006. Jednakże wraz z nadejściem silnych spadków w

Wykres 18. Fundusze akcji zagranicznych - miesięczne SWiU (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

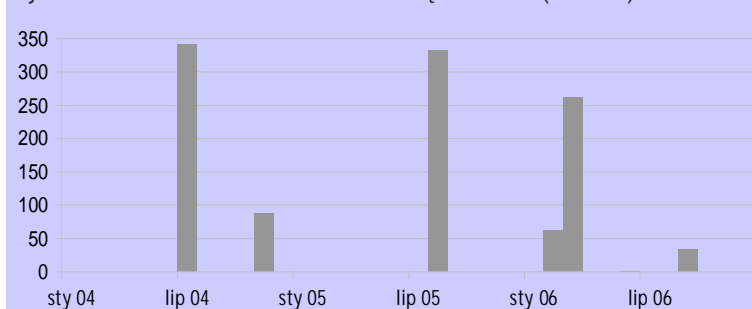
grudnia 2005 roku, klienci ponownie stracili zainteresowanie lokowaniem w nieśrodków. Wpływ na to miała przede wszystkim znakomita koniunktura na rynku polskich akcji, która po majowo-czerwcowym przesileniu ponownie powróciła na polski rynek oraz dalsze umacnianie się polskiej

waluty, która nie sprzyjała inwestycjom zagranicznym. Kolejny boom na fundusze akcji zagranicznych przyszedł w ostatnich miesiącach ubiegłego roku i związany był z coraz śmielszym oferowaniem przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych produktów inwestujących na zagranicznych rynkach akcji. Już w 2006 roku zauważalne stało się promowanie zarówno przez same TFI, jak i dystrybutorów funduszy produktów związanych z zagranicznymi rynkami akcji, które miały stanowić uzupełnienie portfela inwestycyjnego inwestorów w celu przynajmniej częściowego uniezależnienia się od koniunktury na polskim rynku.

f/ fundusze nieruchomości

Rynek funduszy nieruchomości rozwija się w Polsce bardzo słabo. Poza czterema funduszami, które mógł nabyć przeciętny inwestor, pozostałe zaliczone do tej grupy

Wykres 19. Fundusze nieruchomości - miesięczne SWiU (mln PLN)



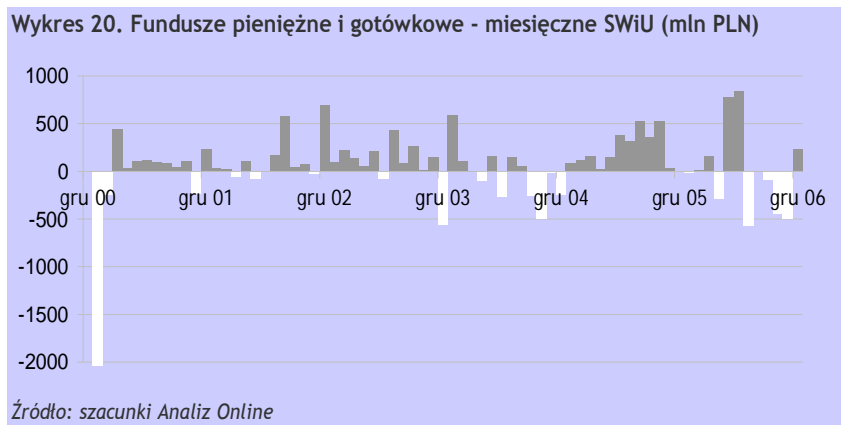
Źródło: szacunki Analiz Online

fundusze mają charakter niepubliczny i nie są przeznaczone dla szerokiego kręgu inwestorów. Sytuacja taka może dziwić, zważywszy na fakt, że ubiegły rok był bardzo interesujący z punktu widzenia rynku nieruchomości i z pewnością uplasowanie na nim kolejnych funduszy nieruchomości nie powinno być stanowić problemu dla TFI. Zgodnie z opiniami osób

zarządzających TFI największą przeszkodą w oferowaniu tego typu produktów są bardzo wysoko postawione wymogi formalne, które należy spełnić, by uruchomić taki fundusz, następnie brak specjalistów, którzy takim funduszem mogliby zarządzać oraz bardzo dynamiczna hossa na rynku nieruchomości, która wywindowała ceny nieruchomości do poziomów, które zniechęcają do inwestowania na tym rynku w chwili obecnej.

g/ fundusze pieniężne i gotówkowe

Rynkiem funduszy rynku pieniężnego rządzi brak wyrazistej tendencji. Aktywa w nich zgromadzone co prawda rosną, jednakże trudno dostrzec w tym wypadku jakąś istotną dynamikę.

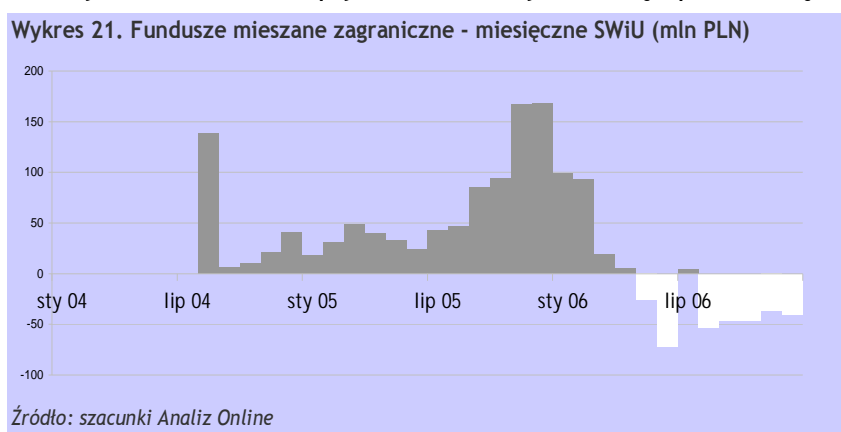


Oobecnie notowane rentowności na tego typu produktach są na tyle mało atrakcyjne, że nie stanowią istotnej alternatywy wobec produktów bardziej agresywnych, jak i dla lokat bankowych. Niedostrzegalny jest również związek między wielkością aktywów funduszy tej grupy a dynamiką środków

finansowych przedsiębiorstw, które w ubiegłym roku wyraźnie wzrastały w konsekwencji poprawy koniunktury gospodarczej. Zauważalny jest natomiast związek między pogarszaniem się koniunktury na rynku akcji a napływem środków do tej grupy funduszy. Najłatwiej dostrzec ten związek analizując dane za maj i czerwiec ubiegłego roku, kiedy to w trakcie silnych spadków na rynkach akcji, saldo wpłat i umorzeń dla funduszy pieniężnych i gotówkowych było najwyższe na przestrzeni sześciu ostatnich lat.

h/ fundusze mieszane zagraniczne

Ta stosunkowo młoda grupa funduszy rozpoczęła start na polskim rynku bardzo obiecująco. W całym 2005 roku napływ do nich był miesiąc po miesiącu dodatni.

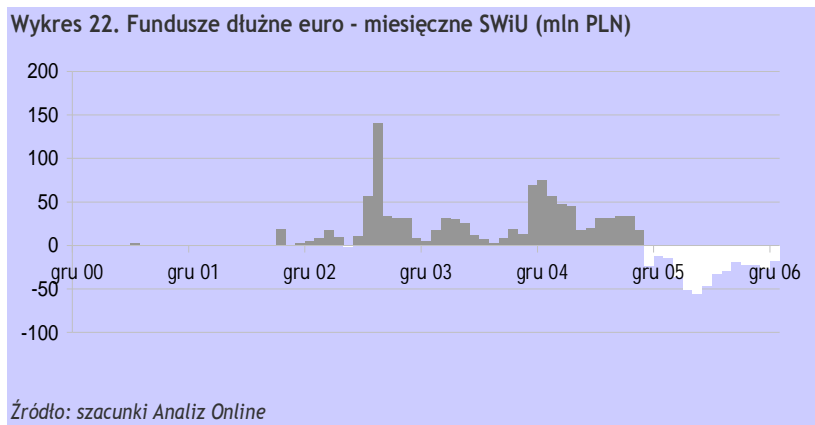


Podobnie było na początku roku 2006. Jednakże wraz z majowo-czerwcowymi spadkami cen akcji na całym świecie, sentyment inwestorów zmienił się, a zainteresowanie nimi i napływ środków zastąpił dynamiczny ich odpływ. Saldo wpłat i umorzeń w tej grupie okazało się za cały 2006 roku ujemne i nieco zaskakujące,

zważywszy na to, że Polacy chętnie inwestowali w akcje zagraniczne. Okazało się jednak, że polscy inwestorzy preferują inwestycje na rynkach zagranicznych dokonywane poprzez fundusze akcyjne, nie zaś mieszane.

i/ fundusze dłużne EUR

Dla funduszy dłużnych, których aktywa inwestowane są w instrumenty denominowane w

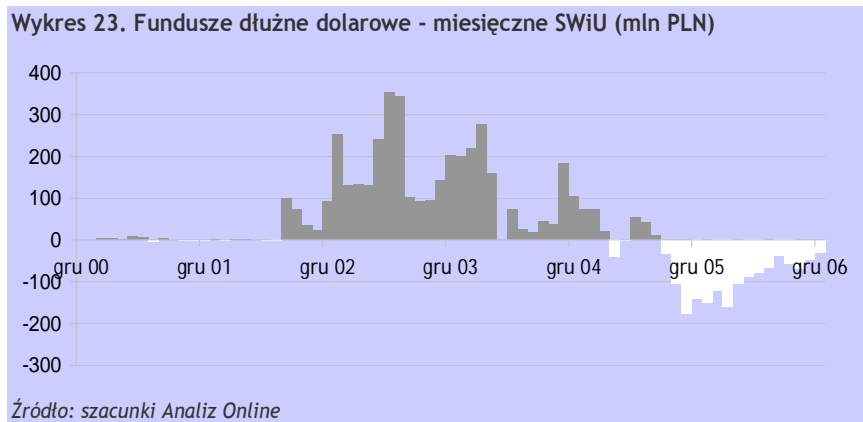


euro ostatni rok był bardzo niekorzystny. Podobnie z resztą, jak dla pozostałych grup funduszy dłużnych. W 2006 roku nie odnotowaliśmy żadnego miesiąca, w którym saldo wpłat i umorzeń byłoby dodatnie. Miesiąc po miesiącu Polacy wycofywali środki z tych funduszy i inwestowali w innych segmentach rynku. Wpływ na to miała zarówno hossa

na rynku akcji i moda na instrumenty udziałowe, jak również słaba koniunktura na rynku instrumentów dłużnych niemal na całym świecie oraz wzmacniająca się złotówka, która niwelowała zyski lub pogłębiała straty z inwestycji funduszy.

j/ fundusze dłużne USD

Obraz zainteresowania Polaków funduszami dłużnymi, których portfel inwestycyjny lokowany jest w instrumenty denominowane w USD, jest bardzo podobny jak w przypadku funduszy inwestujących w euro. Tutaj również nie możemy odnotować miesiąca, w którym



saldo wpłat i umorzeń byłoby dodatnie. Można było jedynie dostrzec tendencję do zmniejszania się tego ujemnego salda w miarę zbliżania się do końca roku. Roczna wartość odpływu szacowana przez Analizy Online wynosiła nieco ponad 1 mld PLN i była niemal trzy razy

wyższa niż w przypadku funduszy dolarowych. Przyczyny spadku zainteresowania tą formą inwestycji są analogiczne jak w przypadku funduszy inwestujących w instrumenty denominowane w EUR. Z jednej strony słabe zachowanie rynku długu na całym świecie i hossa na rynkach akcji, z drugiej zaś umacniająca się złotówka, a właściwie osłabiający się dolar. Szczególnie ten ostatni powód ważył na decyzjach inwestorów. Osiągnięcie zysku liczonego w złotych na funduszach dłużnym dolarowym graniczyło w 2006 roku z cudem. Ich wyniki zawierały się w przedziale od -5% do -11%. Licząc w dolarach stopy zwrotu wyglądały zdecydowanie lepiej i zawierały się w przedziale od -0,4% do +8,7%.

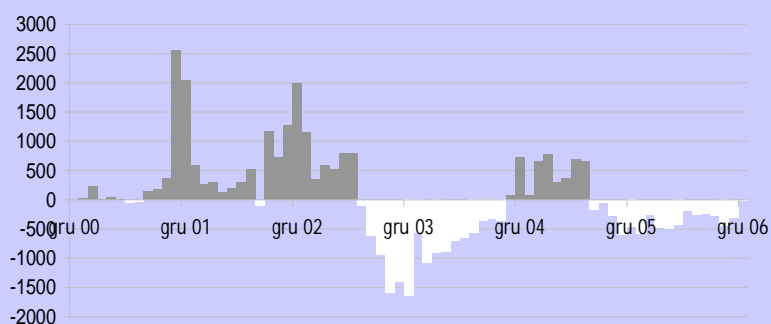
k/ fundusze dłużne krajowe

Dla krajowych funduszy dłużnych ostatni rok był wyjątkowo nietaskawy. Ich aktywa topniały miesiąc po miesiącu, kontynuując trend zapoczątkowany w połowie 2005 roku.

Choć nominalnie odpływ nie był tak bolesny jak w latach 2003-2004, to jednak dynamika „kurczenia” się aktywów nie była istotnie niższa. Podczas, gdy w 2004 roku aktywa funduszy dłużnych stopniały o 40%, to w 2006 odnotowaliśmy spadek równy 33,9%. Załączony wykres znakomicie obrazuje sentyment inwestorów wobec funduszy polskich papierów

dłużnych. W ciągu ostatnich 36 miesięcy, tylko w 9 przypadkach odnotowaliśmy dodatnie saldo wpłat i umorzeń. Inwestorów od funduszy polskich papierów dłużnych odciągała przede wszystkim chęć osiągnięcia wyższych stóp zwrotu. Różnice w zyskach, jakie odnotowywano pomiędzy rynkiem funduszy dłużnych a rynkiem funduszy choćby w minimalnym stopniu inwestujących w akcje były tak duże, że rosła skłonność do podejmowania wyższego ryzyka przez klientów funduszy i następował przepływ z tzw. funduszy bezpiecznych w kierunku bardziej agresywnych funduszy stabilnego wzrostu, funduszy mieszanych i akcyjnych.

Wykres 24. Fundusze dłużne krajowe - miesięczne SWiU (mln PLN)



Źródło: szacunki Analiz Online

6. Struktura rynku według Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych

Tabela 15. Dynamika zmian WAN poszczególnych TFI (mln PLN)

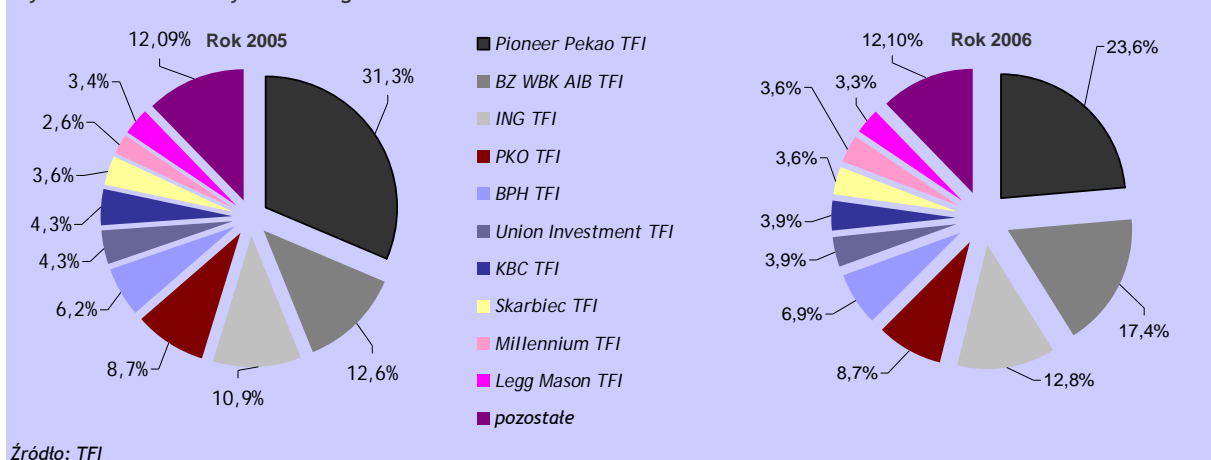
	2005	2006	zmiana	dynamika
BZ WBK AIB TFI	7 750	17 242	9 493	122%
ING TFI	6 700	12 720	6 021	90%
Pioneer Pekao TFI	19 268	23 390	4 122	21%
PKO TFI	5 244	8 469	3 225	62%
BPH TFI	3 801	6 876	3 075	81%
Millennium TFI	1 603	3 584	1 981	124%
Skarbiec TFI	2 238	3 580	1 342	60%
KBC TFI	2 622	3 898	1 276	49%
Union Investment TFI	2 676	3 879	1 202	45%
Legg Mason TFI	2 115	3 265	1 150	54%
AIG TFI	456	1 532	1 076	236%
TFI PZU	830	1 683	853	103%
TFI Allianz Polska	394	1 231	837	213%
CU Polska TFI	1 096	1 792	696	63%
DWS Polska TFI	1 815	2 410	595	33%
OPERA TFI	378	803	425	113%
Copernicus Capital TFI		394	394	n/a
TFI SKOK	273	421	148	54%
SUPERFUND TFI	4	76	72	1790%
Investors TFI	12	80	69	597%
Noble TFI		30	30	n/a
Intrum Justitia TFI	0	3	2	600%
IDEA TFI	262	236	-26	-10%
SEB TFI	2 036	1 571	-466	-23%

Źródło: TFI

Rok 2006 sprzyjał branży funduszy inwestycyjnych. Niemal wszystkie towarzystwa powiększyły w tym czasie swoje aktywa, niektóre wręcz je zwielokrotniły. Oczywiście największą dynamiką przyrostu aktywów mogły pochwalić się towarzystwa zarządzające na koniec 2005 roku najmniejszymi aktywami, jednak również i te większe, w wielu przypadkach znacząco urosły. Spośród pierwszej dziesiątki największych TFI, najwyższą, roczną dynamikę wzrostu aktywów odnotowały Millennium TFI oraz BZ WBK AIB TFI. Dynamika wzrostu aktywów wyniosła w ich przypadku odpowiednio 123,6 oraz 122,5 procent. Spośród największych TFI (pierwsza dziesiątka), żadne nie odnotowało spadku aktywów, a najniższą dynamikę odnotował lider rynku Pioneer Pekao TFI, któremu aktywa netto wzrosły o 21,4%. Spośród wszystkich towarzystw, jedynie dwa odnotowały spadek wartości aktywów zgromadzonych w funduszach. Były to SEB TFI oraz IDEA TFI.

Ich WAN zmniejszyła się odpowiednio o 23 i 10 procent. Towarzystwem, któremu udało się najbardziej zwiększyć wartość aktywów netto było BZ WBK AIB, które z wynikiem 9,5 mld PLN zdystansowało pozostałych konkurentów. Na kolejnym miejscu znalazło się ING TFI, któremu WAN wzrosła o 6 mld PLN. Dopiero na trzecim miejscu znalazł się lider rynku Pioneer Pekao TFI, który zwiększył aktywa netto o 4,1 mld PLN. Na przeciwległym biegunie

Wykres 25. Struktura rynku według TFI w latach 2005 - 2006



Źródło: TFI

znalazło się SEB TFI, którego aktywa netto skurczyły się o blisko pół miliarda złotych.

Tabela 16. Udział poszczególnych TFI w rynku (lata 2003-2006)

	2003		2004		2005		2006	
	udział	udział	zmiana	udział	zmiana	udział	zmiana	
Pioneer Pekao TFI	30,6%	34,7%	4,1%	31,3%	-3,39%	23,6%	-7,72%	
BZ WBK AIB TFI	4,5%	7,6%	3,1%	12,6%	4,99%	17,4%	4,82%	
ING TFI	12,7%	12,3%	-0,4%	10,9%	-1,35%	12,8%	1,90%	
PKO TFI	15,1%	8,5%	-6,6%	8,7%	0,18%	8,7%	0,02%	
BPH TFI	2,4%	3,9%	1,5%	6,2%	2,29%	6,9%	0,69%	
Union Investment TFI	4,7%	4,7%	0,0%	4,3%	-0,39%	3,9%	-0,43%	
KBC TFI	2,8%	3,5%	0,7%	4,3%	0,73%	3,9%	-0,35%	
Skarbiec TFI	6,5%	4,8%	-1,7%	3,6%	-1,23%	3,6%	0,02%	
Millennium TFI	1,8%	1,2%	-0,6%	2,6%	1,44%	3,6%	0,99%	
Legg Mason TFI	2,8%	2,7%	-0,1%	3,4%	0,77%	3,3%	-0,14%	
DWS Polska TFI	5,7%	5,5%	-0,2%	3,0%	-2,50%	2,4%	-0,56%	
Comercial Union Polska TFI	2,1%	2,7%	0,6%	1,8%	-0,87%	1,8%	0,02%	
TFI PZU	0,9%	1,1%	0,2%	1,3%	0,27%	1,7%	0,35%	
SEB TFI	6,4%	4,8%	-1,6%	3,3%	-1,45%	1,6%	-1,71%	
AIG TFI	0,0%	0,5%	0,5%	0,7%	0,22%	1,5%	0,76%	
TFI Allianz	0,0%	0,6%	0,6%	0,6%	0,02%	1,2%	0,56%	
OPERA TFI	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,41%	0,7%	0,29%	
TFI SKOK	0,0%	0,5%	0,5%	0,4%	-0,01%	0,4%	-0,04%	
TFI Copernicus Capital	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,4%	0,40%	
IDEA TFI	0,9%	0,6%	-0,3%	0,4%	-0,16%	0,2%	-0,23%	
Investors TFI	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,02%	0,1%	0,08%	
SUPERFUND TFI	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%	0,1%	0,09%	
Noble TFI	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,0%	0,00%	
Intrum Justitia TFI	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,0%	0,00%	

Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online

Pod względem udziału w rynku liderem pozostaje niezmiennie Pioneer Pekao TFI, które posiadało na kontach swoich funduszy środki finansowe odpowiadające za 23,6% rynku. Niższa od rynku dynamika wzrostu aktywów netto lidera spowodowała, że w ciągu minionych 12 miesięcy odnotował on spadek udziału w rynku funduszy o niemal osiem punktów procentowych. Swój udział zaś powiększali liderzy pod względem dynamiki wzrostu aktywów. Najbardziej BZ WBK AIB TFI - o 4,8 punktu procentowego (z 12,6% na 17,4%) oraz ING TFI - z 10,9% do 12,8%. Drugi w kolejności spadek udziału w rynku odnotowało SEB TFI. Wyniósł on 1,7 punktu procentowego. Spośród 24 TFI, które prowadziły sprzedaż funduszy w 2006 roku, tylko w ośmiu przypadkach spadł udział w rynku, a aż w 16 przypadkach udział ten wzrósł. Dane te mogą nieco zaskakiwać, ale jeśli weźmiemy pod uwagę, że lider stracił aż 7,7 punktu procentowego udziału w rynku, to statystyka ta nie powinna dziwić.

Pod względem koncentracji rynku, pierwsze 3 największe TFI odpowiadają za 53,8% udziału, a połowa TFI za aż 91,9%. Z tego punktu widzenia koncentrację tę można uznać za wysoką.

7. Rozwój rynku pod względem podmiotowym i produktowym

W końcu 2006 roku zarejestrowanych było 27 towarzystw funduszy inwestycyjnych, o trzy więcej niż rok wcześniej. Nowymi podmiotami na rynku były: GE Debt Management TFI, Hexagon TFI, FORUM TFI oraz Noble Funds TFI.

Hexagon TFI, jak i FORUM TFI jest własnością osób prywatnych. Noble Funds TFI jest kolejnym na naszym rynku towarzystwem wchodzącym w skład większej grupy kapitałowej - głównym jego akcjonariuszem jest Noble Bank - spółka z grupy Getin Holding. GE Debt Management TFI jest z kolei spółką z grupy kapitałowej GE Money Bank i zostało powołane do życia głównie w celu zarządzania funduszami sekurytyzacyjnymi.

Minione 12 miesięcy przyniosło również szereg zmian własnościowych na rynku funduszy inwestycyjnych. TFI Banku Handlowego należące do Citibanku zostało sprzedane amerykańskiej firmie inwestycyjnej Legg Mason. Konsekwencją tej zmiany była m.in. zmiana nazwy towarzystwa (Legg Mason TFI) oraz zmiana nazwy większości zarządzanych przez nie funduszy (przedrostek „Citi” został zastąpiony słowami „Legg Mason”). Dom Maklerski IDM S.A. nabył od Funduszu Górnośląskiego 75% akcji GTFI, które od niedawna nosi nazwę Idea TFI (w styczniu 2007 r. zmianie uległy także nazwy zarządzanych przezeń funduszy). Z kolei Polish Enterprise Fund V reprezentowany przez Enterprise Investors sp. z o.o. podpisał z BRE Bankiem umowę, na podstawie której nabył na początku 2007 r. Skarbiec TFI.

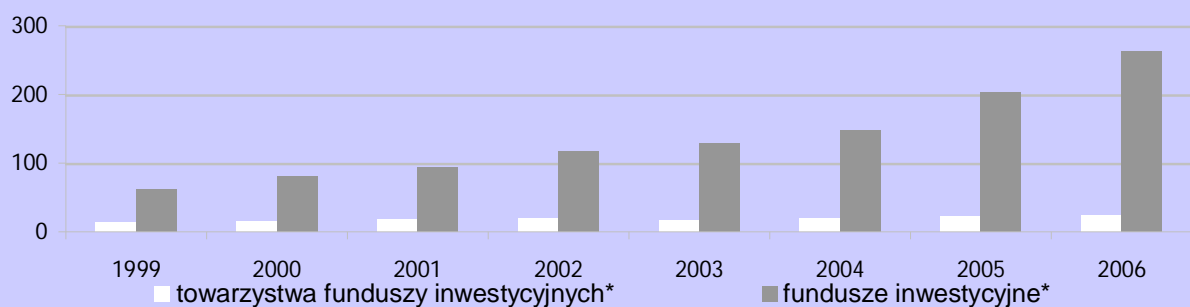
Rok 2006 był rekordowy nie tylko ze względu na przyrost wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych, ale także z uwagi na liczbę nowych produktów (funduszy i subfunduszy). Rynek wzbogacił się aż o 63 nowych propozycji inwestycyjnych - najwięcej nowości pojawiło się w ofercie KBC TFI (9) i ING TFI (7). Trzy podmioty zakończyły w 2006 roku swoją działalność - fundusz KBC Obligacyjny został połączony z funduszem KBC Papierów Dłużnych, fundusz UniXXI Wiek z funduszem UniGlobal, zaś likwidacji uległ jeden z subfunduszy funduszu Skarbiec Partycypacyjny. Ogółem liczba produktów oferowanych przez TFI zwiększyła się w 2006 roku o 60. W efekcie, na koniec grudnia oferowane były w Polsce już 263 fundusze i subfundusze. Blisko 40% nowych produktów to fundusze zamknięte i subfundusze funduszy zamkniętych (27). W tym gronie zdecydowanie przeważały fundusze z ochroną kapitału - KBC TFI, BPH TFI i PKO TFI uruchomiły łącznie 10 tego rodzaju funduszy. Zupełną nowością na rynku w 2006 roku były fundusze aktywów niepublicznych w rozumieniu art. 196 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Copernicus Capital TFI oraz Hexagon TFI utworzyły w sumie pięć tego typu funduszy, z których cztery wyemitowały niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, zaś certyfikaty jednego trafiły na GPW w Warszawie. Rynek funduszy wzbogacił się również o pierwsze fundusze podstawowe i powiązane (działające w oparciu o art. 170-177 ustawy o funduszach inwestycyjnych), funkcjonujące w Europie pod nazwą master feeder - pionierami w tym względzie okazały się Skarbiec TFI (fundusze zamknięte) i Superfund TFI (fundusze otwarte i specjalistyczne otwarte). Na rynku pojawiło się ponadto pięć kolejnych funduszy związanych z rynkiem nieruchomości oraz sześć funduszy sekurytyzacyjnych. Warto również nadmienić, iż organ nadzoru wydał w 2006 roku pierwsze zezwolenia dla firm windykacyjnych na obsługę wierzytelności sekurytyzowanych przez ww. fundusze. Wśród nowych funduszy zamkniętych znalazły się także pierwsze na polskim rynku fundusze inwestujące na rynku surowcowym (zaoferowały je Investors TFI i BPH TFI). Wśród nowych funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych (wliczając w to również subfundusze) najczęściej uruchamiano fundusze akcyjne i hybrydowe inwestujące bezpośrednio lub pośrednio na rynkach zagranicznych. W tej pierwszej grupie znalazły się cztery nowe fundusze lokujące aktywa w akcjach spółek pochodzących z Europy Środkowej i Wschodniej - nowe podmioty utworzyły BZ WBK AIB TFI, DWS Polska TFI oraz Union Investment TFI, zaś BPH TFI przeorientowało w tym kierunku politykę inwestycyjną jednego ze swoich funduszy. Znacznie liczniej (11) były reprezentowane nowe podmioty, w portfelach których znajdują

się tytuły uczestnictwa zagranicznych instytucji wspólnego inwestowania (BZ WBK AIB TFI, Pioneer Pekao TFI, PKO TFI, TFI PZU). Niezwykle atrakcyjne stopy zwrotu osiągane przez fundusze małych i średnich spółek sprawiały, iż znacząco wzrosła podaż funduszy tego rodzaju. Pięć funduszy o takim profilu utworzyły AIG TFI, DWS Polska TFI, Pioneer Pekao TFI, PKO TFI i TFI PZU, natomiast szósty uruchomiło (w wyniku przekształcenia działającego wcześniej funduszu) BPH TFI. Należy przy tym podkreślić, iż wskutek ogromnego zainteresowania tego typu produktami (dotyczyło to także funduszy uruchomionych we wcześniejszych latach) większa część z nich skorzystała z prawa, jakie daje art. 84 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych i po przekroczeniu określonego poziomu aktywów zawiesiła zbywanie jednostek uczestnictwa. Coraz bogatsza jest także oferta funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych z ochroną kapitału - w 2006 roku powiększyła się ona o cztery kolejne podmioty (dwa fundusze Union Investment i po jednym Pioniera Pekao i PZU). Na uwagę zasługuje także powrót na polski rynek funduszy inwestycyjnych funduszu branżowego - w końcu 2006 roku rozpoczął działalność subfundusz ING Budownictwa i Nieruchomości Plus, który umożliwi inwestorom uzyskanie ekspozycji na rynek budownictwa i nieruchomości.

Istotnym trendem na rynku funduszy w 2006 roku było znaczące powiększenie oferty funduszy z wydzielonymi subfunduszami. Ubiegły rok stał przede wszystkim pod znakiem tworzenia nowych funduszy parasolowych - ING TFI uruchomiło ING Parasol SFIO (z 7 subfunduszami), KBC TFI utworzyło KBC Portfel VIP SFIO (z 3 subfunduszami), Pioneer Pekao TFI wprowadziło na rynek Pioneer Funduszy Globalnych SFIO (z 3 subfunduszami), TFI PZU zaoferowało PZU SFIO Funduszy Zagranicznych (z 4 subfunduszami), a Noble Funds TFI stworzyło Noble Funds FIO (z 3 subfunduszami). Ponadto PKO TFI uzupełniło ofertę swojego funduszu PKO/CS Światowy Fundusz Walutowy SFIO o 3 kolejne subfundusze, a w ramach Lukas FIO pojawiły się dwa kolejne subfundusze. Pierwszym towarzystwem, które zdołało przekształcić istniejące dotychczas fundusze w produkt parasolowy zostało Commercial Union Polska TFI (zgodę organu nadzoru w tym zakresie otrzymało w 2006 roku również SEB TFI).

Tabela 17. Ilość TFI i zarządzanych przez nie funduszy*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
towarzystwa funduszy inwestycyjnych*	13	16	18	19	17	20	23	24
fundusze inwestycyjne*	62	81	94	117	128	148	203	263
przyrost ilości funduszy	24	19	13	23	11	20	55	60



* fundusze oraz TFI, które rozpoczęły dystrybucję jednostek w 2006 roku

Źródło: KNF, TFI, obliczenia Analizy Online

Polscy inwestorzy uzyskali w 2006 roku również dostęp do kolejnych funduszy zagranicznych, które zostały notyfikowane przez nasz organ nadzoru. Swoje produkty wprowadziły na nasz rynek holenderskie Robeco i węgierskie Budapest Fund Management, zaś dotychczasową ofertę wzbogaciły Raiffeisen Capital Management, Fortis Investments, Jyske Invest International oraz WIOF. Liczba notyfikowanych w Polsce funduszy (wraz z

subfunduszami) zwiększyła się o ponad 80 i obejmuje obecnie ponad 310 produktów (nie wszystkie znajdowały się w sprzedaży na koniec mijającego roku). W 2006 roku zgodę organu nadzoru na prowadzenie dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy otwartych i funduszy specjalistycznych otwartych uzyskało 31 podmiotów. Wśród nich największy udział miały banki spółdzielcze (21 podmiotów) i firmy dystrybucyjne (7 podmiotów). Ogółem na koniec 2006 roku prawo dystrybuowania jednostek uczestnictwa posiadało 125 podmiotów. Choć nadal decydującą rolę w dystrybucji funduszy odgrywają banki, systematycznie rośnie znaczenie zakładów ubezpieczeń na życie oferujących polisy oszczędnościowo-inwestycyjne z funduszami inwestycyjnymi oraz firm doradztwa finansowego.

Tabela 18. Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych zarejestrowane w Polsce

zarejestrowane przed 2006 rokiem

- 1 AIG Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 2 BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 3 BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 4 Commercial Union Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 5 Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 6 DWS POLSKA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 7 IDEA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. *
- 8 ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 9 Intrum Justitia Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 10 Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 11 KBC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 12 MILLENNIUM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 13 OPERA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 14 PIONEER PEKAO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 15 PKO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 16 SEB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 17 SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 18 Superfund Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 19 Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.
- 20 Legg Mason Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. **
- 21 Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.
- 22 Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo - Kredytowych S.A.
- 23 UNION INVESTMENT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

zarejestrowane w 2006 roku

- 24 Forum Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 25 GE Debt Management Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 26 Hexagon Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 27 Noble Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

* wcześniej Górnośląskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

** wcześniej Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Banku Handlowego S.A.

Źródło: KNF

8. Składniki lokat funduszy inwestycyjnych

Zgodnie z opublikowanymi przez fundusze sprawozdaniami finansowymi na koniec 2006

Tabela 19. Instrumenty dłużne i udziałowe w aktywach funduszy*

data	aktywa funduszy	instrumenty	
		wierzycielskie	udziałowe
gru 92	1 999 100,0	83,4%	16,6%
cze 93	88 020 900,0	58,2%	41,8%
gru 93	911 511 800,0	65,0%	35,0%
cze 94	1 998 462 100,0	80,2%	19,8%
gru 94	1 430 408 300,0	71,7%	28,3%
cze 95	835 580 000,0	63,4%	36,6%
gru 95	701 374 128,8	62,7%	37,3%
cze 96	1 083 946 130,8	56,6%	43,4%
gru 96	1 371 656 972,3	60,3%	39,7%
cze 97	1 973 534 730,0	50,4%	49,6%
gru 97	1 911 921 586,7	43,1%	56,9%
cze 98	1 743 562 982,4	39,7%	60,3%
gru 98	1 805 480 716,2	52,4%	47,6%
cze 99	2 516 191 897,8	54,1%	45,9%
gru 99	3 093 963 978,6	57,7%	42,3%
cze 00	4 162 036 674,5	59,6%	40,4%
gru 00	8 079 425 733,3	79,1%	20,9%
cze 01	6 495 495 961,6	79,7%	20,3%
gru 01	12 896 250 855,8	89,9%	10,1%
cze 02	14 025 003 684,9	89,0%	11,0%
gru 02	21 384 246 163,7	92,3%	7,7%
cze 03	32 019 535 507,7	93,7%	6,3%
gru 03	32 002 136 777,3	85,6%	14,4%
cze 04	35 690 564 253,6	77,4%	22,6%
gru 04	37 747 205 913,3	73,1%	26,9%
cze 05	49 205 138 713,0	77,9%	22,1%
gru 05	63 503 644 977,4	70,8%	29,2%
cze 06	79 901 734 418,9	63,4%	36,6%
gru 06	100 320 203 693,3	53,9%	46,1%

* uwzględniono fundusze, które opublikowały sprawozdania finansowe

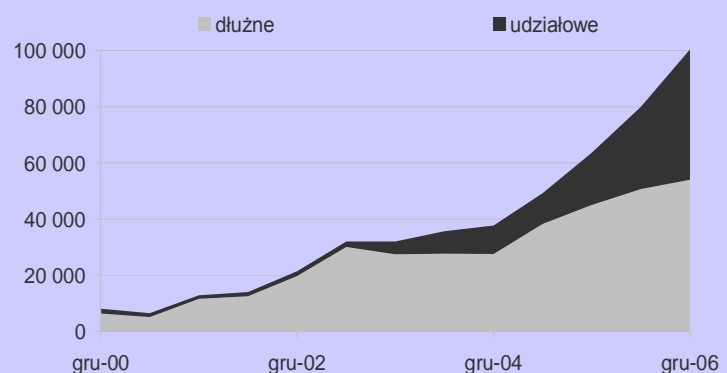
Źródło: Analizy Online na podstawie sprawozdań finansowych funduszy

większość ich lokat stanowiły instrumenty o charakterze wierzycielskim (łącznie ze środkami pieniężnymi). Udział tej kategorii jednak systematycznie spada. Jeszcze w połowie 2003 roku, czyli w szczycie hossy na rynku polskich obligacji udział instrumentów wierzycielskich sięgał pułapu 94% wartości aktywów. Jednak załamanie na rynku obligacji i gwałtowne umarzenie przez klientów inwestycji w funduszach polskich papierów dłużnych doprowadziło do spadku instrumentów dłużnych w aktywach funduszy do poziomu 53,9% na koniec 2006 roku.

Oczywiście w czasie, gdy fundusze dłużne traciły aktywa na rzecz funduszy inwestujących przynajmniej część portfela na rynku akcji, udział instrumentów udziałowych w aktywach funduszy zaczął dynamicznie rosnąć, z w ostatnim roku można było zaobserwować przyspieszenie tej tendencji. Z bezwzględnie najniższego historycznie poziomu 6,3%, w ciągu 3,5 roku akcje i inne instrumenty udziałowe zdołały osiągnąć pułap 46% wartości aktywów funduszy.

Paradoksalnie spadek udziału instrumentów wierzycielskich w portfelach funduszy nie szedł w parze ze spadkiem ich wartości. W trzech i pół roku spadek ich udziału wyniósł 40 punktów procentowych, zaś wartość lokat funduszy w instrumenty wierzycielskie wzrosła w tym samym czasie o 24 mld PLN (z 30 do 54 mld PLN). Spadek wartości instrumentów wierzycielskich odnotowany został jedynie w okresie grudzień 2003 - grudzień 2004 (z 30 do 27,5 mld PLN). Za utrzymanie wielkości inwestycji w instrumenty wierzycielskie odpowiadał silny napływ

Wykres 26. Instrumenty dłużne i udziałowe w aktywach funduszy



Źródło: Analizy Online na podstawie sprawozdań funduszy

Tabela 20. Aktywa funduszy według waluty*

data	aktywa funduszy	instrumenty denominowane w:	
		PLN	walutach obcych
gru 92	1 999 100,0	100,0%	0,0%
cze 93	88 020 900,0	100,0%	0,0%
gru 93	911 511 800,0	100,0%	0,0%
cze 94	1 998 462 100,0	100,0%	0,0%
gru 94	1 430 408 300,0	100,0%	0,0%
cze 95	835 580 000,0	100,0%	0,0%
gru 95	701 374 128,8	100,0%	0,0%
cze 96	1 083 946 130,8	100,0%	0,0%
gru 96	1 371 656 972,3	100,0%	0,0%
cze 97	1 973 534 730,0	100,0%	0,0%
gru 97	1 911 921 586,7	100,0%	0,0%
cze 98	1 743 562 982,4	100,0%	0,0%
gru 98	1 805 480 716,2	100,0%	0,0%
cze 99	2 516 191 897,8	100,0%	0,0%
gru 99	3 093 963 978,6	100,0%	0,0%
cze 00	4 162 036 674,5	98,9%	1,1%
gru 00	8 079 425 733,3	99,2%	0,8%
cze 01	6 495 495 961,6	98,3%	1,7%
gru 01	12 896 250 855,8	99,0%	1,0%
cze 02	14 025 003 684,9	98,9%	1,1%
gru 02	21 384 246 163,7	99,4%	0,6%
cze 03	32 019 535 507,7	99,5%	0,5%
gru 03	32 002 136 777,3	80,9%	19,1%
cze 04	35 690 564 253,6	79,8%	20,2%
gru 04	37 747 205 913,3	86,7%	13,3%
cze 05	49 205 138 713,0	86,7%	13,3%
gru 05	63 503 644 977,4	85,4%	14,6%
cze 06	79 901 734 418,9	88,8%	11,2%
gru 06	100 320 203 693,3	88,5%	11,5%

* uwzględniono fundusze, które opublikowały sprawozdania finansowe

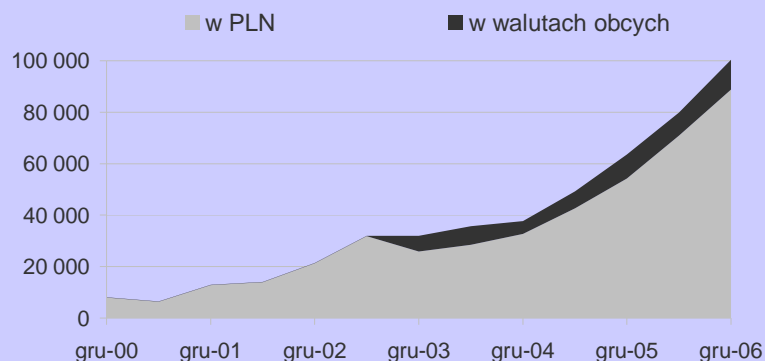
Źródło: Analizy Online na podstawie sprawozdań finansowych funduszy

środków do funduszy stabilnego wzrostu i funduszy mieszanych w pierwszych miesiącach po załamaniu na rynku obligacji. Popyt na instrumenty wierzycielskie ze strony funduszy hybrydowych (mieszanych i stabilnego wzrostu) znakomicie rekompensował sprzedaż instrumentów wierzycielskich przez fundusze dłużne, które spowodowane było umorzeniami jednostek tych funduszy przez klientów.

Pod względem struktury walutowej, w aktywach funduszy przeważają oczywiście inwestycje w instrumenty denominowane w polskie walucie. Stanowiły one na koniec 2006 roku 88,5% udziału w aktywach. Najwyższy wskaźnik udziału instrumenty denominowane w walutach obcych miały w czerwcu 2004 roku, kiedy wynosił on 20,2%. W kolejnych latach udział ten spadał. Dopiero ostatni rok przyniósł powstrzymanie tej tendencji i ustabilizowanie się udziału tych instrumentów w aktywach funduszy. Stabilizacja ta to jednak zastęga innej kategorii instrumentów niż te, które

tak masowo występowały w portfelach funduszy kilka lat wcześniej. W ostatnim roku coraz więcej w portfelach funduszy ważą inwestycje w instrumenty udziałowe denominowane w walutach obcych. Instrumenty dłużne nadal są w defensywie, a ich wartość stale spada. Z 5,9 mld PLN w grudniu 2003 do 3 mld PLN w grudniu 2006. W tym samym czasie wartość papierów udziałowych wzrosła z 6,1 mld PLN do 11,5 mld PLN. Za zmiany strukturalne w obrębie instrumentów denominowanych w walutach obcych odpowiada wzrost zainteresowania funduszami akcji zagranicznych oraz lawinowe wręcz wycofywanie środków z funduszy dłużnych.

Wykres 27. Wartość inwestycji funduszy według waluty



Źródło: Analizy Online na podstawie sprawozdań funduszy

9. Wyniki funduszy inwestycyjnych

Olbrzymi wpływ na wyniki większości funduszy inwestycyjnych miała znakomita koniunktura na rynku akcji oraz umacniająca się przez cały ubiegły rok polska waluta. Na rynku dłużnym panował zaś trend horyzontalny przy utrzymującej się na niskim poziomie rentowności instrumentów wierzycielskich. Najwyższe stopy zwrotu osiągnęły oczywiście fundusze polskich akcji. Silne wzrosty na rynku akcji, jakie odnotowano w 2006 roku spowodowały, że fundusze te osiągnęły stopy zwrotu w przedziale od 28,9% do 87,1%. Benchmark funduszy polskich akcji - SAFU-akp, obliczany na bazie średniej dziennej

Tabela 21. Statystyka wyników poszczególnych grup funduszy w 2006 roku

	SAFU	mediana	max.	min.	spread
akcji polskich (AKP)	47,7%	42,4%	87,1%	28,9%	58,2%
alternatywne (ALT)	n/a	25,3%	79,3%	6,8%	72,5%
mieszane polskie (MIP)	21,5%	21,3%	39,1%	9,8%	29,3%
stabilnego wzrostu (SWP)	12,8%	13,9%	19,9%	3,6%	16,3%
akcji zagranicznych (AKZ)	6,0%	9,5%	17,1%	-17,8%	34,9%
dłużne krajowe (PDP)	3,9%	3,7%	5,9%	2,1%	3,8%
rynku pieniężnego i gotówkowe (RPP)	3,6%	3,4%	4,5%	2,9%	1,6%
mieszane zagraniczne (MIZ)	6,0%	14,8%	20,6%	-6,4%	27,0%
dłużne EUR (PDE)	-1,1%	-1,2%	0,2%	-2,4%	2,6%
dłużne USD (PDU)	-7,6%	-8,1%	-5,1%	-11,1%	6,0%
WIG	41,6%	-	-	-	-
WIG20	23,8%	-	-	-	-
mWIG40	69,1%	-	-	-	-
sWIG80	132,4%	-	-	-	-
IROS	4,8%	-	-	-	-

Źródło: GPW, ERSPW, obliczenia Analizy Online

arytmetycznej stopy zwrotu wszystkich funduszy należących do danej grupy wyniósł 47,7%. Olbrzymie różnice pomiędzy wynikami najlepszych i najgorszych funduszy to pochodna profilu inwestycyjnego funduszy. Najlepsze wyniki osiągały fundusze inwestujące w sektor spółek średnich i małych (wzrosty akcji tych spółek mierzone indeksami mWIG40 i sWIG80 wyniosły odpowiednio 69,1% oraz 132,4%).

Fundusze inwestujące w spółki największe osiągały z reguły wyniki najstabsze (WIG20 mierzący koniunkturę w tym sektorze wzrósł o „zaledwie” 23,8%).

Kolejne grupy funduszy, których roczne wyniki liderują zestawieniom to fundusze prowadzące alternatywną politykę inwestycyjną. Wyniki 6 funduszy z tej grupy zawierały się pomiędzy 6,8% a 79,3%. Kolejne miejsce zajęła największa na rynku grupa - fundusze mieszane polskie. Ich zyski zawierały się pomiędzy 9,8% a 39,1%. W tym wypadku, podobnie jak dla funduszy akcji polskich największy wpływ na ich wyniki miała polityka inwestycyjna funduszu, określająca stopień zaangażowania portfela inwestycyjnego funduszu w mniejsze spółki oraz udział akcji w portfelu. Na czwartym miejscu uplasowały się fundusze stabilnego wzrostu, które z uwagi na niższy udział akcji w portfelu osiągnęły wyniki znacznie niższe od prezentowanych przez fundusze polskich akcji i fundusze mieszane.

Kolejne miejsce należy się funduszom mieszanym zagranicznym, których stopy zwrotu okazały się lepsze od dokonań funduszy akcyjnych zagranicznych. Zarówno w funduszach mieszanych zagranicznych, jak i akcji zagranicznych znalazły się fundusze, których wyniki były dodatnie, jak i takie, których wartości jednostek spadły w ciągu 12 miesięcy. Wpływ na zróżnicowanie ich wyników miała koncentracja geograficzna inwestycji. Z powodu umacniającej się złotówki wyniki tych funduszy liczone w złotych są od kilku do kilkunastu procent gorsze niż wyniki liczone w walucie, w której inwestowane były środki. Bez wątplenia najgorzej w ubiegłym roku spisywały się fundusze dłużne i to zarówno te inwestujące na polskim rynku, jak i poza granicami kraju. O ile wyniki funduszy polskich papierów dłużnych oraz funduszy pieniężnych i gotówkowych były dodatnie, o tyle z

powodu umacniającej się polskiej waluty, wyniki funduszy dłużnych, inwestujących w zagraniczne instrumenty wierzycielskie były z reguły pod kreską.