

DARIUSZ FILIP

DYNAMIKA ROZWOJU RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W WYBRANYCH KRAJACH EUROPY ŚRODKOWOSCHODNIEJ

1. KRAJE POSTSOCJALISTYCZNE PO PRZEŁOMIE LAT 1989/90

Po przełomie w latach 1989-1990 w krajach środkowoschodniej Europy zaistniał proces transformacji gospodarczej. W krajach postsocjalistycznych, takich jak Polska, Czechy, Słowacja czy Węgry zaczął tworzyć się rynek wolnokonkurencyjny. Otwarta droga do gospodarczo wolnej Europy wymusiła na obywatelach tych krajów dbanie o własne oszczędności. Nadwyżki finansowe gospodarstw domowych lokowano w bankach, jednak szukano alternatywnego sposobu inwestycji.

Zanim jednak doszło do organizowania kapitalistycznych systemów finansowych, każdy z tych krajów przyjął różną strategię zmian gospodarczych i politycznych. Procesy przekształceń ekonomicznych można podzielić wg trzech modeli: szokowy, poprzez chaos, oraz ewolucyjny. Dla przykładu Polska wybrała model szokowy, Słowacja realizuje ewolucyjny, natomiast Czechy – mieszany model transformacji¹.

W zależności od zaawansowania procesowego w różnych krajach w różnym tempie powstawały do życia giełdy papierów wartościowych, jako fun-

Mgr DARIUSZ FILIP – doktorant w Wyższej Szkole Zarządzania i Przedsiębiorczości im. L. Koźmińskiego w Warszawie; adres do korespondencji: ul. Głęboka 2/1, 35-302 Rzeszów.

¹ Modele wdrażania strategii transformacji systemowej w krajach Europy Środkowoschodniej opisuje J. Gierczycka, *Transformacja systemowa w Polsce, Czechach i Słowacji. Analiza porównawcza*, w: *Socjologia gospodarki: rynek, instytucje, zarządzanie*, red. K. Konecki, P. Tонера, A. Buchner-Jeziorska, K. Karczmarszuk, W. Dymarczyk, Łódź: Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Kupieckiej 2002, s. 15.

dament rynku kapitałowego. Oprócz giełd powstawały nowe, jak na początku kapitalizacji, inne instytucje *capital market*, m.in. fundusze inwestycyjne.

Jak pisze J. Socha: „decyzje dotyczące ochrony wartości bądź zwiększenia dotychczasowej ilości środków pieniężnych związane są z rynkiem finansowym”². Ta motywacja spowodowała coraz to większy rozwój rynku funduszy inwestycyjnych. Każdy z krajów centralnej i wschodniej Europy ma swoją własną drogę rozwoju³, a jednak dynamika prosperity oraz odnoszone sukcesy instytucji zbiorowego inwestowania w tych krajach przebiegały bardzo podobnie.

Elity polityczne w większości krajów przechodzących początki transformacji, zdawały sobie sprawę, że powstanie gospodarek w nowym systemie to operacja bolesna, ale która przyniesie korzyści już w krótkim okresie. Jednak rzeczywistość okazała się różna od oczekiwań. Głębokość i skala recesji zaskoczyła społeczeństwa krajów postsocjalistycznych⁴. Po ogromnej inflacji powstawały napięcia gospodarcze i polityczne, jednak rynek funduszy inwestycyjnych, przechodząc oczywiście swoje wzloty i upadki, ewoluował, doprowadzając do boomu na produkty alternatywnego inwestowania w ostatnich latach.

Patrząc na ten temat z ekonomicznego punktu widzenia, możemy sobie zadać pytanie, które z wymienionych krajów pod względem oszczędzania w instytucjach zbiorowego inwestowania charakteryzowały się największą dynamiką i dlaczego? Czy wielkość PKB, dochodu narodowego, wzrostu gospodarczego czy poziom życia wpływały na liczbę funduszy inwestycyjnych?

Odpowiedzią na część tych pytań może być praca K. Dąbrowskiej oraz M. Gruszczyńskiego. Piszą oni, że udział kapitału zagranicznego w funduszach inwestycyjnych jest większy niż w segmentach: bankowym czy ubezpieczeń. Choć fundusze inwestycyjne są jednym z bardziej popularnych sposobów inwestowania pieniędzy w rozwiniętych krajach, to w Polsce na początku zainteresowanie tego typu lokatami było małe⁵. Różnice w modelach transformacji

² J. S o c h a, *Rynek, giełda, inwestycje*, Warszawa: Instytut Naukowo-Wydawniczy OLYMPUS, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu SA 1998, s. 11.

³ Drogi do kapitalizmu scharakteryzowane zostały przez m.in.: L. P. K i n g, I. S z e l e n y i, *Post-Communist Economic Systems*. W artykule tym przedstawiono trzy ścieżki: *from below*, *from above*, *from without*. Wszystkie kraje Europy Środkowowschodniej reprezentują model ostatni – liberalny – bazujący na zachodnim kapitale.

⁴ G. W. K o ł o d k o, *Globalizacja a perspektywy rozwoju krajów postsocjalistycznych*, Toruń: TONiK Dom Organizatora 2001, s. 53.

⁵ K. D ą b r o w s k a, M. G r u s z c z y ń s k i, *Kapitał zagraniczny a transformacja sektora finansowego w Polsce*, Warszawa: PWN 2001, s. 148-149.

nie stanowiły oporu wobec popularności i odnoszenia sukcesów. To właśnie dzięki udziałowi kapitału zagranicznego w instytucjach alternatywnego inwestowania, rynek ten nabrał takiego właśnie rozmachu rozwojowego.

Kolejną rzeczą, ale nie ostatnią, jest pytanie, czy rozwój funduszy inwestycyjnych w danych krajach rzeczywiście uzależniony był od rozwoju giełd narodowych w tym regionie Europy? Czy wartość aktywów netto (WAN) funduszy przypadająca na liczbę mieszkańców we wszystkich krajach dynamicznie wzrastała?

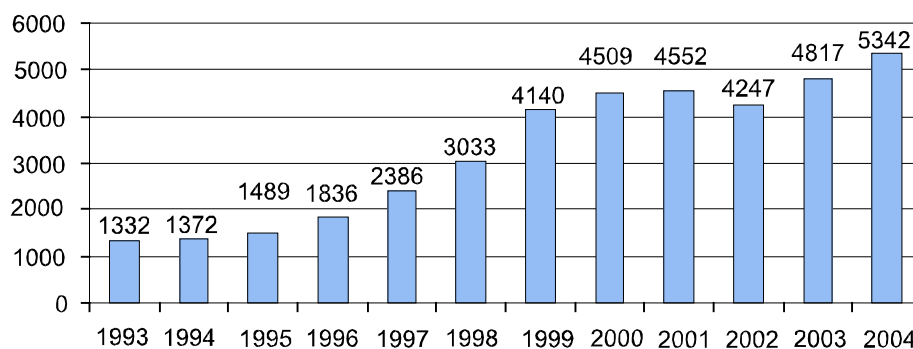
2. POWSTANIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH NA ŚWIECIE I W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWOSCHODNIEJ

Rozwój instytucji wspólnego inwestowania został zapoczątkowany w Wielkiej Brytanii. Podając za M. Al-Kabera: „prekursorem funduszy zbiorowego inwestowania był Robert Fleming – księgowy jednego z zakładów tekstylnych w Szkockim mieście Dundee”. W 1870 r. wyjechał do Ameryki w sprawach związanych z interesami firmy. Po powrocie do kraju Fleming wspólnie z przyjaciółmi otworzył Szkocko-Amerykański Trust Inwestycyjny. Początkowo fundusze określano mianem trustów, ponieważ firmy te zajmowały się papierami wartościowymi, które zostały im powierzone. W ciągu następujących sześćdziesięciu lat Fleming uczestniczył w tworzeniu wielu kolejnych funduszy zbiorowego inwestowania.

Pierwszą falę wzrostu popularności funduszy wspólnego inwestowania można dostrzec w okresie ożywienia giełdy i gospodarki brytyjskiej. Proces ten jednak został zahamowany pod koniec XIX wieku, do czego przyczynił się brak odpowiednich regulacji i nadmierna skłonność do krótkoterminowych, ryzykownych spekulacji. Większość z powstałych funduszy upadła. Nie zdołały się one oprzeć kryzysowi na giełdzie w 1890 r. Ponowne zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi pojawiło się dopiero w pierwszych latach XX wieku. Dzięki wprowadzonym wówczas zmianom w organizacji i zasadach działania brytyjskich funduszy inwestycyjnych, przetrwały one kolejne załamania gospodarcze oraz dekonstrukcję giełdową, w tym także wielki kryzys zapoczątkowany w 1929 r. Lata dwudzieste to także okres popularności usług inwestycyjnych w USA. Rozwój tych instytucji zapoczątkowało utworzenie w 1904 r. pierwszego funduszu zamkniętego, zaś pierwszy amerykański otwarty fundusz powierniczy – Massachusetts Investors Trust – został założony w 1924 r. w Bostonie. U progu wielkiego kryzysu na rynku amerykańskim działało już 400 funduszy, a łączna wartość ich aktywów osiągnęła

3 mld dolarów⁶. Dalszy szybki rozwój nastąpił w latach II wojny światowej oraz po jej zakończeniu.

Przez długi czas instytucje wspólnego inwestowania były domeną anglo-amerykańską. W krajach europejskich oraz Japonii do II wojny światowej długoterminowym lokowaniem środków zajmowały się przede wszystkim banki. Proces rozwoju funduszy inwestycyjnych w tych krajach uległ przyśpieszeniu dopiero w latach pięćdziesiątych XX wieku. Długotrwała dekonjunktura giełdowa lat siedemdziesiątych sprzyjała rozwojowi funduszu rynku pieniężnego. Dzięki wysokiej rentowności fundusze rynku pieniężnego z powodzeniem konkurowały z lokatami bankowymi, a ich sukces rynkowy przyczynił się do powstania innych typów funduszy specjalizujących się w instrumentach dłużnych. Bezprecedensowy rozwój funduszy inwestycyjnych nastąpił w latach dziewięćdziesiątych. W ciągu minionych 75 lat rynek funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych uległ ogromnym przeobrażeniom. Fundusze stały się jedną z najpopularniejszych form inwestowania na całym świecie.



Rys. 1. Poziom wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w krajach Europy w latach 1993-2004 (w mld euro)

Źródło: T. M i z i o ł e k, *Rok 2004 udany dla towarzystw funduszy inwestycyjnych – Europejski rynek funduszy inwestycyjnych 2004 roku*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 5/173(2005), s. 93

W Polsce po przełomie w roku 1989 rynek kapitałowy dopiero się tworzył. Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych dała możliwości prawne na two-

⁶ M. A l - K a b e r, *Rozwój działalności funduszy inwestycyjnych (powierniczych) w Polsce*, „Bank i Kredyt”, październik 2000, s. 37-38.

rzenie się instytucji zbiorowego inwestowania. Pierwszym w Polsce funduszem powierniczym był „Pioneer Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy”, działający od 28 lipca 1992, zarządzany przez Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych Spółka Akcyjna. Był to fundusz zrównoważony⁷.

Węgierskie dane przedstawiają dwustopniowy proces rozwoju opisywanego rynku. Ledwo dostrzegalny wzrost zaobserwowano od początku lat dziewięćdziesiątych do roku 1996, natomiast po tym okresie obserwowano bardzo silną tendencję wzrostową. Pierwszy fundusz inwestycyjny na Węgrzech stworzony został w 1992 r. Aby 10-milionowy kraj przekonał się do tego źródła inwestowania, musiano uporać się z kilkoma trudnościami. Głównie ze stworzeniem dostępnych kanałów dystrybucji⁸. Pozostałe omawiane kraje miały podobne problemy.

Dziś fundusze inwestycyjne, jako instytucje zbiorowego lokowania, spełniają ważną rolę w procesie alokacji kapitału w gospodarce. Ich działalność umożliwia transfer oszczędności osób fizycznych i okresowych nadwyżek podmiotów gospodarczych do podmiotów gospodarczych zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał.

Powołując się na dane Banku Światowego, dotyczące np. wartości aktywów netto (WAN) funduszy inwestycyjnych jako procent PKB, to w Polsce poziom 0,5% w 1993 r. czy 0,34% PKB w roku 1998 nie zapowiadał jeszcze eksplozji inwestycji w aktywa TFI. Natomiast jak pokazują – niżej wykorzystane – dane z roku 2004, udział ten wzrośnie diametralnie. Podobnie z procentowym udziałem WAN w PKB w Czechach i na Węgrzech⁹.

3. PERSPEKTYWY ROZWOJU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWOSCHODNIEJ

Powołując się na dane Europejskiej Organizacji Zarządzających Funduszami Inwestycyjnymi (EFAMA), III kwartał 2003 roku charakteryzował się wzrostem aktywów. Obserwowane to było w 5 krajach z udziałem w europejskim rynku

⁷ K. C i e j p a - Z n a m i r o w s k i, *Rynek kapitałowy w Polsce*, Stalowa Wola: Oficyna Wydawnicza Fundacji Uniwersyteckiej 2000, s. 189.

⁸ Pricewaterhouse Coopers & BAMOSZ. *Implications of the EU Accession the Investment Management Industry In Hungary*. www.bamosz.hu July 2003, s. 6 – Materiały uzyskane ze strony.

⁹ L. K l a p p e r, V. B u l l a, D. V i t t a s, *The development of mutual funds around the world*, „Emerging Markets Review” 5(2004), nr 1(38), s. 14.

nieprzekraczającym 1%. Były to: Słowacja, Norwegia, Finlandia, Lichtenstein i Dania. Pomiędzy styczniem a wrześniem 2004 r. te kraje osiągnęły dwucyfrową stopę wzrostu razem z Polską, Turcją, Luksemburgiem i Irlandią.

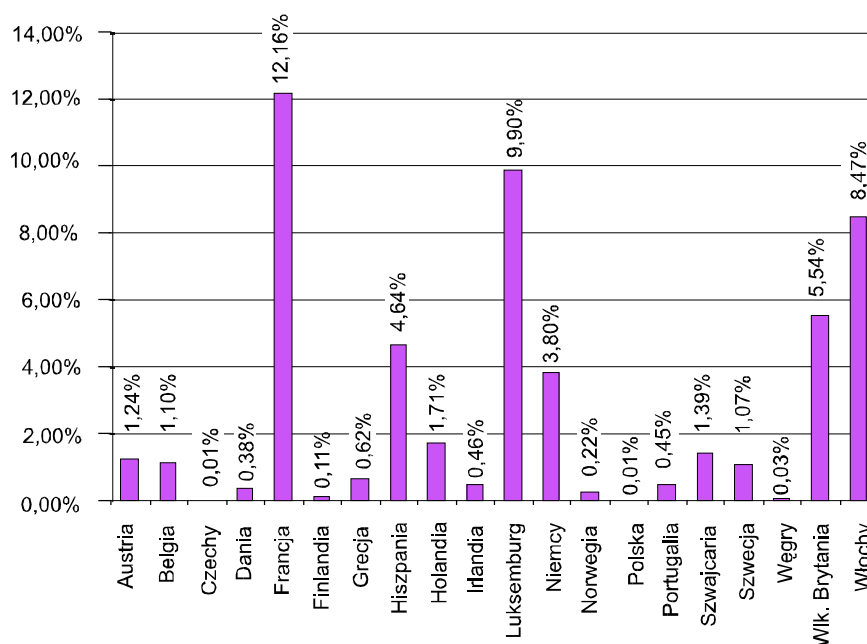
Jednak z krajów grupy wyszehradzkiej w ciągu trzech lat (2002-2004) na najbardziej dynamiczny wzrost zasługuje Słowacja oraz Polska. Aktywa funduszy naszych południowych sąsiadów wzrosły z 397 mln euro w 2002 do 887 mln euro w 2003 r. Daje to ponad 100% wzrost. W okresie następnym niewiele mniej, bo dynamika ta wyniosła 85%. Analogicznie fundusze działające w Polsce zwiększyły swoje aktywa o 27% w roku 2003 i 30% w roku następnym.

Tab. 1. Wartość aktywów netto w poszczególnych krajach Europy oraz ich dynamika zmiany w latach 2002-2004 (w mln euro)

	2004	Dynamika zmiany II	2003	Dynamika zmiany I	2002
Austria	125 289	12,88%	110 996	7,30%	103 444
Belgia	98 785	9,96%	89 837	8,20%	83 029
Czechy	3 590	7,16%	3 350	0,99%	3 317
Dania	77 179	57,72%	48 934	27,80%	38 289
Finlandia	30 805	39,50%	22 082	50,70%	14 653
Francja	1 110 290	10,15%	1 008 000	13,30%	889 673
Grecja	32 985	3,68%	31 813	17,40%	27 098
Hiszpania	237 502	14,48%	207 465	18,60%	174 928
Holandia	86 622	-0,64%	87 182	-12,30%	99 409
Irlandia	434 589	20,13%	361 760	19,00%	304 000
Lichtenstein	10 138	31,65%	7 701	94,22%	3 965
Luksemburg	1 106 222	16,04%	953 302	12,90%	844 377
Niemcy	855 031	3,19%	828 568	9,50%	756 683
Norwegia	22 659	25,17%	18 102	18,01%	15 340
Polska	9 237	30,54%	7 076	27,91%	5 532
Portugalia	31 465	13,56%	27 708	13,30%	24 455
Słowacja	1 641	85,01%	887	123,43%	397
Szwajcaria	83 325	4,63%	79 637	-7,90%	86 468
Szwecja	81 438	14,36%	71 213	26,10%	56 473
Węgry	4 441	26,34%	3 515	-12,80%	4 031
Wielka Brytania	490 969	12,97%	434 601	13,10%	384 263
Włochy	394 394	-1,68%	401 143	5,70%	379 511
Wszystkie fundusze	5 328 596	10,90%	4 804 872	22,58%	3 919 824

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów The European Fund and Asset Management Association dostępnych na stronie www.fefsi.org z dnia 27.03.2006

Jak pokazują dane z EFAMA, wcześniej z FEFSI, trzy kraje – Francja, Luksemburg oraz Niemcy posiadają ok. 60% udziału w europejskim rynku. Za liderami podążają Wielka Brytania i Irlandia. Kraje grupy wyszehradzkiej plasują się na końcu europejskiej listy. Łączna wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w tych krajach w 2002 r. wyniosła 13 277 mln euro,



Rys. 2. Aktywa funduszy inwestycyjnych krajów wchodzących w skład FEFSI jako procent aktywów funduszy inwestycyjnych w USA (wg stanu na koniec grudnia 1998)

Źródło: M. P r o n i e w s k i, A. M. N i e d Ź w i e c k i, *Rynek pieniężny i kapitałowy. Podstawy teorii i praktyki*, Białystok: WSFiZ 2002, s. 85

natomiast rok później było już 14 828 mln euro. W roku 2004 wartość ta szacowana była na 18 909 mln euro. W porównaniu z poziomem wszystkich krajów stanowi to zaledwie 0,35% aktywów netto wszystkich funduszy w krajach europejskich. Tak więc z takimi potęgami, jak Francja czy Luksemburg nie możemy się mierzyć.

W porównaniu z gigantem finansowym, jakim są Stany Zjednoczone, nawet najsilniejsze kraje europejskie muszą uznać wyższość amerykańskich funduszy. Przedstawione na rys. 2 dane nie są zbyt aktualne, ale struktura aktywów jako ułamek aktywów funduszy inwestycyjnych w USA nie zmieniła się zbyt wiele w ostatnich latach.

Tabela 2 ukazuje udział w rynku krajów Europy Środkowowschodniej. Przykładowo – Polska posiadająca rynek wart niewiele ponad 9 mln euro, analogicznie pozostałe wymienione kraje, znajduje się za Turcją, Norwegią, Finlandią, Portugalią i Grecją, czyli krajami „otwartymi” dla obcego kapitału od wielu lat. Aktywa TFI *per capita* w Polsce w ostatnich latach wynosiły 210-240 euro, podczas gdy w Europie Zachodniej jest to ok. 8 tys. euro, a porównując ze Stanami Zjednoczonymi – 21 tys. euro.

Tab. 2. Udział w rynku oraz wartość aktywów netto *per capita* w wybranych krajach Europy Środkowowschodniej

	aktywa netto w 2004 r.	% udział w rynku	(WAN) Wartość aktywów netto <i>per capita</i>	WAN/PKB
Polska	9 237	0,2%	242	3,9
Węgry	4 441	0,1%	439	4,5
Czechy	3 590	0,1%	352	3,4
Słowacja	1 641	0,03%	305	4,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M i z i o ł e k, *Rok 2004 udany dla towarzystw funduszy inwestycyjnych*, s. 93

Węgierski, czeski czy polski rynek obecnie stanowi odpowiednio 0,1-0,2% rynku europejskiego. Nawet jeśli kraje te utrzymają dalej tak dynamiczny wzrost, to upłynie jeszcze czasu, zanim osiągną jednoprocenowy udział, co odpowiadałoby udziałowi np. Danii, która posiada 5 milionów obywateli.

ZAKOŃCZENIE

Temat, który poruszono, wydaje się dziś bardzo aktualny. Podsumowując piętnaście lat tworzenia się systemu kapitalistycznego w tych krajach oraz wejście w tym samym czasie Polski, Czech, Słowacji oraz Węgier do struktur Unii Europejskiej, możemy zadać sobie pytanie, jak będą dalej funkcjonowały istniejące już fundusze inwestycyjne. W jaki sposób mogą przetrwać walkę konkurencyjną w zderzeniu z gigantami alternatywnego inwestowania w papiery wartościowe w zjednoczonej Europie oraz na świecie.

Same fundusze inwestycyjne, które na początku lat dziewięćdziesiątych stały się *novum* instytucjonalnym w wolnych krajach bloku wschodniego,

przeżywają niewątpliwy rozwój. Tendencje ukazujące np. wzrost wartości jednostek uczestnictwa (WAN) funduszy inwestycyjnych w omawianych krajach potwierdzają przedstawioną tu tezę o wspaniałym okresie dla rynku funduszy inwestycyjnych. Jeżeli chodzi o porównanie z giełdami krajów regionu, to trend jest podobny. Kapitalizacja oraz liczba spółek giełdowych rośnie, podobnie jak ilość funduszy. Jednak głównym powodem tego jest coraz śmielsze wchodzenie na regionalny rynek kapitału zachodniego. Rynek funduszy inwestycyjnych jest w fazie rozkwitu i będzie dalej się rozwijał.

BIBLIOGRAFIA

- A l - K a b e r M.: Rozwój działalności funduszy inwestycyjnych (powierniczych) w Polsce, „Bank i Kredyt”, październik 2000.
- C i e j p a - Z n a m i r o w s k i K.: Rynek kapitałowy w Polsce, Stalowa Wola: Oficyna Wydawnicza Fundacji Uniwersyteckiej 2000.
- D a b r o w s k a K., G r u s z c z y ń s k i M.: Kapitał zagraniczny a transformacja sektora finansowego w Polsce, Warszawa: PWN 2001.
- G i e r c z y c k a J.: Transformacja systemowa w Polsce, Czechach i Słowacji. Analiza porównawcza, w: Socjologia gospodarki: rynek, instytucje, zarządzanie, red. K. Konecki [i in.], Łódź: Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Kupieckiej 2002.
- K i n g L. P., S z e l e n y i I.: Post-Communist Economic Systems, w: N. S m e l l s e r, R. S w e d b e r g, Handbook of Economic Sociology, wyd. II, Princeton: Princeton University Press 2005.
- K l a p p e r L., B u l l a V., V i t t a s D.: The development of mutual funds around the world, „Emerging Markets Review” 5(2004), nr 1(38).
- K o ł o d k o G. W.: Globalizacja a perspektywy rozwoju krajów postsocjalistycznych, Toruń: TONiK Dom Organizatora 2001.
- M i z i o ł e k T.: Rok 2004 udany dla towarzystw funduszy inwestycyjnych – Europejski rynek funduszy inwestycyjnych 2004 roku, „Nasz Rynek Kapitałowy” 5/173(2005).
- P r o n i e w s k i M., N i e d Ź w i e c k i A. M.: Rynek pieniężny i kapitałowy. Podstawy teorii i praktyki, Białystok: WSFiZ 2002.
- S o c h a J.: Rynek, giełda, inwestycje, Warszawa: Instytut Naukowo-Wydawniczy OLYMPUS, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu SA 1998.
- The European Fund and Asset Management Association www.fefsi.org

DYNAMICS OF MUTUAL FUNDS INDUSTRY'S DEVELOPMENT
IN MIDDLE-EAST EUROPE COUNTRIES

S u m m a r y

After the economic transformation in post-communism countries institutions of capital market were setting up, among which there were mutual funds. Ways to achieve capitalism system in several countries of Central-Eastern Europe were different and likewise conditions of the development of mutual funds. Similarities connected with dynamics of development are visible in four countries of a region: Poland, Czech Republic, Slovakia and Hungary.

Considering the FEFSI data, we can observe development delay in comparison to the rest of European countries. This is due to rather late entering of corporate investment institutions into markets of the countries mentioned. The second conclusion concerns their extensive development in the not much noticeable period of mutual funds functioning. However, in the second half of the 90's in most countries of a Poland, Czech Republic, Slovakia and Hungary region a boom in alternative investment products took place.

The data presented in this work shows our region as a very dynamic in terms of development pace, although in the race for European assets we are at the back.

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, rynek kapitałowy.

Key words: mutual funds, capital market.