

DOI: 10.4467/29567610PIB.24.023.20790

dr Elżbieta Ważna

Pomorska Szkoła Wyższa w Starogardzie Gdańskim

ORCID: 0000-0002-9174-4376

WPŁYW KRYZYSU FINANSOWEGO I JEGO ODDZIAŁYWANIE NA BEZPIECZEŃSTWO RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE

THE IMPACT OF THE FINANCIAL CRISIS AND ITS INFLUENCE ON THE SECURITY OF THE INVESTMENT FUND MARKET IN POLAND

Streszczenie

Kryzys finansowy, który wybuchł w 2007 roku, miał ogromny wpływ na globalne rynki finansowe, w tym na polski rynek funduszy inwestycyjnych. W czasie gdy wiele państw borykało się z recesją i spadkiem zaufania do sektora finansowego, Polska, jako jeden z nielicznych krajów w Unii Europejskiej, zdołała uniknąć poważnej recesji. Głównym celem niniejszego artykułu jest analiza wpływu kryzysu finansowego na bezpieczeństwo rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, z uwzględnieniem zmian w regulacjach prawnych oraz zachowań inwestorów w okresach kryzysów. W ramach badania przeprowadzono również szczegółową analizę czynników, które mogą wpłynąć na stabilność funduszy.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, fundusze inwestycyjne, stabilność, cykle

Summary

The financial crisis that erupted in 2007 had a huge impact on global financial markets, including the Polish investment fund market. At a time when many countries were facing recession and a decline in confidence in the financial sector, Poland, as one of the few countries in the European Union, managed to avoid a serious recession. The main purpose of this article is to analyze the impact of the financial crisis on the security of the investment fund market in Poland, taking into account changes in legal regulations and investor behavior during crises. The study conducted detailed analysis of factors that may affect the stability of the funds.

Keywords: financial crisis, investment funds, stability, cycles

Wstęp

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 roku, wywarł znaczący wpływ na rynki finansowe na całym świecie, w tym na rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce. Podczas gdy wiele krajów zmagало się z recesją i spadkiem zaufania do instytucji finansowych, Polska, jako jeden z nielicznych krajów Unii Europejskiej, uniknęła głębokiej recesji. Najbardziej odczuły to rynki finansowe krajów wysoko rozwiniętych, ponieważ to one poprzez swój rozwój i zasięg miały nieograniczony dostęp do instrumentów, których rynek się załamał. Niektóre kraje, jak na przykład Grecja, w wyniku recesji stanęły na krawędzi bankructwa. Instytucje finansowe gospodarek wschodzących, do których należy między innymi Polska, nie odczuły bezpośrednich strat z tytułu inwestycji w te instrumenty, w związku z mniejszą ich popularnością oraz dostępnością. Niemniej jednak, rynek funduszy inwestycyjnych doświadczył w tym okresie wielu zawirowań i zmian w zachowaniach inwestorów. W ciągu kilku ostatnich lat, inwestorzy zmuszeni byli do przemyślenia swojej strategii, co wpłynęło na zmiany w strukturze funduszy oraz ich wyniki. Kryzys finansowy pokazał również duże znaczenie dywersyfikacji portfela inwestycyjnego oraz wpływu regulacji państwowych na działalność funduszy. Szczególną uwagę należy zwrócić na fakt, jak globalne zjawiska przekładają się na lokalny rynek funduszy inwestycyjnych¹.

Głównym celem niniejszego artykułu jest analiza wpływu kryzysu finansowego na bezpieczeństwo rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, z uwzględnieniem zmian w regulacjach prawnych oraz zachowań inwestorów w okresach kryzysów. Szczególną uwagę zwrócono również na czynniki, które mogą wpłynąć na stabilność funduszy. W trakcie pisania postanowiono zweryfikować następującą hipotezę badawczą: Kryzys finansowy przyczynił się do spadku zaufania inwestorów, co skutkowało odpływem kapitału z funduszy inwestycyjnych.

W artykule wykorzystano metodę literatury opisowej. Podstawę dla teoretycznych rozważań stanowiła krytyczna ocena literatury naukowej, poświęconej problematyce funduszy inwestycyjnych i kryzysów finansowych. Dokonano charakterystyki kryzysów finansowych oraz ich wpływu na bezpieczeństwo rynku funduszy w Polsce. Pomocna okazała się literatura krajowa i zagraniczna oraz źródła ze stron internetowych i dane GUS.

1 *Raport o stabilności systemu finansowego*. Narodowy Bank Polski 2015, (dostęp z dnia 10.08.2024) www.nbp.pl

Pojęcie i rodzaje kryzysów finansowych

Na wstępie należy zauważyć, iż w dobie globalizacji, której wzrost można zaobserwować, zasadniczo zmieniają się dotychczasowe relacje ekonomiczno-gospodarcze, zarówno w Polsce, jak i na świecie. Jednakże każdy kryzys ma swoją specyfikę i choć wiele jest cech wspólnych, to trudno byłoby znaleźć dwa identyczne kryzysy. Zjawiska kryzysowe są coraz częstszym obszarem dyskursu naukowego. Rozważania nad kryzysem finansowym, powiązaniem ściśle z kryzysem gospodarczym, należy rozpocząć od próby określenia tegoż terminu.

Termin kryzys z języka greckiego „κρίση” definiuje, w sensie ogólnym, zmaganie się i walkę, w której konieczne jest działanie pod presją czasu. J. Tokarski ukierunkowuje pojęcie ekonomiczne kryzysu finansowego, twierdząc, iż jest to załamanie wzrostu gospodarczego jak i faza cyklu gospodarczego, charakteryzująca się gwałtownym i dużym zmniejszeniem produkcji, realnych dochodów społeczeństwa jak i wzrostem bezrobocia². Kryzys finansowy oznacza zaburzenie funkcjonowania rynków finansowych, któremu towarzyszą zazwyczaj spadek cen aktywów jak i upadłości dłużników oraz pośredników, co powoduje niezdolność rynków do alokowania kapitału w gospodarce. W przypadku międzynarodowego kryzysu finansowego załamania przekraczają granice narodowe, zakłócając zdolność rynków do alokowania kapitału w skali międzynarodowej³. Ch. Kindleberger twierdzi, iż kryzysem finansowym jest swoisty przeciwyklicyzm czyli, innymi słowy – dekonjunktura⁴.

W opinii V. Sundarajana oraz T. Balio, kryzys finansowy to zjawisko, w którym znaczna grupa instytucji finansowych posiada aktywa o wartości rynkowej niższej od ich zobowiązań. Prowadzi to do runu bądź przesunięć w ich portfelach, upadku niektórych instytucji finansowych i interwencji rządu. Z kolei F.S. Mishkin określa kryzys finansowy jako sytuację, w której pojawiają się poważne zakłócenia na rynku finansowym. Objawiają się one znacznym spadkiem cen aktywów jak i upadłością wielu instytucji finansowych oraz niefinansowych. Cechy kryzysu finansowego podane w wyżej wskazanych definicjach można uznać za kluczowe⁵.

Ponadto, kryzys finansowy określa sytuację, w której znaczna grupa instytucji finansowych ma zobowiązania przekraczające wartość rynkową ich aktywów, co prowadzi do runu na banki oraz innych przesunięć w portfelach, upadłości niektórych instytucji finansowych jak i interwencji rządu⁶. Kryzysem finansowym definiuje się w literaturze przedmiotu najczęściej sytuację, w której

2 Ibidem, s. 21–22.

3 Ibidem, s. 23.

4 M. Lubiński, *Analiza koniunktury i badanie rynków*, Elipsa, Warszawa 2002, s. 77.

5 J. Kaleta, *Perspektywy wyjścia z kryzysu*, KAW, Warszawa 1996, s. 9.

6 <https://www.pwc.pl/pl/publikacje/raport-kryzysowy.pdf> z dnia 26.06.2024.

zachodzą gwałtowne zmiany na danym rynku finansowym. Przeważnie są one poprzedzone niedostateczną płynnością, a dokładniej wypłacalnością danych podmiotów rynkowych. Zjawisko kryzysu finansowego związane jest także ze spadkiem produkcji bądź pogłębiającym się występowaniem tegoż spadku.⁷ Warto zauważyć, iż na przykład Międzynarodowy Fundusz Walutowy uznaje kryzys finansowy, jako zjawisko, w którym znaczna grupa instytucji finansowych posiada aktywa o wartości rynkowej niższej od ich zobowiązań, natomiast następstwem tejszy niszy są przesunięcia w ich portfelach, oraz tym samym upadek niektórych instytucji finansowych, i również interwencje rządu. Kryzysem finansowym nazywa się także poważne załamanie struktur gospodarczo-ekonomicznych. Natomiast systemowy kryzys finansowy (z angielskiego systemic financial crisis) określa potencjalnie poważne zaburzenia na rynkach finansowych, powodujące niezdolność do ich efektywnego funkcjonowania, co może znacząco negatywnie oddziaływać na gospodarkę realną⁸.

Wśród kryzysu finansowego można wymienić także kryzys bankowy. O wystąpieniu kryzysu bankowego decyduje zaistnienie jednocześnie kilku czynników. Mogą to być między innymi zmiany koniunktury danej gospodarki, boom inwestycyjny lub też kredytowy. Przedsiębiorcy i klienci indywidualni, chcący osiągnąć jak największy zysk, podejmują się inwestycji długoterminowych, w nadziei na utrzymanie dobrej koniunktury gospodarczej. Często tak napędzana koniunktura nie odwzorowuje realnej wartości poczynionych inwestycji na rynku papierów wartościowych bądź w sferze realnej gospodarki, a zwłaszcza na rynku nieruchomości. Prowadzić to może do załamania się rynku inwestycyjnego. Mając świadomość wzrastającego kryzysu finansowego, inwestorzy jak najszybciej próbują odstąpić od poczynionych inwestycji, automatycznie powodując falę spadków wartości instrumentów, w które zainwestowali⁹.

Kryzys systemu finansowego jest z kolei powiązany z niewydolnością całego systemu finansowego, w tym rynku papierów wartościowych oraz instytucji zaopatrujących rynek papierów wartościowych w środki pieniężne to jest banków, funduszy inwestycyjnych oraz emerytalnych. Kryzys systemu finansowego to ciąg niekorzystnych zdarzeń, będących efektem wielu złożonych czynników polityczno-gospodarczych oraz ekonomiczno-społecznych.

Do najpopularniejszego kryzysu finansowego należy zaliczyć kryzys walutowy. Kryzys walutowy jest poważnym naruszeniem pozycji równowagi gospodarczej, powstałym na skutek utraty zaufania rezydentów (to jest obywa-

7 <https://www.pwc.pl/pl/publikacje/raport-kryzysowy.pdf> z dnia 26.06.2024.

8 A. Malinowski, *Kryzys finansowy - przypadek czy konieczność? - Wyjaśnienie teoretyczne genezy kryzysu*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach”, Seria: Administracja i Zarządzanie nr 85/ 2010, s. 148.

9 A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 45-51.

teli danego kraju, podmiotów gospodarczych z siedzibami w danym kraju jak i nierezydentów to jest cudzoziemców, podmiotów gospodarczych z siedzibami w innych krajach) do stabilności waluty danego kraju. Bezpośrednim skutkiem utraty opisanego powyżej zaufania jest spadek kursu waluty krajowej, gdyż obywatele wymieniają walutę krajową na zagraniczną, jak i podmioty gospodarcze zaczynają preferować inwestycje finansowe w innych krajach. W tym zakresie można wyróżnić kryzysy:¹⁰

1. Pierwszego rodzaju – główną przyczyną pojawiania się ich było przyjęcie nieprawidłowej polityki makroekonomicznej, która była nie do pogodzenia ze stałym bądź sztywnym kursem walutowym. Prowadziło to do nadmiernego oraz niekontrolowanego zwiększania inflacji, a następnie problemów z utrzymaniem kursu w określonym przedziale wahań. Główną przyczyną powstania kryzysu jest czynnik wewnętrzny w postaci niewłaściwej polityki fiskalnej.
2. Drugiego rodzaju – który zakładał stosowanie kursu stałego z wąskim przedziałem wahań. Powstawały zatem problemy z utrzymaniem kursu w tym rejonie, co stwarzało sprzyjające zjawisko do przeprowadzenia ataku spekulacyjnego na walutę, który to z kolei był bezpośrednim czynnikiem wystąpienia kryzysu. Kryzysy drugiej generacji są zatem wywoływane, w odróżnieniu od poprzednich, poprzez czynnik zewnętrzny w postaci ataku spekulacyjnego.
3. Trzeciego rodzaju – kryzysy należące do tej grupy powiązane były z nadwyżką budżetową jak i niską inflacją, toteż pojawienie się kryzysu było dużym zaskoczeniem zarówno dla inwestorów, oraz dla agencji ratingowych. Kryzysy te, głównie azjatyckie były następstwem złego działania elementów mikroekonomicznych, to jest przedsiębiorstw, a w szczególności banków, które podejmowały przesadne ryzyko w związku udzielanymi kredytami. Kryzysy te podobnie, jak kryzysy pierwszej generacji, wywoływane są przez czynnik wewnętrzny.

Kryzysem walutowym definiuje się również zjawisko masowej wyprzedaży waluty krajowej i aktywów w niej wyrażonych. Powoduje to silną presję na deprecjację waluty krajowej oraz w efekcie prowadzi do skokowego spadku nominalnego kursu walutowego, bądź utraty rezerw walutowych w przypadku obrony kursu walutowego przez władze monetarne tego kraju¹¹.

Kolejnym ważnym rodzajem kryzysu finansowego jest kryzys bankowy. Kryzys bankowy oznacza zjawisko, w którym zaburzenia gospodarki w zakresie

10 *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, pod red. J. Rymarczyk, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 91–93.

11 R. Bartkowiak, *Modele wzrostu gospodarczego w ramach nurtu keynesowskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH”, z. 15/2000, s. 139–158.

finansowym skłaniają te banki do zawieszenia regulowania ich zobowiązań. W tymże kontekście banki względnie zmuszają rząd do działań na dużą skalę, aby temu zapobiec¹². Kryzysem finansowym określa się sytuację, kiedy to system bankowy danego kraju nie jest w stanie wypełniać swej funkcji kredytowej, a wszystkie bądź część banków jest niewypłacalna oraz wstrzymują regulowanie zobowiązań. W tejże sytuacji rząd zazwyczaj udziela bankom dużego wsparcia finansowego, po to aby zapobiec pogłębieniu kryzysowej sytuacji. W przeszłości kryzys bankowy był przeważnie występującym kryzysem finansowym w gospodarce¹³.

Należy podkreślić, że istnieje taka możliwość, iż jednocześnie będzie występował kryzys bankowy oraz kryzys walutowy. Dzieje się tak, kiedy banki z danego kraju zaciągają kredyty w obcej walucie, a uzyskane pieniądze zostają przeznaczone na zakup krajowych papierów wartościowych, które są wyżej oprocentowanych niż zaciągnięty kredyt. W przypadku nagłej deprecjacji waluty krajowej następuje kryzys, ponieważ fundusze uzyskane z zakupionych papierów wartościowych nie wystarczają na pokrycie zagranicznego długu. Kryzys bankowy, w przeciwieństwie na przykład do walutowego, jest ciężko dostrzegalny w początkowym stadium. Wynika to z tajemnicy bankowej, obejmującej dokonywane operacje bankowe, jak i z tuszowania niewypłacalności dłużników banku, przez udzielanie kolejnych kredytów na uregulowanie zadłużeń. Do najczęstszych przyczyn powstawania kryzysu bankowego należą między innymi:¹⁴

- spadek wartości akcji, obligacji oraz innych papierów wartościowych posiadanych przez banki,
- złe kredyty,
- korupcja,
- upolitycznienie działalności banków,
- gwałtowne załamanie kursu waluty (kryzys walutowy).

Warto dodać, iż kryzys bankowy może zacząć się od runu na banki. Jest to zjawisko masowego żądania klientów zwrotu ich wkładów przez banki, powodując upadłość poszczególnych banków bądź całego systemu bankowego, w wyniku zadziałania efektu domina. Run na banki wynika z braku zaufania klientów do banków i jest on spowodowany powszechnym przekonaniem o złej kondycji banków. Klientom wydaje się, iż jest to ostatnia szansa odzyskania pieniędzy. Kryzys bankowy może zostać złagodzony nadwyżką budżetową,

12 M. Kalecki, *Z ostatniej fazy przemian kapitalizmu*, PWN, Warszawa 1998, s. 29.

13 W. Szymański, *Interesy i sprzeczności globalizacji: wprowadzenie do ekonomii ery globalizacji*, Difin, Warszawa 2004, s. 152-154.

14 *Ibidem*, s. 155.

umożliwiająca udzielenie rządowej pomocy finansowej bankom, co jest bardzo kosztowne dla gospodarki danego kraju¹⁵.

O kryzysie finansowym według M. Blauga można mówić wówczas, gdyż spełniony jest przynajmniej jeden z czterech następujących sytuacji:¹⁶

- stosunek aktywów nierealizowalnych do aktywów ogółem w systemie bankowym przekracza 10%,
- koszt operacji ratunkowej wynosi minimum 2% PKB,
- problemy sektora bankowego są efektem nacjonalizacji banków na szeroką skalę,
- występuje nasilony run na banki bądź są stosowane środki nadzwyczajne takie jak: zamrożenie depozytów, wydłużenie dni wolnych i powszechne gwarancje depozytów przez rząd w odpowiedzi na kryzys.

Kolejnym rodzajem kryzysu finansowego jest kryzys zadłużeniowy. Kryzys zadłużeniowy, zwany także kryzysem zadłużenia zagranicznego, jest to sytuacja, w której dany kraj nie jest w stanie spłacać swego zagranicznego zadłużenia. Kryzys ten oznacza stan powyższy niezależnie od tego czy dług ten jest suwerenny bądź prywatny. Jeżeli taki stan jest przejściowy, to mówi się o kryzysie płynności, gdy zaś jest trwały, to wówczas nazywa się go kryzysem niewypłacalności. Trudności ze spłatą długu mogą być spowodowane krótkoterminową utratą płynności (na przykład w następstwie nagłego wstrzymania dopływu kapitału bądź jego raptownego odpływu, gwałtownego wzrostu kosztów importu lub spadku wpływów z eksportu) albo długookresową utratą wypłacalności, która najczęściej ma podłoże strukturalne oraz oznacza, iż kraj nigdy nie będzie w stanie spłacić swego zadłużenia¹⁷.

Należy podkreślić, że doświadczenia kryzysów finansowych ostatnich dekad wskazują, iż przyczyny ich zaistnienia były odmienne. Jednak w większości przypadków wiązały się one jednocześnie z niedostosowaniem krajowych rynków finansowych oraz prowadzonej polityki ekonomicznej do sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym. Szczególnie podatne na te sytuacje kryzysowe były kraje rozwijające się¹⁸.

Determinanty kryzysu finansowego 2007–2013 w Polsce i na świecie

Początku kryzysu finansowego można doszukiwać się w przełomie lat 2007–2008, jednakże jego korzenie sięgają okresu wcześniejszego. Natomiast jego konsekwencje prawdopodobnie odczuwalne będą jeszcze przez długie

15 D. Hübner, M. Lubiński, W. Małecki, Z. Matkowski, *Koniunktura gospodarcza*, PWE, Warszawa 1994, s. 65.

16 M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa 2000, s. 728.

17 *Kryzysy bankowe: przyczyny i rozwiązania*, pod red. M. Iwanicz-Drozdowska, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 35.

18 J. Kaleta, *Perspektywy wyjścia z kryzysu*, KAW Warszawa 2006, s. 9.

lata. Sytuacja obecna na rynku jest czymś znacznie poważniejszym niż tymczasowy oraz krótkotrwały spadek poziomu aktywności gospodarczej, jak i bezwzględnego poziomu produkcji mierzonej tradycyjnie produktem brutto. Współczesny kryzys gospodarczy określany jest za najbardziej rozległy w okresie powojennym, który stanowi życie już trzech pokoleń. Zaznaczyć należy, iż początek pierwszej dekady XXI wieku charakteryzowała poprawa koniunktury i umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego. Przez pierwsze 3 lata dziesięciolecia produkt światowy brutto wzrósł razem o 9,7%, a więc średniorocznie o 3,2% (kolejno w latach 2001, 2002, i 2003 o 2,4, 3,0 oraz 3,9%). Widoczna poprawa światowej koniunktury gospodarczej uwidoczniła się w następnych latach, a zwłaszcza w okresie 2005–2007 poprzedzającym kryzys finansowy, kiedy poziom produktu światowego brutto wzrósł o 15,6%, a więc średniorocznie o 5% (w latach 2005, 2006, 2007 po kolei o 4,9, 5,0 oraz 5,0%)¹⁹.

Początek kryzysu finansowego rozpoczął się spadkiem przyrostu produktu światowego brutto do 2,8% w roku 2008 względem 5% w roku 2007. W kolejnym 2009 roku poziom produkcji światowej spadł do zaledwie 0,7% mimo załamania światowej gospodarki, jednakże było to także spowodowane wzrostem produkcji w dużych krajach o wyłaniających się rynkach. W skutek dynamicznego rozwoju gospodarczego na przestrzeni lat 2001–2006, przede wszystkim rynków wschodzących, w 2007 roku pokazały się pierwsze przejawy przegrzania gospodarki, co wyraziło się poprzez: nieadekwatne moce produkcyjne w relacji do popytu, presję inflacyjną, ograniczenia w dostępności wykwalifikowanej siły roboczej, oraz rosnący deficyt handlowy. Warto dodać, iż w sytuacji normalnego cyklu koniunkturalnego w tych warunkach następuje spowolnienie rozwoju gospodarczego, a w dalszej kolejności powrót do dynamiki adekwatnej potencjałowi gospodarczemu. Jednakże występująca w tym czasie poważna nierównowaga na rynku nieruchomości zdestabilizowała ten proces²⁰.

Wśród kluczowych czynników, które doprowadziły do wybuchu globalnego kryzysu gospodarczego zalicza się nadmierną skłonność do ryzyka, która związana była z sukcesywną obniżką stóp procentowych FED, jak i również chęcią maksymalizacji zysków przez inwestorów. Niskie oraz spadające sukcesywnie stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, od 2001 roku wpłynęły na wzrost liczby kredytów hipotecznych, udzielonych przez banki na zakup nieruchomości mieszkalnych, a tym samym doprowadziły one do dynamicznego wzrostu ich cen. Co więcej, wzrost zainteresowania na nieruchomości mieszkalne w Stanach Zjednoczonych spowodowany był przez złagodzenie kryteriów oceny ze strony kredytodawców, tzn. kredyty udzielane były osobom

19 S. Bednarczyk, S. Bukowski, J. Misala, *Współczesny kryzys gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009, s. 9.

20 R. Wilczyński, *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego*, [w:] W. Małecki, *Globalny kryzys finansowy, a polska gospodarka*, Vizja Press & IT, Warszawa 2009, s. 96.

o słabej bądź niezadawalającej historii kredytowej, a było to związane z dużym ryzykiem bankowym. Dodatkowo do brania kredytów hipotecznych zachęcały niskie wstępne stopy procentowe, które zaczęły dynamicznie rosnąć po zakończeniu okresu początkowego, co czyniło je atrakcyjnymi dla kredytobiorców ustanawiających nową hipotekę²¹.

W tejże sytuacji nastąpił intensywny wzrost rynku kredytów o podwyższonym ryzyku, co spowodowało zjawisko sekurytyzacji kredytów hipotecznych, a więc proces polegający na przerzuceniu odpowiedzialności ryzyka kredytowego ze strony kredytodawców na stronę inwestorów. Wzrost stóp procentowych, przede wszystkim w latach 2006–2007 w Stanach Zjednoczonych, z jednoczesnym spadkiem cen nieruchomości spowodował, iż znaczna grupa kredytobiorców o podwyższonym ryzyku nie była w stanie spłacać pobranych przez siebie kredytów w sytuacji zwiększonych odsetek. Szczególne problemy z uregulowaniem pobranych zobowiązań kredytowych mieli kredytobiorcy o podwyższonym ryzyku, ponieważ zostali przytłoczeni podwyżkami²². Poprzez to, tzw. bańka spekulacyjna na rynku kredytów hipotecznych zaczęła powoli pękać w drugiej połowie 2007 roku, gdy to banki zaczęły informować o poniesieniu wielkich strat, jak i również o zagrożeniu bankructwem. Do końca 2007 roku swoją niewypłacalność ogłosiło kilkadziesiąt banków. Pogarszająca się jednocześnie koniunktura gospodarcza skłoniła FED do dużej obniżki stóp procentowych (do poziomu 2% w 2007 roku), a także przyznania bankom pożyczek łącznie na sumę 41 mld USD²³. Jednakże najtrudniejsze momenty dla rynków finansowych miały miejsce w 2008 roku, kiedy to w marcu upadł amerykański bank o nazwie Bear Stearns. Natomiast inne banki: Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers oraz Citigroup uznane zostały za potencjalnie zagrożone bankructwem, a w związku z tym dokapitalizowane przez państwo. Pomimo tego wsparcia Lehman Brothers oraz Merrill Lynch ogłosiły swoją upadłość, a największy ubezpieczyciel AIG i instytucje finansowe rynku ubezpieczeniowego USA, Fannie Mae i Freddie Mac zostały przejęte przez państwo²⁴.

Na skutek drastycznego rozprzestrzeniania się kryzysu finansowego rząd amerykański zdecydował o podjęciu następnych działań interwencyjnych. W październiku 2008 roku wprowadzono tzw. plan Paulsona, którego celem było dokapitalizowanie sektora finansowego na kwotę 700 mld USD. Na skutek upadłości kilku istotnych banków, a także rosnącego ryzyka upadłości następnych wystąpił poważny kryzys zaufania na rynku międzybankowym. Spadająca

21 G. Kołodko, *Świat na wyciągnięcie myśli*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2010, s. 82.

22 Ibidem, s. 83–91.

23 J. Adamiec, P. Russel, *Światowy kryzys gospodarczy a sektor przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w Polsce*, [w:] *Kryzys finansowy wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo Sejmowe, pod red. Adamiec J., PWN, Warszawa 2009, s. 7.

24 J. Rymarczyk, *Globalny kryzys finansowy*, [w:] *Między kryzysem a współpracą gospodarczą*, pod red. M. Lasoń, Oficyna Wydawnicza AFM, Kraków 2010, s. 17–19.

płynność na tym rynku, a także spadająca konsumpcja oraz produkcja, wzrost zarówno bezrobocia, jak i zadłużenia spowodowały, iż FED zdecydował o obniżce poziomu stóp procentowych do bardzo niskich poziomów, a mianowicie w grudniu 2008 roku było to tylko 0,25%²⁵.

Kolejnym negatywnym skutkiem ograniczonej podaży kredytu przez banki był spadek sprzedaży samochodów. W 2009 roku rząd amerykański w celu uchronienia motoryzacyjnych potentatów Chrysler'a oraz General Motors przed upadłością, zdecydował o wzmocnieniu tych korporacji na kwotę kilkunastu mld USD. Zarówno w sektorze bankowym oraz motoryzacyjnym nastąpiła drastyczna redukcja etatów. W samym 2008 roku pracę straciło aż 2,6 mln osób i był to najgorszy wynik od czasu drugiej wojny światowej, a stopa bezrobocia wyniosła wówczas 7%. Na problemy w pogrążonej kryzysem gospodarce pod koniec września 2008 roku drastycznymi spadkami zareagował amerykański indeks giełdowy Dow Jones Industrial Average, który to spadł w ciągu jednej sesji o około 7%. Indeksy Standards & Poor's oraz NASDAQ odnotowały spadek o około 9% (był to największy spadek jednosesyjny od 21 lat). W związku ze spadkiem tempa wzrostu PKB, w większości krajów świata, w 2008 roku oraz niekorzystnymi prognozami na przyszłość nastąpił spadek cen surowców, a zwłaszcza ropy naftowej i miedzi²⁶.

Warto zauważyć, iż jednym z powodów pogłębiania się kryzysu w USA we wrześniu oraz październiku 2008 roku był spadek zaufania inwestorów zagranicznych do amerykańskiego rynku, którzy to podejmowali decyzje o podjęciu inwestycji w innych rejonach świata. Jak się jednak potem okazało pozostałe rynki świata, choć nieco później także uległy turbulencjom, czego konsekwencją był powrót kapitału zagranicznego do USA pod koniec 2008 roku oraz lekkie złagodzenie wciąż pogarszającej się sytuacji gospodarczej. Po okresie umiarkowanego wzrostu w I półroczu (o 0,9% w I kw. oraz 2,9% w II kw.) dochód narodowy (PKB) Stanów Zjednoczonych, obniżył się w III kw. 2008 r. o 0,5%, i w IV kw. o 6,4%, co było największym kwartalnym spadkiem PKB notowanym w gospodarce amerykańskiej od 1982 r. W konsekwencji dochód narodowy USA wzrósł w 2008 r. tylko o 1,1% tj. znacznie mniej niż w 2007 r. (2,0%) oraz w roku 2006 (2,8%). W 2009 roku w związku z niezadawalającymi wynikami działań naprawczych zainicjowanych w roku poprzednim przez administrację Prezydenta Busha, nowa administracja Prezydenta Obamy i FED zdecydowali o podjęciu kolejnych działań mających na celu pobudzenie amerykańskiej gospodarki²⁷.

25 Ibidem, s. 20-21.

26 B. Prosser, *Globalny kryzys finansowy*, „FIN-FOCUS” nr 5/2010, s. 12-13.

27 A. Małkiewicz, *Kryzys. Polityczne, ekologiczne i ekonomiczne uwarunkowania*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2010, s. 35-41.

W lutym 2009 roku ustalono program działań antykryzysowych tj. ARRA (American Recovery and Reinvestment Act) opiewający na kwotę 787 mld USD. Program ten przewidywał wdrożenie ulg podatkowych oraz zasiłków i sfinansowanie przez państwo wielu programów inwestycyjnych między innymi: w zakresie służby zdrowia, edukacji oraz modernizacji infrastruktury energetycznej. Rząd amerykański podjął również zabiegi, które miały na celu wsparcie właścicieli domów mających kłopoty ze spłatą na czas kredytów. Pomoc polegała na złagodzeniu warunków spłaty kredytów, jak i również ograniczeniu aukcji oraz licytacji domów zajętych przez banki za niespłacone kredyty. Obniżono wysokość miesięcznej raty kredytu do poziomu 31% dochodów właściciela oraz rozłożono w czasie spłatę pozostałej części kredytu²⁸.

W 2009 roku nastąpił także spadek konsumpcji Amerykanów, co wiązało się z redukcją zatrudnienia, oraz ich poważnym zadłużeniem osobistym. W związku z trudną sytuacją finansową gospodarstwa domowe skupiały się bardziej na oszczędzaniu niż na wydatkach. W 2009 roku udało się zrealizować część ambitnych założeń ARRA. Jednym z nich było pobudzenie gospodarki, która to w trzecim kwartale odnotowała wzrost. W pierwszym kwartale 2009 roku spadek PKB Stanów Zjednoczonych był nadal duży (-5,4%), jednak w drugim kwartale zmniejszył się znacznie do -0,7%. W III kwartale 2009 roku odnotowano wzrost o 2,3%, a w IV kwartale w porównaniu z III kwartałem o 5,79%. Pogorszeniu uległa wówczas sytuacja na rynku pracy. Bezrobocie rosło sukcesywnie w kolejnych miesiącach roku by w ostatnim kwartale 2009 roku wynieść około 10%²⁹.

W początkowym stadium kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, sytuacja gospodarcza krajów Europy Zachodniej wydawała się być korzystna, jednak z biegiem czasu ulegała zmianie. Wraz z rozwojem kryzysu za oceanem, Europa coraz bardziej odczuwała jego skutki. Banki europejskie w porównaniu do amerykańskich prowadziły w przeszłości nieco bardziej odpowiedzialną politykę, dzięki czemu przetrwały najtrudniejszą fazę kryzysu z niewielkimi startami, choć nie obyło się bez kilku bankructw. Do największych bankrutów zaliczyć należy banki: belgijsko-holenderski Fortis, brytyjski Royal Bank of Scotland oraz irlandzki Anglo-Irish Bank. Największe kłopoty napotkały Islandię, w której załamał się cały system bankowy. Natomiast w Wielkiej Brytanii znacjonalizowany został bank Northern Rock, który jak się później okazało zbyt dużo zainwestował w amerykańskie obligacje hipoteczne. Rząd brytyjski postanowił również udzielić pożyczki bankom, znajdującym się w trudnej sytuacji finansowej oraz przejął udziały części z nich. W Niemczech ustalono

28 Ibidem, s. 42.

29 W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009, s. 55-63.

pakiet ratunkowy dla banku Hypo Real Estate. Rządy w wielu krajach Europy Zachodniej postanowiły udzielić wsparcia sektorowi finansowemu. Pakiety ratunkowe przygotowane przez Wielką Brytanię, Francję, Austrię, Niemcy, Włochy i Portugalię przewidywały udzielenie wsparcia na kwotę 1,85 bln EUR w postaci gwarancji, pożyczek oraz dokapitalizowania dla banków³⁰.

Warto zauważyć, iż największe skutki kryzysu znalazły swoje odzwierciedlenie w sferze realnej gospodarki. Wzrost PKB w UE-15 w 2008 roku wyniósł tylko 0,3%, by rok później spaść do poziomu - 4,2%. Szczególnie dotkliwy spadek PKB odnotowała Irlandia, której gospodarka skurczyła się w latach 2008 oraz 2009 o odpowiednio - 3,5%, i - 7,6%. Nieciekawie wyglądał spadek wskaźnika PKB w Niemczech będących motorem napędowym gospodarki UE. Niemiecka gospodarka skurczyła się w 2009 roku o - 4,8%. Spośród krajów EFTA najdotkliwszy spadek PKB odnotowano w Islandii, gdzie wyniósł - 6,7%³¹.

Poszczególne kraje odczuły kryzys w różnym stopniu i często największe kłopoty osiągały te kraje, które w okresie przedkryzysowym pręźnie się rozwijały. W związku z bardzo szybko rozprzestrzeniającym się na całą gospodarkę kryzysem spadała produkcja przemysłowa, eksport oraz sprzedaż detaliczna, jak i również wzrosło bezrobocie³². Spośród wszystkich krajów Europy Zachodniej najbardziej drastyczne skutki kryzysu finansowego odczuły: Grecja, Irlandia, Hiszpania i Islandia³³. Kryzys w krajach Europy Zachodniej związany był częściowo poprzez zastosowanie przez niektóre korporacje podobnych metod, jakie zniszczyły gospodarkę Stanów Zjednoczonych. Kryzys bezpośrednio przechodził do Europy ze Stanów Zjednoczonych na skutek spadku wymiany handlowej z tym krajem, a pośrednio poprzez spadek handlu z Chinami, które mniej kupowały w Europie oraz zmniejszyły eksport ze Stanami Zjednoczonymi. W przechodzeniu kryzysu ze Stanów Zjednoczonych na obszar Europy Zachodniej główną rolę odegrały czynniki charakterystyczne dla kraju bądź grupy krajów. Biorąc pod uwagę kraje uprzemysłowione, szczególnie wrażliwe na szoki zewnętrzne okazały się Hiszpania i Irlandia, których rynek nieruchomości był prowadzony podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, a deficyt budżetowy w 2008 roku przekroczył 5%. Kryzys islandzki - podobnie jak amerykański - miał swe podwaliny w złej polityce banków³⁴.

Silne powiązania finansowe krajów europejskich ze Stanami Zjednoczonymi, spowodowały przepływ do wielu krajów Europy Zachodniej bodźców kryzy-

30 W. Stankiewicz, *Historia myśli ekonomicznej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 10-13.

31 W. Pędziwiatr, *Oblicze kryzysu gospodarczego w Polsce - próba oceny w świetle badań empirycznych. Ekonomiczne problemy usług*, „Zeszyty Naukowe”, Uniwersytet Szczeciński, nr (43)569/2010, s. 21-28.

32 Ibidem, s. 32.

33 Dokument, *Sytuacja gospodarcza w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Islandii, Estonii, na Litwie i Łotwie oraz w Polsce - skutki kryzysu*, Kancelaria Senatu Biuro Analiz i Dokumentacji, Warszawa 2010, s. 9-11.

34 R. Wilczyński, *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego*, [w:] *Globalny kryzys finansowy, a polska gospodarka*, pod red. W. Małecki, Vizja Press & IT, Warszawa 2010, s. 45-61.

sowych. Portfele kredytowe zachodnio europejskich instytucji finansowych zawierały toksyczne aktywa związane z podpisywaniem transakcji z partnerami amerykańskimi. Na skutek tego w Europie Zachodniej wystąpiły, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych załamania na rynkach finansowych. Europejskie instytucje finansowe charakteryzowała większa awersja do ryzyka niż ich amerykańskich odpowiedników, aczkolwiek nie wszystkie. Kryzys w Europie zaczął się nieco później oraz był przede wszystkim pokłosiem negatywnych wieści ze Stanów Zjednoczonych, nie mniej jednak jego skutki były porównywalne, tj. utrata zaufania między bankami oraz instytucjami ratingowymi, zahamowanie działalności kredytowej, jak i obniżka realnej produkcji. Zarówno Stany Zjednoczone oraz Europa Zachodnia pogrążyły się w głębokiej recesji, co najlepiej oddawały spadające poziomy wskaźników PKB, rosnące bezrobocie i spadek popytu konsumpcyjnego oraz inwestycyjnego. W celu uspokojenia sytuacji na światowych rynkach finansowych podjęto odpowiednie działania zarówno w Stanach Zjednoczonych oraz wielu krajach zachodnioeuropejskich. Owe działania koncentrowały się przede wszystkim na podwyższaniu gwarancji w stosunku do indywidualnych wkładów bankowych, oraz na zaostrzeniu kontroli nad rynkami finansowymi³⁵.

Należy przy omawianiu tematu determinantów kryzysu finansowego 2007–2014, który notabene trwa nadal, istotnym wydaje się podkreślić, iż coraz silniej zintegrowana z gospodarką europejską gospodarka polska nie mogła uchronić się przed następstwami kryzysu, który dotknął jej głównych partnerów gospodarczych. Polska okazała się jednak dość odporna na kryzysowe zagrożenia. Skutki światowego kryzysu finansowego póki co nie są zbyt dotkliwe dla Polski. Nie spowodowały one bowiem jak dotąd poważniejszych zaburzeń w funkcjonowaniu sektora finansów publicznych. Spowolnienie gospodarcze spowodowało jednak utratę przez budżet państwa polskiego części planowanych dochodów, a wywołana czynnikami leżącymi poza polską gospodarką deprecjacja złotego znacznie powiększyła nasze zadłużenie zagraniczne (w ujęciu złotowym). Problemy, z jakimi walczy dziś sektor finansów publicznych spowodowane są w dużej mierze nie tylko skutkami światowego kryzysu, ale też zaniechaniami w reformowaniu tego sektora. To, czego nie zrobiono w dobrych warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego, trzeba będzie prawdopodobnie realizować teraz, w sytuacji znacznie mniej sprzyjającej takim przedsięwzięciom³⁶.

Rozważając kluczowe determinanty kryzysu finansowego 2007–2014 zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie, a tym samym w Polsce

35 W. Misiąg, *Budżetowe skutki kryzysu światowego systemu finansowego*, „Ekonomia i finanse”, nr 3/2010, s. 21–25.

36 K. Szymański, *Referat wprowadzający Instytutu Badań nad Gospodarką do e-debaty. Konsekwencje kryzysu zadłużenia w strefie euro dla europejskiego i polskiego sektora bankowego*, Projekt realizowany we współpracy z Fundacją Konrada Adenauera w Polsce, listopad 2012, s. 18–21.

należy zauważyć, iż źródło perturbacji finansowo-gospodarczych utożsamiać trzeba z agresywną polityką neoliberalną, marginalizującą rolę państwa oraz jego regulacji w gospodarce narodowej. Kumulacja w jednym okresie wielu politycznych, społecznych oraz gospodarczych uwarunkowań, nakładających się na siebie w specyficzny sposób spowodowała spotęgowanie kryzysogennych zjawisk czy procesów, możliwych wyłącznie w przypadku charakterystycznej dla modelu neoliberalnego kompilacji wartości, instytucji i polityki. Kryzys finansowy rozpoczął się zatem od perturbacji w sferze finansowej, aby następnie dynamicznie przeniknąć do sfery realnej gospodarki, na skutek czego nastąpiło gwałtowne załamanie produkcji światowej, a wiele krajów doświadczyło zapaści gospodarczej³⁷.

Wpływ kryzysu finansowego na sytuację polskiego rynku funduszy inwestycyjnych

Lata 1992–2007 były latami nieprzerwanego rozwoju europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, mierzonego zarówno liczbą funkcjonujących funduszy, jak i wielkością zarządzanych przez nie aktywów, niezakłóconego lokalnymi kryzysami finansowymi, które wystąpiły w krajach azjatyckich (1997) i Rosji (1998). Na dynamikę rozwoju europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, w niewielkim stopniu wpłynęły także okresy bessy na rynku akcji, w tym bessa lat 2000–2001, związana z pęknięciem bańki internetowej. Wspólną cechą wyżej wskazanych okresów było to, że przyczyny kryzysów lat 1997, 1998 oraz pęknięcia bańki internetowej leżały poza gospodarkami państw europejskich. Były one wyłącznie pośrednio dotknięte konsekwencjami ograniczającymi poziom wzrostu gospodarczego, związanymi z ograniczeniem wymiany handlowej (kryzys azjatycki i rosyjski) czy zahamowaniem wzrostu gospodarki amerykańskiej skutkującym wzrostem bezrobocia i awersji do ryzyka, a wynikającego z wykrycia manipulacji finansowych³⁸.

Rok 2008 przyniósł globalny kryzys finansowy, którego geneza wiąże się z problemami amerykańskich instytucji kredytowych, powodowanymi krachem kredytów subprime oraz gwałtownym spadkiem wartości papierów dłużnych, emitowanych w transakcjach sekuryzacyjnych w oparciu o portfele hipoteczne³⁹.

W całym 2008 roku nieustannie notowano przez fundusze spadki poziomu zgromadzonych aktywów (także w istotnym stopniu poprzez wycofywanie zgromadzonych tam środków), stopy zwrotu czy w końcu liczby klientów korzystających z usług Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Na koniec 2008 r. wartość aktywów zarządzanych przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych

37 S. Marek, A. Wieczorek-Szymańska, *Przyczyny i przewidywane skutki kryzysu finansowego XXI wieku*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 21/2011, s. 10–12.

38 G. Borkowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej...*, op. cit., s. 281.

39 P. Niedziółka, *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa...*, op. cit., s.77.

wynosiła 73,7 mld PLN, co oznacza ich spadek w całym roku o 60 mld PLN⁴⁰. Z tak dużym spadkiem aktywów funduszy inwestycyjnych mieliśmy do tej pory do czynienia tylko w 1994 r., a zatem na samym początku ich funkcjonowania w Polsce. Wówczas zanotowano spadek aktywów netto o 51%. Jednak wtedy w naszym kraju funkcjonowało zaledwie jedno Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych, a aktywa jedyne go funduszu inwestycyjnego kształtowały się na poziomie 1,4 mld PLN. Tak duży spadek wartości aktywów funduszy w 2008 r., był spowodowany dwoma czynnikami⁴¹:

1. Gwałtownie malejące wyceny udziałowych papierów wartościowych, znajdujących się w portfelach inwestycyjnych funduszy. Kilkudziesięcioprocentowe spadki głównych indeksów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (od połowy 2007 r. do połowy 2009 r. WIG zniżył się o 54,0% a WIG20 o 50,5%, natomiast od października 2007 r. do lutego 2009 r. spadki te wynosiły odpowiednio 65,6% i 64,6%), w połączeniu z bardzo agresywnym profilem inwestycji, dokonywanych przez Polaków na rynku funduszy inwestycyjnych i będącym tego konsekwencją bardzo wysokiego zaangażowania tych podmiotów na warszawskiej giełdzie sprawiły, iż tylko z tego powodu wartość części akcyjnej portfeli funduszy zmalała w analizowanym okresie o około 40 mld zł.
2. Odływ środków finansowych z instytucji wspólnego inwestowania, w kierunku znacznie mniej ryzykownych instrumentów finansowych, głównie depozytów bankowych, ale także obligacji skarbowych i produktów strukturyzowanych. Według danych IZFiA łączne saldo nabyć i odkupień jednostek uczestnictwa było w analizowanym okresie ujemne i wynosiło (-25,4 mld zł).

Klientów traciły wszystkie Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych i niemal wszystkie typy funduszy. Jednakże największe spadki zanotowały fundusze akcyjne. Wartość ich aktywów zmniejszyła się blisko o 60%⁴². Już w styczniu 2008 odczuły one gwałtowne spadki cen akcji na giełdach oraz masowe odkupienia jednostek dokonywane przez klientów. W tym samym czasie zwiększył się natomiast udział w rynku funduszy bardziej bezpiecznych, czyli dłużnych oraz gotówkowych i rynku pieniężnego. Wraz z zapoczątkowaną w 2009 roku hossą, aktywa krajowych funduszy inwestycyjnych powróciły na ścieżkę dynamicznego wzrostu i w 2012 zwiększyły się o 30,89 mld zł. Był to największy w ujęciu nominalnym wzrost WAN od 2007 roku i trzeci

40 Raport Izby Zarządzającej Aktywami i Funduszami Inwestycyjnymi, 2008 r.

41 S. Marek, A. Wieczorek-Szymańska, *Przyczyny i przewidywane skutki kryzysu finansowego XXI wieku*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 21/2011, s. 126.

42 W. Dębski, A. Grodecka, *Polskie fundusze inwestycyjne w okresie bessy na przykładzie funduszy akcyjnych i obligacyjnych - zagrożenie czy szansa na dalszy rozwój*, „Rynek finansowy w erze zawirowań”, Wyd. Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej Lublin 2009, s. 147.

największy w historii – wyższe odnotowano jedynie w 2006 r. (37,6 mld zł) i w 2007 r. (35,0 mld zł)⁴³.

W ciągu dwóch ostatnich lat pozytywnej koniunktury na rynku akcji, w wyniku dość istotnych rozbieżności w zachowaniu się poszczególnych segmentów rynku, w strukturze aktywów zaszło również kilka istotnych zmian. Przede wszystkim swój wieloletni prym straciły fundusze mieszane, w wyniku czego pod koniec 2010 roku najistotniejszą kategorią funduszy zostały produkty akcyjne. Produktom tym powierzono łącznie 32,2 mld PLN, czyli 27,6% zainwestowanych środków. Z kolei aktywa funduszy mieszanych, w okresie lat 2009–2010 wzrosły o prawie +22% do ponad 30,4 mld PLN. Trzecią siłą na polskim rynku były tym razem fundusze dłużne, zarządzające aktywami na poziomie 16,7 mld PLN (14,4%). Co ciekawe, podczas trwania giełdowych wzrostów z ostatnich dwóch lat, jednym z segmentów, którego aktywa rosły w najbardziej dynamicznym tempie, były fundusze o najniższym poziomie ryzyka, czyli pieniężne i gotówkowe. Wartość środków zgromadzona w tych produktach, rosła szczególnie szybko w 2010 roku, kiedy to zyskała blisko +76%, kończąc rok na poziomie 15,3 mld PLN.

Warto zwrócić uwagę na fakt, iż wielu inwestorów ulokowało swoje środki za pośrednictwem funduszy otwartych. Zostali oni bowiem zachęcani wysokimi stopami zwrotu, osiąganymi przez te fundusze w latach 2004–2007, które były relatywnie korzystniejsze w porównaniu z lokatami bankowymi, możliwością wyboru określonej strategii inwestycyjnej oraz względnie niskim poziomem kosztów inwestycyjnych (koszty transakcyjne i manipulacyjne), które na szybko rosnącym rynku finansowym stały się jednym z elementów gry rynkowej. Jak wiemy, fundusze otwarte charakteryzują się prostą procedurą zakupu oraz umorzenia jednostek uczestnictwa, a ceny zakupu tych jednostek nie są tak wysokie jak certyfikatów inwestycyjnych⁴⁴.

Okazuje się jednak, że w okresie wrzesień–listopad 2008 większość środków wycofywana była właśnie z funduszy otwartych, które, mimo tego, wciąż mają największe znaczenie na polskim rynku instytucji zbiorowego inwestowania. Pomimo rosnącej popularności funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce, ich liczba wciąż jest mała, a zgromadzone przez nie aktywa są zasadniczo mniejsze od poziomu zebranego przez fundusze otwarte. Jednakże w roku 2008 fundusze zamknięte charakteryzowały się większą stabilnością poziomu Wartości Aktywów Netto, ponieważ ich oferta skierowana jest przede wszystkim do zamożnej grupy inwestorów, których stać na wykupienie jednego certyfikatu w cenie nawet kilkuset tyś. PLN (dla przykładu, cena pojedynczego certyfikatu inwestycyjnego Opera FIZ wynosiła w kwietniu 2008 r. 200 000 PLN).

43 Raport Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami, 12.03.2013, Warszawa, 2012 s.4.

44 Ibidem s.148.

Uczestnicy funduszy zamkniętych w mniejszym zakresie wycofywali środki powierzone zarządzającym w Towarzystwach Funduszy Inwestycyjnych. Wynika to m.in. z faktu, iż uczestnicy funduszy zamkniętych brali pod uwagę wyższe ryzyko inwestycyjne, którym obarczone są certyfikaty inwestycyjne. Ponadto nie bez znaczenia jest fakt, iż certyfikaty te mają zdecydowanie niższą płynność aniżeli możliwość umorzenia jednostki uczestnictwa. Mimo, że zbycie certyfikatu na rynku wtórnym jest możliwe, to transakcja ta nie należy do najłatwiejszych zwłaszcza w okresie giełdowych spadków. Nie bez znaczenia jest także poziom wiedzy na temat funkcjonowania rynku finansowego oraz doświadczenie inwestorów decydujących się na pomnażanie środków poprzez fundusze zamknięte. Nie oznacza to, że fundusze zamknięte uniknęły skutków spadków na rynku finansowym. Dla przykładu, znany na rynku fundusz Opera Fundusz Inwestycyjny Zamknięty w ciągu 2008 r. utracił blisko 67% wartości swoich aktywów. Nie jest to jednak wynik odosobniony, gdyż stratę Wartości Aktywów Netto zanotowała większość funduszy zamkniętych, działających na rodzimym rynku (tak polskich, jak i zagranicznych).

Kryzys finansowy w istotny sposób wpłynął na preferencje Polaków odnośnie do sposobu oszczędzania wolnych środków finansowych. Znalazło to odzwierciedlenie nie tylko w spadku udziału funduszy inwestycyjnych, w rynku oszczędności gospodarstw domowych ale także w samej strukturze ich uczestników. Według danych NBP, w okresie od czerwca 2007 r. do grudnia 2008r. udział gospodarstw domowych (łącznie z instytucjami niekomercyjnymi działającymi na rzecz gospodarstw domowych) zmniejszył się o 14,3 pkt. proc. Ta grupa uczestników okazała się najbardziej wrażliwa na pogarszającą się sytuację, na rynku giełdowym oraz spadające wyceny tytułów uczestnictwa funduszy i w największym stopniu zredukowała swoje zaangażowanie na rynku instytucji wspólnego inwestowania. Rok 2009 przyniósł poprawę wyników trwającą do 2012, gdzie odnotowano wzrost 14,0 proc do 15,6 proc⁴⁵.

Nagły spadek zainteresowania ofertą funduszy inwestycyjnych oraz zniżająca wartość zarządzanych aktywów netto determinowały również sposób funkcjonowania, a w szczególności wyniki finansowe firm zarządzających – towarzystw funduszy inwestycyjnych. Potwierdzeniem malejącego zainteresowania funduszami są przede wszystkim dane Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami o wartości nabyć (sprzedaży) jednostek uczestnictwa. Podczas gdy w drugim półroczu 2007 r. średnia miesięczna wartość nabyć wyniosła 10,9 mld zł, w 2008 r. zmniejszyła się do 7,6 mld zł, w pierwszych dwóch miesiącach 2009 r. zaś do zaledwie 3,4 mld zł. W efekcie suma opłat manipulacyjnych (są one pobierane najczęściej przy nabyciu jednostek uczestnictwa,

45 T. Miziołek, *Wpływ kryzysu finansowego na rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce, Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009, s.168.

także w ramach zleceń konwersji i zamiany) zmniejszyła się ze 185,4 mln zł w drugim półroczu 2007 r. do zaledwie 54,9 mln zł w pierwszym półroczu 2008 r., czyli aż o 70,4%.

Nieco inaczej sytuacja przedstawiała się w przypadku drugiego podstawowego składnika przychodów Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych – wynagrodzenia za zarządzanie, które jest naliczane na podstawie wielkości aktywów funduszy. Spadek przychodów z tego tytułu okazał się znacznie mniejszy niż w przypadku opłaty manipulacyjnej – w analogicznym okresie wyniósł on 24,2% (spadek z 2 054 mln zł do 1 556 mln zł). Było to spowodowane przede wszystkim stopniowym obniżaniem się poziomu aktywów netto, których wartość przez całe drugie półrocze mimo rozpoczętego trendu spadkowego oscylowała pomiędzy 130 a 145 mld zł (czyli sięgała rekordowych historycznie poziomów), a przez większą część pierwszego półrocza 2008 r. (do końca maja) wynosiła jeszcze ponad 100 mld zł. Znaczący spadek stałego wynagrodzenia za zarządzanie był zatem widoczny dopiero w drugim półroczu 2008 r., kiedy to średnia miesięczna wartość zarządzanych aktywów spadła do ok. 81 mld zł. Wpłynęła na to także zmiana struktury rodzajowej funduszy – malejący udział funduszy pobierających najwyższe wynagrodzenie za zarządzanie (akcji i zrównoważonych) oraz rosnący udział funduszy obciążonych niższymi stawkami tej opłaty (dłużne, gotówkowe i rynku pieniężnego). Należy też podkreślić, iż w 2008 r., z powodu ujemnych stóp zwrotu wielu funduszy, Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych nie uzyskały zapewne żadnych przychodów z tytułu zmiennego wynagrodzenia za zarządzanie uzależnionego od wyników inwestycyjnych. Tymczasem rok wcześniej, dzięki bardzo dobrym wynikom inwestycyjnym, osiąganym w pierwszym półroczu 2007 r., część towarzystw osiągnęła z tego tytułu znaczące przychody⁴⁶.

Łączna wartość przychodów Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych 2008 r. wynosiła 1 626 mln i zmniejszyła się w stosunku do drugiego półrocza 2007 r. o 30,5%, w stosunku zaś do pierwszego półrocza 2007 r. o 21,5%⁴⁷. W tej sytuacji towarzystwa zmuszone były do zdecydowanej redukcji kosztów. Zmalały one w pierwszej połowie 2008 r. o 30,7% wobec drugiej połowy 2007 r. i o 22,0% wobec pierwszej połowy 2007 r.⁴⁸ Ograniczenie kosztów nastąpiło przede wszystkim w pozycjach związanych z wynagrodzeniami podmiotów dystrybuujących tytuły uczestnictwa⁴⁹.

46 Ibidem s.169.

47 Według danych KNF, obliczonych na podstawie sprawozdań miesięcznych towarzystw, przychody ogółem Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w pierwszej połowie 2008 r. wynosiły 1 573,5 mln zł i zmniejszyły się w stosunku do 2007 roku o 26,09%

48 Według danych KNF w pierwszych sześciu miesiącach 2008 r. były niższe o 27,97% w porównaniu z tym samym okresem roku poprzedniego

49 Sytuacja finansowa towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2007 r. i w I półroczu 2008 r., KNF, Warszawa 2008, s.6.

Pogarszająca się sytuacja finansowa Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w 2008 r. musiała znaleźć odzwierciedlenie zarówno w decyzjach ich akcjonariuszy, odnośnie do perspektyw tego rodzaju działalności na polskim rynku, jak i w działaniach operacyjnych samych towarzystw. W pierwszym przypadku najbardziej spektakularnym wydarzeniem była rezygnacja z zarządzania funduszami przez SEB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych, które działało na tym rynku od 1999 r.⁵⁰. Niewątpliwą przyczyną takiej decyzji był wyraźny spadek zysków towarzystwa (według informacji prasowych w listopadzie 2008 r. mogło ono nawet stracić rentowność) wywołany przede wszystkim spadkiem wartości aktywów, zarządzanych przez funduszy (od połowy 2007 r. do końca 2008 r. zmniejszyły się one o 66%).

Podsumowanie

Skutki kryzysu finansowego na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, w okresie od połowy 2007 r. do końca 2009 r., widoczne były przede wszystkim w drastycznym spadku wartości aktywów netto, zarządzanych przez te podmioty, zmianie struktury rodzajowej rynku oraz w pogorszeniu się wyników finansowych towarzystw funduszy inwestycyjnych. Skala tych zmian okazała się na tyle istotna (w szczególności dotyczyło to wielkości środków ulokowanych w funduszach inwestycyjnych), iż powrót do stanu z początku 2007 r. to z pewnością nie kwestia najbliższych kilku czy kilkunastu miesięcy, ale wielu lat. Wymagało to będzie przede wszystkim przywrócenia zaufania do instytucji wspólnego inwestowania wśród milionów Polaków, którzy powierzyli im swoje oszczędności w okresie giełdowej hossy, a podczas bessy niejednokrotnie utracili większą część zainwestowanych środków finansowych. Odzyskanie wiarygodności nie będzie możliwe bez trwałej poprawy koniunktury na rynkach kapitałowych (w szczególności na GPW w Warszawie), konsekwentnego zaangażowania TFI w akcję edukacyjno-informacyjną, dotyczącą funduszy inwestycyjnych (zwłaszcza w zakresie towarzyszącego tego rodzaju inwestycjom ryzyka) oraz zmiany sposobu sprzedaży tych produktów finansowych⁵¹.

Podsumowując należy podkreślić, że cel został w pełni osiągnięty oraz została potwierdzona zakładana hipoteza badawcza, ponieważ kryzysy miały, mają i będą miały miejsce na rynkach finansowych i w sferze realnej gospodarki. Procesy globalizacyjne, z jednej strony mogą przyspieszyć dynamikę rozprzestrzeniania się kryzysowych zjawisk, z drugiej strony mogą one sprawić, że czas trwania kryzysów może być skutecznie ograniczony. Osobną

50 23 lutego podpisana została umowa przyjęcia tego przedsiębiorstwa przez Opera TFI.

51 T. Miziołek, *Wpływ kryzysu finansowego na rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce, Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej Lublin 2009, s. 172.

kwestią dyskusyjną pozostaje coraz powszechniejsze użycie wyrafinowanych instrumentów pochodnych oraz standardy sprawozdawczości finansowej. Jeżeli te kategorie zostaną usystematyzowane i będą podlegały wnikliwej kontroli, można mieć nadzieję, że w przyszłości walka z kryzysami będzie jeszcze skuteczniejsza. Nie bez znaczenia jest również niejednolity system społeczno-ekonomiczno-polityczny występujący w poszczególnych państwach zaliczanych do liderów światowej gospodarki⁵².

Długotrwałość i głębokość kryzysu finansowego przyniosły daleko idące konsekwencje dla wszystkich, którzy powierzyli środki funduszom, jak i dla menadżerów zarządzających funduszami. W okresie hossy znacznie łatwiej jest skonstruować portfel inwestycyjny, przynoszący dochody niż w okresie spadków permanentnych spadków. Kryzys finansowy wydaje się swego rodzaju papierkiem lakmusowym dla umiejętności inwestycyjnych kadry menadżerskiej, decydującej o polityce inwestycyjnej. To potwierdza konieczność przeprowadzenia badania empirycznego, którego wyniki umożliwią zweryfikowanie efektywności inwestycyjnej funduszy w okresie kryzysu. Umożliwi to identyfikację funduszy inwestycyjnych, których menadżerowie wykazali się większą sprawnością w podejmowaniu efektywnych decyzji inwestycyjnych, gwarantujących jeśli nie generowanie zysku, to przynajmniej ograniczenie straty. Takie badanie wymaga odrębnej analizy efektywności, w obrębie grup funduszy charakteryzujących się zbliżonym poziomem ekspozycji na ryzyko i podobną strukturą budowanych portfeli inwestycyjnych. Przedmiotowe badanie zostanie przedstawione w czwartym rozdziale niniejszej pracy.

52 A. Paździor, *Kryzys finansowy i jego skutki dla gospodarki...*, op.cit. s.165.

Bibliografia

1. Adamiec J., Russel P., *Światowy kryzys gospodarczy a sektor przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w Polsce*, [w:] *Kryzys finansowy wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo Sejmowe, pod red. Adamiec J., PWN, Warszawa 2009.
2. Bartkowiak R., *Modele wzrostu gospodarczego w ramach nurtu keynesowskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH”, z. 15/2000.
3. Bednarczyk S., Bukowski S., Misala J., *Współczesny kryzys gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009.
4. Blaug M., *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa 2000.
5. Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
6. Dębski W., Grodecka A., *Polskie fundusze inwestycyjne w okresie bessy na przykładzie funduszy akcyjnych i obligacyjnych – zagrożenie czy szansa na dalszy rozwój, Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wyd. Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009.
7. Hübner D., Lubiński M., Małecki W., Matkowski Z., *Koniunktura gospodarcza*, PWE, Warszawa 1994.
8. Kalecki M., *Z ostatniej fazy przemian kapitalizmu*, PWN, Warszawa 1998.
9. Kaleta J., *Perspektywy wyjścia z kryzysu*, KAW, Warszawa 2006.
10. Kaleta J., *Perspektywy wyjścia z kryzysu*, KAW, Warszawa 1996.
11. Kołodko G., *Świat na wyciągnięcie myśli*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2010.
12. *Kryzysy bankowe: przyczyny i rozwiązania*, pod red. M. Iwanicz-Drozdowska, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
13. Lubiński M., *Analiza koniunktury i badanie rynków*, Elipsa, Warszawa 2002.
14. Malinowski A., *Kryzys finansowy – przypadek czy konieczność? – Wyjaśnienie teoretyczne genezy kryzysu*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach”, Seria: Administracja i Zarządzanie nr 85/ 2010.
15. Małkiewicz A., *Kryzys. Polityczne, ekologiczne i ekonomiczne uwarunkowania*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2010.
16. Marek S., A. Wieczorek-Szymańska A., *Przyczyny i przewidywane skutki kryzysu finansowego XXI wieku*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 21/201.
17. Marek S., Wieczorek-Szymańska A., *Przyczyny i przewidywane skutki kryzysu finansowego XXI wieku*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 21/2011.
18. *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, pod red. J. Rymarczyk, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
19. Misiąg W., *Budżetowe skutki kryzysu światowego systemu finansowego*, „Ekonomia i finanse”, nr 3/2010.
20. Miziołek T., *Wpływ kryzysu finansowego na rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce, Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009.
21. Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009
22. Pędziwiatr W., *Oblicze kryzysu gospodarczego w Polsce – próba oceny w świetle badań empirycznych. Ekonomiczne problemy usług*, „Zeszyty Naukowe”, Uniwersytet Szczeciński, nr (43)569/2010.
23. Pędziwiatr W., *Oblicze kryzysu gospodarczego w Polsce – próba oceny w świetle badań empirycznych. Ekonomiczne problemy usług*, „Zeszyty Naukowe”, Uniwersytet Szczeciński, nr (43)569/2010.

24. Prosser B., *Globalny kryzys finansowy*, „FIN-FOCUS” nr 5/2010.
25. Raport Izby Zarządzającej Aktywami i Funduszami Inwestycyjnymi, 2008 r
26. Rymarczyk J., *Globalny kryzys finansowy*, [w:] *Między kryzysem a współpracą gospodarczą*, pod red. M. Lasoń, Oficyna Wydawnicza AFM, Kraków 2010.
27. S. Marek, A. Wieczorek-Szymańska, *Przyczyny i przewidywane skutki kryzysu finansowego XXI wieku*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 21/2011, s. 126.
28. Stankiewicz W., *Historia myśli ekonomicznej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
29. Szymański K., *Referat wprowadzający Instytutu Badań nad Gospodarką do e-debaty. Konsekwencje kryzysu zadłużenia w strefie euro dla europejskiego i polskiego sektora bankowego*, Projekt realizowany we współpracy z Fundacją Konrada Adenauera w Polsce, listopad 2012.
30. Szymański K., *Referat wprowadzający Instytutu Badań nad Gospodarką do e-debaty. Konsekwencje kryzysu zadłużenia w strefie euro dla europejskiego i polskiego sektora bankowego*, Projekt realizowany we współpracy z Fundacją Konrada Adenauera w Polsce, listopad 2012.
31. Misiąg W., *Budżetowe skutki kryzysu światowego systemu finansowego*, „Ekonomia i finanse”, nr 3/2010.
32. Szymański W., *Interesy i sprzeczności globalizacji: wprowadzenie do ekonomii ery globalizacji*. Difin, Warszawa 2004.
33. Wilczyński R., *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego*, [w:] *Globalny kryzys finansowy, a polska gospodarka*, pod red. W. Małecki, Vizja Press & IT, Warszawa 2010.
34. Wilczyński R., *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego*, [w:] *Globalny kryzys finansowy, a polska gospodarka*, pod red. W. Małecki, Vizja Press & IT, Warszawa 2010.
35. Wilczyński R., *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego*, [w:] W. Małecki, *Globalny kryzys finansowy, a polska gospodarka*, Vizja Press & IT, Warszawa 2009.

Netografia

1. <https://www.pwc.pl/pl/publikacje/raport-kryzysowy.pdf> z dnia 26.06.2024.
2. <https://www.pwc.pl/pl/publikacje/raport-kryzysowy.pdf> z dnia 26.06.2024.
3. www.nbp.pl, Raport o stabilności systemu finansowego, Narodowy Bank Polski 2015, (dostęp z dnia 10.08.2024)