

Łukasz Kempa

Rynek funduszy inwestycyjnych na świecie po wystąpieniu kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA

Ekonomiczne Problemy Usług nr 43, 121-133

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

*ŁUKASZ KEMPA**

**RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH NA ŚWIECIE
PO WYSTĄPIENIU KRYZYSU NA RYNKU KREDYTÓW
HIPOTECZNYCH W USA**

Wstęp

Fundusze inwestycyjne odgrywają znaczącą rolę w funkcjonowaniu gospodarek światowych. Stanowią one elastyczny instrument pozwalający na przepływ kapitału między inwestorami indywidualnymi i instytucjonalnymi, dając jednocześnie możliwość finansowania inwestycji realizowanych przez różne podmioty gospodarcze. Ze względu na wciąż zwiększające się znaczenie tego instrumentu w artykule przedstawiono reakcję największych światowych rynków funduszy po wystąpieniu kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA w 2008 r.

Analiza tego segmentu rynku finansowego pozwala także wyciągnąć wnioski, które będą mogły posłużyć do próby oceny przyszłego kształtowania się dalszych tendencji rozwojowych oraz do oceny możliwości wyjścia gospodarek światowych z kryzysu finansowego.

Geneza kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA

Kryzys finansowy powstaje, gdy mamy do czynienia z silnymi zaburzeniami w systemie finansowym, które wywołują w konsekwencji spadek produkcji lub

* Łukasz Kempa – mgr, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamięckiego w Katowicach.

powodują dalsze jego pogłębianie¹. Natura i charakter kryzysów gospodarczych uległa znacznej zmianie po drugiej wojnie światowej, co było wynikiem przede wszystkim prowadzenia polityki antycyklicznej i interwencjonizmu. Występujące wcześniej załamania w gospodarce charakteryzowały się łagodniejszym przebiegiem, któremu towarzyszyła inflacja (później stagflacja), a także przeważnie wzrost wymiany handlowej². Analizując podobne zdarzenia z przeszłości, należy zwrócić uwagę, że występowanie kryzysu finansowego może mieć swe źródło w trzech systemach: giełdowym, walutowym lub bankowym. Z punktu widzenia niniejszego artykułu szczególnie istotny wydaje się zwłaszcza ten ostatni, w nim bowiem należy się doszukiwać początku kryzysu na rynku kredytów hipotecyjnych w USA.

Kryzys bankowy ma miejsce, gdy następuje utrata stabilności systemu bankowego, powodująca zagrożenie niewypłacalności banków³. Symptomami zbliżającego się niebezpieczeństwa są wzrost zagrożonych należności i pojawianie się strat w tym sektorze. Zdecydowana większość wydarzeń z przeszłości potwierdza, że kryzysy finansowe zostały wywołane niespłacalnością kredytów, których udzieliły wcześniej banki. Sytuacja ta wynika m.in. z deregulacji rynku (liberalna ocena kredytobiorców), niewłaściwej kontroli ryzyka lub niekorzystnych zmian w gospodarce, powodujących nagłe załamanie się ekspansji kredytowej⁴.

Podobna sytuacja zaistniała w odniesieniu do kryzysu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Trudne jest jednoznaczne określenie konkretnej daty rozpoczynającej kryzys finansowy, dlatego też za jego początek przeważnie przyjmuje się znaczący spadek indeksów giełdowych, kształtujący wyraźny trend spadkowy, lub pewne zdarzenie zwiastujące jego wystąpienie.

W wypadku Stanów Zjednoczonych genezy kryzysu na rynku nieruchomości należy szukać przed 2004 r., do którego to czasu FED stosował liberalną politykę monetarną, a niskie stopy procentowe zachęcały do zaciągania kredytów. Dodatkowo efekt był wzmagany przez wzrost cen na rynku nieruchomości, które stawały się zabezpieczeniem zaciąganych zobowiązań. Nieustannie zwiększający się popyt na kredyty hipoteczne stał się jeszcze jednym czynnikiem powodującym wzrost cen nieruchomości, co skłaniało banki do jeszcze większej ekspansji kredytowej. Przyjęto bowiem założenie, że nawet w razie niewypłacalności kredytobiorcy zawsze istnieje możliwość sprzedaży przejętego mienia po

¹ A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE SA, Warszawa 2006, s. 175.

² J. Kulawik, *Globalizacja a kryzysy*, „Gazeta Bankowa”, nr 44 (1044), 3.11.2008, s. 15.

³ A. Sławiński, *Rynki...*, s. 180–181.

⁴ Tamże, s. 181.

wyższej cenie⁵. W tym okresie narodziły się również tzw. kredyty NINJA, udzielane bezrobotnym, nieposiadającym dochodów ani żadnych aktywów mogących stanowić zabezpieczenie zaciągniętego długu⁶. Udzielanie pożyczek nawet mało wiarygodnym partnerom stało się początkowo szczególnie atrakcyjne dla funduszy hedgingowych i banków⁷.

Okoliczności te spowodowały stworzenie rynku *subprime*, charakteryzującego się bardzo wysokim ryzykiem kredytowym. Ryzyko to zostało przerzucone przez banki poprzez sekurytyzację⁸ kredytów hipotecznych w postaci CDO (*Collateralized Debt Obligations*)⁹. W związku z brakiem możliwości odzyskania należności przez instytucje finansowe (kredytobiorcy nie spłacali kredytów¹⁰) instrumenty te przekształciły się w tzw. toksyczne papiery – niemające już ratingu inwestycyjnego. Szacuje się, że w 2007 r. ponad 70% CDO znajdowało się w portfelach banków, ubezpieczycieli i zarządzających aktywami¹¹. Tak ogromna koncentracja bezwartościowych aktywów w pozycjach kluczowych podmiotów sektora finansowego przyczyniła się do braku właściwej wyceny zarówno samych podmiotów, jak i instrumentów finansowych oraz do ograniczenia transakcji między instytucjami w celu minimalizacji ryzyka transakcyjnego i niewypłacalności kontrahenta. Na tym etapie kryzysu finansowego pojawił się jeszcze jeden ważny aspekt z punktu widzenia zarządzających aktywami – brak płynności. Taki stan rzeczy utrudniał prawidłowe zarządzanie majątkiem funduszy inwestycyjnych, co przyczyniło się z pewnością do dalszej deprecjacji aktywów.

⁵ K. Piech, *Amerykański kryzys*, „Gazeta Bankowa”, nr 35 (983), 27.08–2.09.2007.

⁶ Termin pochodzi od określenia *no income, no job, no assets*. Zob. R. Su, *Why Be a Nation of Mortgage Slaves?* „The Wall Street Journal”, 31.01.2009, s. A9, <http://online.wsj.com/article/SB123336541474235541.html> (czerwiec 2009).

⁷ P. Pacuła, *Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych i jego możliwe konsekwencje*, „Bezpieczeństwo Narodowe”, 9–10/2009, s. 106.

⁸ Obecnie sekurytyzacja definiowana jest jako „[...] nowoczesna technika refinansowania, w ramach której najczęściej zdywersyfikowana pula aktywów wraz z generowanymi przez nie strumieniami gotówkowymi zostaje wyizolowana z bilansu banku czy przedsiębiorstwa, zabezpieczona dzięki wewnętrznym lub zewnętrznym technikom oraz prawnie usamodzielniona w tzw. spółce specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle* – SPV), która następnie refinansuje zakupioną pulę aktywów poprzez emisję papierów wartościowych na krajowych i (lub) międzynarodowych rynkach finansowych”. Zob. Ł. Reksa, *Sekurytyzacja wiarygodności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt”, nr 2/2004, s. 59.

⁹ Zob. też M.A. Olszak, *Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego*, tamże, nr 3/2006, s. 30–52.

¹⁰ Liczba nieruchomości w USA objętych procedurą przejęcia (*foreclosure*) od 2005 do 2007 r. wzrosła aż o 148% – do 1 285 000, zob. <http://www.realtytrac.com> (czerwiec 2009).

¹¹ D. Evans, *The Poison in Your Pension*, „Bloomberg Markets”, July 2007, s. 64–69.

Sytuacja gospodarcza na świecie

Według badań międzynarodowej grupy finansowo-ubezpieczeniowej Euler Hermes kryzys finansowy 2007–2008 znalazł odzwierciedlenie w elementach składowych popytu: konsumpcji i inwestycjach¹². Po wystąpieniu kryzysu finansowego na rynku nieruchomości w USA na całym świecie obserwowano wyraźny spadek zamówień w przemyśle, czego konsekwencją było ciągle zmniejszanie się produkcji przemysłowej¹³.

W gospodarce światowej zauważalne były również zmiany w polityce Rezerwy Federalnej. W przeciwieństwie do wcześniejszych obniżek, począwszy od grudnia 2003 r. do czerwca 2006 r. główna stopa procentowa została podniesiona ponadpięciokrotnie – z poziomu 0,98% do 5,25%¹⁴. Sytuacja ta jednak odwróciła się po ujawnieniu pierwszych strat z tytułu kredytów z rynku *subprime*. Zmieniono politykę monetarną i powrócono do obniżania głównej stopy procentowej, która na koniec 2008 r. wyniosła 0,25%. Wprowadzenie ekspansywnej polityki monetarnej wyraźnie widoczne było również w największych światowych gospodarkach. Wszystkie kraje będące przedmiotem dalszej analizy zdecydowały się obniżyć główne stopy procentowe celem łagodzenia zaistniałej sytuacji.

Dodatkowo sytuację na amerykańskim rynku pogorszyła informacja z 15 września 2008 r. o bankructwie jednego z największych banków inwestycyjnych na świecie – Lehman Brothers¹⁵. Warto również podkreślić, że straty znanych amerykańskich korporacji finansowych, wynikłe z kredytów na rynku *subprime*, w okresie od stycznia 2007 do kwietnia 2008 r. przekroczyły 85 mld USD¹⁶.

Niepokojące informacje o sytuacji gospodarczej w USA i zapowiedzi możliwości dalszych problemów spowodowały 15 października 2008 r. spadek amerykańskiego indeksu Dow Jones o 7,8%, co było największym dziennym spadkiem od 1987 r. W tym samym czasie indeks japoński – Nikkei – zmniejszył się

¹² <http://www.egospodarka.pl/37064>, Kryzys-finansowy-a-plany-naprawcze,1,39,1.html (czerwiec 2009).

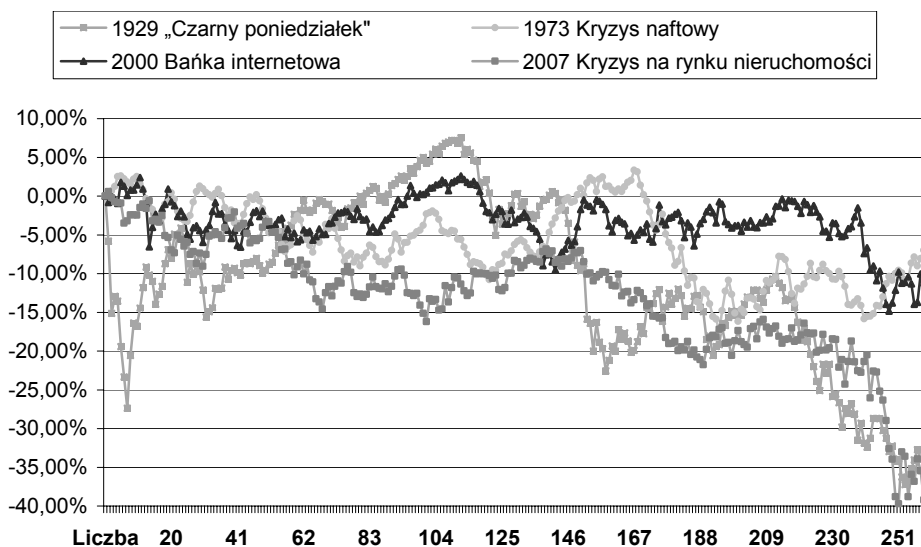
¹³ A. Filipek, *Gospodarka nie lubi wysokich stóp*, „Gazeta Bankowa”, nr 51/52 (1051/52), 22/29.12.2009, s. 24–26; zob. też OECD – <http://stats.oecd.org/Index.aspx?querytype=view&queryname=579> (czerwiec 2009).

¹⁴ Zob. The Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov> (czerwiec 2009).

¹⁵ K. Artyszuk, *Burzliwy okres na rynku złotego*, „Rynek Kapitałowy”, nr 10/212, październik 2008, s. 42.

¹⁶ Dane dotyczą: Merrill Lynch, Citygroup, Morgan Stanley, Bank of America, Washington Mutual, Wachovia, Lehman Brothers, Goldman Sachs. Obliczenia własne na podstawie danych z <http://www.bloomberg.com> (czerwiec 2009).

o 11,4%, południowokoreański KOSPI – o 9,4%, rosyjski RTS – o 9,2%, niemiecki DAX – o 7,6%, brytyjski FTSE 100 – o 4,2%.



Rys. 1. Zmiany procentowe w stosunku do maksimum indeksu Dow Jones Industrial Average (z dnia załamania indeksu po wystąpieniu wybranych kryzysów finansowych odpowiednio: 31.10.2009 – „czarny poniedziałek”, 28.02.1973 r. – kryzys naftowy, 27.03.2000 r. – „bańka internetowa”, 11.10.2007 r. – kryzys na rynku nieruchomości w USA)

Źródło: opracowanie na podstawie danych NYSE.

Gdy porównujemy kryzys na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych z kryzysami wcześniej występującymi w tym kraju, okazuje się, że był on najbardziej dotkliwy. Biorąc pod uwagę zmiany od szczytu indeksu Dow Jones Industrial Average z momentów występowania kryzysów, trzeba przyznać, że indeks ten charakteryzował się najgłębszym spadkiem w ciągu 260 kolejnych sesji giełdowych i osiągnął ponad 39-procentową stratę, która najbliższa była jedynie „czarnemu poniedziałkowi” z 1929 r., kiedy to indeks zamknął się o 32,94% niżej od momentu rozpoczęcia krachu giełdowego (zob. rys. 1). Obliczenia te jednoznacznie pokazują, jak ogromna była skala zaistniałego problemu.

W związku z tym podejmowano różne działania w celu łagodzenia kryzysu na rynku nieruchomości. Jednym z nich było porozumienie ministrów krajów

Unii Europejskiej z października 2008 r., dotyczące zwiększenia gwarancji bankowych z 20 tys. do 50 tys. euro¹⁷. Decyzja ta miała powstrzymać gwałtowne wycofywania depozytów z banków, co mogłoby skutkować nieprzewidywalnym rozwojem wydarzeń na świecie.

Kryzys finansowy bardzo silnie dotknął gospodarki najbardziej rozwinięte – w związku z globalizacją rozumianą jako ściślejsza integracja krajów i ludzi w skali świata, powstała na skutek obniżenia kosztów transportu i telekomunikacji oraz likwidowania barier przepływu towarów, usług, kapitałów i wiedzy z jednego państwa do drugiego¹⁸. Proces ten jest nierozzerwalnie związany z ograniczaniem roli państw w gospodarce światowej na rzecz organizacji pozarządowych i ponadnarodowych¹⁹, dlatego też w celu łagodzenia przebiegu i skutków kryzysu finansowego niezbędna była ingerencja ze strony rządów różnych krajów. Na ratowanie gospodarki Stanów Zjednoczonych państwo przeznaczyło w 2007 r. ponad 530 mld USD, przejmując lub udzielając wsparcia finansowego takim firmom, jak Bear Stearns, FannieMae, FreddieMac, AIG czy Citigroup²⁰. Dodatkowo uruchomiono w 2008 r. programy pomocowe: „plan Paulsona”²¹, którego celem było wykupienie najbardziej zagrożonych długów instytucji finansowych, oraz pakiet stymulacyjny.

Kraje europejskie również zostały zmuszone do podjęcia działań stabilizacyjnych, czego dowodem było odejście od dotychczasowej liberalizacji rynku i – podobnie jak w USA – powrót do częściowego interwencjonizmu państwowego oraz nacjonalizacji kluczowych przedsiębiorstw. W 2008 r. w Europie przeznaczono na te działania ponad bilion euro (oprócz specjalnie wydzielonych funduszy większość krajów UE wsparła narodowe przedsiębiorstwa, np.: Niemcy – gwarancje rządowe dla Hypo Real Estate; Francja – pomoc dla banku Dexia; Wielka Brytania – przejęcie pakietów kontrolnych w bankach Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, HBOS; Szwajcaria – dekapitalizowanie UBS; Holandia, Belgia i Luksemburg – przejęcie udziałów Fortis Bank i wsparcie dla banku Dexia)²².

¹⁷ *Koła ratunkowe*, „Gazeta Bankowa”, nr 41 (1041), 13.10.2008, s. 10.

¹⁸ J.E. Stiglitz, *Globalizacja*, Wydaw. Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 26.

¹⁹ M. Guzek, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze. Zarys teorii i polityki handlowej*, PWE, Poznań 2001, s. 17.

²⁰ P. Pacuła, *Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych...*, s. 108–109.

²¹ A. Kessler, *The Paulson Plan Will Make Money For Taxpayers*, „The Wall Street Journal”, 25.09.2008, s. A21.

²² P. Pacuła, *Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych...*, s. 112–113.

Zakres analizy

Ze względu na ogromne znaczenie funduszy inwestycyjnych dla gospodarki światowej artykuł poświęcony jest największym rynkom tych funduszy, ich działalność bowiem przekłada się na kondycję ekonomiczną innych państw, pozostających w coraz ściślejszych wzajemnych relacjach. Do prezentowanej analizy przyjęto kraje skupiające największą liczbę aktywów netto na świecie według stanu na koniec 2008 r. Badaniem objęto następujące kraje: USA, Luksemburg, Francja, Australia, Irlandia, Japonia, Wielka Brytania, Brazylia Kanada, Chiny, Hiszpania, Włochy, Niemcy i Korea Południowa.

Zakres czasowy obejmuje głównie okres po wystąpieniu kryzysu finansowego, w celu próby identyfikacji tendencji i skali wpływu kryzysu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych na największe rynki funduszy inwestycyjnych na świecie.

Rynek funduszy inwestycyjnych na świecie

Największe światowe aktywa funduszy inwestycyjnych zgromadzone są w regionie Ameryki Północnej i Południowej. Koncentracja ta stanowiła 56% łącznej światowej sumy NAV (*Net Asset Value*) na koniec 2008 r. Drugim co do wielkości regionem jest Europa, skupiająca 33% wszystkich aktywów. Na trzecim miejscu znajduje się Azja wraz z Pacyfikiem – 11% z 13,62 bln EUR stanowiących całkowite światowe aktywa netto²³.

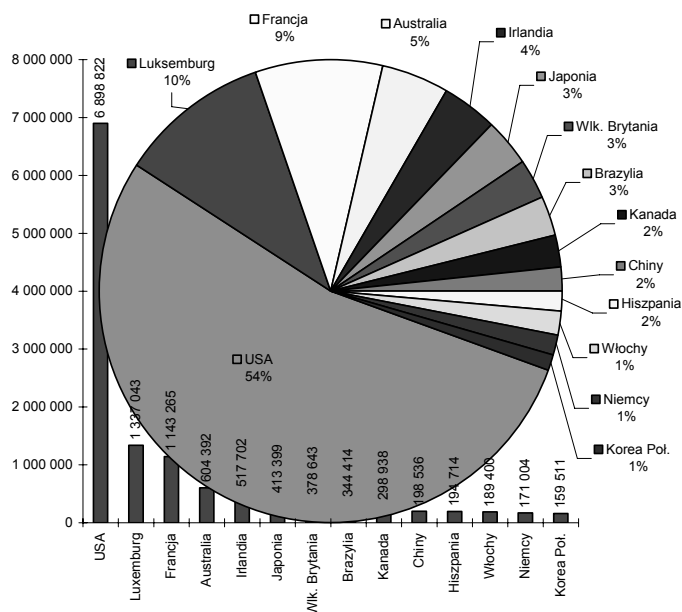
Biorąc pod uwagę rozmiar NAV, należy zwrócić uwagę na fakt, że zdecydowanym liderem rynku są Stany Zjednoczone, posiadające aż 50,6% światowego rynku. Dopiero na dalszych miejscach znajdują się Luksemburg, Francja, Australia, Irlandia i Japonia (zob. rys. 2). Ogromna liczba aktywów zgromadzonych w Irlandii i Luksemburgu wynika przede wszystkim z faktu, że państwa te pełnią funkcję centrów administracyjnych i dystrybucyjnych dla zarządzających funduszami na obszarze europejskim²⁴.

Wyraźna dominacja Stanów Zjednoczonych w koncentracji aktywów skłania do refleksji: co stało się z rynkiem funduszy inwestycyjnych po wystąpieniu kryzysu na rynku nieruchomości i jak wpłynął on na największych jego uczestników?

²³ EFAMA, *International Statistical Release*, Q4_2008_FINAL_Supplementary Tables S1–S7, 05.11.2009.

²⁴ K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne: rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna. Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, Kraków 2006, s. 116.

Analizując stan aktywów na świecie na koniec roku od początku 2002 r., można zaobserwować wyraźny trend wzrostowy. Średnie roczne tempo przyrostu aktywów netto w latach 2002–2007 wynosiło 10,46%. Gdy jednak porównujemy aktywa na koniec 2009 r., wyraźnie zauważalne jest ich zmniejszenie aż o 23% w stosunku do roku poprzedniego. Przyglądając się im jeszcze bardziej szczegółowo, można zaobserwować, że załamanie dotychczasowego trendu wzrostowego nastąpiło po trzecim kwartale 2007 r., czyli w fazie rozkwitu omówionego wcześniej kryzysu finansowego. W tym samym okresie w badanej grupie państw najwięcej aktywów ubyło w Australii (6%), USA, Włoszech, Wielkiej Brytanii (po 5%). Początkowa faza kryzysu w mniejszym stopniu dotknęła Irlandię (0,5%), Koreę Południową i Luksemburg (po 1%). W przeciwieństwie do państw wcześniej wymienionych, mimo zwiększającego się ryzyka na światowych rynkach finansowych, dwa spośród badanych krajów zanotowały przyrost aktywów między trzecim i czwartym kwartałem 2007 r.: Chiny oraz Brazylia (po 3%). Warto także zwrócić uwagę na to, że drugie z wymienionych państw utrzymało tę tendencję jedynie do końca drugiego kwartału 2008 r., pierwsze zaś straciło aż 23% w kolejnym kwartale, co okazało się największą utratą aktywów w badanej grupie państw.



Rys. 2. Największa liczba aktywów netto w mln EUR funduszy inwestycyjnych i ich udział w aktywach światowych z podziałem na kraje, na koniec 2008 r.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA International Statistical Release, Q4_2008_FINAL_Supplementary Tables S1–S7, 5.11.2009.

Przyglądając się jednak stanowi zgromadzonych funduszy na koniec 2008 r. w stosunku do ich wielkości z 2007 r., należy podkreślić, że żadna z największych gospodarek światowych nie oparła się postępującemu kryzysowi. Łącznie NAV zmniejszyły się o 4,13 bln EUR, co stanowiło 23-procentowy spadek. Zaskakujący jest jednak fakt, iż najmniejszą utratę wartości zanotował region Ameryki Północnej i Południowej, bo jedynie 17%, najwięcej zaś stracił region Azji i Pacyfiku, bo aż 41%. Sytuacja ta związana była z dużą utratą wartości w Indiach i Chinach.

Główną zasadą działania funduszy inwestycyjnych jest dywersyfikacja portfela inwestycyjnego²⁵. Technika ta pomaga łagodzić nagłe zmiany koniunktury, a jej efekty widoczne są najbardziej w dłuższym horyzoncie czasowym i przy systematycznym oszczędzaniu²⁶. Warto się więc zastanowić, jak zasada ta przełożyła się na aktywa netto w poszczególnych grupach funduszy.

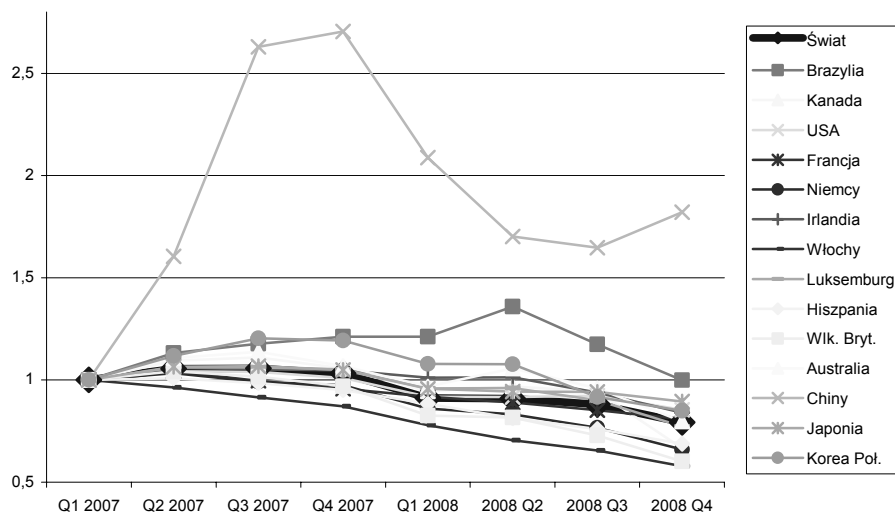
Na koniec 2008 r. najwięcej środków na całym świecie zgromadzonych było w funduszach akcyjnych (34%), rynku pieniężnego (31%) i obligacyjnych (18%). Badane 14 największych rynków funduszy inwestycyjnych skupiało blisko 95% światowych NAV rynku pieniężnego, 92% funduszy akcyjnych, 96% obligacyjnych, 91% łącznie mieszanych oraz zrównoważonych i 95% pozostałych. W grupie tej niekwestionowanym liderem, jeśli chodzi o fundusze akcyjne, były Stany Zjednoczone, które w badanej grupie zarządzały aż 60% aktywów funduszy rynku pieniężnego, 60% funduszy akcyjnych i blisko 69% obligacyjnych. Drugim co o wielkości rynkiem funduszy akcyjnych okazały się Luksemburg (z udziałem 8%) i Japonia (7%). W Hiszpanii, Włoszech, Brazylii i Korei Południowej fundusze akcyjne oscylowały w okolicach 1%. Jeśli chodzi o fundusze rynku pieniężnego, to najwięcej środków poza USA skoncentrowanych zostało we Francji (12%) i Luksemburgu (8%). Zdecydowanie najwięcej NAV badanej grupy funduszy pozostałych skupiało się w Australii, bo aż 52%.

Przyglądając się zmianom w poszczególnych klasach funduszy, trzeba podkreślić, że przy porównaniu pierwszego i czwartego kwartału 2008 r. największy spadek na świecie dotyczył funduszy akcyjnych, bo aż 30%. W dalszej kolejności znalazły się fundusze mieszane (-19%) i pozostałe (-13%). Ciekawostką jest fakt, że jedyną grupą, która odnotowała przyrost aktywów, były fundusze rynku pieniężnego (+17%), z czego największy przyrost odnotowały Chiny (+282%),

²⁵ K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Wydaw. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 8.

²⁶ B. Meluch, E. Nietrzepka, T. Orlik, *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Twigger, Warszawa 1993, s. 28.

Korea Południowa (+35%), USA (+26%) i Japonia (+17%). Wbrew tym tendencjom Wielka Brytania odnotowała spadek rzędu -52% , a Niemcy -43% . Liderem w klasie funduszy obligacyjnych okazały się Chiny, które zwiększyły swoje aktywa o 94% .



Rys. 3. Dynamika NAV funduszy inwestycyjnych wybranych krajów w stosunku do pierwszego kwartału 2007 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

Innym interesującym problemem wydaje się sprawdzenie, czy kryzys finansowy miał wpływ na liczbę funduszy inwestycyjnych w badanych krajach. Można nawet przyjąć wstępne założenie, że skoro zmniejszyły się światowe aktywa, a instytucje finansowe miały coraz więcej problemów, to łatwiej było wyeliminować słabsze podmioty z rynku, przejmując nad nimi kontrolę.

Jak się okazuje, światowy rynek funduszy inwestycyjnych pod względem ich liczby w ogóle się nie zmniejszył. Spoglądając na koniec kwartałów – nawet od 2001 r. – można jednoznacznie stwierdzić, że nie było ani jednego roku, w którym zmalałaby liczba funduszy. Łącznie na świecie na koniec 2008 r. były 68 574 różnego typu fundusze inwestycyjne. Warto tu także podkreślić, iż kryzys finansowy nie spowodował załamania się tego trendu.

Czy tę tendencję można obserwować również w grupie badanych krajów? Trzeba tu zaznaczyć, że ze względu na brak spójnych danych wyłączono z tej części badania Australię i Chiny. Okazuje się, że największe rynki funduszy in-

westycyjnych nie utrzymały opisanej wcześniej zależności kwartalnej od 2001 r., znalazły się bowiem państwa, w których liczba funduszy zmniejszała się w tym okresie.

Przyglądając się jednak bliżej tendencjom kształtującym się po wystąpieniu kryzysu hipotecznego na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, należy zwrócić uwagę na fakt, że tylko dwa spośród badanych krajów zmniejszyły swoją ofertę dla inwestorów. Przyjmując jako punkt odniesienia pierwszy kwartał 2007 r., jedynie Włochy i USA zanotowały spadki w liczbie funduszy inwestycyjnych. Trzeba zauważyć, iż w pierwszym wypadku liczba ta zmniejsza się z drobnymi przerwami od 2005 r., w drugim zaś niepokojące zmiany obserwowane są na początku 2007 r. W sumie od pierwszego kwartału 2007 r. liczba włoskich funduszy inwestycyjnych zmniejszyła się o 22,95%, a oferta amerykańska jedynie o 0,64%. Pozostałe badane państwa utrzymały tendencję panującą na świecie.

Warto również dodać, że najliczniejszą ofertę funduszy można znaleźć nie – jak mogłoby się wydawać – w regionie Ameryki Północnej i Południowej (16 459), lecz w Europie (36 322). Dopiero na trzecim miejscu znajduje się region Azji i Pacyfiku z łączną liczbą 14 909 funduszy. W badanej grupie najbardziej zaskakująca wydaje oferta Korei Południowej, która miała najliczniejszą ofertę (9 384) i zbliżoną do oferty Luksemburga (9 351). Na dalszych miejscach znalazły się Francja (8 301) i USA (8 022). Zdecydowanie najmniejszą liczbę funduszy można było znaleźć we Włoszech (742), Niemczech (1 675) i Kanadzie (2 015).

Wnioski

Kryzys na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych był jednym z najdotkliwszych załamań w gospodarce światowej. Dodatkowymi czynnikami wzmagającymi niedoskonałości wszelkich rynków były postępująca deregulacja i globalizacja dająca możliwość zadłużania się na światowych rynkach²⁷. Zaangażowanie największych państw na świecie i przyjęcie różnych form łagodzenia skutków kryzysu okazały się niewystarczające do zmniejszenia ogromnej liczby bankructw znanych światowych gigantów. Zjawisko to znalazło odzwierciedlenie również w dotychczas obserwowanych światowych tendencjach rozwojowych na rynku funduszy inwestycyjnych.

²⁷ J. Kulawik, *Globalizacja...*, s. 15.

Największe rynki funduszy inwestycyjnych nie zdołały się oprzeć rosnącemu ryzyku i fali postępujących bankructw największych amerykańskich instytucji finansowych. Największe badane światowe rynki funduszy inwestycyjnych, skupiające 94% globalnych NAV, zmniejszyły się o ponad 23% w stosunku do roku, w którym nastąpiło załamanie na rynku kredytów hipotecznych. Oznaczało to zmniejszenie NAV aż o 3,26 bln EUR, co okazało się największym spadkiem w historii funduszy.

Najbardziej podatną na kryzys grupą funduszy okazały się fundusze akcyjne – z racji zwiększonego ryzyka inwestycyjnego. Wyraźnie też zarysowało się przegrupowanie aktywów w kierunku funduszy rynku pieniężnego, które jako jedyne odnotowały wzrost w sumie aktywów netto. Sytuacja ta związana była z pewnością z awersją do zwiększającego się ryzyka na rynku finansowym.

Innym ciekawym spostrzeżeniem z prezentowanych badań wydaje się fakt, że mimo zaistniałego załamania gospodarczego liczba funduszy na świecie zachowała cały czas tendencję wzrostową.

Zaskakujące jest również to, iż, jak mogłoby się wydawać, największy rynek funduszy inwestycyjnych nie stracił największej liczby aktywów do końca 2008 r. Jeszcze bardziej zdumiewający jest fakt, że wśród czternastu przebadanych krajów okazał się on w analizowanym okresie najmniej podatny po wystąpieniu kryzysu, zaraz za Japonią i Brazylią²⁸.

Kryzys finansowy spowodował załamanie dotychczas występującego trendu wzrostowego, co z pewnością zahamuje na jakiś czas rozwój tego ważnego dla gospodarki rynku. Jest jednak nadzieja, że inwestorzy odzyskają bardzo silnie nadszarpnięte zaufanie do instytucji finansowych i będą w stanie powierzyć im swój kapitał, pozwalający na szybsze wyjście z recesji.

Streszczenie

Fundusze inwestycyjne odgrywają znaczącą rolę na światowym rynku finansowym i w gospodarce. Instrument ten z jednej strony daje możliwość inwestowania kapitału, z drugiej zaś jego pozyskania. Znaczenie funduszy inwestycyjnych nieustannie rośnie i tendencje na tym rynku wpływają na rozwój gospodarki światowej. Dlatego też w artykule poruszono problem wpływu kryzysu finansowego na rynek funduszy inwestycyjnych. Autor podejmuje próbę zbadania, co stało się po wystąpieniu kryzysu na rynku nieruchomości w USA, biorąc pod uwagę 14 krajów z największym światowym udziałem w rynku.

²⁸ Do pomiaru przyjęto utratę procentową wartości aktywów netto na koniec okresu między 2007 i 2008 r.

Summary**THE WORLD INVESTMENT FUNDS MARKET
AFTER THE CREDIT CRUNCH IN THE UNITED STATES
OF AMERICA**

Investment funds play an important role in the world financial market and economies. This instrument allows investing from one side and getting capital from the other. The role of the investment funds has still increased and tendencies on the market impact to development of the world economy. That is why the article raises the problem of the financial crisis influence on the investment funds main markets. Taking into account 14 countries with the biggest market share author tries to find out what happened in the investment fund industry after the credit crunch.