

Dariusz Filip

Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa
dariuszfilip@tlen.pl

Fundusze inwestycyjne w Polsce, Czechach i na Węgrzech

Wstęp

Kraje transformujące się budują strukturę gospodarki rynkowej od początku lat 90. XX w. Zdecydowane reformy w sektorach bankowych oraz pozostałych częściach systemu finansowego były konieczne dla stworzenia warunków przyspieszonego rozwoju. To właśnie nowe elementy systemu finansowego w znacznej mierze umożliwiły rozwój prywatnej przedsiębiorczości oraz zdynamizowanie wzrostu gospodarczego. Wzrost gospodarczy nie przekłada się wprawdzie bezpośrednio na tempo rozwoju usług pośrednictwa finansowego, mimo to jednak w znacznym stopniu polepszenie ogólnej sytuacji sprzyja rozwojowi uczestników systemu finansowego.

Celem artykułu jest porównanie rozwoju funduszy inwestycyjnych

w Polsce, Czechach i na Węgrzech. Przypomnijmy, że w często cytowanej definicji systemu finansowego sformułowanej przez Blake'a (2000) fundusze inwestycyjne zaliczane są do kategorii pośredników finansowych, którzy wraz z tzw. finalnymi uczestnikami rynku oraz kreatorami rynku tworzą szeroką grupę uczestników systemu finansowego. Przyjmując tę definicję za punkt wyjścia, w ujęciu podmiotowym w artykule analizowane będą: banki, instytucje ubezpieczeniowe oraz instytucje wspólnego inwestowania. Jako że przedmiotem zainteresowania autora są w głównej mierze fundusze inwestycyjne, szczególny nacisk położono na analizę tego ostatniego rodzaju instytucji. Z tego powodu przedstawiono w pierwszej kolejności etapy rozwoju funduszy inwestycyjnych w wybranych krajach. Natomiast w drugiej części

opracowania porównano znaczenie różnych pośredników finansowych.

Rozwój działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce, Czechach i na Węgrzech

Polska

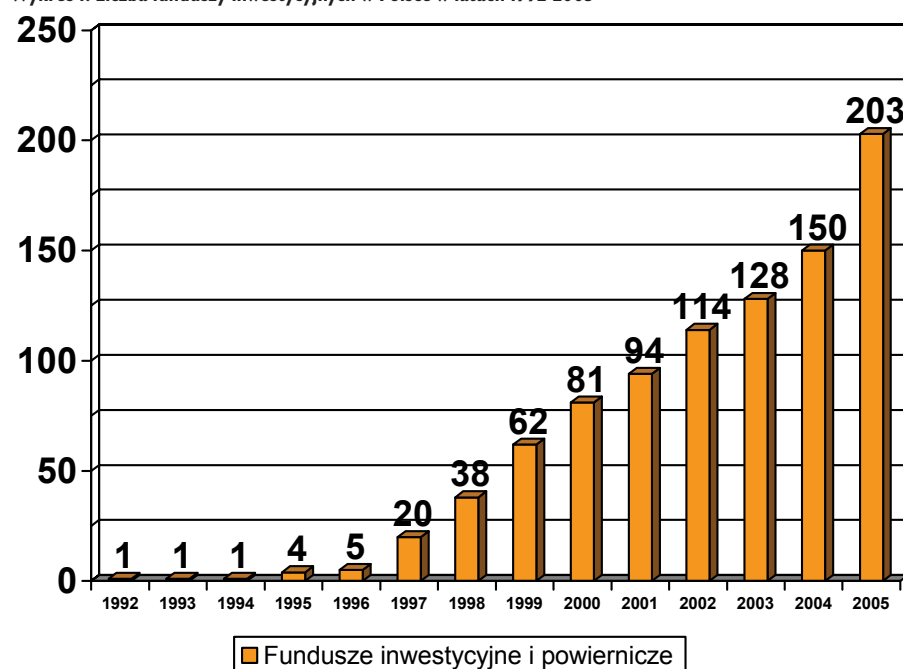
Powstanie instytucji wspólnego inwestowania w Polsce stało się możliwe od chwili wejścia w życie ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 22 marca 1991 r. Pierwszy fundusz powierniczy, bo tak początkowo nazywały się fundusze inwestycyjne, rozpoczął działalność w lipcu 1992 r. Był to Pioneer – Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy. W momencie pojawienia się tych instytucji odgrywały one marginalną rolę z punktu widzenia zarówno inwestorów na rynku kapitałowym, jak i całej gospodarki (Al-Kaber 2000: 40).

Jednym z wyznaczników rozwoju rynku jest liczba instytucji działających na nim. Wykres 1 przedstawia liczbę funduszy powierniczych, a później inwestycyjnych w Polsce. Zaprezentowane zestawienie dotyczy wszystkich typów funduszy.

Jak widać na wykresie 1 rozwój instytucji zbiorowego inwestowania nabrał tempa w latach 1997-1999, kiedy to corocznie powstawało kilkanaście nowych funduszy. Przełomowy dla rozwoju rynku był zwłaszcza rok 1998, gdy weszła w życie ustawa o funduszach inwestycyjnych uchwalona 28 sierpnia 1997 r. W miejsce dotychczasowych funduszy powierniczych wprowadzono pojęcie otwartego funduszu inwestycyjnego, nadając mu, na wzór amerykański, osobowość prawną.

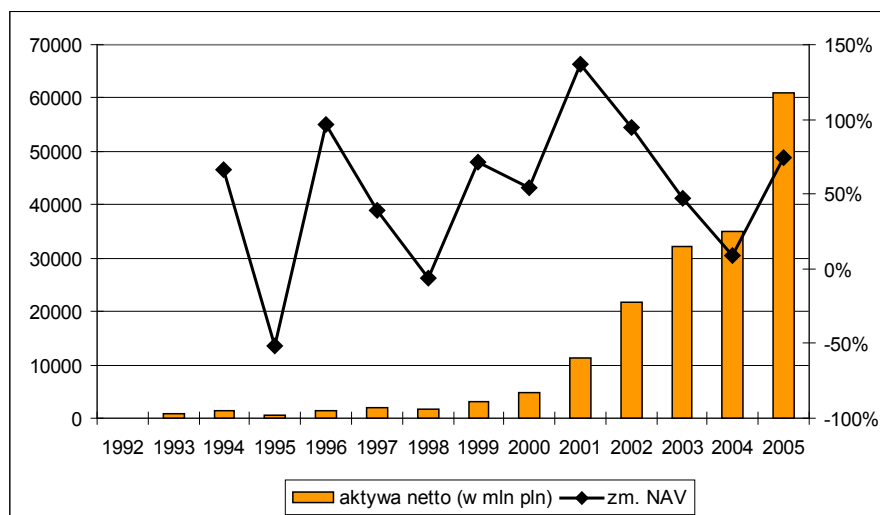
O tempie rozwoju świadczyć może fakt, że o ile pod koniec 1996 r. w Polsce istniały trzy towarzystwa funduszy powierniczych, zarządzające łącznie pięcioma funduszami o łącznej wartości aktywów 1 364,3 mln zł, o tyle pod koniec 1997 r. działało już siedem towarzystw, które zarządzały dwudzie-

Wykres I. Liczba funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 1992-2005



Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, www.izfa.pl z dnia 23.12.2006 oraz Gazeta Giełdy „Parkiet” (2005) W styczniu wygrały BZ WBK i SEB, nr 25 (2696), 4.02.2005, s. 10.

Rysunek 2. Wartość oraz dynamika zmiany aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 1992-2005 (w mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Pochmara, W. i Zapala, A. (2004) Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji, KPWiG. Warszawa, s. 14 oraz danych ze strony Izby Zarządzających Aktywami i Funduszami www.izfa.pl z dnia 23.08.2006.

stoma funduszami o łącznej wartości aktywów 1 899,8 mln zł. Od 1998 r. notujemy w Polsce stały, dynamiczny wzrost liczby działających funduszy inwestycyjnych. Potwierdzeniem tego może być fakt, że o ile na koniec 2004 r. ich liczba wynosiła 150, to już w 2005 r. – 203 instytucje wspólnego inwestowania.

Wykres 2 pokazuje wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi w Polsce poprzez pryzmat powierzonych im środków. Po prawej stronie odłożono wartości aktywów netto (NAV), po lewej – dynamikę zmian aktywów netto w ujęciu procentowym.

Od 2001 r. roczne tempo wzrostu aktywów netto, z wyjątkiem 2004 r., przekraczało wyraźnie 50%. Dzięki temu wartość aktywów netto (Net Asset Value) podniosła się z 21,8 mld zł w 2002 r. do aż 61,4 mld zł w 2005 r.

Węgry

Od momentu rozpoczęcia rekonstrukcji i prywatyzacji systemu finansowego na Węgrzech w 1990 r. możemy wyróżnić 2 etapy rozwoju branży wspólnego inwestowania. Pierwszy etap, od momentu powstania pierwszej instytucji wspólnego inwestowania na Węgrzech w 1992 r. aż do 1996 r., charakteryzował się wolnym tempem wzrostu. Omawiana grupa podmiotów

w tym czasie musiała uporać się z kilkoma przeciwnościami:

- stworzeniem infrastruktury kanałów dystrybucji,
- ubogą ofertą produktową w pierwszej połowie lat 90. XX w.,
- społecznymi oporami przed inwestowaniem za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych,
- oddzieleniem globalnego rynku kapitałowego od krajowego (Filip 2006: 148-149).

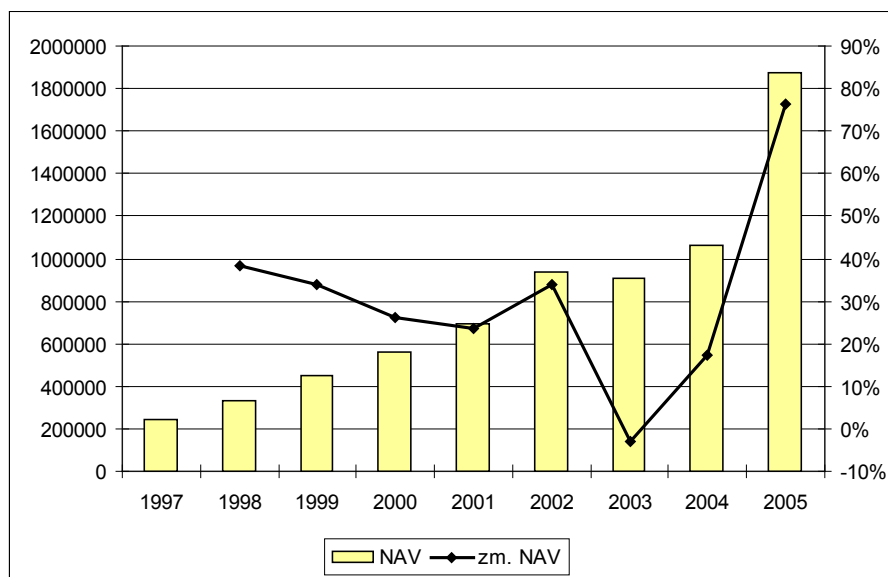
Następny etap, przypadający na drugą połowę lat 90. i początek XXI w.,

przyniósł również przyspieszenie rozwoju funduszy inwestycyjnych. Wzrost liczby funduszy nie był tak dynamiczny i nieprzerwany jak np. w Polsce. W 2001 r. było ich „zaledwie” 89. Dwa lata później – 96, a w 2005 r., jak podaje Stowarzyszenie Funduszy Inwestycyjnych oraz Firm Zarządzających Aktywami na Węgrzech (Association of Investment Fund and Asset Management Company in Hungary – BAMOSZ) – 108. Wartość aktywów netto rosła znacząco od 1997 r., z wyjątkiem 2003 r. Wartość (skala po lewej stronie) oraz dynamikę (skala prawa) aktywów netto funduszy inwestycyjnych na Węgrzech przedstawia wykres 3.

Dane przedstawione przez BAMOSZ pokazują, że na koniec 2002 r. aktywa, którymi zarządzały fundusze inwestycyjne na Węgrzech, wynosiły 934,4 mld HUF. Wzrost tego wskaźnika wyniósł 34%. Kolejne dwa lata przyniosły zahamowanie dynamiki wzrostu. Jednak na koniec 2005 r. wartość aktywów netto wzrosła o ponad 76% w stosunku do roku poprzedniego. Wartość NAV w tym czasie wyniosła 1 877 mld HUF.

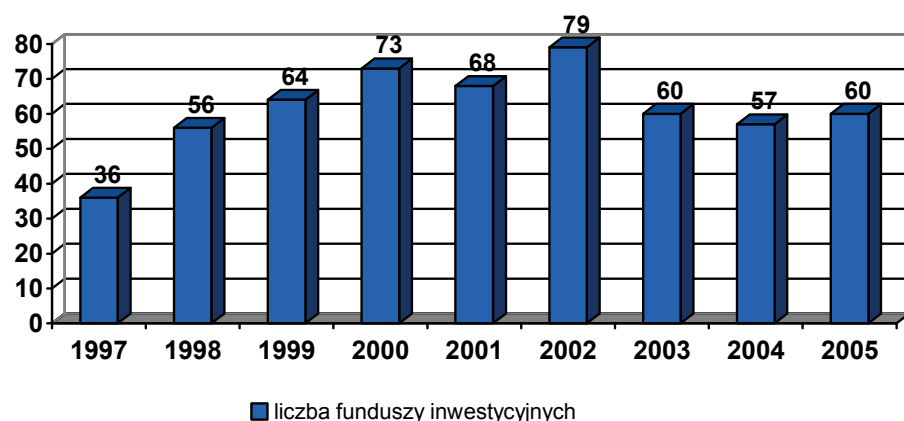
Do 1 stycznia 2003 r. rynek węgierski był „chroniony” przed konkurencją zagraniczną. Tylko krajowym funduszom

Wykres 3. Wartość oraz dynamika zmiany aktywów netto funduszy inwestycyjnych na Węgrzech w latach 1997-2005 (w mln HUF)



Źródło: opracowanie własne na podstawie BAMOSZ – Association of Investment Fund and Asset Management Companies in Hungary. Dane ze strony www.bamosz.hu z dnia 23.08.2006.

Wykres 4. Liczba funduszy inwestycyjnych w Czechach



Źródło: opracowanie własne na podstawie AFAM R – Association of Funds and Asset Management of the Czech Republic. Dane ze strony www.afamcr.cz z dnia 23.08.2006.

wolno było sprzedawać swoje jednostki uczestnictwa. Dodatkową, charakterystyczną cechą węgierskiego rynku było nastawienie na odbiorcę indywidualnego. Dane z końca 2002 r. pokazują, że ok. 78% środków zainwestowanych w funduszach inwestycyjnych na Węgrzech pochodzi od inwestorów indywidualnych. Wzrost znaczenia inwestorów korporacyjnych jest niewielki (PriceWaterhouseCoopers 2003).

Czechy

Wraz z powstaniem instytucji zbiorowego inwestowania w Czechach w 1992 r., liczono na zwiększenie znaczenia alternatywnych, wobec depozytów bankowych, form inwestowania nadwyżek finansowych. Fundusze inwestycyjne, oprócz podstawowej działalności, miały za zadanie aktywnie uczestniczyć w procesie prywatyzacji i stać się dużym inwestorem na rynku długu publicznego. Zamknięty charakter funduszy inwestycyjnych początkowo funkcjonujących w Czechach zwalniał je z obowiązku umarzania emitowanych instrumentów na żądanie.

Z początkiem 1998 r. rząd czeski zaczął reformować struktury rynku finansowego, w tym funduszy inwestycyjnych. Nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1998 r. nakazała części funduszy zamkniętych stopniowe przekształcenia w fundusze otwarte (International Monetary Fund 2001). Ustawa ta pośrednio przyczyniła się do wzrostu liczby funduszy w Czechach.

Ewolucję liczby funduszy inwestycyjnych przedstawia wykres 4.

Po wspomnianej nowelizacji zaobserwowano wzrost przekonania inwestorów do tego typu inwestycji w Czechach. Po akcesji do Unii Europejskiej i otwarciu się na międzynarodowe rynki finansowe, wzrosła konkurencja w sektorze i rozszerzyła się oferta dla klientów. Odśloniło to możliwości tkwiące w tego typu instytucjach (PriceWaterhouseCoopers 2006). W momencie wejścia w życie tej nowelizacji w Czechach działało 56 funduszy inwestycyjnych. W 2000 r. ich liczba wynosiła już 73. Po 2002 r., w którym aktywnych było 79, liczba działających funduszy inwestycyjnych spadła. Spowodowane to było walką konkurencyjną oraz fuzjami grup inwestycyjnych. Niespotykany do tej

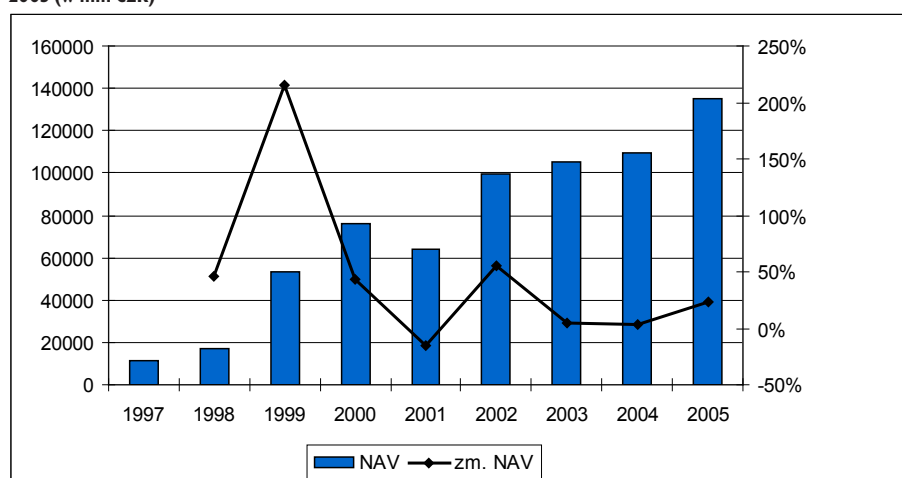
pory napływ kapitału inwestycyjnego może świadczyć o sukcesie tych instytucji. Wskaźnik NAV, czyli poziom wartości aktywów netto, przedstawiony jest na wykresie 5. Na skali lewej odłożono wartość aktywów funduszy inwestycyjnych, natomiast na skali prawej – procentowe zmiany.

Rynek funduszy inwestycyjnych w Czechach w latach 1997-2000 rozwijał się dynamicznie. Świadczą o tym rosnące wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych. Po uporaniu się z kryzysem gospodarczym w 1999 r. wartość aktywów netto funduszy wyniosła 53 mld CZK. Był to też największy wzrost poziomu aktywów (ok. 216%) w badanym okresie. Rynek funduszy inwestycyjnych w Czechach nie odnotował później już tak spektakularnego wzrostu aktywów. Kolejne lata, począwszy od 2002 r., przyniosły stabilne, ale niewielkie wzrosty tego wskaźnika. W 2002 r. aktywa funduszy inwestycyjnych wynosiły prawie 100 mld CZK. Na koniec 2005 r. sięgnęły 135 mld CZK.

Fundusze inwestycyjne w Polsce, Czechach i na Węgrzech – porównanie

Dla podsumowania rozważań zawartych powyżej, posłużę się wartością aktywów netto funduszy inwestycyjnych w przeliczeniu na jednego mieszkańca. W celu uzyskania porównywalnych wartości tego wskaźnika w trzech badanych krajach, aktywa funduszy

Wykres 5. Wartość oraz dynamika zmiany aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Czechach w latach 1997-2005 (w mln CZK)



Źródło: AFAM ČR – Association of Funds and Asset Management of the Czech Republic. Dane ze strony www.afamcr.cz z dnia 23.08.2006.

inwestycyjnych przeliczone zostały na euro. Objęty podsumowaniem okres obejmuje lata 1998*-2005.

We wszystkich badanych krajach obserwujemy wyraźny rozwój funduszy inwestycyjnych. W zestawieniu bezwzględnej wartości aktywów netto po przeliczeniu na euro najlepiej wypadają fundusze działające w Polsce. Na koniec 2005 r. dysponowały one aktywami rzędu 15,8 mld euro. W przeliczeniu na jednego mieszkańca sytuacja wygląda jednak już odmiennie. Najwyższym wskaźnikiem NAV *per capita* w całym okresie analizy mogły poszczycić się Węgry. Na jednego mieszkańca w 1998 r. przypadało tam 130 euro powierzonych funduszom inwestycyjnym, w 2002 r. zaś – 389,3 euro. Niewiele gorsze wyniki od węgierskich osiągnięto w Czechach. Na koniec 2002 r. wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w przeliczeniu na jednego mieszkańca wyniosła tam 389 euro. Wskaźnik ten w Czechach charakteryzował się umiarkowanym wzrostem. Natomiast w Polsce, z racji tego, że jest to największy z omawianych krajów, wskaźnik NAV *per capita* kształtował się na najniższym poziomie w przyjętym horyzoncie analizy. Dynamiczny przyrost aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce niwelował jednak dysproporcje w wartościach omawianego wskaźnika w stosunku do pozostałych krajów regionu. Dla przykładu NAV *per capita* w Polsce w 2000 r. stanowił tylko 15% tego obserwowanego w Czechach i na Węgrzech, cztery lata później równał się już jednak 64% wskaźnika w Czechach i 53% wskaźnika na Węgrzech. Wartość zainwestowanych aktywów *per capita* we wszystkich badanych krajach jest, co warto podkreślić, wciąż bardzo niska w porównaniu ze średnią dla 15 krajów „starej Unii”, wynoszącą 8 513 euro *per capita*.

Fundusze inwestycyjne na tle innych typów pośredników finansowych

Po scharakteryzowaniu działalności funduszy inwestycyjnych w rozpatrywanych krajach przejdę do ukazania

Tabela I. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych per capita w Polsce, Czechach i na Węgrzech

Polska	1998*	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
NAV w mln euro	428,4	735,2	1 223,4	3 168,4	5 411,8	6 810,3	8 598,9	15 804,0
NAV per capita	11,2	19,2	32,0	82,9	141,6	178,3	225,3	414,2
Czechy	1998*	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
NAV w mln euro	471,2	1 471,4	2 185,8	1 969,3	3 202,2	3 254,7	3 568,1	4 666,7
NAV per capita	45,8	143,1	212,9	192,0	312,5	317,9	348,8	456,2
Węgry	1998*	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
NAV w mln euro	1 338,7	1 754,5	2 129,7	2 831,0	3 961,2	3 458,7	4 327,3	7 426,2
NAV per capita	130,3	171,2	208,3	277,5	389,3	340,8	427,4	736,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IZFiA, AFAM R, BAMOSZ oraz urzędów statystycznych Polski, Czech i Węgier.

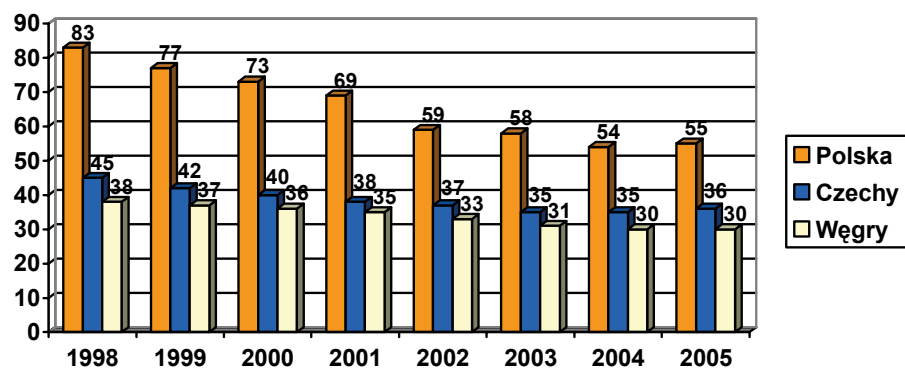
ich rozwoju na tle pozostałych typów pośredników finansowych. Ponownie skupię się na liczbie pośredników i wielkości aktywów w ich dyspozycji. Okres analizy obejmuje lata 1997/1998-2005. Dane dla trzech krajów tam, gdzie jest to możliwe, przedstawiam łącznie. W sytuacjach, w których takie ujęcie nie sprzyja jasności wyводу, omawiam zjawiska obserwowane w poszczególnych krajach oddzielnie. Zacznę od przedstawienia najważniejszej podgrupy, którą stanowią oczywiście banki.

Pierwszą z badanych kategorii pośredników finansowych jest liczba banków w rozpatrywanych krajach. Dane przedstawione na wykresie 6 ukazują tendencje w zakresie zmian liczby banków działających na trzech badanych rynkach Europy Środkowowschodniej.

Od początku prezentowanego okresu liczba banków w trzech krajach maleje. Obserwujemy też ustabilizowanie się liczby banków w tych krajach po 2002 r.

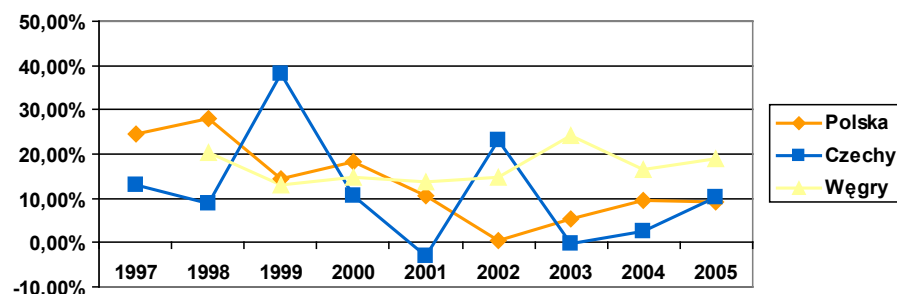
Po urynkowaniu omawianych gospodarek pojawiła się znaczna liczba nowych bankowych pośredników finansowych. Zidentyfikowany spadek liczby banków występował zwłaszcza w pierwszej połowie przyjętego horyzontu analizy. Związane to było z walką konkurencyjną oraz licznymi fuzjami, w Czechach może nie tak spektakularnych, ale np. w Polsce – znaczących. W 1998 r. liczba banków działających w Polsce wyniosła 83, rok później – 77. Na koniec 2001 r. – już tylko 69. W Czechach, Polsce i na Węgrzech tendencja do zmniejszania się licz-

Wykres 6. Liczba banków komercyjnych w Polsce, Czechach oraz na Węgrzech



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych banków centralnych Polski, Czech oraz Węgier.

Wykres 7. Zmiany aktywów banków w Polsce, Czechach i na Węgrzech



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych banków centralnych Polski, Czech i Węgier.

by banków w wyniku fuzji i przejęć, była wynikiem konkurencji między bankami oraz, w mniejszym stopniu, umacniającej się pozycji niebankowych pośredników finansowych.

Analiza wartości aktywów banków oraz pozostałych pośredników finansowych wymaga generalnie oddzielnego potraktowania tego zagadnienia w trzech badanych państwach. Za punkt wyjścia przyjmę jednak zestawienie zmian aktywów banków we wszystkich badanych państwach. Wykres 7 przedstawia wahania dynamiki rozwojowej banków przez pryzmat tempa wzrostu aktywów.

W badanym okresie najbardziej ustabilizowanym wzrostem charakteryzował się węgierski sektor bankowy. Roczne średnie tempo wzrostu aktywów banków działających na Węgrzech wyniosło 17%, zaś odchylenie standardowe tylko 0,04. Bardziej zmiennym wzrostem aktywów w badanym okresie legitymowały się banki w Czechach i Polsce. Średnie roczne tempo wzrostu aktywów w przypadku Czech wynosiło 11%. Rozproszenie zmian aktywów w poszczególnych latach wokół średniej wyniosło 0,09. Największym odchyleniem standardowym charakteryzował

się wzrost aktywów banków działających w Polsce. Wyniosło ono 0,12, przy średnim tempie wzrostu 13%. Wartym uwagi zjawiskiem jest również generalne zmniejszanie się tempa wzrostu aktywów banków działających w Polsce w latach 1997-2002. Do 2001 r. widoczne było zmniejszanie się dwucyfrowego tempa przyrostu aktywów, jednak po 2002 r. dynamika wzrostu bankowych aktywów była rosnąca, ale jednocyfrowa.

Polska

Dynamiczny rozwój bankowych pośredników finansowych wynikał z reform przeprowadzonych po 1989 r. W Polsce stworzono dwuszczeblowy system bankowy. Narodowy Bank Polski stał się centralną instytucją kredytową, dewizową i rozliczeniową, bankiem emisyjnym oraz bankiem banków. Z jego struktur wyodrębniono 9 banków komercyjnych. Natomiast cztery państwowe banki, specjalizujące się w: handlu zagranicznym (Bank Rozwoju Eksportu), działalności detalicznej (Powszechna Kasa Oszczędności, Pekao) oraz kredytach dla rolnictwa (Bank Gospodarki Żywnościowej), zostały przekształcone w banki komercyjne. Sprecyzowano też przepisy dotyczące tworzenia banków przez

podmioty zagraniczne i z udziałem kapitału zagranicznego.

W uzupełnieniu wcześniejszego zestawienia tempa zmian wartości aktywów tabela 2 zawiera, oprócz ogólnej wartości aktywów, również relację aktywów banków do PKB w Polsce oraz jej zmianę.

Wartość aktywów bankowych w latach 1997-2005 systematycznie rosła z poziomu 260 mld PLN w 1997 r. do 632 mld PLN w 2005 r. Stosunek aktywów do PKB przez cały okres analizy rósł, z poziomu 50% PKB, ale nie przekroczył poza granicę 65% PKB. Oznacza to, że wzrost wartości aktywów banków był większy niż wzrost PKB. Największy przyrost wskaźnika aktywa/PKB odnotowano w 1998 r., kiedy zmiana roczna wyniosła 9,9%. Średnie tempo wzrostu aktywów względem PKB wyniosło 3,17% rocznie. Był ono umiarkowanie stabilne.

Wcześniej rozpoczęty proces transformacji, w porównaniu z pozostałymi badanymi krajami, umożliwił swobodną działalność instytucji pośrednictwa niebankowego już od początku lat 90. Przedstawiona w tabeli 3 analiza sięga 1997 r., jednak w przypadku funduszy emerytalnych z oczywistych względów tylko – 2001 r.

Po okresie gruntownych przemian gospodarczych oraz uformowaniu rynkowego systemu finansowego nastąpił okres wzrostu liczby zakładów ubezpieczeń w Polsce. Wraz z rozwojem tych instytucji zmniejszała się dysproporcja między liczbą zakładów ubezpieczeniowych na życie a zakładów ubezpieczeń majątkowych. Działalność tych instytucji w Polsce unormowana jest poprzez ustawę z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej oraz ustawę o pośrednictwie ubezpieczeniowym, również z 22 maja 2003 r. Dane przedstawione w tabeli 3 pokazują tempo wzrostu rynku ubezpieczeniowego w Polsce. W początkowych trzech latach analizy zmiana aktywów zakładów ubezpieczeń wynosiła 40-

Tabela 2. Wartość aktywów na polskim rynku bankowym

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktywa banków w mld PLN	259,6	332,6	380,9	450,9	498,6	501,6	527,4	578,2	631,7
Aktywa banków/PKB	0,50	0,55	0,57	0,61	0,64	0,62	0,63	0,63	0,65
Δ aktywa/PKB	2,2%	9,9%	3,3%	5,9%	5,7%	-3,0%	0,9%	0,1%	4,1%

Średnia = 3,17%

Odchylenie standardowe = 0,04

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych Narodowego Banku Polskiego, dane ze strony www.nbp.pl z dnia 18.06.2006.

Tabela 3. Wartość aktywów zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych działających w Polsce

mld PLN	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktywa zakładów ubezpieczeń ogółem	13,2	20,7	29,0	37,9	48,2	57,6	65,7	77,9	89,6
Zmiana aktywów zakładów ubezpieczeń	63,0%	57,3%	39,8%	30,8%	27,0%	19,5%	14,1%	18,6%	15,0%
Aktywa ZU/PKB	0,03	0,03	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08	0,08	0,09
Δ aktywa/PKB	b.d.	34,9%	26,1%	17,0%	21,4%	15,2%	9,4%	8,3%	9,6%
Średnia=17,4%	Odchylenie standardowe=0,09								
Aktywa funduszy emerytalnych	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	19,5	31,8	45,4	64,4	86,3
Zmiana aktywów funduszy emerytalnych	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	62,7%	43,1%	41,8%	34,0%
Aktywa OFE/PKB	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	0,03	0,04	0,05	0,07	0,09
Δ aktywa/PKB	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	56,9%	37,3%	29,5%	27,7%
Średnia=37,4%	Odchylenie standardowe=0,12								

Źródło: dane ze strony Komisji Nadzoru Finansowego (www.knf.gov.pl) z dnia 06.01.2007.

60% rocznie. Późniejszy okres przyniósł zmniejszenie dynamiki rozwoju tej części rynku finansowego. W 2000 r. aktywa zakładów ubezpieczeń wynosiły 37,9 mld zł, natomiast na koniec badanego okresu 89,6 mld zł. Daje to średnie tempo wzrostu ok. 20,7% rocznie przez 6 ostatnich lat.

Wskaźnik aktywa/PKB, w przypadku zakładów ubezpieczeniowych, charakteryzował się dość stabilnym

oraz umiarkowanie dużym wzrostem. Średnie roczne tempo tego zmian tego wskaźnika wyniosło 17,44%. Oznacza to, że zakłady ubezpieczeniowe w Polsce umacniają swoją pozycję wśród pośredników finansowych.

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych pozwoliła na funkcjonowanie tego rodzaju pośredników finansowych w Polsce. W wyniku reformy

systemu emerytalnego nowy polski system składa się z 3 elementów:

- I filaru – obowiązkowego, administrowanego przez państwo,
- II filaru – obowiązkowego, zarządzanego przez Powszechne Towarzystwa Emerytalne,
- III filaru – dodatkowego, zarządzanego przez prywatne podmioty.

W ostatnich pięciu latach wzrost poziomu aktywów funduszy emery-

Tabela 5. Wartość aktywów zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych działających na Węgrzech

mld HUF	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktywa zakładów ubezpieczeń ogółem	194,7	244,6	297,8	384,1	419,5	494,6	559,4	559	686,5
Zmiana aktywów zakładów ubezpieczeń	28,0%	25,6%	21,7%	29,0%	9,2%	17,9%	13,1%	-0,1%	22,8%
Aktywa ZU/PKB	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Δ aktywa/PKB	b.d.	6,4%	7,8%	10,7%	-3,3%	4,5%	2,6%	-8,7%	15,1%
Średnia=4,1%	Odchylenie standardowe=0,07								
Aktywa funduszy emerytalnych	b.d.	28,8	89,8	175,7	283	413,1	564,6	804	1128
Zmiana aktywów funduszy emerytalnych	b.d.	b.d.	211,8%	95,7%	61,1%	46,0%	36,7%	42,4%	40,3%
Aktywa OFE/PKB	b.d.	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02	0,03	0,04	0,05
Δ aktywa/PKB	b.d.	b.d.	176,1%	68,0%	42,6%	29,4%	24,0%	30,1%	31,5%
Średnia=51,3%	Odchylenie standardowe=0,51								

Źródło: dane z Association of Hungarian Insurance Companies (www.mabisz.hu) Hungarian Financial Supervisory Authority (www.pszaf.hu) z dnia 06.01.2007 oraz Iwasaki, I. i Sato, K. (2004) Private Pension Funds in Hungary – Politics, Institutions, and Performance. W: PIE Discussion Paper Series, s. 18

Tabela 4. Wartości aktywów banków na Węgrzech

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Aktywa banków w mld HUF	5798,7	6981,5	7889,3	9047,8	10275,9	11808	14656,7	17076,9	20299,1	
Aktywa banków/PKB	0,68	0,69	0,69	0,68	0,69	0,70	0,77	0,84	0,93	
Δ aktywa/PKB	b.d.	1,9%	0,0%	-1,5%	0,6%	1,8%	12,6%	6,5%	11,4%	
	Średnia=4,04%					Odchylenie standardowe=0,05				

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Magyar Nemzeti Bank, dane ze strony www.mnb.hu z dnia 18.06.2006.

talnych corocznie wynosił ok. 40%. Wysoka dynamika wzrostu aktywów związana była ze stałym dopływem obowiązkowo uiszczanych składek. W 2001 r. wartość aktywów Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) wynosiła 19,5 mld zł. Dwa lata później już 45,4 mld zł, a na koniec 2005 r. wartość aktywów funduszy emerytalnych działających w II filarze wyniosła 86,3 mld zł. Transformacja systemu emerytalnego w Polsce miała na celu zwiększenie bezpieczeństwa emerytur poprzez dywersyfikację źródeł ich wypłacania. Krótki okres działalności tego typu pośredników finansowych nie jest w pełni miarodajny przy analizie wskaźnika aktywa/PKB. Mimo to fundusze emerytalne wraz z zakładami ubezpieczeniowymi odgrywają dziś znaczną rolę na polskim rynku niebankowych instytucji finansowych.

Węgry

Kolejne etapy procesu transformacji na Węgrzech powodowały zmiany w najbardziej interesującym nas obszarze – w systemie finansowym. Zmiany gospodarcze rozpoczęły się już w 1987 r. Bank Narodowy (Magyar Nemzeti Bank) wkomponowano w dwuczęściowy system bankowy. MNB pełnił odtąd funkcję tradycyjnego banku centralnego, ale do obsługi klientów komercyjnych powołano pięć nowo powstałych banków. Te natomiast „odziedziczyły” część zaplecza kadrowego banku narodowego oraz pożyczki niespłacone przez państwowe przedsiębiorstwa. Przykładowo nowo powstałe instytucje opiekowały się następującymi sektorami: Budapest Bank – przemysłem, Magyar Hitel Bank – rolnictwem oraz Kerekedelmi Bank – małą przedsiębiorczością (Kutan i Brada 2000: 32).

Instytucje bankowe przechodziły trudności na początku lat 90. W 1991 r. połowa kredytów obsługiwanych przez banki komercyjne została sklasyfikowana jako „niemożliwa do odzyskania”, a w 1993 r. dwa banki komercyjne musiały ogłosić bankructwo. Jednak po zakończeniu procesów konsolidacji i restrukturyzacji banki stały się mocnym ogniwem węgierskiego systemu finansowego (Arvai i Vincze 2000: 19-20). Dynamikę rozwoju węgierskich banków przybliży zestawienie wartości aktywów, przedstawione w tabeli 4.

Regulacje węgierskiego prawa bankowego promowały instytucje wybierające sposób wejścia na węgierski rynek poprzez tworzenie spółek typu joint-venture. Proces prywatyzacji sektora bankowego zakończył się w 1997 r. Od tego roku, jak pokazuje tabela 4, poziom wartości aktywów stale rośnie. Wzrost aktywów banków z 5 798,7 mld HUF w 1997 r. do 20 299,1 mld HUF na koniec 2005 r. dał 250% zmianę w całym okresie. W 2002 r. stosunek wartości aktywów do PKB Węgier przekroczył 70%. Dzięki wysokiemu tempu wzrostu aktywów, wskaźnik aktywa banków do PKB osiągnął wartość 0,93 na koniec 2005 r., czyli o 11,4% więcej niż rok wcześniej. Dominacja

banków na rynku pośrednictwa na Węgrzech jest znacznie większa niż w Polsce. W całym okresie analizy średni poziom wzrostu aktywów do PKB wyniósł niewiele ponad 4%. Wzrost aktywów względem PKB jest też szybszy.

Przy tak silnej pozycji banków w węgierskim systemie finansowym, zarówno zakłady ubezpieczeń, jak i fundusze emerytalne miały ograniczone warunki rozwoju. Zestawienie wartości aktywów konkurencji dla funduszy inwestycyjnych oraz banków na Węgrzech przedstawia tabela 5.

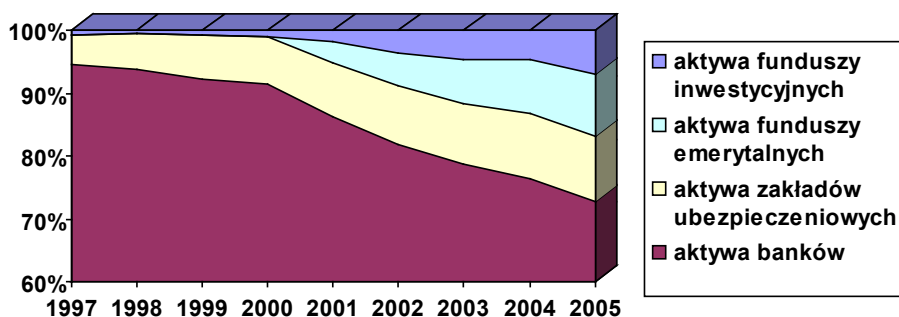
Zestawienie poziomu aktywów zakładów ubezpieczeń działających na Węgrzech wskazuje na umiarkowany wzrost znaczenia tej grupy pośredników finansowych. Średnie tempo wzrostu aktywów w całym badanym okresie wyniosło prawie 20%. Spowolnienie dynamiki rozwoju zakładów ubezpieczeniowych nastąpiło w latach 2001-2004. Jednak na koniec 2005 r. wartość aktywów wyniosła 686,5 mld HUF. Przy wspomnianej dominacji banków, wzrost znaczenia na rynku pośrednictwa dla zakładów ubezpieczeniowych jest trudny do osiągnięcia. Potwierdza to analiza wskaźnika aktywa/PKB, którego średnia zmiana wyniosła 4,1% rocznie.

Tabela 6. Aktywa banków w Czechach

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Aktywa banków w mld CZK	1297,0	1411,0	1951,0	2160,6	2095,5	2579,2	2573,8	2641,6	2915,4	
Aktywa banków/PKB	0,73	0,72	0,96	1,01	0,91	1,07	1,01	0,95	1,00	
Δ aktywa/PKB	5,1%	-1,0%	32,9%	5,1%	-9,9%	18,0%	-5,7%	-5,2%	4,2%	
	Średnia=4,13%					Odchylenie standardowe=0,13				

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Czech National Bank, dane ze strony www.cnb.cz z dnia 18.06.2006.

Wykres 8. Zestawienie aktywów pośredników finansowych w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych IZFiA, KNF oraz NBP

Przeprowadzona reforma emerytalna na Węgrzech w 1998 r. spowodowała powstanie, podobnie jak w Polsce, trójfilarowego systemu emerytalnego (The Three Pillar Pension System) (Iwasaki i Sato 2004: 15). Pierwszy okres działalności funduszy emerytalnych na Węgrzech charakteryzował się dużym przyrostem aktywów – np. w 1999 r. o 212%, rok później prawie o 100%. W 2001 r. poziom aktywów funduszy emerytalnych przekroczył poziom 283 mld HUF. W kolejnych latach odnotowywano dalszy sukces działalności tego typu pośredników finansowych. Przyrost aktywów funduszy emerytalnych w ostatnim przedstawionym okresie wyniósł ok. 40% rocznie. Choć na początku badanego okresu wartość aktywów funduszy

emerytalnych wynosiła jedynie 28,8 mld HUF, to na koniec 2005 r. już 1 128 mld HUF. Również w stosunku do PKB wzrost jest niezaprzeczalny. Średnie roczne tempo wyniosło ponad 51% w okresie analizy.

Czechy

Analizując współczesną historię gospodarczą Czech, możemy stwierdzić, że prywatyzacja kuponowa tam przeprowadzana okazała się nieefektywna. Największe problemy pojawiały się przy prywatyzacji sektora bankowego. Jego rekonstrukcja przebiegała w trzech etapach. Pierwszy z nich stanowiło ograniczenie monopolu bankowego. Następnym była właśnie prywatyzacja kuponowa przedsiębiorstw. Trzecim etapem było przyjęcie przez czeski

rząd nowego programu prywatyzacji i w 1997 r. zdecydowanie się na sprzedaż największych banków czeskich inwestorom zagranicznym (Szapary 2001: 17). Ważnym momentem dla Czech było wznowienie członkostwa w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW) oraz Banku Światowym. Nastąpiło to w sierpniu 1990 r. MFW odegrał ważną rolę, dostarczając technicznego wsparcia dla banku centralnego w szkoleniach kadry oraz tworzeniu regulacji prawnych, by umożliwić lepszy dostęp do światowych rynków finansowych.

Jak podają Dąbrowska i Gruszczyński (2001: 32), w 2000 r. w Czechach działało 17 banków z dominującym kapitałem zagranicznym (ponad 51% udziałów), w tym 7 w całości zagranicznych. Aktywa wszystkich banków komercyjnych w Czechach przedstawia tabela 6.

Wartość aktywów banków komercyjnych w Czechach spadała lub wykazywała tendencje stagnacyjne w okresie 2000-2003. Dopiero w dwóch ostatnich badanych latach wartość aktywów wyraźnie wzrosła, osiągając na koniec 2005 r. 2 915,4 mld CZK. Interesującą kwestią jest utrzymywanie się stosunku aktywów banków do PKB w granicach 100% przez większość badanego okresu. Średni wzrost tego wskaźnika wyniósł ponad 4% rocznie, przy dość dużych średnich wahaniach mierzonych odchyleniem standardowym – 0,13. Czeski rynek pośrednictwa finansowego jest najbardziej zdominowany przez banki ze wszystkich badanych państw.

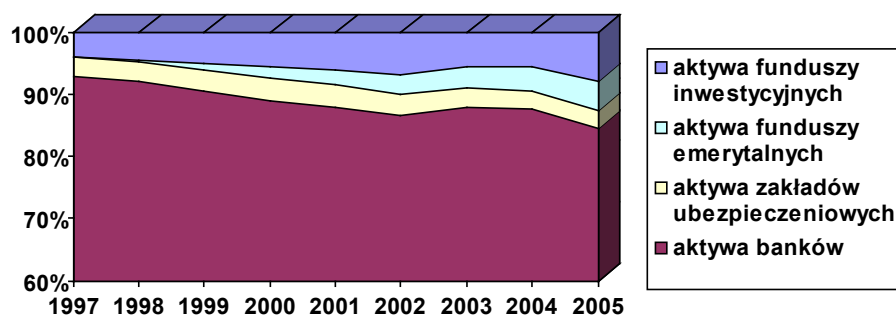
Na początku okresu przemian aktywność banków zagranicznych wzrosła. Związane to było z liberalizacją polityki licencyjnej. Tworzono również banki krajowe. Instytucje, które nie posiadały wystarczających kapitałów musiały radzić sobie z utrzymaniem płynności kapitałowej, ze względu na wysoki poziom złych kredytów. Reakcją na to było ograniczenie wydawania nowych licencji przez Czeski Bank Narodowy.

Tabela 7. Wartość aktywów zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych działających w Czechach

mld CZK	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktywa zakładów ubezpieczeń ogółem	47,6	54,8	62,5	69,3	80,7	89,3	104,8	111,5	115,8
Zmiana aktywów zakładów ubezpieczeń	19,0%	15,1%	14,1%	10,9%	16,5%	10,6%	17,3%	6,4%	3,8%
Aktywa ZU/PKB	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04
Δ aktywa/PKB	b.d.	4,7%	9,6%	5,3%	8,2%	6,1%	10,8%	-1,7%	-2,0%
Średnia=5,0%									
Aktywa funduszy emerytalnych	21,4	29,6	37,1	44,0	55,0	68,9	82,1	102,1	123,4
Zmiana aktywów funduszy emerytalnych	-8,0%	38,4%	25,1%	18,9%	24,8%	25,4%	19,1%	24,4%	20,9%
Aktywa OFE/PKB	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,04
Δ aktywa/PKB	b.d.	25,9%	20,3%	12,8%	15,9%	20,3%	12,5%	14,9%	14,1%
Średnia=17,0%									

Źródło: dane z The Czech Insurance Association (www.cap.cz) oraz The Association of Pension Funds of the Czech Republic (www.apfcr.cz) z dnia 06.01.2007.

Wykres 9. Zestawienie aktywów pośredników finansowych na Węgrzech



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych BAMOSZ, PSZAF, MABISZ oraz MNB.

Pozostałe sektory rynku finansowego w Czechach nie przechodziły takich początkowych problemów. Dzięki otwarciu systemu finansowego na instytucje zagraniczne, zakłady ubezpieczeń czy fundusze emerytalne mogły bez przeszkód rozwijać swoją działalność. Związane to było z wyposażeniem technologicznym oraz wyszkoleniem kadry zarządzającej. Sytuacje na rynku niebankowych pośredników finansowych przedstawia tabela 7.

Historia wolnorynkowej działalności zakładów ubezpieczeń w Czechach sięga 1991 r. Natomiast właściwa dla nich instytucja nadzoru, The Czech Insurance Association, została założona w 1993 r. Wartość aktywów firm ubezpieczeń w Czechach w 1996 r. wyniosła 40 mld CZK. Cztery lata później wielkość ta wzrosła do 69 mld CZK. Średni wzrost aktywów zakładów ubezpieczeń w całym badanym okresie wyniósł 13,2%. Jedynie w ostatnich dwóch latach zmiana aktywów firm ubezpieczeniowych nie przekroczyła 6%. Pod koniec 2005 r. aktywa tej grupy pośredników wyniosły 116 mld CZK. Zestawienie aktywów zakładów ubezpieczeniowych z PKB w Czechach pozwala nam stwierdzić niewielki wzrost znaczenia tego typu pośredników finansowych. Aktywa zakładów ubezpieczeniowych w stosunku do PKB wzrosły z 0,03 do 0,04 w całym okresie analizy.

Z dniem 1 stycznia 1995 r. w Czechach weszła w życie ustawa o działalności funduszy emerytalnych. Zatem, w porównaniu z pozostałymi krajami

regionu, Czechy wcześniej umożliwiły działalność funduszem emerytalnym. Od samego początku ten rodzaj instytucji charakteryzował się dość dużym wzrostem. Średnie roczne tempo wzrostu aktywów funduszy emerytalnych wyniosło 20,3%. Jedynie w 1997 r. wartość omawianych aktywów zmalała o 10%, do poziomu 21,4 mld CZK. Kolejne lata przyniosły stabilny wzrost aktywów. Potwierdzeniem tych słów może być fakt, że w 2000 r. wartość aktywów wynosiła 44 mld CZK, w 2003 r. już 82 mld CZK, na koniec 2005 r., po wzroście o 21%, 123 mld CZK. Średni wzrost wskaźnika aktywa/PKB wyniósł 17%. Podobnie jak w przypadku zakładów ubezpieczeniowych, nie przekładało się to jednak na realny wzrost znaczenia funduszy emerytalnych w całości pośrednictwa finansowego.

Podsumowanie

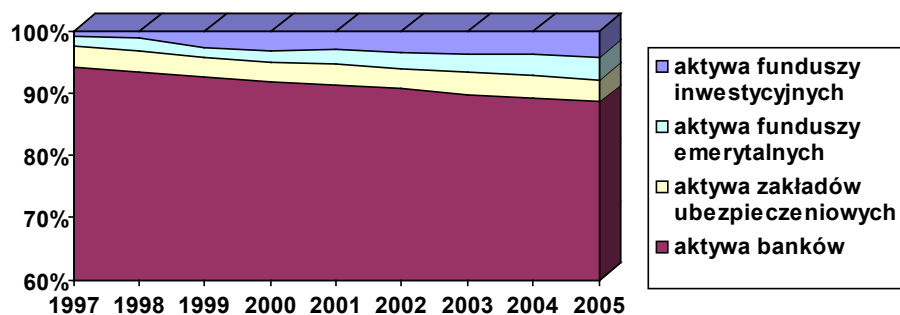
W podsumowaniu chciałbym spojrzeć na pośredników finansowych różnego rodzaju jako na konkurentów dla funduszy inwestycyjnych. Za punkt wyjścia przyjąłem 1997 r., kiedy to rozwój funduszy inwestycyjnych, działających

w trzech badanych krajach, nabierał tempa. W Polsce liczba działających funduszy wyniosła 20, a aktywa dynamicznie wzrastały. Na Węgrzech, podobnie, instytucje te charakteryzowały się stabilnym wzrostem. Klienci w Czechach w większym stopniu zainteresowali się ofertą funduszy inwestycyjnych dopiero od 1999 r. Ta zmiana nastawienia przełożyła się na wzrost poziomu aktywów. Wraz z polepszeniem się sytuacji gospodarczej omawianych państw, również propozycje inwestycyjne, oferowane przez poszczególnych pośredników finansowych, cieszyły się coraz większym zainteresowaniem.

Zarówno w Polsce, jak i innych krajach, głównym pośrednikiem finansowym są banki. W całym omawianym okresie ich konkurentem były jedynie zakłady ubezpieczeniowe. Na koniec 2000 r. aktywa zakładów ubezpieczeniowych stanowiły niecałe 8% wszystkich aktywów pośredników finansowych w Polsce. Dla przykładu aktywa banków w tym samym czasie stanowiły 91%. Wykres 8 przedstawia sytuację na rynku pośrednictwa finansowego w Polsce.

Na polskim rynku pośrednictwa niebankowego sytuacja nie odbiegała znaczenie od tej panującej w regionie. Od 1999 r. z coraz większym sukcesem na rynku działały zarówno fundusze emerytalne, jak i inwestycyjne. W końcu 2005 r. stosunek aktywów banków do całości aktywów pośredników spadł do poziomu 73%. Aktywa zakładów ubezpieczeniowych wzrosły do 10%. Największy postęp w zakresie udziału w rynku zanotowały instytucje

Wykres 10. Zestawienie aktywów pośredników finansowych w Czechach



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych AFAM ČR, APFCR, CAP oraz CNB.

zbiorowego inwestowania: fundusze emerytalne miały udział 10% na koniec horyzontu analizy oraz fundusze inwestycyjne – 7 % w tym samym momencie. Jest to olbrzymi sukces dla tego typu instytucji w Polsce, gdyż przed 2000 r. ich łączny udział w strukturze aktywów pośredników wynosił niecałe 1%. Choć fundusze inwestycyjne są najmniejszym segmentem tego kwartetu pośredników, to perspektywy zwiększonego udziału w rynku pozwalają tym instytucjom śmiało patrzeć w przyszłość.

Struktura aktywów banków, zakładów ubezpieczeń, funduszy emerytalnych oraz funduszy inwestycyjnych działających na Węgrzech przedstawiona jest na wykresie 9. Możemy powiedzieć, że fundusze inwestycyjne od początku przedstawionego okresu stanowiły małą, choć istotną część rynku pośrednictwa finansowego na Węgrzech.

Udział funduszy inwestycyjnych w 1997 r. wyniósł prawie 4%. Nie jest to oczywiście dużo w porównaniu z aktywami banków komercyjnych na Węgrzech, jednak udział funduszy inwestycyjnych cały czas rósł, wynosząc na koniec 2005 r. blisko 8%. Dodatkowym czynnikiem stawiającym fundusze inwestycyjne na Węgrzech w korzystnej sytuacji jest to, że były one oraz są, silniejszą konkurencją dla banków niż pozostali pośrednicy finansowi. Aktywa funduszy emerytalnych oraz zakładów ubezpieczeniowych łącznie stanowią również 8%. Niepokojącym zjawiskiem dla konkurencji banków na węgierskim rynku pośrednictwa jest wciąż bardzo duży udział banków w całości aktywów (85% na koniec 2005 r.).

Zestawienie aktywów badanych rodzajów pośredników finansowych w Czechach, zaprezentowane na wykresie 10, jest chyba najbardziej intrygującym z rozważanych przypadków. Udział wszystkich niebankowych pośredników finansowych w 1997 r. wyniósł niecałe 6%. Przez następne osiem lat ich sytuacja poprawiła się jedynie o 5 punktów procentowych. W rozbiciu na

poszczególnych niebankowych pośredników sytuacja na koniec 2005 r. sytuacja wyglądała następująco: fundusze inwestycyjne 4%, fundusze emerytalne 3,7% oraz zakłady ubezpieczeń 3,5%.

Przez cały badany okres aktywa bankowe nie spadły poniżej 88% całości aktywów pośredników. Świadczy to o zdominowaniu przez banki czeskiego systemu finansowego. Dane dotyczące funduszy inwestycyjnych w Czechach potwierdzają rozwój tego typu pośredników, jednak w zestawieniu z pozostałymi konkurentami, ten rozwój nie jest już tak oczywisty. W porównaniu z pozostałymi badanymi krajami, zwłaszcza z Polską, udział instytucji zbiorowego inwestowania w strukturze aktywów wszystkich pośredników finansowych cechuje się co najwyżej umiarkowanym wzrostem. Pozycja banków w Czechach wydaje się w najbliższej przyszłości niezagrażona.

Rozwój instytucji wspólnego inwestowania w trzech wymienionych krajach jest niezaprzeczalny. Potwierdzają to wszelkie statystyki, w tym te dotyczące, np. aktywów funduszy inwestycyjnych. Czynnikiem ograniczającym rozwój jest wciąż dominujący udział banków w strukturze rynkowej pośredników finansowych. W przypadku Polski oraz w mniejszym stopniu na Węgrzech, widać powolny, ale stopniowy wzrost znaczenia funduszy inwestycyjnych w strukturze pośrednictwa finansowego. Gorzej jest w przypadku Czech, gdzie instytucjom wspólnego inwestowania jest trudno osiągnąć poziom obserwowany w dwóch pozostałych państwach. Spowodowane jest to niesłabnącą pozycją banków w całości powierzonych pośrednikom środków finansowego.

* Przeliczenia na euro dla roku 1998 dotyczą średniego kursu ze stycznia 1999.

Bibliografia

Al-Kaber, M. (2000) Rozwój działalności funduszy inwestycyjnych (powierniczych) w Polsce. Bank i Kredyt, październik.

Arvai, Z., Vincze, J. (2000) Financial Crises in Transition Countries: Models and Facts. Budapest. NBH Working Paper 2000/6.

Blake, D. (2000) Financial Market Analysis, John Wiley & Sons. 2nd edition, London.

Dąbrowska, K., Gruszczyński, M. (2001) Kapitał zagraniczny a transformacja sektora finansowego w Polsce, WN PWN, Warszawa.

Filip, D. (2006) Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w: Szczepankowski, P. (red.), Problemy zarządzania finansami we współczesnych przedsiębiorstwach, VIZJA Press&IT, Warszawa.

Gazeta Giełdy „Parkiet” (2005) W styczniu wygrały BZ WBK i SEB, nr 25 (2696), 4.02.2005.

International Monetary Fund (2001) Czech Republic: Financial System Stability Assessment, including Report on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Monetary and Financial Policy Transparency; Banking Supervision; Insurance Regulations; Securities Regulation; Corporate Governance; and Payment Systems. IMF Country Report No 01/113, Washington, D.C.

Iwasaki, I., Sato, K. (2004) Private Pension Funds in Hungary – Politics, Institutions, and Performance, w: PIE Discussion Paper Series.

Kutan, A. M. i Brada, J.C. (2000) The Evolution of Monetary Policy in Transition Economies. Federal Reserve Bank of St. Louis. March/Aprill 2000.

Pochmara, W., Zapala, A. (2004) Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji, KPWiG. Warszawa.

PriceWaterhouseCoopers (2006) Investment management in the Czech Republic. www.pwc.com/cz/eng/about/ind/investmentmgmt.html z dnia 23.06.2006.

PriceWaterhouseCoopers (2003) Implementation of the EU Accession on the Investment Management Industry in Hungary, July. Raport ze strony www.bamosz.hu z dnia 28.08.2006.

Szapary, G. (2001) Banking Sector Reform in Hungary: lessons learned, current trends and prospects. Budapest. NBH Working Paper 2001/5.

Dane statystyczne z IZFA (Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami), NBP (Narodowy Bank Polski), Komisja Nadzoru Finansowego (KNF), Association of Investment Fund and Asset Management Companies in Hungary (BAMOSZ), Magyar Nemzeti Bank (MNB), Association of Hungarian Insurance Companies (MABISZ), Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZAF), Association of Funds and Asset Management of the Czech Republic (AFAM R), Czech National Bank (CNB), The Czech Insurance Association (CAP), The Association of Pension Funds of the Czech Republic (APFCR).

Prezentowany artykuł stanowi fragment wstępnej wersji rozprawy doktorskiej przygotowywanej pod kierunkiem prof. dr. hab. K. Jackowicza w WSPiZ im. L. Koźmińskiego.