

---

## Wkrótce zmiana warty na rynku funduszy inwestycyjnych

---

Po niemal 50 latach od uruchomienia pierwszego funduszu indeksowego<sup>1</sup> oraz 33 lata od momentu utworzenia pierwszego pasywnie zarządzanego funduszu ETF<sup>2</sup> rynek funduszy inwestycyjnych na świecie zmienił się nie do poznania. Rosnąca popularność pasywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych – tj. funduszy mających za zadanie odwzorowywanie wyników inwestycyjnych określonego indeksu lub benchmarku<sup>3</sup> – czego dowodem jest chociażby imponujący napływ netto kapitału (zwłaszcza w ostatnich kilkunastu latach), sprawiła, iż udział aktywów tej grupy funduszy w aktywach funduszy akcyjnych oraz funduszy inwestycyjnych ogółem systematycznie rośnie. Już od kilku lat podmioty zajmujące się analizą rynku asset management zapowiadały, iż konsekwencją tej tendencji jest nieunikniona zmiana warty – wartość środków finansowych zgromadzonych w funduszach pasywnych przewyższy wartość środków ulokowanych w funduszach zarządzanych w sposób aktywny. Choć zmiana ta będzie miała jedynie wymiar symboliczny – jej konsekwencją nie będzie żadna istotna „funduszowa rewolucja” – wydarzenie to może mieć istotne znaczenie psychologiczne. Może się ono bowiem przyczynić do wzrostu zainteresowania pasywnym inwestowaniem w państwach, w których ten sposób podejścia do inwestycji jest jeszcze nieznanym lub cieszy się relatywnie niewielkim zainteresowaniem. Świadomość, że ponad połowa aktywów zgromadzona w funduszach akcyjnych na świecie należy do funduszy indeksowych i pasywnych funduszy ETF, powinna dać do myślenia spółkom zarządzającym aktywami w tych krajach, które jak do tej pory niechętnie wprowadzają na rynek tego rodzaju fundusze (niesłusznie upatrując w nich zagrożenia dla swojego biznesu opartego na wysokomarżowych funduszach aktywnych), podmiotom zajmującym się dystrybucją produktów inwestycyjnych, jak też instytucjom tworzącym regulacje rynku finansowego. Te ostatnie powinny stworzyć jednolite, równe warunki dla rozwoju zarówno aktywnie, jak i pasywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych.

Celem niniejszego tekstu jest przedstąpienie wybranych analiz rynkowych z ostatnich kilku lat, które przedstawiały bądź zapowiadały zmianę warty na amerykańskim oraz na globalnym rynku funduszy inwestycyjnych. Najnowsze analizy, opublikowane w ostatnich tygodniach i miesiącach wskazują, iż jesteśmy już bardzo blisko tego symbolicznego momentu – jest to zapewne kwestia najbliższych kilku lub kilkunastu miesięcy.

---

<sup>1</sup> Pierwszy detaliczny fundusz indeksowy – First Index Investment Trust naśladowujący wyniki indeksu S&P 500 – został uruchomiony w sierpniu 1976 roku przez Johna Bogle.

<sup>2</sup> Pierwszym ETF-em na świecie był utworzony w marcu 1990 roku i notowany na giełdzie w Toronto fundusz Toronto 35 Index Participation Units odwzorowujący wyniki indeksu TSX 35.

<sup>3</sup> Powszechnie przyjmuje się, że fundusz pasywny to taki, którego celem inwestycyjnym jest replikowanie wyniku określonego indeksu, bez względu na jego rodzaj. W praktyce jednak na takie miano zasługują jednak tylko te fundusze, które dążą do odzwierciedlenia szerokiego indeksu ważonego kapitalizacją rynkową. Pozostałe fundusze, których zadaniem jest naśladowanie wyników inwestycyjnych innych typów indeksów (np. smart beta, tematycznych, etc.) są w praktyce funduszami semi-aktywnymi.

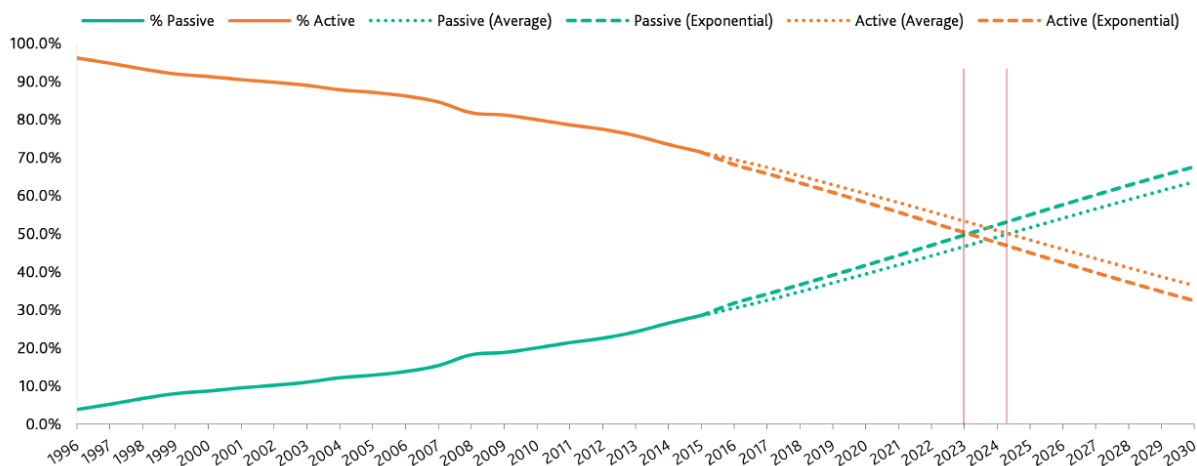
**Stany Zjednoczone****Prognozy Moody's Investors Service (2017, 2019)**

Jednym z pierwszych podmiotów, który już na początku 2017 roku zapowiadał, że fundusze pasywne prześcigną fundusze zarządzane aktywnie była agencja Moody's Investors Service (MIS). W opublikowanym w lutym tegoż roku raporcie "Asset Managers - Global: Passive Market Share to Overtake Active in the US No Later than 2024" przewidywano, że według jej szacunków pasywne inwestycje (w tym fundusze indeksowe i ETF-y) wyprzedzą na rynku Stanów Zjednoczonych inwestycje aktywne między 2021 a 2024 rokiem. Konkluzja ta została sformułowana na podstawie dwóch analiz: pierwszą była regresja (liniowa i wykładnicza) udziału w rynku jako funkcji czasu, natomiast drugim dopasowanie najnowszych danych o aktywach funduszy pasywnych do modelu dyfuzji, który prognozuje zmiany udziału w rynku w krótkiej perspektywie.

Agencja MIS zaznaczyła jednocześnie, że prognoza wykorzystująca modele regresji i sugerująca zmianę na amerykańskim rynku funduszy dopiero w 2023-2024 roku jest bardzo konserwatywna (co – jak się potem okazało – potwierdziło się), jako w latach 1996-2016 będących jej podstawą, pasywne inwestowanie było postrzegane z większym sceptycyzmem niż ma to miejsce obecnie (Wykres 1). Drugie podejście, wykorzystujące model dyfuzji, który opiera się na danych dotyczących udziałów w rynku od czasu kryzysu finansowego wskazało, że fundusze pasywne osiągną 50% udziału w amerykańskim rynku w okresie od czterech do pięciu lat, czyli w latach 2021-2022.

**Wykres 1. Prognoza Moody's Investors Services z 2017 roku dotycząca udziału pasywnych i aktywnych inwestycji na rynku amerykańskim (na podstawie regresji liniowej i wykładniczej)**

Forecast: Passive to Exceed 50% Market Share by 2023-24  
Linear and Exponential Regression Models



Note: See Appendix for technical details  
Source: Moody's Investors Service Calculations

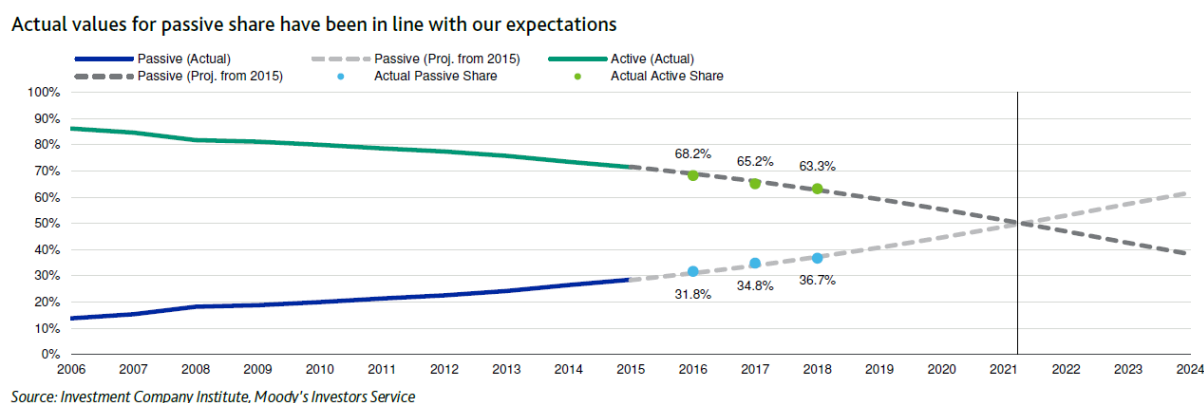
Źródło: Moody's Investors Service.

Dokonana dwa lata później przez MIS aktualizacja powyższej prognozy pokazała, że zainteresowanie pasywnymi produktami inwestycyjnymi w USA nie słabnie i postępuje w tempie zgodnym z wcześniejszymi przewidywaniami (konkretnie z modelem dyfuzji przewidującym zrównanie

pasywnych i aktywnych inwestycji w 2021 roku). Rzeczywiste dane wskazały jednak na niewielkie przyspieszenie tego trendu (Wykres 2).

Model dyfuzji zastosowany przez MIS interpretował trend konsumencki w kierunku pasywnych produktów inwestycyjnych jako zbliżony do przyjęcia ulepszonej technologii. W opinii MIS niskokosztowe pasywne produkty inwestycyjne skuteczniej kierują zyski korporacyjnej Ameryki do inwestora końcowego niż tradycyjne fundusze inwestycyjne (*mutual funds*). Takie produkty są bardziej efektywne, ponieważ wiążą się z mniejszym „wyciekaniem zysków” w postaci opłat za zarządzanie dla zarządzających aktywami, prowizji i kosztów transakcyjnych dla brokerów. Ponadto, decyzje inwestycyjne „poniżej średniej” prowadzą do utraty kapitału przez przeciętnego aktywnego menedżera na rzecz małej grupy naprawdę znakomitych aktywnych zarządzających.

**Wykres 2. Prognoza Moody's Investors Services z 2019 roku dotycząca udziału pasywnych i aktywnych inwestycji na rynku amerykańskim (na podstawie modelu dyfuzji)**

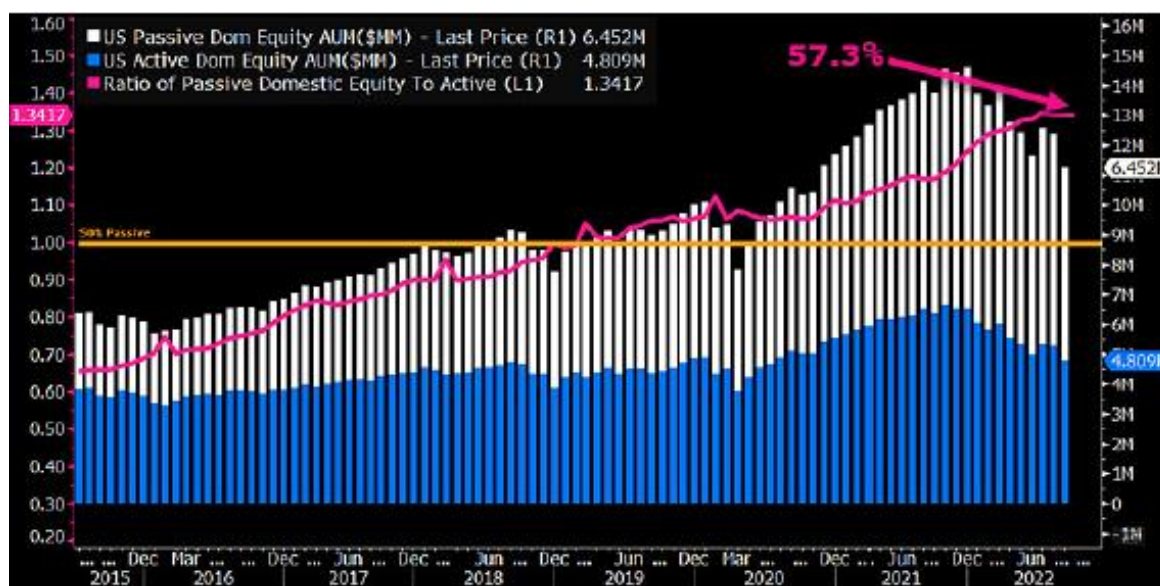


Źródło: Moody's Investors Service.

### Pierwszy krok milowy

Pierwszym wydarzeniem, które ukazało przewagę funduszy pasywnych nad aktywnymi, było osiągnięcie przez fundusze pasywne 50-proc. udziału w amerykańskim rynku krajowych funduszy akcyjnych (*domestic equity funds*) latem 2018 roku. Według Bloomberg'a nastąpiło to w okolicach sierpnia 2018 roku. Było to głównie rezultatem wzrostu aktywów funduszy naśladowujących wyniki indeksu S&P 500, indeksów obrazujących koniunkturę na całym amerykańskim rynku akcji oraz innych szerokich indeksów amerykańskich. Powszechnie uznaje się, że akcje amerykańskich spółek o dużej kapitalizacji obejmują najbardziej efektywny rynek akcji na świecie, przyczyniając się do dominacji pasywnych inwestycji.

Po czterech latach, w III kwartale 2022 roku udział pasywnie zarządzanych funduszy akcyjnych na amerykańskim rynku funduszy wynosił według Bloomberg'a już 57,3% - ich aktywa wynosiły wówczas 6,45 bln USD (Wykres 3).

**Wykres 3. Struktura amerykańskiego rynku krajowych funduszy akcyjnych oraz udział w nim funduszy pasywnych w latach 2015-2022**

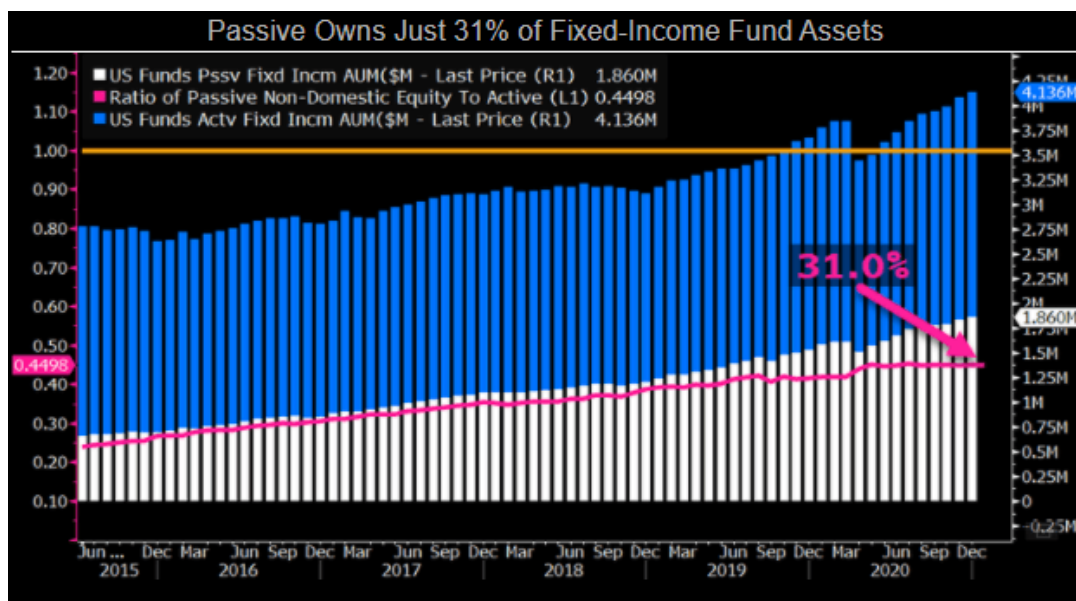
Źródło: Bloomberg Intelligence.

**Prognozy Bloomberga (2021, 2022)**

Prognozy dotyczące udziału funduszy pasywnych na amerykańskim rynku funduszy sporządzane są systematycznie przez analityków Bloomberga. Te opublikowane w ostatnich dwóch latach wskazują, iż moment, w którym fundusze pasywnie zarządzane wyprzedzą fundusze zarządzane aktywnie, jest już niemal na wyciągnięcie ręki.

Według przewidywań opublikowanych na początku 2021 roku miało to nastąpić do 2026 roku, głównie za sprawą rosnącego znaczenia pasywnie zarządzanych funduszy akcyjnych (o czym była mowa powyżej) oraz coraz większej roli funduszy pasywnych na rynku funduszy dłużnych (*fixed income funds*). W końcu 2020 roku aktywa akcyjnych funduszy pasywnych inwestujących na rynku krajowym (tj. w USA) stanowiły 53,8% aktywów (6,24 bln USD) akcyjnych funduszy rynku krajowego ogółem, natomiast w przypadku funduszy akcyjnych inwestujących poza USA odsetek ten wynosił 41,5% (1,67 bln USD). Wyraźnie mniejszą popularnością cieszyły się natomiast pasywne fundusze dłużne – ich aktywa w końcu 2020 roku wynosiły 1,86 bln USD i stanowiły jedynie 31,0% aktywów tych funduszy ogółem (Wykres 4).

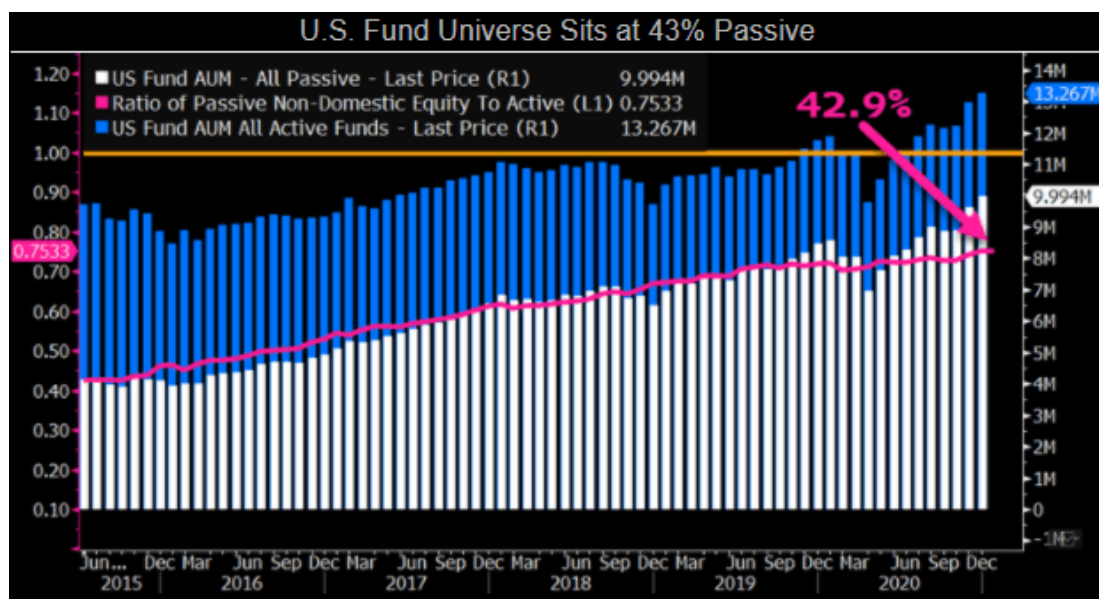
Wykres 4. Struktura amerykańskiego rynku funduszy dłużnych oraz udział w nim funduszy pasywnych w latach 2015-2020



Źródło: Bloomberg Intelligence.

Aktywa wszystkich funduszy pasywnych w USA stanowiły wówczas 42,9% aktywów amerykańskich funduszy inwestycyjnych (ok. 10 bln USD) (Wykres 5). Biorąc pod uwagę fakt, iż średnioroczne tempo wzrostu udziału w rynku funduszy pasywnych od 2013 roku wynosiło 2,3 pkt. proc., Bloomberg przewidywał, że przy utrzymaniu tego tempa fundusze te wyprzedzą fundusze aktywne w ciągu 5 lat. Jednocześnie zakładano, że nastąpi to wcześniej, jeżeli na rynku amerykańskim zapanuje bessa.

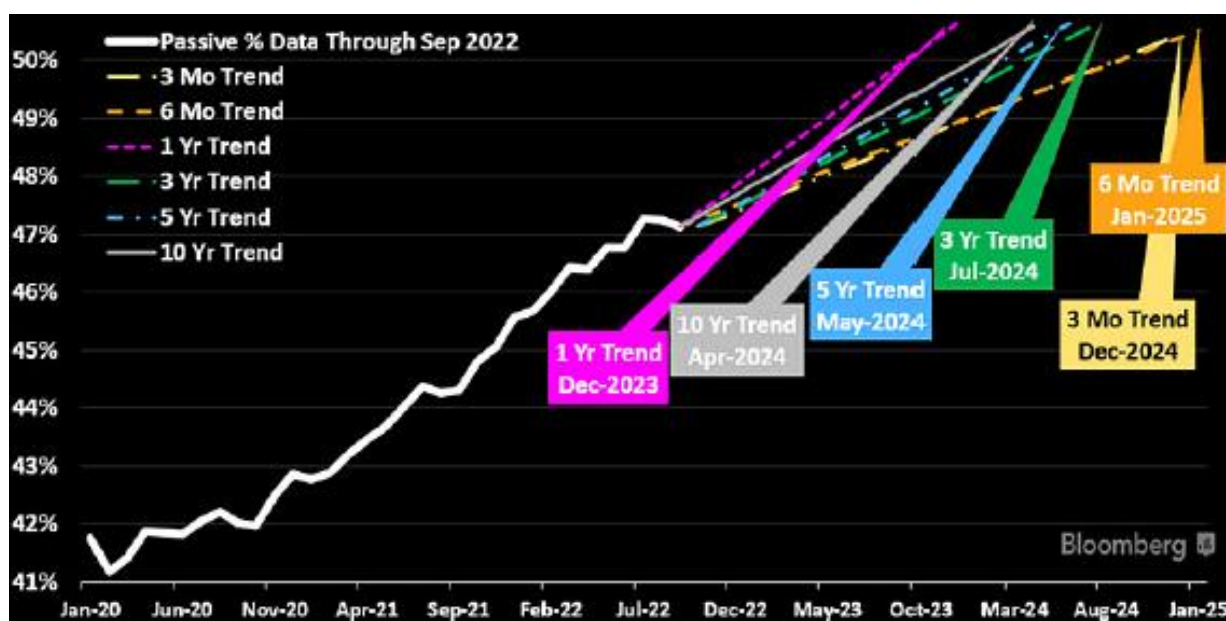
Wykres 5. Struktura amerykańskiego rynku funduszy inwestycyjnych ogółem oraz udział w nim funduszy pasywnych w latach 2015-2020



Źródło: Bloomberg Intelligence.

Powyższe przewidywania nie do końca się jednak sprawdziły. Po pierwsze, rynek niedźwiedzia w 2022 roku spowodował osłabienie dynamiki wzrostu udziału funduszy pasywnych na amerykańskim rynku funduszy (mimo znaczącego napływu nowego kapitału), gdyż spadki wycen akcji spółek mocniej odbiły się właśnie na tej grupie funduszy (większość akcji amerykańskich firm publicznych jest bowiem już w posiadaniu funduszy pasywnych – o czym będzie mowa dalej). Po drugie, moment w którym aktywa funduszy pasywnych w USA okazały się wyższe niż funduszy aktywnych został w październiku 2022 roku określony na początek 2024 roku, czyli ponad rok wcześniej niż zakładały wcześniejsze przewidywania. Według sporządzonych wtedy prognoz, bazujących na analizie tempa wzrostu udziału pasywnych w rynku w określonych horyzontach czasu (trzymiesięcznym, sześciomiesięcznym, rocznym, trzyletnim, pięcioletnim i dziesięcioletnim), zmiana warty na amerykańskim rynku funduszy może nastąpić nawet już w grudniu 2023 r., a najpóźniej w styczniu 2025 r. Najwięcej scenariuszy wskazuje jednak, iż nastąpi to w pierwszej połowie 2024 roku (Wykres 6).

Wykres 6. Prognozy Bloomberg z października 2022 r. dotyczące udziału funduszy pasywnych w amerykańskim rynku funduszy inwestycyjnych



Źródło: Bloomberg Intelligence.

### Kolejny krok milowy

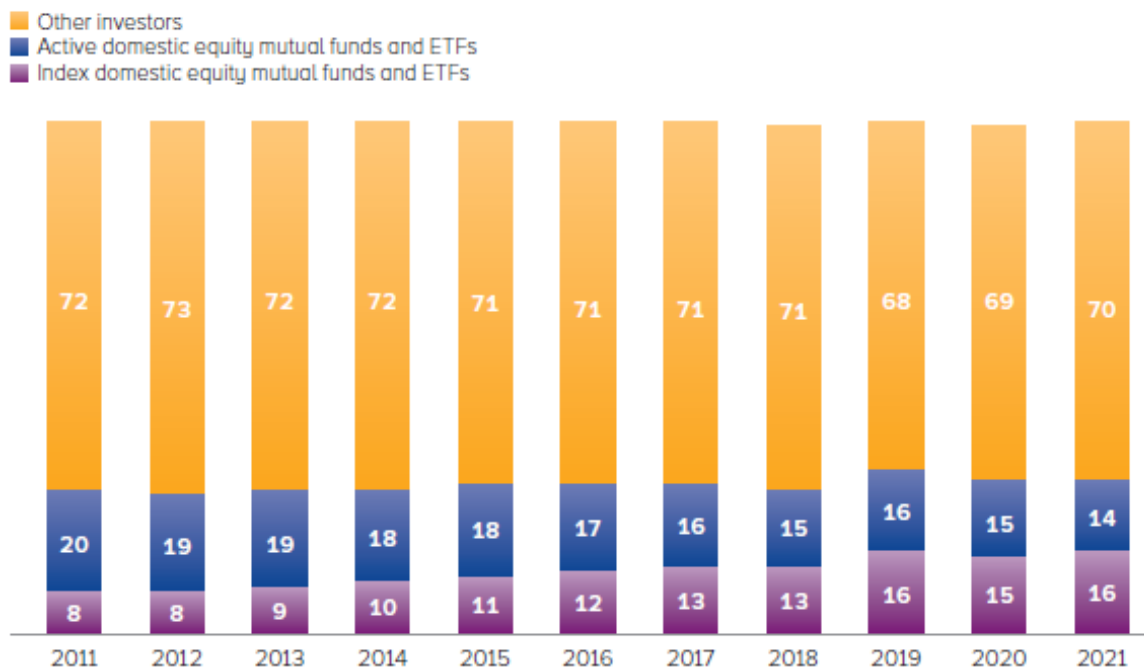
W opublikowanym w maju 2022 roku przez Investment Company Institute (ICI) raporcie podsumowującym rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych i na świecie („2022 Investment Company Factbook”) znalazła się informacja, że amerykańskie akcyjne fundusze pasywne rynku krajowego w 2021 roku po raz pierwszy w historii posiadały większy udział w kapitalizacji tamtejszego rynku akcji niż fundusze zarządzane aktywnie (w dwóch poprzednich latach udziały te były do siebie zbliżone). Udział akcyjnych funduszy indeksowych i funduszy ETF inwestujących w akcje amerykańskich firm wyniósł w końcu 2021 roku 16 procent, podczas gdy funduszy aktywnych 14 procent.

Warto zwrócić uwagę, że 10 lat wcześniej proporcje te były zdecydowanie inne – udział funduszy aktywnych wynosił 20 procent, a pasywnych jedynie 8 procent (Wykres 7).

**Wykres 7. Udział akcyjnych funduszy pasywnych i aktywnych inwestujących na rynku krajowym w amerykańskim rynku akcji w latach 2011-2021**

### Index Fund Share of US Stock Market Is Small

Percentage of US stock market capitalization, year-end



Sources: Investment Company Institute and World Federation of Exchanges

Źródło: Investment Company Institute.

### Prognozy ISS Market Intelligence

Podobne prognozy dla funduszy pasywnych na amerykańskim rynku zaprezentowało na początku 2023 roku ISS Market Intelligence (ISS MI) – podmiot należący do Institutional Shareholder Services (ISS). W opublikowanym w styczniu raporcie „*State of the Market: Future of Retail Products*” obejmującym prognozy dla amerykańskich funduszy długoterminowych na lata 2023-2027 stwierdzono, że fundusze indeksowe będą kontrolować połowę aktywów funduszy długoterminowych do 2027 roku. ISS MI przewiduje, że udział funduszy pasywnych wzrośnie w ciągu najbliższych pięciu lat z 47,5% w końcu 2022 roku do 55,6% w roku 2027. Zmiana warty ma nastąpić już w 2024 roku, kiedy to aktywa funduszy pasywnych przekroczą połowę aktywów funduszy długoterminowych. Tymczasem prognozy dla funduszy aktywnie zarządzanych wskazują, iż średnie roczne tempo wzrostu ich aktywów w najbliższych pięciu latach wyniesie jedynie 3,5%, o połowę mniej niż analogiczny wskaźnik dla funduszy długoterminowych ogółem (7,1%). W przypadku aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych będzie to zaledwie 0,8% rocznie. Jednocześnie, co ciekawe, nawet kontrolując mniejszą część aktywów, aktywni menedżerowie

nadal będą generować większość wzrostu przychodów branży funduszy w ciągu następnej połowy dekady (z uwagi na znacznie wyższe stawki opłat za zarządzanie).

Rosnący udział funduszy pasywnych będzie przede wszystkim zasługą indeksowych funduszy ETF, do których – według szacunków ISS MI – trafi w tym okresie 2 bln USD netto nowego kapitału. Z kolei z funduszy aktywnie zarządzanych w tym okresie odpłynie netto 1,4 bln USD. Wśród przyczyn tej tendencji wymieniono m.in. rosnące zainteresowanie portfelami modelowymi (fundusze pasywne, a zwłaszcza ETF-y, szczególnie nadają się do tego sposobu konstruowania portfela inwestycyjnego) oraz coraz większa popularność handlu bezprowizyjnego.

## Świat

Amerykański rynek jest bez wątpienia największym i najlepiej rozwiniętym rynkiem funduszy pasywnych na świecie – nie jest jednak jedynym, gdzie fundusze pasywne zdążyły już przejąć większą część rynku. Na początku 2020 roku agencja Nikkei poinformowała, że według danych Mitsubishi Asset Brains w końcu 2019 roku aktywa netto funduszy indeksowych (po wzroście o 29% w 2019 roku) były warte 50,95 bln jenów (465 mld USD), natomiast aktywa funduszy zarządzanych aktywnie (po wzroście o zaledwie 6%) wynosiły 43,95 bln jenów. Fundusze pasywne zyskały na popularności ze względu na niższe opłaty (średnio 0,71% rocznie) jako fundusze wymagające mniejszego zaangażowania zarządzających niż fundusze aktywne (średnia opłata 1,36%) i są coraz częściej postrzegane jako atrakcyjna opcja dla osób poszukujących długoterminowych, stabilnych inwestycji. Aktywa funduszy indeksowych w ciągu ostatnich pięciu lat (2015-2019) wzrosły ponad trzykrotnie. Nawet po wyłączeniu z tych aktywów inwestycji w fundusze ETF dokonanych przez Bank Japonii o wartości około 24 bln jenów, wzrost w tym okresie wyniósł aż 70%<sup>4</sup>.

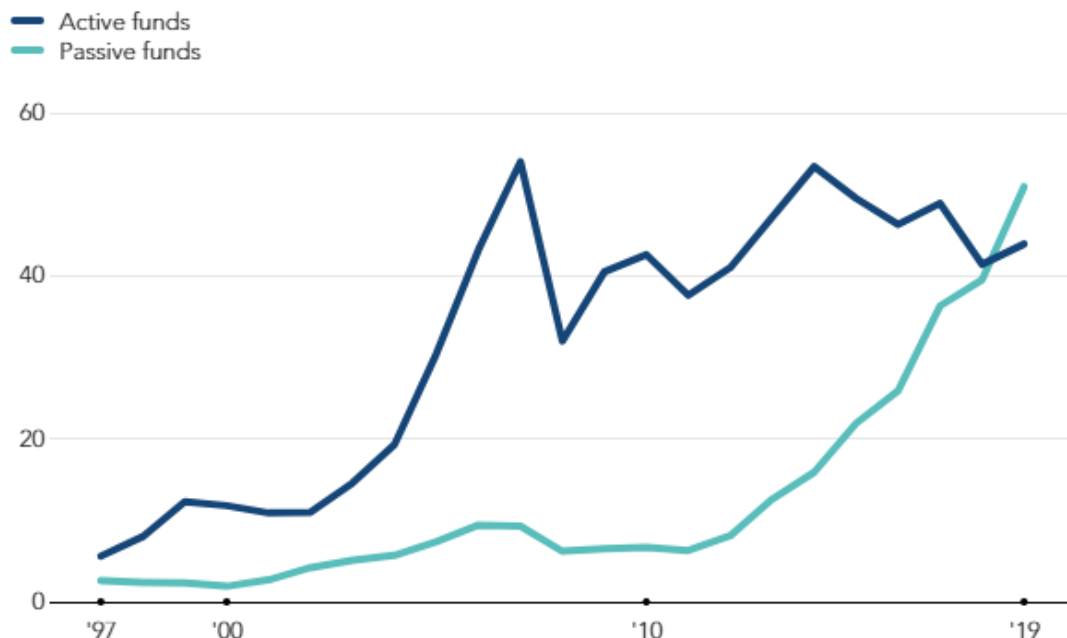
---

<sup>4</sup> K. Onishi, *Index funds overtake active funds for first time in Japan*, <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/Index-funds-overtake-active-funds-for-first-time-in-Japan>



## Wykres 8. Aktywa netto funduszy zarządzanych aktywnie i pasywnie w Japonii w latach 1997-2019

## Index funds surpassed active funds in Japan

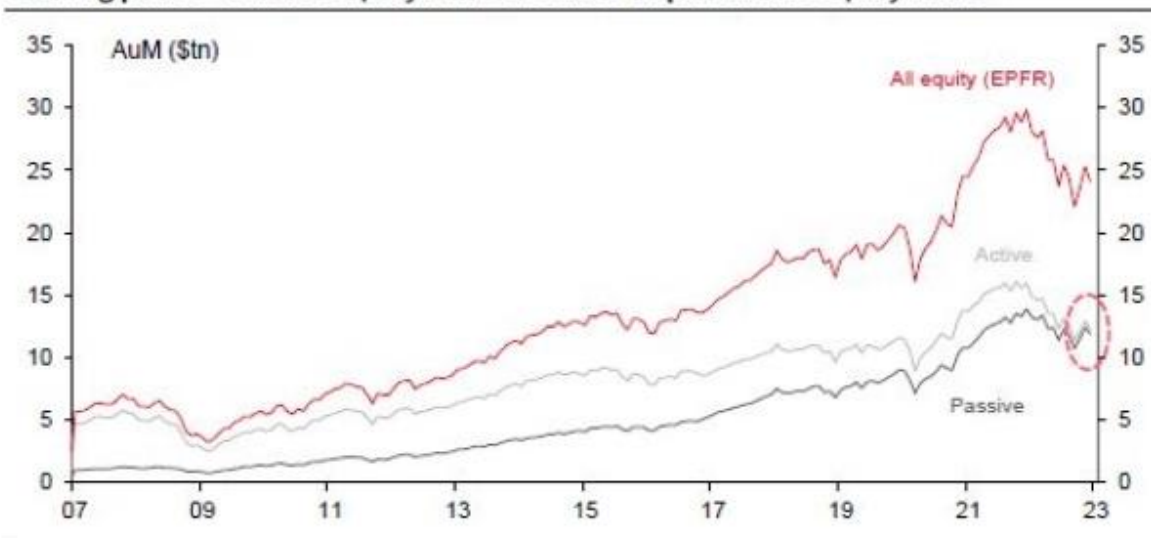
*(in trillions of yen)*

Net assets as of the end of the year.

Source: Mitsubishi Asset Brains

Źródło: Mitsubishi Asset Brains.

Rosnąca popularność funduszy pasywnych na całym niemal świecie (choć oczywiście z różną intensywnością) sprawiła, iż jesteśmy coraz bliżej momentu, kiedy ta kategoria funduszy zgromadzi większe aktywa od funduszy zarządzanych aktywnie w skali globalnej. Według informacji opublikowanej tydzień temu przez agencję Bloomberg, która powołała się na raport Societe Generale, już w marcu lub kwietniu bieżącego roku aktywa netto pasywnych funduszy akcyjnych na świecie przewyższą aktywa netto swoich aktywnych odpowiedników (Wykres 9). Wniosek taki wynika z analizy danych miesięcznych danych firmy EPFR Global, która analizuje i dostarcza instytucjom finansowym dane na temat aktywów i napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych w skali globalnej.

**Wykres 9. Aktywa netto funduszy akcyjnych ogółem, pasywnych funduszy akcyjnych, aktywnych funduszy akcyjnych na świecie w latach 2007-2022****Trading places – Passive equity funds about to surpass Active equity funds**

Evolution of Assets under Management (AuM) of EPFR equity funds: active and passive mutual funds and ETFs.  
All equity: sum of actively and passively managed equity funds. Monthly statistics to 31/12/22.  
Source: EPFR GLOBAL, SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation

**Tomasz Miziołek**

[www.etf.com.pl](http://www.etf.com.pl)

Niniejsza analiza została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych. Zawarte w niej treści stanowią wyraz osobistych poglądów autora, nie mają charakteru rekomendacji, porady inwestycyjnej i nie są związane ze świadczeniem usług doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu odpowiednich przepisów prawa. Serwis etf.com.pl nie ponosi odpowiedzialności z tytułu ewentualnych szkód wynikających z wykorzystania informacji zamieszczonych w raporcie.

Publikowanie niniejszej analizy w Internecie, prasie i innych mediach, w całości lub w części, wymaga pisemnej zgody autora serwisu etf.com.pl.