

21

Michał Potyra

Sonaty 6/721

02-744 Warszawa

Tel. +48 604 511 245

E-Mail: mp26147@sgh.waw.pl

Student IV roku Szkoły Głównej Handlowej

Kierunek Finanse i Bankowość

**RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE
W 5-LETNIEJ PERSPEKTYWIE**

**Praca konkursowa „START DO KARIERY”
Fundacja Bankowa im. Leopolda Kronenberga**

W celu dokonania oceny perspektyw rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce należy zwrócić uwagę na aktualny stopień rozwoju tego rynku, stanowiący punkt wyjścia analizy i bazę jego dalszego wzrostu.

I. Rynek funduszy inwestycyjnych dzisiaj

W Polsce do 1991 roku, ze względu na obowiązujące prawo, nie było możliwe tworzenie funduszy inwestycyjnych. Możliwość ta została dopuszczona dopiero wraz z ustawą "Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych" z 22 marca 1991r.

W Polsce działa 20 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, (TFI), które obsługują 156 funduszy. Aktywa będące w zarządaniu polskich TFI osiągnęły na koniec 2004 roku 9,279 mln euro. Dynamika wzrostu wielkości aktywów wyniosła 13,5%, znacznie poniżej rekordowych lat 2003 i 2002 gdy wielkość aktywów rosła w tempie odpowiednio 87,8% i 46,0%. Zestawiając ilość polskich funduszy inwestycyjnych oraz wartość ich aktywów z krajami Europy zachodniej, polski rynek należy umieścić w grupie rynków o stosunkowo niskim poziomie rozwoju charakteryzujących się dużym potencjałem wzrostowym. Dla porównania np. w Niemczech dostępnych było 1,042 funduszy, których aktywa osiągnęły 846,895 mln euro, a w często porównywanych z Polską Czechach te wielkości kształtowały się odpowiednio na poziomie 51 (liczba TFI) i 4,062 mln euro (aktywa).

Porównując rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w poszczególnych krajach warto wziąć pod uwagę wskaźnik względny operujący danymi *per capita*, który dobrze obrazuje stopień rozwoju rynku i jego nasycenie. Głównym takim wskaźnikiem są aktywa netto przypadające na jednego mieszkańca. W Polsce jest to 242 euro¹, gdy tymczasem Czechach 327; w Grecji 2,985; w Wielkiej Brytanii 7,098; a we Francji 16,946 euro na mieszkańca².

Pod względem udziału funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności polskiego społeczeństwa widać ciągły wzrost zainteresowania tą formą lokowania oszczędności. Na koniec 1999 roku udział aktywów funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach strukturze oszczędności polskich gospodarstw domowych wynosił 1,87% w roku 2002 9,5% aby pod koniec 2004 roku osiągnął 19,6%³.

Wybierając fundusz inwestor ma do wyboru fundusze akcyjne, obligacji, rynku pieniężnego, czy też, charakteryzujące się stale rosnącą popularnością, fundusze hybrydowe, których portfel składa się z wielu różnych klas aktywów. Dla oceny wyników poszczególnych grup funduszy ważne jest nie tylko to czy fundusz osiągnął dodatnia stopę zwrotu, ale przede wszystkim jak stopa zwrotu kształtuje się na tle benchmarku, jakim jest średnia stopa zwrotu na rynku, na którym operują.

| | Udział w rynku | | Stopy zwrotu (%) | | Stopy zwrotu benchmarku ⁴ (%) | |
|---------------------------------|----------------|------|------------------|------|--|-------------------|
| | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 |
| Polskich papierów dłużnych | 67,1 | 40,7 | 13,9 | 2,6 | 17,9 | 3,5 |
| Akcji polskich | 4,4 | 6,9 | 1,1 | 35,0 | 3,2 | 44,9 |
| Rynku pieniężnego | 18 | 17,2 | 9,8 | 5,0 | 8,8 | 5,6 |
| Stabilnego wzrostu | 2,2 | 15,2 | 11,0 | 11,6 | 15,4 | 11,0 |
| Zrównoważone | 4,4 | 8,6 | 4,3 | 17,9 | 10,5 | 23,2 |
| Akcji zagranicznych | 0,4 | 0,4 | -27,9 | 23,7 | PLN/EURO +14,1 | PLN/EURO +17,3 |
| Zagranicznych papierów dłużnych | 1,6 | 9,2 | 5,2 | 10,5 | PLN/USD -3,7 | PLN/USD -2,6 |
| Pozostałe | 1,9 | 1,8 | b.d | b.d | - | - |

Źródło: STFI

Na podstawie danych z tabeli możemy zaobserwować, że wyniki funduszy nie osiągają stopy zwrotu benchmarku. Na tej podstawie można wnioskować że aktywa funduszy są nieumiejętnie zarządzane, co może być jednym z czynników hamujących rozwój rynku. TFI powinny zwrócić szczególną uwagę na prace zarządzających portfelami funduszy, gdyż inwestorzy są zainteresowani ponadprzeciętnymi stopami zwrotu. Związek ten jest uwidoczniłony poprzez zależność pomiędzy osiąganą stopą zwrotu a zmianami w popularności poszczególnych grup funduszy. Znaczący wzrost udziału w rynku funduszy akcyjnych spowodowany jest dobrymi wynikami (dzięki hossie na giełdzie) a popularność funduszy zrównoważonych i stabilnego wzrostu ma źródło w poszerzeniu ich oferty i zróżnicowania, co poprzez zaspokajanie bardziej wyrafinowanych potrzeb inwestycyjnych, pozwoliło na dotarcie do wielu grup nowych klientów.

¹ STFI, Podsumowanie roku 2004 na rynku funduszy inwestycyjnych str. 4;

http://www.stfi.com.pl/dane/Rok_2004_Podsumowanie.pdf

² STFI Raport 2003 str. 13 http://www.stfi.com.pl/dane/raport_2003.pdf

³ STFI Podsumowanie roku... str. 4

⁴ Benchmarkami dla różnych typów funduszy są: dla funduszy akcji polskich - stopa zwrotu z WIG-u; dla funduszy polskich papierów dłużnych - średnia rentowność obligacji skarbowych; dla funduszy rynku pieniężnego - średnia rentowność 13 tyg. Bonów Skarbowych; dla funduszy zrównoważonych - stopa zwrotu z WIG-u (50%) i obligacji skarbowych(50%); dla funduszy stabilnego wzrostu - stopa zwrotu z WIG(20%) i obligacji skarbowych(80%)

Na kształt i tempo rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w 5 letniej perspektywie będą miały wpływ zarówno czynniki makroekonomiczne jak też zjawiska związane bezpośrednio z funkcjonowaniem tego segmentu rynku kapitałowego.

II. Najważniejsze czynniki makroekonomiczne wpływające na perspektywy rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych

1. Dynamika wzrostu gospodarczego

Po ostatnim okresie stagnacji ekonomicznej Polska gospodarka zaczęła się rozwijać. Szacunki GUS mówią o zwiększeniu dynamiki PKB, którego wzrost w minionym roku wyniósł 5,4% w porównaniu z 3,8% w roku 2003 i 1,4% w roku 2002⁵. W ciągu najbliższych 5 lat celem polskiego rządu powinien być wzrost gospodarczy rzędu 4,5-6% rocznie. Wzrost PKB możliwy jest dzięki rosnącej wydajności pracy, rosnącemu popytowi krajowemu(+4,9% w stosunku do roku 2003), oraz wzrostowi produkcji sprzedanej przemysłu(+11%). Dodatkowym impulsem dla polskiej gospodarki było wstąpienie polski do UE i związane z tym otwarcie rynków Unii na konkurencyjne cenowo polskie produkty, co pozwoliło zwiększyć eksport (szczególnie towarów przetworzonych) i zmniejszyć nierównowagę salda obrotów bieżących. Wstąpienie do UE stwarza możliwości ubiegania się o fundusze unijne w ramach programów pomocowych i strukturalnych mających na celu wyrównywanie różnic regionalnych, poprzez podnoszenie konkurencyjności przedsiębiorstw i współfinansowanie inwestycji.

2. Kształtowanie się dochodu rozporządzalnego netto na mieszkańca

Na kształtowanie się dochodu rozporządzalnego netto na mieszkańca decydujący wpływ będzie miała dynamika wzrostu PKB oraz przyjęte rozwiązania podatkowe. Od wielu lat trwa dyskusja na temat reformy systemu podatkowego. Po znacznej redukcji podatku dochodowego od osób prawnych CIT, poruszane są kwestie obniżenia podatku PIT lub nawet wprowadzenia podatku liniowego. Gdyby tak się stało większy dochód rozporządzalny na mieszkańca przełożyłby się na powiększenie zagregowanej sumy oszczędności gospodarstw domowych i tym samym stworzył możliwość powiększenia aktywów ulokowanych w funduszach inwestycyjnych. Jednak w perspektywie najbliższych pięciu lat radykalne zmiany wydają się mało realne. Ogromny deficyt budżetowy i zły stan finansów publicznych sprawia że obniżka podatków będzie bardzo trudna do przeprowadzenia.

3. Sytuacja polityczna

Zbliżające się wybory parlamentarne, prezydenckie oraz referendum w sprawie konstytucji europejskiej zwiększają niepewność i ryzyko polityczne, które może negatywnie wpłynąć na koniunkturę na rynkach finansowych. Celem nowego rządu będzie przede wszystkim zapewnienie stabilnych warunków rozwoju, kontroli inflacji oraz poprawy stanu finansów publicznych i zmniejszenie deficytu budżetowego. W okresie pięciu lat rząd będzie stawiał na pierwszym miejscu wzrost gospodarczy i redukcję bezrobocia a także dalsze zacieśnianie współpracy wspólnotami w ramach Wspólnot Europejskich. Dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych i dla napływającego kapitału zagranicznego najważniejszą sprawą jest stabilność i przewidywalność polityki państwa i miejmy nadzieję, że warunki te będą zapewnione.

4. Polityka pieniężna i sytuacja na rynku walutowym

Rada Polityki Pieniężnej po wysokich podwyżkach stóp procentowych z okresu czerwca i sierpnia 2004 roku (łącznie podwyżki o 125 punktów bazowych) zastosowanych w celu tłumienia inflacji, zmieniła nastawienie z restrykcyjnego na łagodne a następnie w marcu dokonała obniżenia stóp procentowych o 50 punktów bazowych. Relatywnie wysokie stopy procentowe wpływają na duże zainteresowanie bonami skarbowymi i obligacjami a także poprzez błyskawiczne przepływy kapitału portfelowego umacniają kurs złotego względem euro i dolara. Z drugiej strony obniżki stóp procentowych powinny dodatkowo wpłynąć na skłonność do inwestycji i wzrost PKB. Dla zachowania stabilności kursu walutowego niezbędna będzie kontrola inflacji(3,5% w 2004r), salda obrotów bieżących, bilansu płatniczego, jak również rozsądna polityka gospodarcza rządu. Kurs euro w okolicach 4 PLN/EURO jest zbliżony do kursu parytetowego⁶ i w długim okresie powinien oscylować wokół 4-4,20 PLN.

⁵ GUS http://www.stat.gov.pl/dane_spol-gosp/rachunki_narodowe/prod_kraj_brutto/2004/szacunek_wstepny_04/tablice.xls

⁶ wg analiz wykonanych przez specjalistów ING Banku Śląskiego kurs parytetowy euro powinien wynosić 3,72 PLN, patrz: <http://biznes.onet.pl/0,1081623,wiadomosci.html?MASK=11632860>;

III. Czynniki wpływające bezpośrednio na sposób funkcjonowania i perspektywy rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

5. Atrakcyjność oferty TFI

Jednym z najczęściej używanych kryteriów przy wyborze funduszu są osiągane stopy zwrotu. Porównanie wyników na otwartym i konkurencyjnym rynku jest koniecznym elementem dobrych decyzji inwestycyjnych. Przy ocenie wyników poszczególnych funduszy powinniśmy zwrócić uwagę na szereg pułapek czających się w bezpośrednim porównaniu: po pierwsze dostępne stopy zwrotu informują nas o przeszłych wynikach danego funduszu i nie mają związku z wynikami w przyszłych okresach. Po drugie, nie należy porównywać funduszy pomiędzy ich kategoriami, gdyż obciążone są różnym stopniem ryzyka. Po trzecie należy pamiętać, że krótkoterminowe stopy zwrotu nie muszą przekładać się na długookresowy wynik danego funduszu. Tak więc wiele będzie zależało od samych towarzystw i od ich osiąganych przez nie wyników. Dla inwestorów oprócz osiąganej stopy zwrotu dużą rolę pełnią koszty prowizji i opłat manipulacyjnych (za wejście/wyjście oraz za zarządzanie), które aktualnie w Polsce są wysokie i zniechęcają wielu potencjalnych nabywców, co negatywnie wpływa na rozwój rynku.

Zwiększająca się konkurencja wymagać będzie aktywnego pozyskiwania klienta. W ciągu najbliższych pięciu lat będzie można zaobserwować stale rosnącą rolę elektronicznych kontaktów z klientem (home banking) oraz powstawanie kompleksowych ofert umożliwiających samodzielne zarządzanie własnym rachunkiem inwestycyjnym, oraz ofert łączących doradztwo inwestycyjne z usługami typu *asset management*.

6. Wpływ konkurencji zagranicznych funduszy inwestycyjnych

Przystąpienie do UE jest dla wielu zagranicznych firm gwarantem stabilności polskiej gospodarki. Ujednoczenie przepisów, zapewnienie wolnej konkurencji i uproszczenie procedur wejścia na rynek, jest sygnałem dla wielu zagranicznych funduszy inwestycyjnych do wejścia na polski rynek. Umożliwia im to dotarcie do nowych klientów a także wykorzystanie korzyści skali i zakresu płynących z operowania na wspólnym rynku europejskim. Konkurencja bardziej doświadczonych i dysponujących ogromnymi kapitałami funduszami zagranicznymi (m.in. sposobiących się do wejścia na polski rynek funduszy Merrill Lynch, Franklin Templeton czy Man Group) będzie ciężkim wyzwaniem dla polskich TFI. Konkurencja zagranicznych funduszy z całą pewnością wymusi wprowadzanie na rynek nowych produktów oraz rozwiązań atrakcyjnych dla klienta i w ten sposób dodatnio wpłynie na rozwój rynku.

Przystąpienie do wspólnego rynku europejskiego będzie nie tylko ogromnym wyzwaniem i impulsem rozwojowym, ale również zagrożeniem dla polskich TFI, zmuszonych do konkurowania ze znacznie bogatszymi i bardziej doświadczonymi rywalami. Dla oszczędzających niewątpliwym plusem będzie możliwość inwestowania na wielu rynkach na raz oraz wymuszone konkurencją zmniejszające się prowizje i opłaty za zarządzanie.

7. Przebiegający proces zmiany struktury oszczędności polskiego społeczeństwa

Wraz ze wzrostem PKB ma również miejsce zmiana struktury oszczędności społeczeństwa. Stosunek aktywów funduszy do PKB w Polsce w 1999 roku wynosił jedynie 0,52%; w roku 2002 2,96%⁷; aby w 2004 osiągnąć 4,3 %⁸. Szybki wzrost aktywów spowodowany jest przede wszystkim rosnącą świadomością inwestycyjną a tym samym popularnością inwestycji mogących przynieść ponadprzeciętną stopę zwrotu. Przy niskim PKB na mieszkańca gospodarstwa domowe oszczędzają głównie w bankach a wraz z rozwojem gospodarczym następuje dynamiczny rozwój rynku kapitałowego, zwiększają się zasoby oszczędnościowe obywateli oraz ich wiedza o inwestowaniu. Polska rozpoczęła już podobną ewolucję, co dobrze rokuje dla wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych w przyszłości.

8. Obciążenia podatkowe dotyczące funduszy inwestycyjnych lub jego substytutów

Opodatkowanie dochodów z lokat bankowych i wszelkich inwestycji na rynku kapitałowym (tzw. podatek belki) spowodował rosnącą popularność wszelkich inwestycji pozwalających uniknąć płacenia tego podatku. Dla TFI taką szansą jest wprowadzenie w ubiegłym roku Indywidualnych Kont Emerytalnych (IKE) mających zachęcać do długookresowego inwestowania. Atrakcyjna oferta IKE może przyczynić się do wzrostu udziału inwestycji w fundusze inwestycyjne w globalnej sumie oszczędności polskiego społeczeństwa i być impulsem rozwojowym dla tego rynku zwłaszcza, ponieważ oszczędzający na emeryturę będą głównymi klientami firm zajmujących się zbiorowym zarządzaniem aktywami. Jednak w przypadku przegrania konkurencji o te oszczędności (np. z firmami

⁷ STFI Raport 2003...

⁸ STFI Podsumowanie roku 2004...

ubezpieczeniowymi), wprowadzenie ulgi podatkowej związanej z IKE może mieć negatywny wpływ na dynamikę rozwoju wielkości aktywów funduszy inwestycyjnych, gdyż doświadczenia światowe wskazują, że ulgi podatkowe dla dobrowolnych oszczędności tylko nieznacznie zwiększają zagregowaną wielkość oszczędności krajowych, a głównie powodują ich realokację.⁹

9. Prawo regulujące rynek

Nowa ustawa z dnia 27 maja 2004r. o funduszach inwestycyjnych stwarza nowe perspektywy rozwoju dla TFI. Wejście w życie ustawy to kolejny krok na drodze rozwoju rynku kapitałowego w Polsce oraz zrównania możliwości oszczędzania czy aktywnego inwestowania Polaków ze średnią europejską. Szczególnie ważna dla środowiska TFI jest możliwość poszerzenia aktualnej oferty o nowe produkty (m.in. fundusze z wydzielonymi subfunduszami, fundusze funduszy). W stosunku do dotychczasowej ustawy umożliwiającej jedynie tworzenie i zarządzanie kilkoma typami funduszy inwestycyjnych to ogromny postęp. Dostosowanie prawa do zbioru Dyrektyw UCTIS III zapewniło jednolite warunki konkurencji dla podmiotów ze wszystkich państw Unii Europejskiej¹⁰. Wpłyne to na zwiększenie przejrzystości funkcjonowania i praktycznie zniesie bariery wejścia na polski rynek.

10. Zaufanie do rynku finansowego

Zaufanie bywa niedocenianym czynnikiem decydującym o popularności danego typu inwestycji. Słabe wyniki funduszy spowodowane np. bessą na giełdzie, potrafią zniechęcić wielu potencjalnych inwestorów. Dużym problemem jest brak dostatecznej wiedzy o dostępnych formach inwestowania i wynikający stąd brak zaufania. Wiąże się to z brakiem rzetelnej informacji i wysokim stopniem ryzyka przypisywanym tego typu inwestycjom. Przy budowaniu zaufania społecznego warto pamiętać że jedna afera związana z TFI lub bankructwo jednego z towarzystw może zniechęcić inwestorów na długie lata, a nadszarpnięta reputacja będzie ciężka do odbudowania.

11. Sytuacja na Giełdzie Papierów Wartościowych

Inwestycje w akcje należą do grupy inwestycji obciążonych największym ryzykiem, ale również są w stanie zapewnić najwyższą stopę zwrotu z inwestycji. W ostatnich miesiącach indeks WIG osiągał kolejne rekordy (ponad 28000 pkt.) a WIG-20 pokonał barierę 2000 pkt. i doszedł do poziomu nieosiągniętego od czerwca 2000r. Dobre wyniki rozbudzają apetyty inwestorów i zwiększają popularność funduszy akcyjnych. Oczywiście hossą nigdy nie trwa wiecznie i należy spodziewać się częściowej korekty i zniesienia części zysków jak i również okresu spadków giełdowych. W najbliższych pięciu latach możemy spodziewać się, że wraz z rozwojem gospodarczym kolejne firmy będą udanie debiutowały na warszawskim parkiecie i przyczyniały się w ten sposób do rozwoju rynku kapitałowego.

IV. Perspektywy rozwoju rynku pod względem ilościowym, jakościowym, podmiotowym i produktowym

W perspektywie 5 lat będziemy świadkami systematycznego poszerzania ofert funduszy inwestycyjnych. Oprócz możliwości inwestowania w zagraniczne fundusze, operujące na innych, często bardzo egzotycznych lub wyspecjalizowanych rynkach, dostępne staną się również nowoczesne inwestycje łączące w sobie kilka typów inwestycji i niejako „skrojone na miarę” dla poszczególnego inwestora np. fundusze hedgingowe, a także wszelkie hybrydy łączące stałą gwarantowaną stopę zwrotu z możliwością osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników np. połączenie lokaty terminowej z inwestycją w fundusz akcji. Możemy również spodziewać się stopniowego wzrostu popularności usług typu asset management skupiających się zarządzaniu kapitałem najbogatszych osób. W perspektywie 5 lat aktywa funduszy, oraz relatywny udział ich aktywów w globalnych oszczędnościach społeczeństwa powinny rosnać w stałym tempie, które będzie wyprzedzało tempo wzrostu PKB. Spowodowane będzie to rozwojem rynków kapitałowych oraz rosnącą świadomością inwestycyjną Polaków. Nie przewiduje znacznego zwiększenia liczby polskich TFI a jedynie zwiększenie dostępności oferowanych funduszy poprzez banki posiadające uprawnienia do dystrybuowania jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Powinniśmy również obserwować stale podnoszenie standardu obsługi klienta i zaspokajanie jego potrzeb

Możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków w długim okresie jest głównym motywem inwestowania w mniej bezpieczne lokaty bez gwarantowanej stopy zwrotu. To właśnie umiejętność budowania portfela inwestycyjnego, który będzie w stanie osiągnąć zyski atrakcyjne dla inwestorów będzie miało kluczową rolę w procesie wzrostu lub spadku popularności inwestowania w fundusze inwestycyjne i zaważy na sukcesie lub porażce poszczególnych TFI.

⁹ NBP, Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002-2003, Warszawa 2004, str. 118

¹⁰ EFAMA The Single Market For Investment funds

http://www.efama.org/05Home/news/The_Single_Market_for_Investment_Funds

V. Bibliografia

1. Bień, Witold: *Rynek papierów wartościowych*. Warszawa 2004
2. Bojańczyk Mirosław: *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*. Warszawa 2005
3. Ciejpa-Znamirowski Krzysztof: *Ekonomiczne ograniczenia rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*. Lublin 2004
4. Dygas Małgorzata: *IKE- Chwilowa porażka?* „Gazeta Bankowa” Styczeń 2005 nr 3(847) s. 16
5. Gabryelczyk Katarzyna: *Metody oceny efektywności inwestycji w fundusze inwestycyjne* [w:] *Zeszyty Studiów Doktoranckich*. Poznań, 2002
6. Jajuga Krzysztof, Jajuga Teresa: *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa 2004
7. Karpuś Piotr, Węclawski Jerzy [red]: *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*. Lublin 2004
8. Miziołek Tomasz: *Koszty do poprawki*. „Nasz Rynek Kapitałowy” Styczeń 2005 nr 1(169) s.97
9. Miziołek Tomasz: *Pierwszy fundusz parasolowy*. „Nasz Rynek Kapitałowy” Luty 2005 nr 2(170) s.85-94
10. Miziołek Tomasz: *Powoli w Górę*. „Nasz Rynek Kapitałowy” Styczeń 2005 nr 1(169) s.102
11. Szamański Michał: „Wpływ instytucji finansowych na rozwój rynku papierów wartościowych w Polsce”. *Bank i Kredyt* 2004 nr 11-12
12. Przybylska-Kapuścińska Wiesława [red]: *Prace z problematyki rynku kapitałowego i ekonomiki jakości*. Poznań 200
13. Witkowska Anna: *Nasze Małe Oszczędności- fundusze Inwestycyjne-Raport*. „Gazeta Bankowa” 2005 nr 6(850) s. 17-18
14. *Eksporterze, nie martw się mocnym złotym*. Analizy wykonane przez specjalistów ING Banku Śląskiego; <http://biznes.onet.pl/0,1081623,wiadomosci.html?MASK=11632860>
15. *Podsumowanie roku 2004 na rynku funduszy inwestycyjnych*, STFI; http://www.stfi.com.pl/dane/Rok_2004_Podsumowanie.pdf
16. *Produkt krajowy brutto w 2004 roku - szacunek wstępny*. GUS http://www.stat.gov.pl/dane_spol-gosp/rachunki_narodowe/prod_kraj_brutto/2004/szacunek_wstepny_04/tablice.xls
17. *Raport 2003*, STFI; http://www.stfi.com.pl/dane/raport_2003.pdf
18. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002-2003*, NBP. http://www.nbp.pl/SystemFinansowy/rozwoj2002_2003.pdf
19. *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2004 roku*. STFI http://www.stfi.com.pl/dane/Rok_2004_Podsumowanie.pdf
20. Federation Europeenne des Fonds et Societes d'Investissement (FEFSI) <http://www.fefsi.org>
21. Główny Urząd Statystyczny <http://www.stat.gov.pl>
22. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd; <http://www.kpwig.gov.pl>
23. Narodowy Bank Polski; <http://www.nbp.pl>
24. Narodowy Bank Polski- Portal informacyjno-edukacyjny; <http://nbportal.pl>
25. Stowarzyszenie Towarzystw funduszy Inwestycyjnych Polsce; <http://www.stfi.pl>
26. The European Fund and Asset Management Association (EFAMA); <http://www.efama.org/>