

*Tomasz Miziołek**

WPLYW PASYWNEGO ZARZĄDZANIA PORTFELEM INWESTYCYJNYM NA MIĘDZYNARODOWY RYNEK FINANSOWY

Streszczenie. Rosnące znaczenie pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym jest jedną z najważniejszych tendencji na międzynarodowym rynku finansowym w dwóch ostatnich dekadach. Jego odzwierciedleniem jest, obserwowany głównie w Stanach Zjednoczonych, dynamiczny wzrost wartości aktywów indeksowych funduszy inwestycyjnych, funduszy ETF oraz – w mniejszym stopniu – innych instrumentów finansowych, takich jak ETP. Zjawisko to oddziałuje również na różnorodne aspekty funkcjonowania całego rynku finansowego i jego niektórych segmentów. Prowadzi m.in. do wzrostu stopnia korelacji między różnymi instrumentami finansowymi, zmienia kształt sektora zarządzania aktywami oraz jest bodźcem rozwoju branży indeksowej.

Słowa kluczowe: zarządzanie portfelem, pasywne inwestowanie, fundusze indeksowe, fundusze ETF, branża indeksowa.

1. WPROWADZENIE

Międzynarodowy rynek finansowy ulega w ostatnich latach wielu bardzo ważnym i interesującym przemianom. Do jednego z najciekawszych zjawisk w obszarze zarządzania aktywami należy rosnące znaczenie instytucji finansowych (głównie funduszy inwestycyjnych) stosujących pasywne podejście do zarządzania portfelem inwestycyjnym. Dzieje się to kosztem do niedawna zdecydowanie dominujących w tej sferze podmiotów wykorzystujących aktywne zarządzanie. Zarówno skala tego zjawiska, jego determinanty, jak też oddziaływanie (bezpośrednie i pośrednie) na inne sfery współczesnych finansów międzynarodowych wymagają dokładnej analizy. Jest to tym istotniejsze, że – jak wskazują opublikowane ostatnio raporty analityczne¹ – znajduje się ono dopiero na początkowym etapie i będzie miało zapewne długoterminowy, trwały charakter.

Artykuł spełnia dwa główne cele. Pierwszym jest przedstawienie roli pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym (głównie przez pryzmat znaczenia

* Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych.

¹ Zostaną one omówione w dalszej części artykułu.

pasywnych funduszy ETF oraz indeksowych funduszy inwestycyjnych) w skali międzynarodowej (przede wszystkim jednak na rynku amerykańskim) w minionych kilku latach. Drugim celem jest zidentyfikowanie wpływu wspomnianego zjawiska na wybrane aspekty funkcjonowania rynku finansowego w skali globalnej (m.in. na działalność niektórych instytucji finansowych oraz rozwój usług finansowych). Główna hipoteza badawcza stanowi, iż instytucje finansowe zarządzające aktywami na świecie w coraz większym stopniu wykorzystują pasywne metody zarządzania portfelem inwestycyjnym, czego konsekwencją są istotne przeobrażenia międzynarodowego rynku finansowego. Badania przeprowadzone w ramach artykułu opierają się przede wszystkim na analizie danych statystycznych i studiach literaturowych.

2. PASYWNE ZARZĄDZANIE PORTFELEM INWESTYCYJNYM – ISTOTA, GENEZA I SKALA ZJAWISKA

Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym, określane czasami skrótowo jako pasywne inwestowanie (*passive investing*), to – obok aktywnego i semi-aktywnego zarządzania portfelem (*active and semi-active portfolio management*) – jedna z metod konstruowania portfela inwestycyjnego. Polega ona na budowaniu portfela aktywów finansowych i zarządzaniu nim w taki sposób, aby był on jak najbardziej zbliżony do składu określonego indeksu finansowego oraz dokonywaniu jedynie niezbędnych zmian w składzie takiego portfela, które wynikają z konieczności dostosowania jego składu i struktury (udziału poszczególnych składników) do składu wybranego indeksu. Najczęściej pasywne zarządzanie portfelem jest realizowane w praktyce poprzez metodę replikacji fizycznej (*physical replication*). Polega ona na nabywaniu do portfela realnych aktywów finansowych (instrumentów finansowych – zwykle akcji, obligacji i kontraktów futures) albo dokładnie tych samych i w takiej samej proporcji, w jakiej tworzą one portfel określonego indeksu (tzw. pełna replikacja), albo (w sytuacji, gdy powyższa metoda nie jest uzasadniona ekonomicznie lub nie jest możliwa do zrealizowania w praktyce) tylko części, z reguły najbardziej reprezentatywnych dla indeksu instrumentów finansowych (tzw. niepełna replikacja). Jedną z cech charakterystycznych replikacji fizycznej, niezależnie od jej rodzaju, jest możliwość stosowania przez instytucje posługujące się tą metodą pożyczek papierów wartościowych (tj. czasowego pożyczania posiadanych walorów innemu podmiotowi w zamian za określoną opłatę, na ogół bez ustalonej daty wymagalności).

Część podmiotów wykorzystujących pasywne podejście do zarządzania portfelem posługuje się metodą replikacji syntetycznej (*synthetic replication*), określaną również jako replikacja oparta na swapach (*swap-based replication*). W ramach zarządzania portfelem instytucje te wykorzystują kontrakty typu swap (z reguły są to swapy całkowitego dochodu (*total return swap*)), które są zawie-

rane z bankiem inwestycyjnym (kontrpartnerem swapu). Celem takiej transakcji jest zwykle wymiana całkowitej stopy zwrotu z jednego aktywa lub portfela aktywów (np. indeksu) w zamian za okresowe płatności, oparte przeważnie na zmiennym oprocentowaniu (np. LIBOR).

Celem pasywnego inwestowania jest dążenie do uzyskania stopy zwrotu (nie uwzględniając opłat ponoszonych przez klientów) w jak największym stopniu zbliżonej do stopy zwrotu określonego indeksu, niezależnie od stosowanej metody replikacji. Tego rodzaju koncepcja inwestycyjna jest zasadniczo odmienna od podejścia preferowanego przez instytucje finansowe aktywnie zarządzające portfelem inwestycyjnym – zwłaszcza stosujące aktywne zarządzanie fundusze inwestycyjne (szukają one okazji inwestycyjnych w celu osiągnięcia stopy zwrotu wyższej od stopy zdefiniowanego wzorca) oraz fundusze hedgingowe (fundusze absolutnej stopy zwrotu) (próbują one na ogół wypracować dodatnią stopę zwrotu niezależnie od koniunktury panującej na rynku finansowym).

U podstaw takiego podejścia do zarządzania portfelem inwestycyjnym stoi przede wszystkim model jednowskaźnikowy rynku kapitałowego opracowany przez Williama Sharpe'a. Autor ten (laureat Nagrody Nobla z ekonomii w 1990 r.) w latach 60. XX w. wskazał m.in. na rolę, jaką indeks rynku (indeks giełdowy) odgrywa w zachowaniu się rynku papierów wartościowych oraz zasugerował, że to właśnie portfel rynkowy (zawierający wszystkie instrumenty finansowe notowane na rynku w liczbie odpowiadającej ich wartości rynkowej – czyli indeks szerokiego rynku ważony kapitalizacją) jest najbardziej efektywnym portfelem inwestycyjnym. Drugim kluczowym teoretycznym argumentem na rzecz inwestowania pasywnego jest hipoteza rynku efektywnego, sformułowana przez Eugene'a Fama (laureata Nagrody Nobla z ekonomii w 2013 r.). Zaakceptowanie hipotezy o silnej (bądź bliskiej silnej) formie efektywności informacyjnej rynku finansowego (zakłada ona, że wszelkie informacje i dane – zarówno historyczne, jak i bieżące o charakterze publicznym i prywatnym – znajdują odzwierciedlenie w cenach papierów wartościowych) oznacza bowiem, że żadna grupa uczestników rynku nie jest w stanie osiągnąć ponadprzeciętnych stóp zwrotu. W tej sytuacji jedynym sensownym podejściem inwestycyjnym w długiej perspektywie jest właśnie pasywne inwestowanie. Mimo wielu krytycznych opinii na temat silnej formy efektywności rynku, większość prowadzonych od blisko pół wieku badań (które na ogół wykazują, iż wyniki aktywnie zarządzanych portfeli inwestycyjnych są – zwłaszcza po uwzględnieniu opłat – w długim horyzoncie gorsze od stóp zwrotu indeksów rynkowych) potwierdza wspomnianą hipotezę.

Po kilku latach od stworzenia teoretycznych podstaw pasywnego inwestowania koncepcję tę zaczęły wykorzystywać w praktyce instytucje finansowe w Stanach Zjednoczonych, jednak początkowo na znikomą skalę. Na początku lat 70. ubiegłego stulecia pierwsze amerykańskie banki zaoferowały swoim klientom (korporacjom posiadającym fundusze emerytalne) indeksowe portfele inwestycyjne, zaś w 1976 r. firma zarządzająca aktywami Vanguard uruchomiła pierwszy indeksowy fundusz

inwestycyjny (First Index Investment Trust, obecnie Vanguard 500 Index Fund) adresowany do klientów indywidualnych (Miziolek 2013: 332). Datę tę obecnie uznaje się za początek rozwoju produktów finansowych opartych na pasywnym zarządzaniu portfelem. Koncepcja ta jednak przez wiele lat z ogromnym trudem zdobywała zwolenników – działające od lat 20. XX w. na amerykańskim rynku finansowym otwarte fundusze inwestycyjne (*mutual funds*) kojarzone były bowiem (tak jak dzieje się to obecnie w wielu państwach, w tym także w Polsce) jako instytucje stworzone po to, aby zapewnić klientom ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne.

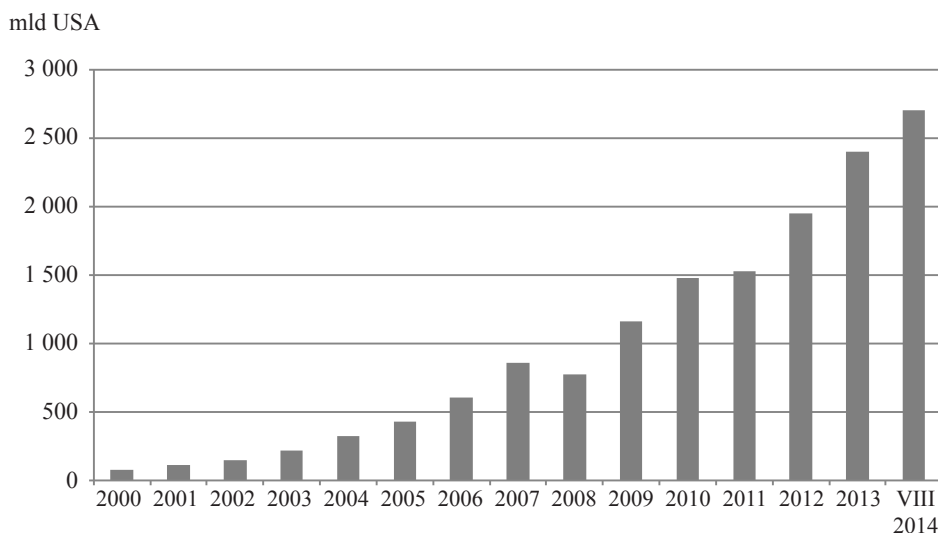
Zasadniczego przełomu wstępnie nie przyniosło także stworzenie na początku lat 90. (w 1990 r. w Kanadzie, a w 1993 r. w USA) całkowicie nowego produktu finansowego wykorzystującego pasywne zarządzanie – funduszu ETF (*exchange-traded fund*), który posiada szereg zalet, jakich nie mają tradycyjne fundusze inwestycyjne. Fundusze ETF – podobnie jak indeksowe fundusze inwestycyjne – to podmioty, których zasadniczym celem jest na ogół² jak najprecyzyjniejsze odwzorowanie wyniku inwestycyjnego określonego indeksu finansowego przy jak najniższych kosztach. W odróżnieniu od funduszy indeksowych emitują one w sposób ciągły tytuły uczestnictwa będące przedmiotem obrotu na rynku wtórnym – zwykle na giełdach papierów wartościowych, a od niedawna również na wielostronnych platformach obrotu (MTF). Dzięki temu wyróżniają się na ich tle wysoką elastycznością (możliwość natychmiastowego zakupu lub sprzedaży udziałów), a także znacznie wyższym poziomem przejrzystości.

Mimo początkowego sceptycyzmu klientów i powolnego rozwoju oferty tych funduszy (która, notabene, w latach 90. ograniczała się niemal wyłącznie do rynku amerykańskiego – pierwsze ETF-y w Azji zostały uruchomione w 1999 r., a w Europie dopiero w 2000 r.), ich utworzenie (o czym przekonano się dopiero niedawno, po kilkunastu latach od momentu giełdowego debiutu pierwszego takiego funduszu) zapoczątkowało nowy trend na międzynarodowym rynku finansowym. Efektem znaczącego wzrostu popularności funduszy ETF, począwszy od pierwszej dekady obecnego stulecia (zwłaszcza zaś od drugiej jej połowy, głównie od kryzysu finansowego), rosnącego zainteresowania wcześniej nieco zapomnianych indeksowych funduszy inwestycyjnych oraz powstania całkowicie nowych instrumentów finansowych, umożliwiających wykorzystanie zalet pasywnego inwestowania na wielu różnych rynkach, w tym na rynku towarowym i walutowym (instrumenty dłużne typu ETN (*exchange-traded note*) oraz ETC (*exchange-traded commodity*)), jest bowiem już obecnie wyraźna (choć trwająca przecież jeszcze stosunkowo krótko) zmiana struktury rynku zarządzania aktywami, w szczególności w Stanach Zjednoczonych.

Największą rolę w rozwoju idei pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym na świecie odgrywają niewątpliwie fundusze ETF (w zdecydowanej większości zarządzane pasywnie), instrumenty typu ETN i ETC oraz inne podobne

² Znikoma część funduszy ETF stosuje aktywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym.

wehikule inwestycyjne, które łącznie określa się mianem instrumentów typu ETPs (*exchange-traded products*). Według monitorującej rynek tych instrumentów finansowych spółki ETFGI wartość aktywów zgromadzona w tego rodzaju instrumentach finansowych wzrosła z 79 mld USD w końcu 2000 r. do 2,4 bln USD w końcu 2013 r. (co oznacza średnią roczną stopę wzrostu (CAGR) w wysokości 30,0%) (rys. 1). Istotnie zwiększyła się również oferta funduszy ETF i innych instrumentów finansowych typu ETP – od 2000 r. do końca 2013 r. ich liczba zwiększyła się blisko pięćdziesięciokrotnie (do 5084 w końcu 2013 r.), przy czym największa podaż netto nowych produktów (liczba nowych instrumentów pomniejszona o liczbę zlikwidowanych) miała miejsce w latach 2007–2011, kiedy to średnioroczny przyrost wyniósł aż 690 ETF/ETP. Duże zainteresowanie pasywnie zarządzanymi giełdowymi instrumentami finansowymi potwierdzają dane dotyczące dostawców (*providers*) tych produktów oraz giełd, na których znajdują się w obrocie. W końcu 2013 r. fundusze ETF i pozostałe instrumenty typu ETP były oferowane przez 218 instytucji finansowych (przede wszystkim przez firmy *asset management*) i notowane na 60 giełdach papierów wartościowych oraz innych platformach obrotu.



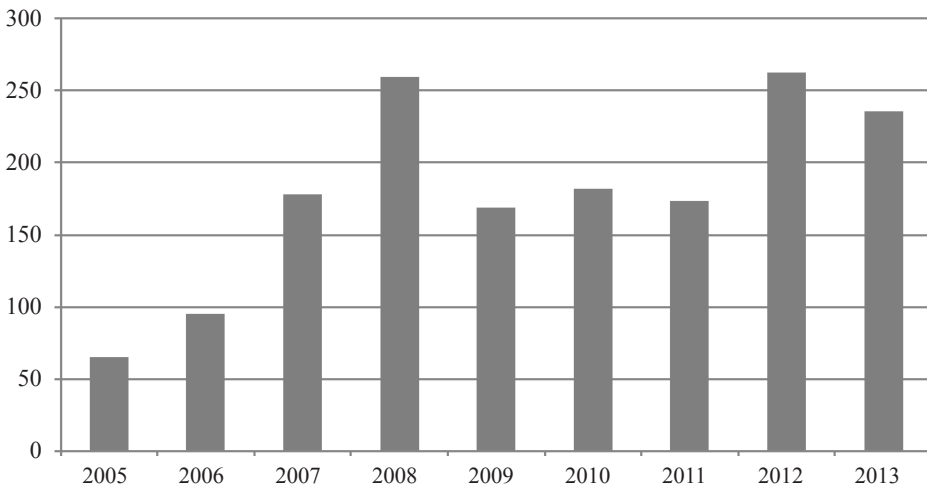
Rys. 1. Wartość aktywów funduszy ETF i innych instrumentów typu ETP na świecie w latach 2000–2014

Źródło: ETFGI (2014).

Jednak najistotniejsze znaczenie z punktu widzenia rosnącej roli ETF/ETP na świecie mają dane dotyczące napływu netto środków finansowych do tych produktów (wartość nabytych instrumentów pomniejszona o wartość umorzonych

instrumentów). Pokazują one bowiem faktyczny poziom zainteresowania omawianymi instrumentami finansowymi, nie zniekształcony koniunkturą panującą na rynku finansowym (zmianami wartości instrumentów finansowych znajdujących się w portfelach funduszy). Z danych przedstawionych na rys. 2 wynika, iż w latach 2005–2013 do funduszy ETF i innych instrumentów finansowych typu ETP napłynęło netto aż 1,62 mld USD (najwięcej w 2008 i 2012 r. – ponad 250 mld USD). Warto podkreślić, iż zainteresowanie lokowaniem środków finansowych w pasywnie zarządzanych ETF/ETP w okresie największych turbulencji na rynkach finansowych podczas kryzysu finansowego, zamiast zmniejszać się (jak miało to miejsce w przypadku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych³), wyraźnie się zwiększało (czego dowodem jest np. rok 2008, kiedy zostały one zasilone netto środkami o wartości blisko 260 mld USD) lub pozostawało na wysokim poziomie (jak np. w roku 2011, kiedy bilans nabyć i umorzeń wyniósł ponad 170 mld USD).

mln USA



Rys. 2. Napływ netto kapitału do funduszy ETF i instrumentów ETP na świecie w latach 2005–2013*

* Dane za lata 2005–2007 i 2009 dotyczą wyłącznie funduszy ETF.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *ETF landscape. Industry review...* (2011): 49; *ETF landscape. Industry highlights...* (2013): 4; *ETP landscape. Industry highlights...* (2014): 5.

³ Według danych firmy Strategic Insight, na które powołuje się BlackRock, podczas gdy w latach 2005–2007 średni roczny napływ netto kapitału do funduszy inwestycyjnych na świecie (bez funduszy ETF) wynosił +1,16 bln USD, to w latach 2008–2010 fundusze odnotowały (średniorocznie) odpływ środków w wysokości 42 mld USD.

Dynamicznie rosnąca popularność pasywnie zarządzanych funduszy ETF okazała się silnym impulsem dla rozwoju indeksowych funduszy inwestycyjnych. Według dostępnych danych⁴ gromadzonych przez Investment Company Institute (ICI) wartość aktywów netto zarządzana przez 372 tego rodzaju podmioty funkcjonujące w Stanach Zjednoczonych w końcu 2013 r. wynosiła 1,73 bln USD (największy rynek tego typu funduszy na świecie), co stanowiło 11,6% całkowitych aktywów netto funduszy inwestycyjnych (w 2000 r. było to odpowiednio 384 mld USD i 5,5% rynku)⁵. Należy również podkreślić, iż napływ netto kapitału (*net new cash flow*) do funduszy indeksowych w latach 2000–2013 wyniósł ogółem 652 mld USD (w rekordowym pod tym względem 2013 r. było to aż 114,5 mld USD – blisko dwukrotnie więcej niż w najlepszym dotychczas pod tym względem roku 1999).

Coraz większą rolę fundusze indeksowe odgrywają w Wielkiej Brytanii, gdzie określane są jako *tracker funds*. Według danych Investment Management Association (IMA) w połowie 2014 r. wartość aktywów netto ulokowana w tych funduszach wyniosła 80,8 mld GBP, co stanowiło 10,0% łącznej sumy aktywów zgromadzonych przez brytyjskie fundusze inwestycyjne (w 2009 r. było to tylko 6,3%). Począwszy od 2010 r. roczna sprzedaż detaliczna netto (*net retail sales*) funduszy indeksowych przekracza poziom 1 mld GBP, a w rekordowym 2013 r. sięgnęła kwoty 3,2 mld GBP.

Również najnowsze dane firmy Morningstar dotyczące amerykańskiego rynku funduszy inwestycyjnych wskazują, iż rola, jaką odgrywają na nim pasywne fundusze (zwłaszcza ETF-y), staje się coraz większa. Udział pasywnie zarządzanych tradycyjnych funduszy inwestycyjnych oraz funduszy ETF w sprzedaży netto funduszy ogółem wyniósł w drugiej połowie 2013 r. i w pierwszym półroczu 2014 r. aż 68% (Rekenthaler 2014). Znajduje to odzwierciedlenie w strukturze rynku akcyjnych funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych – w końcu lipca 2014 r. w pasywnych produktach zgromadzonych było już 3,11 bln USD, co stanowiło 36% całkowitej sumy aktywów tej kategorii powierników (Reklaitis 2014). Warto dodać, iż we wrześniu 2014 r. aktywa zarządzane przez Vanguard Group – jedną z największych firm *asset management* w Stanach Zjednoczonych specjalizującą się w funduszach indeksowych oraz ETF-ach – przekroczyły poziom 3 bln USD, zaś w listopadzie 2013 r. jeden z funduszy tej spółki, Vanguard Total Stock Market Index Fund, został największym funduszem inwestycyjnym nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale na całym świecie (w sierpniu 2014 r. jego aktywa wynosiły 361 mld USD).

⁴ W odróżnieniu od rynku funduszy ETF i instrumentów typu ETP, który jest bardzo dokładnie monitorowany przez wiele instytucji finansowych i firm doradczych (m.in. BlackRock, Deutsche Bank, ETFGI), informacje dotyczące globalnego rynku funduszy indeksowych nie są dostępne, gdyż tylko niewiele państw prowadzi i udostępnia statystyki dotyczące tych podmiotów (wśród nich są m.in. Stany Zjednoczone i Wielka Brytania).

⁵ Gdyby uwzględnić wyłącznie fundusze akcji, udział funduszy indeksowych w tym segmencie amerykańskiego rynku wzrósł z 9,5% w 2000 r. do 18,4% w 2013 r.

Obserwowany w minionych latach trend powinien być – jak wynika z opublikowanych ostatnio analiz – kontynuowany w przyszłości. Według raportu firmy konsultingowej EY w najbliższych pięciu latach roczna stopa wzrostu globalnego rynku ETF-ów oscylować będzie pomiędzy 15 a 30%, zaś w ciągu 12–18 miesięcy wartość aktywów tych podmiotów przekroczy wartość aktywów zarządzanych przez fundusze hedgingowe. Źródłem tego wzrostu ma być zarówno rosnąca liczba użytkowników ETF-ów, jak i coraz szersze wykorzystanie tych instrumentów finansowych. Zostanie to osiągnięte poprzez zwiększenie innowacyjności oraz przejęcie części udziałów w rynku od konkurentów aktywnie i pasywnie zarządzających portfelami inwestycyjnymi (EY 2014). Natomiast w opinii firmy konsultingowej PwC globalne aktywa pasywnie zarządzanych podmiotów osiągną w 2020 r. poziom 22,7 bln USD⁶ (w tym 12,2 bln stanowiąc będą aktywa zgromadzone w portfelach inwestycyjnych, a 10,5 bln USD aktywa funduszy inwestycyjnych), zaś ich udział w światowym rynku zarządzania aktywami dwukrotnie wzrośnie – z 11 do 22%. Według tej instytucji będzie to spowodowane rosnącym popytem zarówno ze strony inwestorów instytucjonalnych, jak i klientów detalicznych. Inwestorzy będą zwiększać swoją alokację w pasywne produkty inwestycyjne, poszukując rozwiązań charakteryzujących się niskimi opłatami oraz szeroką ekspozycją rynkową (PwC 2014: 28–29).

3. WYKORZYSTANIE PASYWNIE ZARZĄDZANYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH PRZEZ INSTYTUCJE FINANSOWE

Pasywnie zarządzane instrumenty finansowe (głównie fundusze ETF i inne instrumenty typu ETP) są wykorzystywane w różnorodny sposób przede wszystkim przez inwestorów instytucjonalnych⁷. Podmioty te są najbardziej świadome korzyści, jakie niesie ze sobą włączenie tych walorów do swojego portfela inwestycyjnego, mogą stosować je w rozmaitych celach (spektrum to jest znacznie szersze niż w przypadku inwestorów indywidualnych), wreszcie zaś dysponują znaczącymi środkami finansowymi umożliwiającymi istotne zaangażowanie w różnego typu instrumenty (biorąc pod uwagę m.in. rodzaj stosowanej ekspozycji, metodę replikacji indeksu, typ odwzorowywanego indeksu, sposób dystrybucji dochodów itp.).

⁶ Według szacunków tej spółki, w 2012 r. wynosiły one 7,3 bln USD, z czego 3,9 bln USD stanowiły aktywa portfeli inwestycyjnych, a 3,4 bln USD było ulokowanych w funduszach inwestycyjnych.

⁷ Zgodnie z analizą spółki ETFGI na podstawie danych ze sprawozdań finansowych instytucji finansowych ze Stanów Zjednoczonych, w końcu 2012 r. inwestorzy instytucjonalni odpowiadali za 53% aktywów funduszy ETF notowanych na giełdach w Stanach Zjednoczonych, natomiast udział inwestorów detalicznych (podmioty posiadające aktywa o wartości poniżej 100 mln USD) wynosił 47%. Według szacunków ETFGI rzeczywisty podział bliższy jest jednak stosunkowi 60%/40%.

Wyniki badania przeprowadzonego w 2014 r. przez firmę konsultingową Greenwich Associates⁸ wśród 201 amerykańskich inwestorów instytucjonalnych⁹ wskazały, iż fundusze ETF są wykorzystywane głównie w celach długoterminowych. 63% ankietowanych podmiotów (głównie doradcy inwestycyjni i fundusze instytucjonalne) zadeklarowało, iż stosuje ETF-y w ramach strategicznej alokacji aktywów, podczas gdy jeszcze trzy lata wcześniej były one częściej wykorzystywane w celach krótkoterminowych (ten cel preferują głównie firmy *asset management*). Wynika to z faktu, iż podmioty te początkowo traktują ETF-y jako instrument taktycznej alokacji, natomiast w miarę zdobywania doświadczenia w stosowaniu tych instrumentów oraz kiedy potwierdzona zostanie ich skuteczność w osiąganiu celów długoterminowych, w coraz większym stopniu decydują się na ich wykorzystywanie w ramach strategicznej alokacji aktywów. Do kluczowych zastosowań funduszy ETF w portfelach inwestorów instytucjonalnych należy zaliczyć: pasywną alokację w ramach głównej (*core*) części portfela (ok. 80% uzyskanych odpowiedzi wśród respondentów), zarządzanie płynnością portfela (57%) i zarządzanie ryzykiem portfela lub zabezpieczenie ryzyka (55%). Wśród pozostałych funkcji (głównie o charakterze krótkoterminowym), jakie spełniają ETF-y w portfelach instytucji finansowych, znajdują się: uzyskanie szybkiej ekspozycji na określoną klasę aktywów (*cash equatisation*), równoważenie portfela (*rebalancing*), alokacja środków podczas zmian zarządzających aktywami (*manager transition*), osiągnięcie ekspozycji rynkowej (*interim beta*) oraz taktyczne dostosowanie portfela do warunków rynkowych (*tactical adjustment*) (Greenwich Associates 2014a: 1–11). W podobny sposób wykorzystywane są także dłużne ETF-y (*fixed-income ETFs*). Według badania przeprowadzonego w 2014 r. przez Greenwich Associates wśród 110 amerykańskich inwestorów instytucjonalnych głównym celem jest w tym przypadku uzyskanie pasywnej ekspozycji w ramach głównej części portfela w konstrukcji typu *core-satellite*; pozostałe, najczęściej deklarowane zastosowania tego typu ETF-ów to taktyczne dostosowanie portfela oraz uzupełnianie portfela (*portfolio completion*) (Greenwich Associates 2014b: 1–10).

Tytuły uczestnictwa funduszy ETF oraz inne instrumenty typu ETP coraz częściej można znaleźć w portfelach inwestorów posiadających z reguły długoterminowy horyzont inwestycyjny – funduszy (planów) emerytalnych oraz państwowych funduszy majątkowych (*sovereign wealth funds* – SWFs). Choć podmioty te nie inwestują obecnie zbyt dużej części swoich aktywów w ETF-y¹⁰

⁸ Badania tego rodzaju są prowadzone przez Greenwich Associates od 2010 r.

⁹ W tym gronie znalazły się fundusze instytucjonalne (pracownicze fundusze emerytalne, publiczne fundusze emerytalne i fundacje), firmy zarządzające aktywami, towarzystwa ubezpieczeniowe, doradcy inwestycyjni zarejestrowani przez SEC (RIAs) oraz konsultanci inwestycyjni.

¹⁰ Według przedstawiciela spółki Dow Jones Indices obecnie około 13% aktywów funduszy emerytalnych jest zarządzane pasywnie, jednak głównie w ramach portfeli inwestycyjnych – zarządzanych indywidualnie lub zbiorowo.

– głównie ze względu na relatywnie wysokie koszty (wyższe niż w przypadku funduszy indeksowych, a zwłaszcza indywidualnie zarządzanych portfeli inwestycyjnych (*segregated mandates*), w szczególności w dłuższej (ponad dwuletniej) perspektywie), relatywnie niską elastyczność (zwłaszcza europejski rynek ETF-ów oferuje stosunkowo niewiele produktów dłużnych, które mogłyby zainteresować fundusze emerytalne i SWF) oraz restrykcje dotyczące możliwości inwestycyjnych – coraz więcej instytucji tego typu decyduje się na włączenie do swojego portfela również tego typu walorów. Najczęściej dochodzi do takiej sytuacji w okresie przejściowym, podczas zmiany podmiotu zarządzającego portfelem (lub jego częścią) oraz sporadycznie w sytuacji, kiedy fundusz zamierza uzyskać specyficzną ekspozycję rynkową. Według badania przeprowadzonego w 2014 r. przez firmę konsultingową Mercer pasywne zarządzanie preferują z reguły mniejsze fundusze (plany) emerytalne (podmioty zarządzające aktywami o wartości do 50 mln euro prawie połową środków ulokowanych w akcjach i obligacjach zarządzają w sposób pasywny), podczas gdy duże instytucje emerytalne rzadziej korzystają z pasywnego inwestowania (w przypadku podmiotów o aktywach przekraczających 2,5 mld euro mniej niż 10% portfela obligacyjnego i mniej niż 20% portfela akcyjnego jest zarządzane pasywnie). Mimo relatywnie niewielkiego zaangażowania funduszy emerytalnych i SWF w ETF-y, dostawcy tych produktów nie rezygnują z pozyskania nowych klientów. Głównym działaniem, jakie podejmują w tym kierunku, jest obniżenie kosztów; ponadto skupiają swoją uwagę na wypracowywaniu coraz lepszych wyników inwestycyjnych – w tym celu coraz większa część dochodów pochodzących z pożyczania papierów wartościowych trafia do uczestników funduszy (Wigan 2014).

Rosnący poziom zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w fundusze ETF i instrumenty finansowe typu ETP – w szczególności pod względem wartości zainwestowanych środków finansowych – jest widoczny zwłaszcza w ostatnich kilku latach. Według analizy przeprowadzonej na rynku amerykańskim przez spółkę ETFGI (na podstawie danych zgromadzonych przez Thomson Reuters i Lipper w oparciu o sprawozdania finansowe) w latach 2008–2012 wartość aktywów ulokowanych przez inwestorów instytucjonalnych w ETF/ETP (w IV kwartale każdego roku) wzrosła z 257,1 mld USD do 714,1 mld USD, czyli o 160%. Liczba podmiotów, które w swoich sprawozdaniach wykazały posiadanie pasywnych instrumentów finansowych, wyniosła w końcu 2012 r. blisko 3,4 tys. – w tym wypadku największy przyrost (w ujęciu nominalnym) miał miejsce we wcześniejszym okresie (głównie lata 2005–2008). Największą grupę inwestorów posiadających w swoich portfelach ETF/ETP stanowili doradcy inwestycyjni (59,4%), doradcy inwestycyjni/fundusze hedgingowe (19,5%) oraz fundusze hedgingowe (10,5%). W ujęciu geograficznym dominowały podmioty ze Stanów Zjednoczonych (69,9%) oraz z Europy (22,0%) (Fuhr 2013).

4. ROLA PASYWNEGO INWESTOWANIA NA RYNKU FINANSOWYM

Rosnące znaczenie pasywnych form inwestowania znajduje odzwierciedlenie w wielu aspektach funkcjonowania współczesnego rynku finansowego. Do wybranych skutków opisywanego zjawiska należą:

- wzrost stopnia korelacji pomiędzy różnymi instrumentami w ramach jednej klasy aktywów oraz pomiędzy różnymi klasami aktywów,
- zmiany strukturalne w sektorze zarządzania aktywami (głównie w Stanach Zjednoczonych),
- wzrost znaczenia branży indeksowej na globalnym rynku usług finansowych.

Jednym ze źródeł istotnego wzrostu korelacji na rynkach akcji oraz na rynkach innych klas aktywów w ostatnich latach (tab. 1) był – obok panującego środowiska makroekonomicznego (podczas okresów kryzysowych w gospodarce zmiany na rynku akcji są w dużej mierze spowodowane zmianą czynników makroekonomicznych) oraz wzrostu znaczenia handlu wysokich częstotliwości (*high frequency trading* – HFT) – rosnący stopień wykorzystywania indeksowych instrumentów pochodnych (w szczególności kontraktów futures) oraz funduszy ETF, zwłaszcza tych, które odwzorowują indeksy akcji szerokiego rynku (Kolanovic *et al.* 2010: 5). Prowadzi to do systematycznego zmniejszania się korzyści z tytułu dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, a w efekcie rodzi poważne ryzyko systematyczne dla całego rynku finansowego (Xiong, Sullivan 2014: 70–84). Wzrost zainteresowania pasywnymi strategiami inwestycyjnymi zwiększa zatem możliwość wystąpienia stadnego zachowania inwestorów oraz skorelowanych ruchów w różnych segmentach rynku finansowego.

Choć wyniki najnowszych badań wskazują, iż stopień korelacji po osiągnięciu rekordowo wysokich poziomów na przełomie minionej i obecnej dekady zaczyna się obecnie zmniejszać¹¹, to analizując dane długoterminowe można stwierdzić, że współczynniki korelacji na rynku finansowym (w szczególności na rynku akcji), z uwagi na zachodzące zmiany strukturalne, w dłuższej perspektywie ulegają zwiększeniu (Ren 2013: 16–35).

Rosnący udział pasywnie zarządzanych funduszy (zarówno tych tradycyjnych, jak i funduszy ETF) w rynku zarządzania aktywami w wybranych krajach (zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych) spowodował istotne zmiany strukturalne w branży zarządzania aktywami (*asset management industry*) na tych rynkach. Do najważniejszych z nich należy spadek kosztów ponoszonych przez uczestników funduszy oraz malejąca aktywność zarządzających funduszami na rynku finansowym.

¹¹ Współczynniki korelacji w okresie styczeń–wrzesień 2013 r. dla większości klas aktywów okazały się niższe niż w tym samym okresie 2012 r. (Ren 2013: 16–35). Z kolei według badania przeprowadzonego na początku 2014 r. przez bank Barclays stopień korelacji na amerykańskim rynku akcji spadł do najniższego poziomu od początku kryzysu finansowego – relacja między dziennymi wahaniami cen akcji 50 największych firm z indeksu S&P 500 a wartością samego indeksu w ruchomym okresie trzymiesięcznym spadła w lutym 2014 r. do najniższego poziomu od 2007 r. (Massoudi 2014).

Tabela 1

Współczynniki korelacji między różnymi klasami aktywów

Korelacja między	Współczynnik korelacji w latach 1990–1995	Współczynnik korelacji w ostatnich pięciu latach*	Zmiana
Indeksami akcji rynków rozwiniętych	0,31	0,47	+0,17
Indeksami akcji rynków wschodzących	0,23	0,45	+0,23
Indeksami akcji rynków rozwiniętych i indeksami akcji rynków wschodzących	0,38	0,74	+0,36
Akcyjnymi indeksami sektorowymi	0,57	0,69	+0,12
Pojedynczymi akcjami	0,25	0,41	+0,16
Obligacjami typu high yield i akcjami	0,46	0,64	+0,19
Obligacjami typu high yield a indeksem zmienności VIX	0,37	0,60	+0,24
Walutami rynków rozwiniętych i akcjami	-0,01	0,28	+0,29
Walutami rynków wschodzących i akcjami	0,06	0,42	+0,36
Dziesięcioletnią stopą procentową a akcjami	-0,38	0,29	+0,67
Wszystkimi towarami	0,05	0,25	+0,21
Towarami i akcjami	-0,05	0,12	+0,17
Średnia	0,19	0,45	+0,26

* Stan na 2010 r.

Źródło: *Rise of Cross-Asset Correlations...* (2011): 3.

Spadające koszty uczestnictwa w funduszach ogółem w USA spowodowane są nie tylko coraz większym udziałem w rynku niskokosztowych funduszy indeksowych (które zresztą obniżają już i tak bardzo niskie stawki opłat¹²), lecz także malejącymi kosztami w funduszach aktywnie zarządzanych, które – zwłaszcza w ostatnich latach – muszą stawić czoła bardzo poważnej konkurencji ze strony swych pasywnych rywali¹³. Według danych ICI średni ważony aktywami wskaźnik kosztów (*expense ratio*)¹⁴ funduszy akcyjnych w USA zmniejszył się w latach

¹² W latach 2000–2013 wskaźnik kosztów w akcyjnych funduszach indeksowych spadł z 27 do 12 pkt bazowych, a w dłużnych funduszach indeksowych z 21 do 11 pkt bazowych.

¹³ W latach 2000–2013 wskaźnik kosztów w akcyjnych aktywnie zarządzanych funduszach spadł z 106 do 89 pkt bazowych, a w dłużnych aktywnie zarządzanych funduszach z 78 do 65 pkt bazowych.

¹⁴ Wskaźnik ten oblicza się w ujęciu rocznym jako relację bieżących wydatków (*ongoing expenses*) funduszu (obejmują one koszty zarządzania portfelem, koszty administracyjne funduszu,

2000–2013 aż o 1/4 – z 99 do 74 pkt bazowych; w przypadku funduszy hybrydowych wymieniony wskaźnik spadł w tym samym okresie z 89 do 80 pkt bazowych, a w funduszach dłużnych z 76 do 61 pkt bazowych. Do najważniejszych czynników, które stoją za tą tendencją – poza rosnącymi aktywami funduszy (co przyczynia się do spadku znaczenia kosztów stałych), zwiększonym popytem na kategorii tytułów uczestnictwa obciążone niskimi opłatami i coraz silniejszą konkurencją rynkową (również ze strony ETF-ów) – należy przede wszystkim zaliczyć rosnące zainteresowanie produktami inwestycyjnymi o niższych niż średnia wskaźnikach kosztów¹⁵ (ICI 2014a: 84–91).

Kolejną wartą odnotowania tendencją jest malejąca wartość wskaźnika rotacji portfela (*turnover rate*) na amerykańskim rynku funduszy inwestycyjnych. Wskaźnik ten określa, jaki procent portfela inwestycyjnego funduszu zmienił się w ciągu roku¹⁶ – jest zatem miarą jego aktywności inwestycyjnej. Ważony aktywami wskaźnik rotacji w funduszach akcyjnych w 2013 r. wyniósł zaledwie 41% i był aż o 20 pkt proc. niższy od średniej z ostatnich 34 lat (przy czym największy spadek wartości tego wskaźnika był widoczny od 2009 r., czyli od chwili dynamicznego rozwoju funduszy ETF i funduszy indeksowych). Co więcej, blisko połowa aktywów ulokowanych w funduszach akcyjnych została zainwestowana w podmioty, w przypadku których wskaźnik ten był niższy niż 29% – świadczy to o rosnącej skłonności inwestorów do wyboru funduszy charakteryzujących się niskim wskaźnikiem rotacji, czyli przede wszystkim funduszy indeksowych (ICI 2014a: 36). Konsekwencją malejącej wartości transakcji dokonywanych przez zarządzających funduszami akcyjnymi (w relacji do ich aktywów) jest spadek kosztów ponoszonych przez fundusze, dzięki czemu mogą one obniżyć pobierane od uczestników opłaty, co z kolei pozwala osiągać lepsze wyniki inwestycyjne¹⁷ (ICI 2014b: 20–21).

koszty księgowości i wycen, koszty usług dla uczestników (np. obsługa call centers czy prowadzenie strony internetowej), opłaty dystrybucyjne i inne koszty operacyjne) do jego aktywów. Inwestorzy ponoszą te koszty w sposób pośredni, gdyż koszty te są potrącane z aktywów funduszu.

¹⁵ Potwierdzają to m.in. dwa rodzaje danych. Po pierwsze, średni (nieważony) wskaźnik kosztów w funduszach akcyjnych jest blisko dwukrotnie wyższy niż wskaźnik ważony aktywami (137 wobec 74 pkt bazowych w 2013 r.). Po drugie, udział funduszy akcyjnych mieszczących się w najniższym kwartylu pod względem udziału opłat w całkowitych aktywach tej kategorii funduszy wyniósł w końcu 2013 r. aż 73%.

¹⁶ Wskaźnik ten oblicza się, dzieląc mniejszą z dwóch wartości (zakupy lub sprzedaż papierów wartościowych w ciągu np. roku) przez średnią wartość aktywów w tym samym okresie.

¹⁷ Pośrednim skutkiem malejącej aktywności funduszy na rynku kapitałowym jest spadek obrotów na parkietach giełdowych (głównie na rynku akcji), co prowadzi do obniżenia przychodów firm – operatorów giełd papierów wartościowych. Ten negatywny trend jest w pewnym stopniu kompensowany (na niektórych tylko giełdach) rosnącymi obrotami tytułami uczestnictwa funduszy ETF (w mniejszym stopniu innych instrumentów typu ETP). Według danych ICI od początku 2013 r. do połowy 2014 r. średnia dzienna wartość obrotu akcyjnymi ETF-ami na rynku wtórnym (giełdy, *dark pools* i inne platformy obrotu) w USA wynosiła 53,7 mld USD (rynek wtórny odpowiada za ok. 90% łącznego obrotu ETF-ami).

Branża indeksowa (*index industry*) jest jednym z najważniejszych beneficjentów zwiększającego się znaczenia pasywnego inwestowania na współczesnym rynku finansowym. Jej dynamiczny rozwój jest widoczny w szczególności w dwóch ostatnich dekadach, kiedy to – za sprawą rosnącego popytu na indeksowe produkty inwestycyjne (fundusze indeksowe, fundusze ETF, instrumenty typu ETP, ale też indeksowe instrumenty pochodne) – istotnie wzrosło zapotrzebowanie na indeksy, które są podstawą tworzenia wspomnianych instrumentów finansowych. Dzięki temu branża indeksowa stała się jedną z najprężniej rozwijających się branż sektora usług finansowych na świecie.

Choć pierwotnie indeksy rynku finansowego (przede wszystkim indeksy rynku akcji) były tworzone i upowszechniane przez giełdy papierów wartościowych¹⁸, to jednak obecnie głównymi dostawcami indeksów (*index providers*) i ich licencjodawcami dla instytucji rynku finansowego są podmioty wyspecjalizowane wyłącznie w tego rodzaju działalności¹⁹ lub też instytucje, dla których jest to jeden z podstawowych obszarów funkcjonowania. W tym gronie najważniejszą rolę odgrywają podmioty zajmujące się dostarczaniem informacji na rynek finansowy, banki inwestycyjne, a ostatnio coraz częściej także spółki *asset management* (tworzące jednak z reguły indeksy na własne potrzeby). Największymi i najbardziej znanymi obecnie spółkami z branży indeksowej (poza giełdami papierów wartościowych) są: S&P Dow Jones Indices, MSCI, FTSE, STOXX, Russell Indexes, Barclays Capital oraz Markit.

Głównym impulsem rozwoju branży indeksowej w ostatnich latach był niewątpliwie ogromny wzrost popularności funduszy ETF. Początkowo podmioty oferujące te instrumenty finansowe korzystały przy tworzeniu nowych produktów przede wszystkim z dobrze znanych (uznanych) indeksów finansowych, gdyż to właśnie na tego rodzaju instrumenty (oparte na indeksach benchmarkowych) było największe zapotrzebowanie wśród inwestorów. Z czasem jednak, kiedy rynek stawał się coraz bardziej konkurencyjny (często produkty oparte na tym samym indeksie zaczęły być oferowane przez kilkanaście, a w przypadku najpopular-

¹⁸ Warto na marginesie przypomnieć, iż najstarsze indeksy mają jeszcze inny rodowód – były publikowane na łamach czasopism (głównie o tematyce finansowej) – przykładem mogą być chociażby Dow Jones Industrial Average Index (publikowany przez „The Wall Street Journal”) czy FAZ Index (publikowany przez „Frankfurter Allegemeine Zeitiung” (FAZ)).

¹⁹ Działalność dostawców indeksów obejmuje nie tylko wykreowanie indeksu (w oparciu o własną lub cudzą metodologię), lecz często również jego systematyczne obliczanie i aktualizowanie (coraz częściej w czasie rzeczywistym) oraz utrzymywanie (*index maintaining*). W ramach tego ostatniego działania podmiot jest zobowiązany m.in. do sprawowania kontroli nad sprawnym i efektywnym działaniem indeksu – wymaga to ogromnego zaangażowania i inwestycji w zakresie technologii (możliwości dotyczące przetwarzania danych, oprogramowania) i kapitału ludzkiego (zatrudnianie wykwalifikowanych pracowników ze znajomością teorii inwestowania, matematyki, statystyki i oprogramowania) oraz bieżącego reagowania na trudne do przewidzenia zdarzenia, które mogą mieć wpływ na indeks (np. w obszarze działań korporacyjnych).

niejszych indeksów – nawet przez kilkadziesiąt instytucji finansowych) i kiedy zarówno nowe podmioty, jak i dotychczasowi „gracze” szukali nisz rynkowych, z których mogliby czerpać korzyści, wyraźnie zwiększyło się zainteresowanie nowymi indeksami. Były one tworzone przez samych dostawców, którzy analizując trendy rynkowe, starali się uprzedzić konkurencję i stworzyć indeks, który mógłby zainteresować szersze grono spółek zarządzających aktywami. Wśród inicjatorów ich powstania zaczęły pojawiać się także same firmy *asset management*, które zlecały takiej spółce stworzenie (na ogół na wyłączność) indeksu o określonej charakterystyce²⁰. Najnowszym trendem w tym zakresie jest kreowanie indeksów przez same spółki oferujące pasywne instrumenty finansowe (głównie fundusze ETF). Zjawisko samoindeksowania (*self-indexing*) wynika przede wszystkim z chęci ograniczenia wysokich kosztów licencjonowania indeksów, które w miarę rosnącego popytu na indeksy (a jednocześnie przy relatywnie niewielkiej liczbie ich dostawców) zaczęły w pewnym momencie dynamicznie wzrastać; innym powodem wzrostu stawek licencyjnych był rosnący stopień złożoności indeksów (Kilburn 2014) – głównie chodzi o indeksy określane jako *smart (strategic) beta*.

Na skutek rosnącego zainteresowania ofertą instytucji tworzących indeksy rynku finansowego zaczęły rosnać przychody tych podmiotów, co z kolei wpływało na kształt samej branży. Jedną z najważniejszych tendencji, jaką można było w niej zaobserwować, zwłaszcza w kilku ostatnich latach, była jej konsolidacja. Najważniejsze fuzje i przejęcia w branży indeksowej dotyczyły m.in. takich podmiotów jak: S&P Indices i Dow Jones Indexes (2012 r.), FTSE Group i TMX Group (2013 r.) oraz London Stock Exchange i Russell Investments (2014 r.). Coraz częściej występujące akwizycje są podyktowane zwiększającymi się wymogami stawianymi przez regulatorów rynku (co pociąga za sobą rosnące koszty funkcjonowania) – w rezultacie część podmiotów, których skala działalności jest zbyt mała (lub zamierzają skupić się na innej działalności), decyduje się na wyjście z tego rynku.

Rosnąca atrakcyjność branży indeksowej przyciąga również zupełnie nowe podmioty, które chcą tworzyć własne indeksy i sprzedawać licencje na korzystanie z nich instytucjom oferującym pasywne instrumenty finansowe. Konsekwencją tego zjawiska jest szybko zwiększająca się liczba instytucji, które oferują indeksy – obecnie funkcjonuje prawie 100 tego typu podmiotów (EIU 2013). Zdecydowanej większości z nich nie udaje się jednak osiągnąć istotnego udziału w rynku (który zdominowany jest przez S&P Dow Jones Indices i MSCI), można zatem przypuszczać, iż w przyszłości również i w tym gronie (a nie tylko wśród największych podmiotów) postępować będą procesy konsolidacyjne lub po prostu instytucje te zrezygnują z prowadzenia dalszej, nierentownej działalności.

²⁰ W tym ostatnim przypadku chodzi o tzw. *customised indices*, czyli indeksy tworzone na konkretne zamówienie i zaprojektowane w taki sposób, aby spełniały wymagania danego klienta (w związku z tym określane są także mianem *tailor-made indices*).

Konsekwencją wzrostu znaczenia instytucji zajmujących się tworzeniem i obliczaniem indeksów rynku finansowego było utworzenie w 2012 r. przez największe tego rodzaju podmioty pierwszej w historii niezależnej organizacji branżowej – Index Industry Association. Inicjatorami powołania jej do życia były MSCI, S&P Indices oraz FTSE Group. Celem organizacji, oprócz reprezentowania globalnej branży indeksowej, jest m.in. ochrona interesów użytkowników indeksów, ich dostawców oraz edukowanie inwestorów w zakresie cech i roli, jaką indeksy odgrywają w procesie inwestycyjnym. Wydaje się, że skuteczna realizacja tych zadań może zwiększyć zainteresowanie nie tylko samymi indeksami, lecz także (a może przede wszystkim) pasywnie zarządzanymi produktami finansowymi na nich opartymi, co z kolei powinno wpłynąć na dalszy rozwój idei pasywnego zarządzania portfelem na międzynarodowym rynku finansowym. Dotyczy to zwłaszcza tych krajów (choćby takich jak Polska), gdzie ta koncepcja zarządzania portfelem nie jest jeszcze szerzej znana i gdzie liczba dostępnych indeksowych instrumentów finansowych jest znikoma.

5. PODSUMOWANIE

Po blisko 40 latach od uruchomienia pierwszego indeksowego funduszu inwestycyjnego oraz po ponad 20 latach od wprowadzenia na giełdowy parkiet pierwszego funduszu ETF, instrumenty finansowe wykorzystujące koncepcję pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym (oprócz wymienionych także inne instrumenty typu ETP) stały się istotną konkurencją dla aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych. Co więcej, w ostatnich latach to właśnie głównie one przyciągają nowy kapitał od inwestorów powierzających środki finansowe instytucjom wspólnego inwestowania. Tendencja ta na razie jest widoczna przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych – ponieważ jednak kraj ten znajduje się zwykle w awangardzie przemian na rynku finansowym, należy przypuszczać, iż z czasem zjawisko to zacznie rozprzestrzeniać się również na inne rynki rozwinięte (co widać już np. w Wielkiej Brytanii, gdzie popularność zyskują fundusze indeksowe), a następnie na rynki wschodzące. Prognozowany m.in. przez EY i PwC stopniowy wzrost znaczenia pasywnego zarządzania będzie miał coraz większy wpływ przede wszystkim na sam rynek zarządzania aktywami – zarówno w skali globalnej, jak i w poszczególnych państwach. Zjawisko to może też znaleźć odzwierciedlenie w innych segmentach rynku usług finansowych (czego przykładem jest już obecnie obserwowany wzrost roli branży indeksowej), a nawet w systemie zabezpieczenia społecznego (rosnący stopień wykorzystania pasywnego zarządzania przez podmioty systemu emerytalnego).

Reasumując można stwierdzić, iż rosnący stopień wykorzystania pasywnego zarządzania portfelem (w formie bezpośredniej lub poprzez indeksowe instru-

menty inwestycyjne) jest jednym z najważniejszych zjawisk na współczesnym międzynarodowym rynku finansowym w ostatnich dwóch dekadach. Wydaje się, iż nie jest to tylko przejściowa moda (jakich wiele było w ostatnim okresie na rynkach finansowych), a obecny dynamiczny wzrost wartości aktywów instytucji finansowych wykorzystujących tę koncepcję inwestycyjną nie jest kolejną bańką spekulacyjną. Wiele bowiem wskazuje na to, iż z uwagi na liczne zalety pasywnego zarządzania (m.in. atrakcyjne wyniki inwestycyjne, niskie koszty, wysoki stopień przejrzystości, relatywnie niski poziom ryzyka), dzięki którym produkty te trafiają w oczekiwania znaczącej części inwestorów (którzy częściowo zmienili swoje preferencje odnośnie do inwestycji, w szczególności po kryzysie finansowym), trend ten będzie kontynuowany w przyszłości.

BIBLIOGRAFIA

- EIU (2013), *Beyond the status quo. Searching for value in index products*, "The Economist", s. 1–27.
- ETF landscape. *Industry review. End H1 2011* (2011), BlackRock Investment Institute, New York.
- ETFGI (2014), *ETFGI monthly newsletter, August 2014*, <http://etfgi.com/publications/reports/reportid/501> (dostęp: 20.09.2014).
- ETP landscape. *Industry highlights. December 31, 2012* (2013), BlackRock Investment Institute, New York.
- ETP landscape. *Industry highlights. December 31, 2013* (2014), BlackRock Investment Institute, New York.
- EY (2014), *Global ETF Survey. A new era of growth and innovation*, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Global ETF_Survey_2014/\\$FILE/EY-Global-ETF-Survey-January-2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Global ETF_Survey_2014/$FILE/EY-Global-ETF-Survey-January-2014.pdf) (dostęp: 25.09.2014).
- Fuhr D. (2013), *Institutional users of ETFs and ETPs in 2012*, "Focus", No. 248, s. 3–7.
- Greenwich Associates (2014a), *ETFs: An Evolving Toolset for U.S. Institutions*, <https://www.ishares.com/us/literature/article-reprint/greenwich-2014-etfs-an-evolving-toolset-for-us-institutions-en-us.pdf> (dostęp: 11.10.2014).
- Greenwich Associates (2014b), *Institutional Investors Turning to Fixed-Income ETFs in Evolving Bond Market*, <https://www.blackrock.com/investing/literature/article-reprint/inst-investors-turning-to-fixed-income-etfs-greenwich-2014-en-us.pdf> (dostęp: 15.10.2014).
- ICI (2014a), *2014 Investment Company Fact Book*, https://www.ici.org/pdf/2014_factbook.pdf (dostęp: 25.10.2014).
- ICI (2014b), *Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work*, "ICI Research Perspective", Vol. 20, No. 5, s. 1–40.
- Kilburn F. (2014), *Can Alternative Providers Disrupt Index Inertia?*, https://indexes.nasdaqomx.com/docs/IMD_Nasdaq_Reprint_April_2014.pdf (dostęp: 25.10.2014).
- Kolanovic M., Silvestrini D., Lee SK T., Naito M. (2010), *Why We Have a Correlation Bubble*, <https://www.newconstructs.com/wp-content/uploads/2010/10/JP-Morgan-and-Correlation.pdf> (dostęp: 18.04.2014).
- Massoudi A. (2014), *Correlation breakdown spells end for broad stock market gains*, "Financial Times", 16.01.2014.
- Miziołek T. (2013), *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF. Ocena efektywności zarządzania na przykładzie akcyjnych funduszy ETF rynków wschodzących*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

- PwC (2014), *Asset Management 2020. A Brave New World*, <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/pdfs/pwc-asset-management-2020-a-brave-new-world-final.pdf> (dostęp: 25.10.2014).
- Rekenthaler J. (2014), *Do Active Funds Have a Future?*, <http://www.morningstar.com/advisor/t/95469765/do-active-funds-have-a-future.htm> (dostęp: 25.10.2014).
- Reklaitis V. (2014), *Passive investing will keep gaining ground: Vanguard expert*, <http://www.marketwatch.com/story/why-passive-investing-still-has-a-long-runway-2014-08-27> (dostęp: 25.10.2014).
- Ren F. (2013), *Falling correlations increase the opportunity set for micro investors*, [w:] *Asset Allocation in a Confusing Era. What Normalisation Means for Investors*, http://cernocapital.com/wp-content/files_mf/1382980361WhatNormalisationMeansforInvestors.pdf (dostęp: 18.04.2014).
- Rise of Cross-Asset Correlations. Asset Class Roadmap for Equity Investors* (2011), J. P. Morgan, <http://www.cboe.com/Institutional/JPMCrossAssetCorrelations.pdf> (dostęp: 11.04.2014).
- Wigan D. (2014), *ETF providers take on pension and sovereign wealth challenge*, <http://www.risk.net/structured-products/feature/2359969/etf-providers-take-on-pension-and-sovereign-wealth-challenge> (dostęp: 20.09.2014).
- Xiong J. X., Sullivan R. N. (2012), *How Index Trading Increases Market Vulnerability*, "Financial Analysts Journal", Vol. 68, No. 2, s. 70–84.

Tomasz Miziolek

THE IMPACT OF PASSIVE PORTFOLIO MANAGEMENT ON INTERNATIONAL FINANCIAL MARKET

Abstract. The growing importance of the passive portfolio management is one of the most important trends in the international financial market in the last two decades. Its reflection is, observed mainly in the United States, dynamic growth of assets of index investment funds, exchange traded funds and – to a lesser extent – other financial instruments such as exchange-traded products. This phenomenon also affects the various aspects of the functioning of the whole financial market and some of its segments. It leads, inter alia, to increase the degree of correlation between different financial instruments, changes the shape of the asset management sector and stimulates the development of the index industry.

Keywords: portfolio management, passive investing, index fund, exchange-traded fund, index industry.