Horyzonty mTFI

Wrzesień 2026

ETF-y w Europie: ile kosztuje wybór?

Od jednego indeksu do czterech tysięcy funduszy

Analiza 4 196 subfunduszy UCITS ETF uruchomionych w latach 2005–2026: opłaty, koncentracja portfeli, struktura kategorii i przeżywalność.

Zakres analizy kohortowej: produkty uruchomione w okresie: styczeń 2005 – sierpień 2026 r.

mTFI S.A. · Departament Zarządzania Aktywami

Opracowanie ma charakter analityczny i edukacyjny.
Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu rozporządzenia MAR ani usługi doradztwa inwestycyjnego.
Wyniki historyczne nie są gwarancją przyszłych.

Streszczenie

O funduszach ETF mówi się od dwóch dekad to samo: są tanie, są zdywersyfikowane i po prostu odwzorowują rynek. To przekonanie powstało nie bez powodu – opisywało pierwsze pokolenie produktów, które rzeczywiście dawały ekspozycję na szeroki indeks za kilkanaście punktów bazowych. Pytanie brzmi, czy nadal opisuje ono ofertę jako całość, czy już tylko jej część.

Przeanalizowaliśmy pełny europejski zbiór funduszy UCITS ETF: 7 343 klasy jednostek wyodrębnionych w ramach 4 196 subfunduszy, uruchamianych od początku 2005 roku do sierpnia 2026, zarządzanych przez 113 podmiotów. Próba zawiera fundusze aktywne, zlikwidowane i połączone – nie jest to więc zbiór ograniczony wyłącznie do tzw. ocalałych funduszy ETF. Takie podejście ogranicza potencjalny wpływ efektu/błędu przeżywalności (survivorship bias) na wyniki naszego badania.

Główne ustalenia

- **Produkty standardowe rzeczywiście staniały, a ich oferta się poszerzyła.** Mediana opłaty bieżącej nowo uruchamianego funduszu spadła z 35 punktów bazowych w 2010 roku do 25 w 2025. Udział szerokich, zdywersyfikowanych ekspozycji akcyjnych wśród nowo uruchomionych produktów wzrósł z 21% do 37%.
- **Produkty wyspecjalizowane nie staniały.** Mediana opłaty dla produktów z kategorii zawężonych – sektorowych, tematycznych, pojedynczych rynków, lewarowanych – utrzymuje się w przedziale 40–50 punktów bazowych przez cały badany okres. W 2025 roku różnica wobec szerokiego rynku wynosiła 20 punktów bazowych, czyli produkty zawężone były dwukrotnie droższe.
- **Motywy produktowe pojawiają się falami.** Pierwszy fundusz o profilu obronnym w naszej próbie powstał w 2022 roku; w 2025 uruchomiono ich jedenaście. Fundusze na obliczenia kwantowe pojawiają się w 2025 – pięć w ciągu jednego roku. Kosmiczne kumulują się w 2026. Mediana opłaty dla dziewięciu takich motywów łącznie wynosi 49 punktów bazowych wobec 25 dla szerokiego rynku.
- **Dywersyfikacja nie wynika z etykiety „ETF".** Wśród akcyjnych funduszy sektorowych co trzeci trzyma ponad 30% portfela w trzech największych pozycjach. Wśród szerokiego rynku – jeden na dwadzieścia dwa. Czterdzieści dziewięć subfunduszy w całej próbie ma ekspozycję na jedno aktywo.
- **Prawie połowa produktów nie dożywa dojrzałości.** Z subfunduszy uruchomionych w latach 2010–2020 wycofano do dziś 47,5% – zlikwidowano lub połączono je. Co istotne, odsetek ten jest niemal identyczny dla produktów wąskich (47,3%) i dla szerokiego rynku (47,6%). Zamknięcie funduszu nie jest karą za niszowość.
- **Produkty są pofragmentowane na poziomie klas jednostek.** Na 4 196 subfunduszy przypadają 7 343 klasy jednostek. Ponad 1500 funduszy występuje w co najmniej dwóch wariantach różniących się walutą, zabezpieczeniem walutowym lub polityką wypłat; rekordzista ma ich siedemnaście.

Wniosek z tych liczb brzmi: rynek ETF się rozwarstwił. Powstały na nim dwie populacje produktów o rozbieżnych cechach, które łączy wyłącznie wspólna nazwa i wspólny mechanizm notowania. Jedna z nich w pełni odpowiada stereotypowi taniego, szerokiego instrumentu. Druga rośnie szybciej, kosztuje dwa razy więcej i bywa skoncentrowana w stopniu, którego inwestor po nazwie „ETF" się nie spodziewa.

Konsekwencja jest praktyczna: dwie dekady temu wybór ETF-a był w przybliżeniu wyborem indeksu. Dziś jest wyborem spośród czterech tysięcy funduszy i siedmiu tysięcy klas jednostek w populacji, w której połowa produktów z danego rocznika nie przetrwa dziesięciu lat. Koszt tego wyboru przestał być zerowy – przesunął się z wyboru produktu w oparciu o poziom opłaty za zarządzanie na pracę analityczną poprzedzającą decyzję.

1. Trzy przekonania o ETF-ach

Sukces funduszy indeksowych notowanych na giełdzie opiera się na trzech przekonaniach, które przez lata były trafne.

ETF-y są tanie
Pierwsze ETF-y konkurowały ceną z aktywnie zarządzanymi funduszami akcji, których opłaty sięgały procenta i więcej. Przewaga kilkudziesięciu punktów bazowych była oczywista i łatwa do zakomunikowania.

ETF-y są zdywersyfikowane
Fundusz odwzorowujący szeroki indeks daje ekspozycję na setki spółek. Ryzyko pojedynczego emitenta praktycznie znika. Ta cecha była wpisana w konstrukcję produktu, a nie wybierana przez inwestora.

ETF-y są trwałe
Indeks nie znika, więc fundusz go odwzorowujący też nie powinien. Inwestor kupujący ekspozycję na szeroki rynek zakładał, że instrument przetrwa jego horyzont inwestycyjny.

Wszystkie trzy przekonania opisywały pierwsze pokolenie produktów rzetelnie. Pytanie, które stawiamy w tym opracowaniu, nie dotyczy tego, czy były prawdziwe – tylko czy pozostały prawdziwe wobec oferty, która od tamtego czasu urosła kilkunastokrotnie.

Kierunek, w którym warto szukać odpowiedzi, wskazuje literatura. Ben-David, Franzoni, Kim i Moussawi w pracy „Competition for Attention in the ETF Space" (Review of Financial Studies, 2023) opisują mechanizm, w którym dostawcy funduszy – wobec zerowej marży na szerokich indeksach – konkurują o uwagę inwestora coraz węższymi i coraz bardziej wyspecjalizowanymi produktami. Sprawdzamy, czy ten mechanizm jest widoczny w danych europejskich.

2. Pytanie badawcze

Pytanie brzmi: czy trzy powyższe przekonania opisują dziś przeciętny produkt dostępny w ramach europejskiej oferty ETF, czy już tylko jej trzon?

To rozróżnienie ma znaczenie praktyczne. Jeżeli opisują całość, wybór funduszu jest w istocie wyborem indeksu i można go podejmować na podstawie samej nazwy kategorii. Jeżeli opisują wyłącznie część oferty, to nazwa „ETF" przestała być nośnikiem informacji o koszcie, dywersyfikacji i trwałości – a inwestor, który wciąż tak ją traktuje, systematycznie się myli co do tego, co kupuje. Odpowiedź na to pytanie wymaga spojrzenia na strukturę oferty, a nie średnią rynkową. Średnia ważona aktywami opisuje przede wszystkim kilkanaście największych funduszy indeksowych i z definicji potwierdzi stereotyp. Dlatego analizujemy kohorty według roku uruchomienia i podajemy mediany, a nie wartości ważone aktywami.

3. Dane i metodyka

3.1 Próba

Podstawą są dane jednorazowo pobrane z bazy Lipper* obejmujące europejskie fundusze giełdowe UCITS: 7 343 klasy jednostek uruchomione między styczniem 2005 roku a sierpniem 2026 roku, zarządzane przez 113 podmiotów. Struktura krajów rejestracji: Irlandia 3 773 klasy, Luksemburg 1 965, Francja 627, Niemcy 407, pozostałe 86.

Próba zawiera produkty giełdowe niebędące formalnie funduszami UCITS – produkty oparte o rynek surowców i produkty lewarowane. Baza źródłowa klasyfikuje je jako fundusze giełdowe i pozostawiliśmy je w próbie, nie dokonując uznaniowych korekt. Jest to najdroższy i najbardziej skoncentrowany fragment oferty; jego wyłączenie – zamiast wzmocnić – osłabiłoby obraz zróżnicowania oferty.

3.2 Redukcja do poziomu subfunduszu

Ten sam fundusz bywa notowany w kilku klasach jednostek różniących się walutą, zabezpieczeniem walutowym i polityką wypłat. Liczenie ich osobno zawyżyłoby liczbę produktów i zniekształciło mediany. Zredukowaliśmy różne klasy jednostek do poziomu subfunduszu, przyjmując za klucz kod podmiotu zarządzającego wraz z oznaczeniem podstawowej klasy jednostek nadanym przez dostawcę bazy. Kod podmiotu wchodzi do klucza celowo – bez niego jednobrzmiące nazwy funduszy różnych dostawców zlałyby się w jeden produkt.

Data uruchomienia subfunduszu to data najwcześniejszej uruchomionej klasy jednostek, opłata bieżąca to mediana spośród opłat dostępnych klas jednostek, a aktywa to ich suma. Otrzymujemy 4 196 subfunduszy. Wszystkie kluczowe wielkości przeliczyliśmy dodatkowo na nieprzetworzonym poziomie klas jednostek w formie testu wrażliwości; kierunkowe wnioski są identyczne, poziomy różnią się o jeden do trzech punktów.

Ograniczenie klucza: 71 nazw funduszy występuje pod więcej niż jednym kodem podmiotu zarządzającego, co wynika z niescalonych struktur prawnych jednego z dostawców po fuzji. W takich przypadkach jeden fundusz rozpada się na dwa. Skala tego zjawiska nie jest istotna: 72 przypadki na 4 196.

***Źródło danych: LSEG / Lipper, eksport jednostkowy z 18 sierpnia 2026 roku.**

3.3 Klasyfikacja

Każdy subfundusz przypisaliśmy do jednej kategorii, stosując reguły w ustalonej kolejności, gdzie bierzemy pod uwagę pierwsze trafienie: lewar i short, krypto, strategie opcyjne, jedno aktywo, motyw tematyczny, sektor, faktor, obligacje, surowce, akcje o wąskim zasięgu geograficznym, szeroki rynek, pozostałe.

Podstawą przypisania jest zewnętrzna taksonomia dostawcy bazy – klasyfikacja globalna, typ aktywa i zasięg geograficzny. Warstwa oparta na nazwie funduszu objęła 355 subfunduszy, czyli 8,5% próby, i użyliśmy jej wyłącznie tam, gdzie taksonomia zewnętrzna nie daje wskazań: nie zawiera ona kategorii krypto ani produktów opcyjnych, a produkty lewarowane sprowadza do jednej zbiorczej grupy, przez co większość z nich pozostaje nieprzypisana. Pełne zestawienie przypisań, wraz ze wskazaniem warstwy źródłowej dla każdego funduszu, dołączamy w materiale źródłowym.

Kategoria tematyczna jest w tej klasyfikacji zaniżona i jest to świadomy wybór. Taksonomia zewnętrzna wyróżnia sześć motywów tematycznych; fundusze na sztuczną inteligencję, cyberbezpieczeństwo, obronność czy półprzewodniki trafiają w niej do kategorii sektorowych lub globalnych. Podajemy również szerszą definicję opartą na nazwie – obie liczby znajdują się w materiale źródłowym. Szersza definicja daje wyższe udziały, ale nie zmienia kierunku żadnego z wniosków.

3.4 Miary

Miarą kosztu jest opłata bieżąca (TER) na poziomie subfunduszu. Podajemy medianę opłaty dla nowo uruchomionych produktów w danym w roku oraz średnią ważoną aktywami, liczoną dla funduszy obecnie działających.

Miarą koncentracji jest łączna waga dziesięciu największych pozycji portfela. Baza źródłowa nie zawiera liczby składników portfela, więc wskaźnik ten jej nie zastępuje: fundusz o czterdziestu i o czterystu składnikach może mieć zbliżoną wagę pierwszej dziesiątki. Wskaźnik nie jest porównywalny między klasami aktywów – mediana dla funduszy obligacyjnych wynosi 15%, dla akcyjnych 41%, dla surowcowych 58% – dlatego zawsze podajemy go w podziale na typ aktywa.

Wyłączyliśmy 74 rekordy w których suma wag nie przekracza 100,5% oraz przypadki z niekompletnymi danymi, zdefiniowane jako mniej niż 10 pozycji i łącznej sumie wag poniżej 95%. Portfele zawierające jedną lub dwie pozycje o łącznej wadze bliskiej 100% traktujemy jako ekspozycję na jedno aktywo. W 5,8% rekordów największa pozycja stanowi gotówkę lub saldo rozliczeń, co może zaburzać odczyt koncentracji.

3.5 Ograniczenia

Opłata bieżąca i skład portfela pochodzą z obecnie pobranych danych, a nie z momentu uruchomienia funduszu. Dla opłat kierunek tego obciążenia jest znany: stawki w czasie spadają, więc dzisiejsza opłata starszych roczników jest niższa od tej, z którą fundusze startowały. Oznacza to, że pokazana skala spadku mediany opłat jest zaniżona – rzeczywisty poziom startowy opłat we wcześniejszych rocznikach był wyższy.

Dla koncentracji kierunek obciążenia nie jest jednoznaczny.

Przyjęliśmy próg pokrycia danych: jeżeli w danym roczniku dane są dostępne dla mniej niż 70% obserwacji, mediany nie podajemy i zostawiamy lukę. Nie stosowaliśmy imputacji ani ekstrapolacji. W ostatecznej próbie na poziomie subfunduszu żadne pole nie schodzi poniżej progu.

Rocznik 2026 jest niepełny – obejmuje uruchomienia do 18 sierpnia – i jest oznaczony osobno na wszystkich wykresach. Aktywa wyrażone są w dolarach amerykańskich; próg 50 milionów podajemy w tej samej walucie, bez przeliczenia kursowego.

Statystyki aktywów liczymy dla funduszy obecnie działających, ponieważ dla wycofanych ostatnia dostępna wartość aktywów pochodzi sprzed zamknięcia i nie jest wielkością bieżącą.

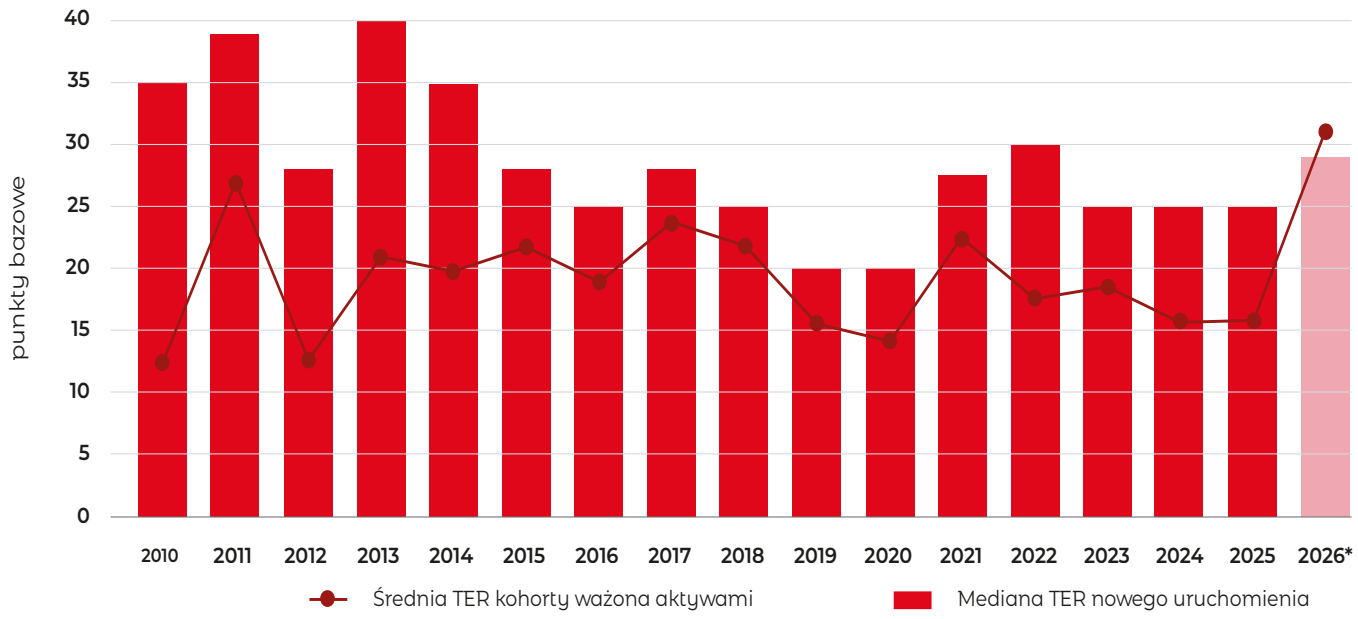
4. Wyniki

4.1 Produkty standardowe rzeczywiście staniały

Zacznijmy od tego, co przemawia za stereotypem, bo jest to część obrazu i pominięcie jej zniekształciłoby całość.

Mediana opłaty bieżącej nowo uruchamianego subfunduszu spadła z 35 punktów bazowych w 2010 roku do 25 w 2025. Średnia ważona aktywami, lepiej odzwierciedlająca rzeczywisty poziom kosztów ponoszonych przez inwestorów, jest jeszcze niższa i w ostatnich latach wynosi 15-19 punktów bazowych. Pieniądze lokują się w najtańszej części oferty.

Wykres 1. Opłata bieżąca nowych uruchomień – mediana a średnia ważona aktywami (punkty bazowe)



Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper. Rocznik 2026 niepełny (do 18.08.2026), oznaczony jaśniejszym kolorem.

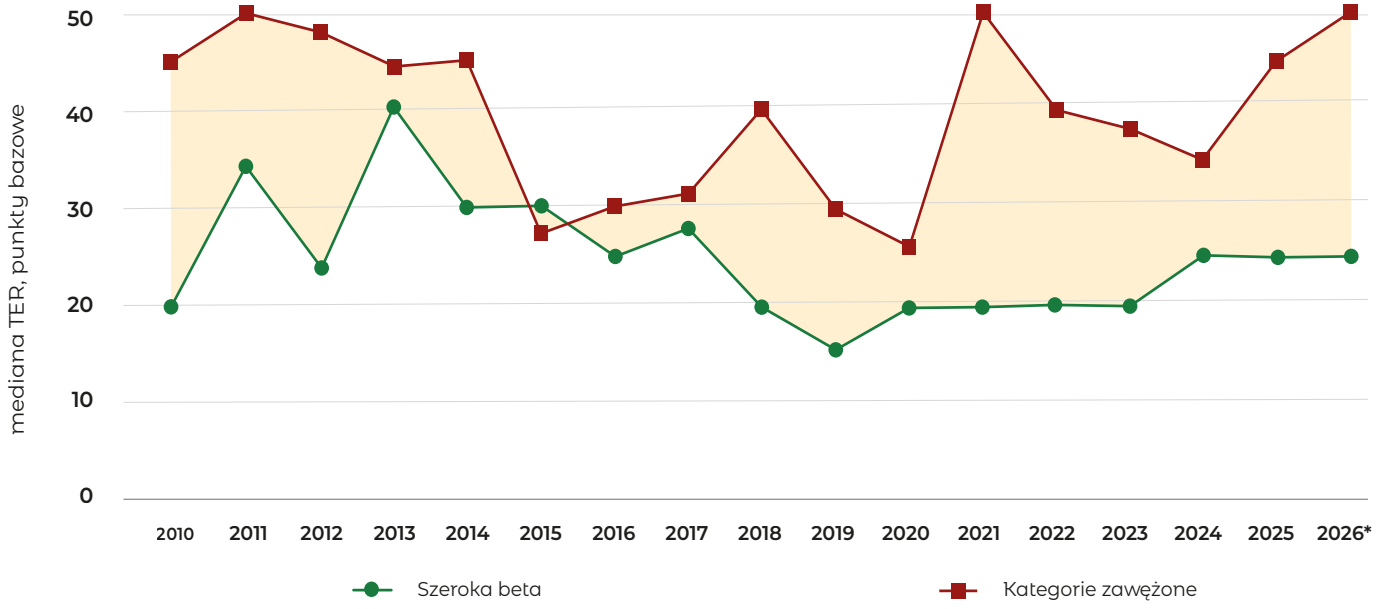
Wzrosła też szerokość oferty. Udział funduszy dających zdywersyfikowaną ekspozycję na szerokie rynki akcji wśród nowo uruchomionych produktów wzrósł z 21% w 2010 roku do 37% w 2025. Udział produktów lewarowanych i typu short spadł w tym samym czasie z niemal 10% do około 1% – fala tych produktów przypada na lata 2008–2019, nie na ostatnie roczniki.

Kto twierdzi, że w związku ze wzrostem zainteresowania bardziej wyspecjalizowanymi rozwiązaniami rynek ETF jako całość poszedł w złym kierunku, myli się i dane to pokazują jednoznacznie. Przeciętny nowo tworzony fundusz jest dziś tańszy i daje szerszą ekspozycję niż piętnaście lat temu.

4.2 Produkty wyspecjalizowane nie staniały

Ta sama mediana ukrywa jednak inne zjawisko. Jeżeli rozdzielić nowo uruchomione produkty na dwie grupy – szerokie ekspozycje rynkowe oraz kategorie zawężone: sektorowe, tematyczne, pojedyncze rynki, lewarowane, opcyjne i na pojedyncze aktywa – okazuje się, że tanieje wyłącznie jedna z nich.

Wykres 2. Mediana opłaty bieżącej: szeroki rynek a kategorie zawężone (punkty bazowe)



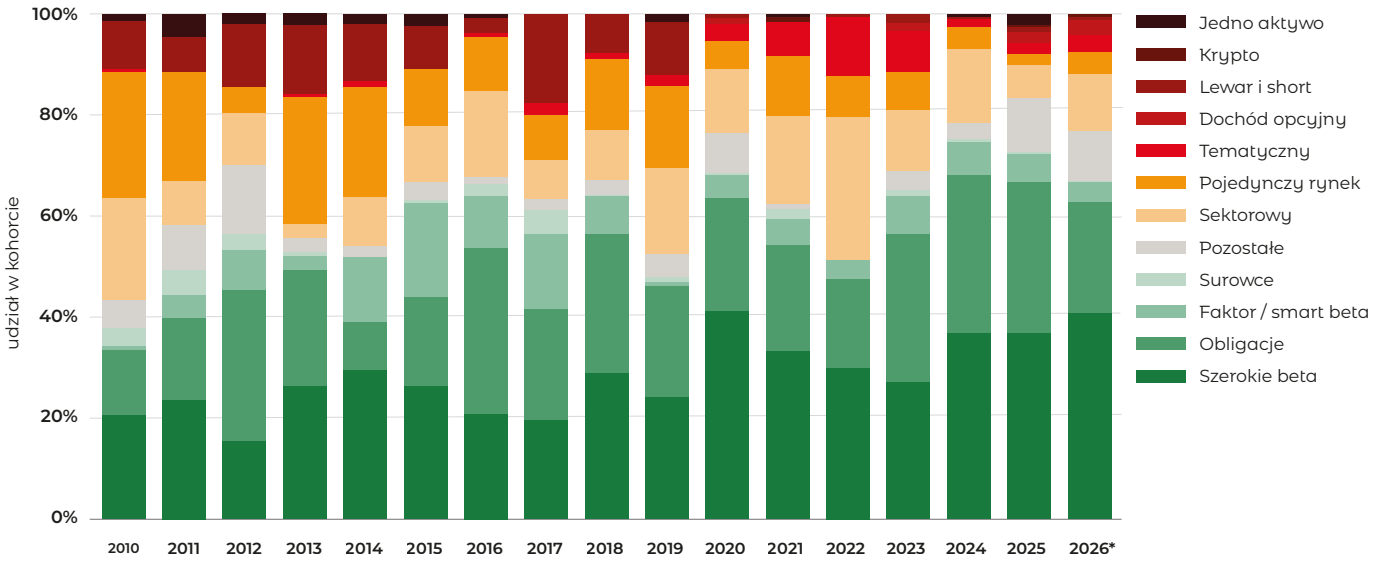
Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper.

Mediana opłaty dla kategorii zawężonych utrzymuje się w przedziale 40–50 punktów bazowych przez cały badany okres, z lokalnym spadkiem w latach 2015–2016 i powrotem do górnej części przedziału po 2021 roku. W 2025 roku produkt zawężony był dokładnie dwukrotnie droższy od produktu szerokiego rynku: 45 wobec 25 punktów bazowych.

Spadek mediany całego rynku nie wynika zatem z tego, że oferta stała się tańsza. Wynika z tego, że rośnie udział taniej części – przy niezmienionej cenie części drogiej.

4.3 Struktura nowo uruchamianych produktów

Wykres 3. Struktura kategorii nowo uruchamianych produktów (udział w kohorcie)



Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper. Odcienie zieleni – ekspozycje szerokie; pomarańczowe – zawężenie geograficzne lub sektorowe; czerwone – motywy, lewar, krypto, produkty opcyjne i jedno aktywowe.

Obraz zmian oferty jest bardziej złożony niż prosta teza o jej postępującym zawężaniu. Roczniki 2010–2014 zawierały bardzo dużo produktów wyspecjalizowanych – pojedyncze rynki krajowe i fundusze sektorowe stanowiły wtedy blisko połowę nowo uruchamianych produktów. Ta fala wygasła. W jej miejsce weszły jednak kategorie, których wcześniej nie było w ogóle: fundusze tematyczne (od 2017 roku systematycznie, ze szczytem w 2022 roku), produkty opcyjne (od 2020 roku) i krypto (od 2021 roku).

Produkty wyspecjalizowane nie zniknęły więc, tylko zmieniła się ich specyfika. Zamiast funduszy na pojedyncze giełdy powstają fundusze na pojedyncze pomysły inwestycyjne.

4.4 Motywy pojawiają się falami

Fale tematyczne dają się datować z dokładnością do roku, co jest samo w sobie informacją o mechanizmie ich powstawania.

Tabela 1. Motywy produktowe – pojawienie się i skala (poziom subfunduszu)

Motyw	Pierwsze uruchomienie	Subfundusze łącznie	W tym od 2022	Mediana TER (bps)	Szczyt uruchomień
Strategie opcyjne (covered call)	2006	19	15	50	2025 (6)
Uran i energia jądrowa	2008	10	8	65	2008 (2)
Sztuczna inteligencja	2011	29	20	40	2026 (7)

Cyberbezpieczeństwo	2015	8	3	50	2015 (2)
Półprzewodniki	2019	4	1	35	2019 (1)
Krypto i blockchain	2019	12	8	62	2022 (5)
Kosmos	2021	7	6	55	2026 (4)
Obronność i przemysł zbrojeniowy	2022	20	20	40	2025 (11)
Obliczenia kwantowe	2025	5	5	50	2025 (5)

Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper. Dopasowanie po nazwie funduszu i nazwach jego klas jednostek; motywy mogą się nakładać.

Wzorzec się powtarza: motyw pojawia się w debacie publicznej, a produkt następuje po nim z opóźnieniem kilku do kilkunastu miesięcy. Fundusze obronne startują po lutym 2022 roku i kumulują się w 2025 roku, gdy europejskie budżety zbrojeniowe rosną. Fundusze kwantowe pojawiają się w komplecie w jednym roku. Kosmiczne kumulują się w 2026 roku.

Mediana opłaty dla dziewięciu wymienionych motywów inwestycyjnych łącznie wynosi 49 punktów bazowych. Dla szerokiego rynku – 25. Inwestor kupujący ekspozycję na motyw, o którym właśnie przeczytał, płaci za nią mniej więcej dwukrotnie więcej niż za ekspozycję na rynek jako całość.

4.5 Dywersyfikacja nie wynika z etykiety

Drugie z trzech przekonań – o wbudowanej dywersyfikacji – jest w świetle danych najbardziej zawodne, ponieważ dotyczy cechy, której nazwa produktu w ogóle nie gwarantuje.

Tabela 2. Koncentracja portfela i opłata w podziale na kategorie – fundusze akcyjne

Kategoria	Klasy jednostek	Mediana top-3	Mediana top-10	Mediana TER (bps)	Udział z top-3 > 30%
Sektorowy	786	24,8%	57,0%	35	34,6%
Pojedynczy rynek	890	22,6%	51,2%	35	24,3%
Tematyczny	119	18,4%	47,9%	50	13,4%
Szerokie beta	1 968	16,5%	36,0%	23	4,4%
Faktor / smart beta	443	11,5%	27,7%	30	1,1%

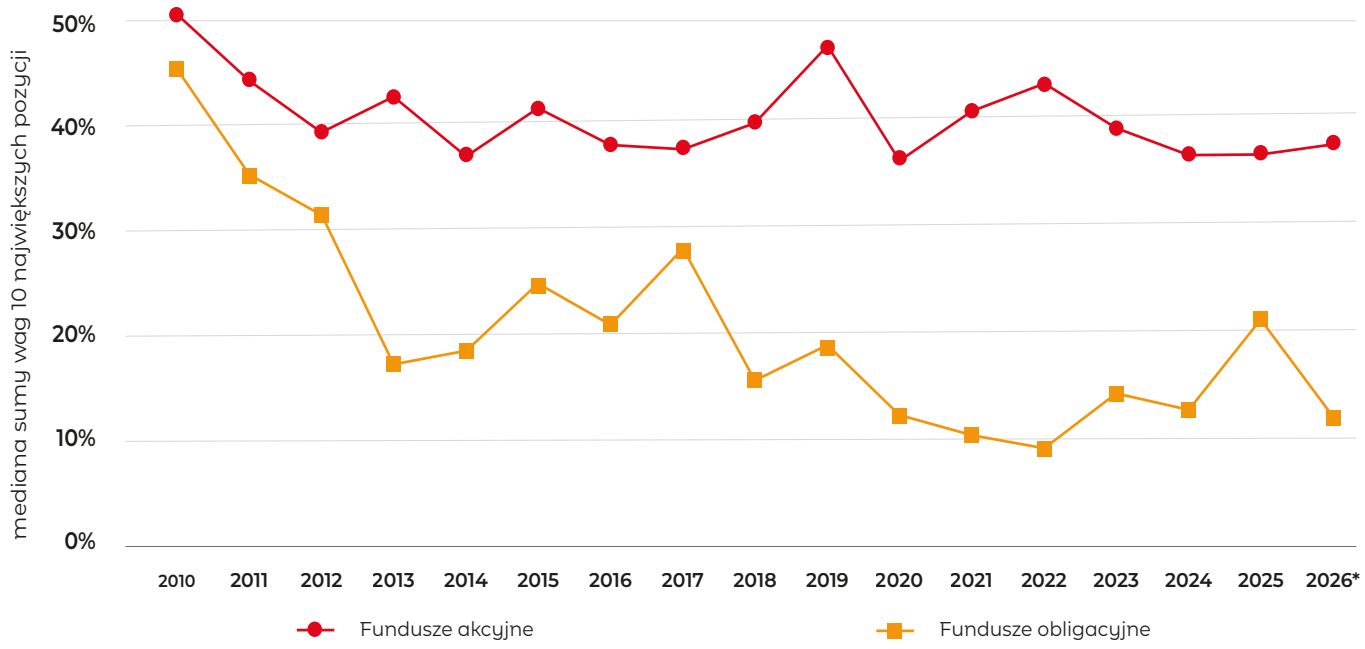
Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper.

Wśród funduszy sektorowych 34,6% trzyma ponad 30% aktywów w trzech największych pozycjach. Wśród szerokiego rynku odsetek ten wynosi 4,4%. Różnica jest ośmiokrotna i nie wynika z niczego, co inwestor mógłby odczytać z nazwy instrumentu – oba produkty nazywają się ETF-em i oba odwzorowują indeks.

Zjawisko ma prostą przyczynę: im węższy koszyk, tym trudniej o rozproszenie. Indeks sektora półprzewodników czy przemysłu zbrojeniowego obejmuje kilkanaście spółek, z których kilka największych dominuje pod względem kapitalizacji, a wszystkie reagują na te same czynniki ryzyka. Formalna dywersyfikacja – kilkadziesiąt pozycji – nie oznacza tu dywersyfikacji ekonomicznej.

W skrajnym przypadku mamy do czynienia z ekspozycją na pojedyncze aktywa: 49 subfunduszy w próbie ma jedną lub dwie pozycje obejmujące niemal cały portfel. Są to głównie produkty oparte o rynek surowców i produkty lewarowane, notowane na giełdzie i opisywane tym samym trzyliterowym skrótem.

Wykres 4. Mediana sumy wag dziesięciu największych pozycji, według rocznika uruchomienia



Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper. Wskaźnik nieporównywalny między klasami aktywów, dlatego pokazany osobno.

W ujęciu kohortowym mediana stopnia koncentracji nie rośnie – dla funduszy akcyjnych spadła z około 50% w 2010 roku do 38% w ostatnich rocznikach, co jest konsekwencją wygaszenia fali produktów na pojedyncze rynki. Koncentracja jest zatem cechą kategorii, a nie cechą rocznika. Rozstęp między kategoriami jest tu istotniejszy niż trend w czasie.

4.6 Fragmentacja klas jednostek

Na 4 196 subfunduszy przypadają 7 343 klasy jednostek. Struktura wyboru, przed którym staje inwestor, wygląda następująco.

Tabela 3. Liczba klas jednostek przypadających na subfundusz

Liczba klas jednostek	Subfundusze	Udział
1	2 627	62,6%
2	919	21,9%
3	255	6,1%
4	174	4,1%
5	90	2,1%
6	68	1,6%
7-9	46	1,1%
10 i więcej	17	0,4%

Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper. Uruchomienia 2005–2026.

Ponad jedna trzecia funduszy występuje w co najmniej dwóch wariantach. Klasy różnią się walutą notowania, obecnością zabezpieczenia walutowego i polityką wypłat – a więc cechami, które mają realny wpływ na wynik inwestora, ale nie na ekspozycję rynkową. Wybór klasy jest osobną decyzją, podejmowaną po wyborze funduszu i wymaga odrębnej wiedzy: o kosztach hedgingu, o skutkach podatkowych wypłaty dywidendy i o płynności notowań konkretnej klasy.

4.7 Przeżywalność

Trzecie przekonanie – o trwałości – jest najłatwiejsze do zweryfikowania, ponieważ nasza próba zawiera produkty wycofane. Aby wynik miał sens, ograniczamy go do roczników 2010–2020, czyli takich, które miały co najmniej pięć lat ekspozycji na ryzyko zamknięcia.

Tabela 4. Odsetek subfunduszy wycofanych z rynku – roczniki 2010–2020

Kategoria	Subfundusze	Wycofane	Odsetek
Pozostałe (mieszane, pieniężne, alternatywne)	101	74	73,3%
Surowce	42	28	66,7%
Jedno aktywo	29	16	55,2%
Pojedynczy rynek	313	165	52,7%
Lewar i short	184	88	47,8%

Szeroki rynek	508	242	47,6%
Sektorowy	243	109	44,9%
Faktor / smart beta	149	63	42,3%
Obligacje	426	167	39,2%
OGÓŁEM	**2019**	**960**	**47,5%**

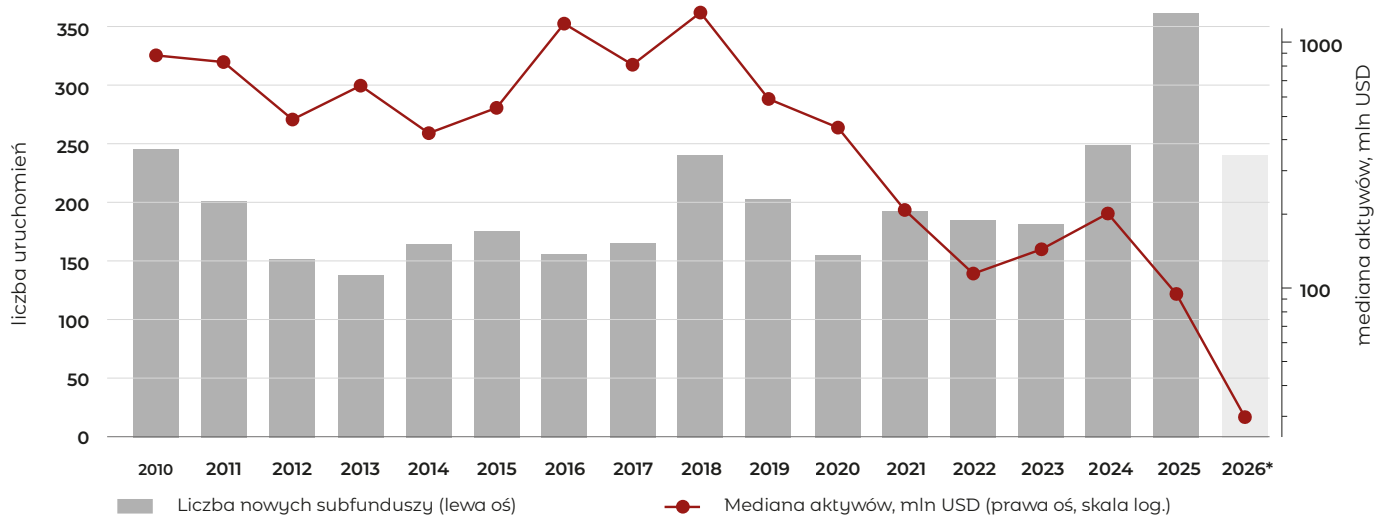
Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper. Wycofanie obejmuje likwidację i połączenie z innym funduszem. Kategorie poniżej 20 subfunduszy pominięto.

Prawie połowa produktów uruchomionych w tych rocznikach już nie istnieje jako samodzielny fundusz. To zjawisko o skali, która nie ma odpowiednika w potocznym wyobrażeniu o ETF-ach.

Najważniejsza obserwacja z tej tabeli jest jednak inna i przeczy intuicji. Odsetek wycofań dla produktów wąskich (47,3%) i dla szerokiego rynku (47,6%) jest praktycznie identyczny. Zamknięcie funduszu nie jest karą za niszowość – jest zdarzeniem, które dotyka także produktów uznawanych za bezpieczny, podstawowy wybór. Najwyżej wypadają tylko kategorie zbiorcze, surowce i ekspozycje na pojedyncze aktywa, a najniżej – fundusze obligacyjne.

Konsekwencja dla inwestora jest praktyczna. Likwidacja funduszu oznacza przymusowe zamknięcie pozycji w terminie wyznaczonym przez dostawcę, a nie przez posiadacza – z realizacją zysku lub straty podatkowej niezależnie od horyzontu, kosztem ponownego wejścia w rynek i ryzykiem, że moment ten wypadnie w niekorzystnej fazie cyklu.

Wykres 5. Liczba nowo uruchomionych produktów a mediana aktywów kohorty



Źródło: opracowanie własne mTFI na podstawie danych Lipper. Mediana aktywów na skali logarytmicznej, liczona na funduszach aktywnych.

Tło tego zjawiska pokazuje wykres 5. Liczba nowo uruchamianych produktów rośnie – 365 nowych subfunduszy w 2025 roku wobec 248 w 2010 roku – a mediana ich aktywów spada: z 889 milionów dolarów dla rocznika 2010 do 95 milionów dla rocznika 2025. Część tej różnicy to naturalny efekt wieku, bo fundusze z 2025 roku nie miały czasu urosnąć, i nie da się go rozdzielić bez szeregu czasowego aktywów. Kierunek jest jednak spójny z rosnącym udziałem produktów o małej skali: aktywa 39,8% produktów uruchomionych w 2025 roku nie przekraczają 50 milionów dolarów aktywów wobec 5,5% w roczniku 2010. Fundusz, który nie osiąga skali, jest kandydatem do zamknięcia niezależnie od jakości swojej konstrukcji.

5. Dlaczego rynek się rozwarstwił

5.1 Ekonomia produktów standardowych: konkurencja sprowadzona do ceny

Na szerokich indeksach akcyjnych produkty poszczególnych dostawców są niemal nieodróżnialne. Dwa fundusze odwzorowujące ten sam indeks globalny dają tę samą ekspozycję, a jedyne wymiary konkurencji to opłata, błąd odwzorowania i płynność. W takich warunkach cena spada do granicy opłacalności, co potwierdza mediana 25 punktów bazowych i średnia ważona aktywami w okolicach 15.

Ten segment działa dokładnie tak, jak opisuje literatura o rynkach efektywnych: konkurencja przenosi korzyść na inwestora, a marża dostawcy dąży do zera. Wejście na ten rynek z jeszcze jednym funduszem na indeks globalny nie ma dziś ekonomicznego sensu dla nikogo poza największymi podmiotami dysponującymi skalą.

5.2 Ekonomia produktów wyspecjalizowanych: konkurencja o uwagę

Skoro na produktach standardowych nie da się zarobić, wzrost trzeba znaleźć gdzie indziej. Mechanizm opisany przez Ben-Davida i współautorów polega na tym, że dostawcy przenoszą konkurencję z ceny na wyrazistość: tworzą produkty wąskie, rozpoznawalne i związane z tematem, o którym inwestor już słyszał. Taki fundusz nie musi być tani, bo nie ma bezpośredniego substytutu – jest jedynym funduszem na dany motyw albo jednym z dwóch.

Dane europejskie są z tym mechanizmem spójne w trzech aspektach. Po pierwsze, opłaty w kategoriach zawężonych nie spadają, mimo że w produktach standardowych spadły o jedną trzecią. Po drugie, motywy pojawiają się falami skorelowanymi z cyklem uwagi publicznej, a nie z cyklem koniunkturalnym. Po trzecie, mediana aktywów nowych funduszy spada, co jest oczekiwane w populacji, w której coraz więcej produktów adresowanych jest do coraz większych grup odbiorców.

Warto zaznaczyć, że sama konstrukcja takich produktów nie jest wadliwa. Wyspecjalizowany fundusz sektorowy jest odpowiednim instrumentem, jeżeli inwestor świadomie chce takiej ekspozycji, rozumie jej koncentrację i akceptuje jej cenę. Problemem nie jest istnienie tych produktów, tylko to, że dzielą one nazwę z produktami o zupełnie innym profilu.

5.3 Koszt wyboru

Efektem połączenia obu mechanizmów jest sytuacja, w której głównym kosztem inwestora w ETF-y przestała być opłata, a stała się nim praca analityczna poprzedzająca wybór.

Dwie dekady temu decyzja o kupnie ETF-a była w praktyce decyzją o wyborze indeksu, a liczba realnych opcji mieściła się w kilkudziesięciu pozycjach. Dziś oznacza wybór spośród 4 196 funduszy i 7 343 klas jednostek, rozłożonych na ponad dwieście kategorii, gdzie rozstęp opłat sięga dwudziestu punktów bazowych między produktami standardowymi a wyspecjalizowanymi, koncentracja portfela różni się ośmiokrotnie w zależności od kategorii, a niemal połowa produktów z danego rocznika nie przetrwa dziesięciu lat.

Żadnej z tych informacji nie da się odczytać z nazwy funduszu. Wszystkie wymagają sprawdzenia w dokumentach źródłowych: składu portfela, karty produktu, dokumentu zawierającego kluczowe informacje, historii aktywów. Koszt wyboru nie zniknął wraz ze spadkiem opłat – zmienił postać z finansowej na analityczną.

5.4 Uwaga o rynku polskim

Niniejsza analiza dotyczy europejskiego rynku UCITS ETF i nie obejmuje polskich funduszy indeksowych ani produktów pasywnych oferowanych przez krajowe towarzystwa funduszy inwestycyjnych – to odrębna populacja wymagająca odrębnych danych i nie stawiamy tu o niej żadnych tez.

Obserwując szybko rosnącą liczbę pasywnych i indeksowych rozwiązań dostępnych dla polskiego inwestora, warto jednak pamiętać o wnioskach z tego opracowania. Mechanizmy, które opisujemy – rozwarstwienie cenowe między produktem standardowym a produktem wyspecjalizowanym, fale tematyczne, koncentracja ukryta pod wspólną etykietą, wycofywanie produktów, które nie osiągnęły skali – nie są cechą rynku europejskiego, tylko konsekwencją ekonomiki tworzenia funduszy pasywnych. Nie ma powodu sądzić, że w Polsce zadziałają słabiej. Są argumenty, by sądzić, że mogą zadziałać mocniej: rynek jest młodszy, wchodzą na niego nowi dostawcy budujący dopiero historię produktową, a baza porównawcza, na której inwestor mógłby ocenić trwałość i jakość odwzorowania indeksu, jest ze zrozumiałych względów mniejsza.

6. Wnioski

Wracamy do trzech przekonań, od których zaczęliśmy.

ETF-y są tanie – prawda dla produktów standardowych, nieprawda dla całości
Mediana nowo uruchamianego produktu to 25 punktów bazowych, ale mediana produktu zawężonego to 45, a mediana funduszu tematycznego opartego na bieżącym motywie – około 50. Różnica jest dwukrotna i utrzymuje się od piętnastu lat. Deklaracja „ETF-y są tanie" jest prawdziwa wyłącznie jako zdanie o pewnym segmencie oferty.

ETF-y są zdywersyfikowane – zależy od kategorii, nie od formy prawnej
Co trzeci akcyjny fundusz sektorowy trzyma ponad 30% portfela w trzech pozycjach; wśród szerokiego rynku robi tak jeden na dwadzieścia dwa. Czterdzieści dziewięć produktów w próbie ma ekspozycję na jedno aktywo. Dywersyfikacja jest cechą indeksu, który fundusz odwzorowuje, a nie cechą opakowania.

ETF-y są trwałe – nieprawda i to niezależnie od kategorii
Z roczników 2010–2020 wycofano 47,5% subfunduszy. Odsetek jest praktycznie taki sam dla produktów wąskich i dla szerokich ekspozycji rynkowych. Trwałość indeksu nie przenosi się na trwałość funduszu.

Rynek ETF nie stał się gorszy – w swojej najważniejszej części stał się wyraźnie lepszy i tańszy. Stał się natomiast rynkiem dwóch populacji o rozbieżnych cechach, opisywanych jedną nazwą. Konsekwencją nie jest to, że z ETF-ów nie należy korzystać. Konsekwencją jest to, że nazwa kategorii przestała wystarczać jako podstawa decyzji, a opieranie się na realiach z 2010 roku prowadzi do systematycznego niedoszacowania kosztu, koncentracji i ryzyka wycofania konkretnego produktu.

Ocena tych trzech wymiarów wymaga sięgnięcia do dokumentów źródłowych każdego rozważanego funduszu – składu portfela, struktury opłat, historii aktywów i klasy jednostek. Jest to praca wykonalna, ale nie darmowa ani jednorazowa: motywy inwestycyjne pojawiają się w cyklu dwuletnim, a co roku z rynku znika kilkadziesiąt produktów.
Tyle wynika z danych – ocena, czy taki nakład ma sens w indywidualnym przypadku, należy do inwestora.

Nota prawna:

Niniejsze opracowanie ma charakter analityczny i edukacyjny. Materiał prezentuje wyniki autorskiej analizy danych dotyczących europejskiego rynku ETF i został przygotowany wyłącznie w celach informacyjnych. Opracowanie nie stanowi oferty, zaproszenia do składania ofert, rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu przepisów prawa, analizy inwestycyjnej, doradztwa inwestycyjnego, porady prawnej ani podatkowej oraz nie powinno być traktowane jako podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Opracowanie nie ocenia ani nie porównuje konkretnych funduszy, emitentów lub dostawców produktów inwestycyjnych oraz nie wskazuje żadnego produktu jako preferowanego lub rekomendowanego. Wnioski odnoszą się wyłącznie do kategorii produktów i zjawisk obserwowanych w analizowanej próbie.

Analiza została sporządzona na podstawie danych pochodzących ze źródeł uznanych za wiarygodne. mTFI S.A. dołożyła należytej staranności przy przygotowaniu materiału, jednak nie gwarantuje kompletności, aktualności ani bezbłędności wykorzystanych danych. Dane wykorzystane w analizie odzwierciedlają stan na dzień ich pozyskania lub inny wskazany w niniejszym materiale, a ich późniejsze zmiany mogłyby wpłynąć na prezentowane wyniki i wnioski.

Przedstawione wyniki, statystyki oraz obserwacje mają charakter historyczny lub opisowy i nie stanowią prognozy przyszłych wyników, zachowań rynkowych ani gwarancji osiągnięcia określonych rezultatów inwestycyjnych. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią wiarygodnego wskaźnika przyszłych wyników.

Analiza wykorzystuje określone założenia metodologiczne i uproszczenia, w szczególności dotyczące klasyfikacji produktów, oceny koncentracji portfela oraz agregacji danych historycznych, które mogą wpływać na prezentowane rezultaty. Miary wykorzystane w opracowaniu nie wyczerpują wszystkich istotnych cech badanych produktów, a prezentowane wnioski należy interpretować z uwzględnieniem ograniczeń metodologicznych opisanych w materiale.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem, w tym możliwością utraty części lub całości zainwestowanych środków. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien samodzielnie ocenić jej odpowiedniość, uwzględniając własną sytuację finansową, cele inwestycyjne, horyzont inwestycyjny oraz poziom akceptowanego ryzyka, a w razie potrzeby zasięgnąć profesjonalnej porady.

mTFI S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. mTFI S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Prostej 18, 00-850 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców KRS pod numerem 0000902210, NIP 5272959386, kapitał zakładowy 10.000.000 zł, w pełni opłacony.